

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
FGV DIREITO SP

DANIEL FAVORETTO ROCHA

SERVINDO A DOIS SOBERANOS NO MERCADO DE CAPITALIS:
CONFLITO DE INTERESSES E OS REGIMES JURÍDICOS DE ASSESSORES DE
INVESTIMENTO

SÃO PAULO

2022

DANIEL FAVORETTO ROCHA

SERVINDO A DOIS SOBERANOS NO MERCADO DE CAPITAIS:
CONFLITO DE INTERESSES E OS REGIMES JURÍDICOS DE ASSESSORES DE
INVESTIMENTO

Dissertação apresentada à Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV Direito SP), como requisito para a obtenção do título de Mestre em Direito e Desenvolvimento.

Linha de Pesquisa: Direito dos Negócios e Desenvolvimento Econômico e Social

Orientadores: Prof.^a Dra. Viviane Müller Prado e Prof.^o Dr. Caio Mário da Silva Pereira Neto

SÃO PAULO

2022

Rocha, Daniel Favoretto.

Servindo a dois soberanos no mercado de capitais: conflito de interesses e os regimes jurídicos de assessores de investimento / Daniel Favoretto Rocha. - 2022.

135 f.

Orientador: Viviane Muller Prado.

Co-orientador: Caio Mário da Silva Pereira Neto.

Dissertação (mestrado acadêmico) - Fundação Getulio Vargas, Escola de Direito de São Paulo.

1. Direito regulatório. 2. Investimentos. 3. Assessoria econômica. 4. Consultores de investimento - Conduta. 5. Investidores (Finanças) - Conduta. I. Prado, Viviane Muller. II. Pereira Neto, Caio Mário da Silva. III. Dissertação (mestrado acadêmico) - Escola de Direito de São Paulo. IV. Fundação Getulio Vargas. V. Título.

CDU 336.767

DANIEL FAVORETTO ROCHA

SERVINDO A DOIS SOBERANOS NO MERCADO DE CAPITALS:
CONFLITO DE INTERESSES E OS REGIMES JURÍDICOS DE ASSESSORES DE
INVESTIMENTO

Dissertação apresentada à Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV Direito SP), como requisito para a obtenção do título de Mestre em Direito e Desenvolvimento.

Linha de Pesquisa: Direito dos Negócios e Desenvolvimento Econômico e Social

Data de aprovação: 29/04/2022

Banca examinadora:

Prof.^a Dra. Viviane Müller Prado
(Orientadora)
FGV Direito SP

Prof.^o Dr. Caio Mário da Silva Pereira Neto
(Coorientador)
FGV Direito SP

Prof.^o Dr. Marcos Galileu Lorena Dutra
FGV Direito SP

Prof.^o Dr. Otávio Yazbek
Inspir

Em conformidade com os respectivos regulamentos, registra-se que:

O presente trabalho foi realizado com o apoio da Fundação Getúlio Vargas, por meio da Bolsa Mario Henrique Simonsen de Ensino e Pesquisa, e da Associação ANBIMA, por meio do XVI Prêmio ANBIMA de Mercado de Capitais.

Agradecimentos

Aos meus pais e ao meu irmão, pelo amor e inspiração.

Àqueles que me deram a prazerosa oportunidade de compartilhar as dúvidas, os desafios e as conquistas durante os últimos anos.

Aos meus orientadores, Viviane Müller Prado e Caio Mario da Silva Pereira Neto, pela confiança, pelos ensinamentos e por terem trilhado essa fase especial da vida acadêmica ao meu lado.

Aos professores Marcos Galileu Lorena Dutra e Otávio Yazbek, pelos valiosos comentários dados na banca de qualificação e na banca final de avaliação.

Ao professor Isac Costa, pelo apoio e pelas valiosas reflexões dados ao longo desta pesquisa.

Àqueles responsáveis pelas bolsas de estudos que recebi durante minha trajetória escolar e acadêmica, que confiaram em meu futuro desde cedo, amenizaram os desafios e tornaram os sonhos possíveis.

A todos os entrevistados desta pesquisa, que, além de acolhedores, dispuserem de seu tempo para contribuir com sua perspectiva sobre relevantes aspectos do mercado de capitais brasileiro.

À FGV Direito SP (Fundação Getúlio Vargas) e à Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), pelo apoio e reconhecimento dados a esta pesquisa, por meio, respectivamente, da Bolsa Mário Henrique Simonsen de Ensino e Pesquisa e do XVI Prêmio ANBIMA.

Por fim, aos demais amigos e amigas de vida, com os quais eu não tive a oportunidade de conviver tão intensamente quanto quis durante os tempos pandêmicos em que a maior parte desta dissertação foi escrita, mas que foram constantemente lembrados durante sua elaboração.

Nota do Autor

Uma percepção prática da vida mostra que todas as profissões, das mais operacionais às mais intelectuais, contam com profissionais de diferentes perfis, alguns de boa-fé e outros de má-fé. Trata de variação intrínseca à natureza humana, adotada como premissa deste trabalho. A profissão de assessoria de investimentos não poderia ser diferente. Entretanto, este trabalho não faz esse tipo de avaliação – entender os motivos dessa natureza humana –, por fugir ao escopo das perguntas jurídicas relevantes a esse mercado e à proteção do investidor.

Não se adotou uma premissa de que assessores de investimento tenderão a atuar em interesse próprio em detrimento dos investidores que assessoram. Ao contrário, esta pesquisa adotou um modelo de agente econômico racional, movido por incentivos decorrentes de seu contexto e das instituições vigentes.

Esta pesquisa não delimitou sua análise à atuação de agentes específicos ou a verificar se conflitos de interesses ocorrem de fato, tendo se dedicado, ao contrário, a analisar os potenciais incentivos gerados pelas condições de contratação e remuneração de assessores de investimento e o ordenamento jurídico aplicável. Investigar esse tema promove transparência, fortalece a confiança do investidor no mercado de capitais brasileiro e valoriza os bons profissionais desse mercado, em benefício de seu funcionamento a todos os envolvidos.

Todos os documentos corporativos usados para a realização desta pesquisa são de acesso público, embora sua maioria nunca tenha sido analisada por trabalhos acadêmicos anteriores.

As teses sustentadas nesse trabalho não refletem, necessariamente, a visão dos entrevistados ou das instituições às quais estão vinculados, tampouco a visão da Fundação Getúlio Vargas ou da associação ANBIMA, que apoiaram esta pesquisa.

Por fim, para fins de isenção acadêmica, o autor esclarece que, no exercício de sua atividade profissional, nunca representou agentes do mercado perante a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e nunca prestou serviços a qualquer assessor de investimento (pessoa física ou jurídica), corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários.

Resumo

Assessores de investimento, ou agentes autônomos de investimento, prestam serviços concomitantemente a instituições de distribuição e investidores, servindo, portanto, a dois “soberanos” cujos interesses podem divergir. Sob perspectiva de custos de agência e custos de transação e considerando o imperativo de proteção dos investidores no mercado de valores mobiliários, o presente trabalho teve o objetivo de responder à seguinte pergunta de pesquisa: quais são as eventuais fragilidades dos regimes jurídicos aplicáveis a assessores de investimento para proteger o investidor de varejo contra conflito de interesses? Após análise de fontes inéditas, como contratos celebrados por assessores de investimento, políticas de *compliance* aplicáveis a esses agentes e entrevistas com especialistas, este trabalho constatou indícios de potencial de conflito de interesses resultante dos modelos de contratação e remuneração de assessores atualmente praticados no mercado. Analisando regimes jurídicos aplicáveis a esses agentes – regulatório e cível –, identificou-se ferramentas jurídicas para endereçar a hipótese de conflito de interesses, que incluem denúncia ou representação perante a CVM e a BSM, requerimento ao Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos, ajuizamento de ação judicial individual ou coletiva e denúncia ao departamento de ouvidoria da instituição à qual o assessor está vinculado. Essas ferramentas, no entanto, encontram limites à efetiva proteção do investidor, como a inexistência de jurisprudência consolidada na CVM sobre sancionamento de conflito de interesses de assessores de investimento e a complexidade e custos para produção de provas de dano no âmbito judicial, dentre outros. Por isso, ao final, este trabalho propõe sugestões de aprimoramento das normas jurídicas aplicáveis aos assessores de investimento, combinando diferentes estratégias regulatórias (*i.e.*, distintos graus de intervenção e ferramentas jurídicas) que são complementares entre si. Dentre as sugestões, inclui-se as de promulgar normas de incentivo à educação financeira, especificar de forma não taxativa, na regulação da CVM, os deveres do assessor perante o investidor e explicitar a prevalência dos interesses do investidor frente aos demais participantes do mercado de capitais e, ainda, criar um dever de fundamentação de recomendações do assessor ao investidor, a constar no extrato mensal de investimento do cliente, para reduzir assimetria informacional e dificuldades práticas encontradas pelos investidores para aferir a qualidade e fiscalizar os serviços que lhes são prestados.

Palavras-chave: Agente autônomo de investimento; Assessor de investimento; Conflito de interesses; Remuneração; Mercado de capitais; Proteção do investidor; CVM; Autorregulação; Judiciário.

Abstract

Brazilian investment advisors – or “autonomous investment agents”, as referred in Portuguese – offer their services to both brokerage firms and investors, thus, serving two “sovereign parties” whose interest may diverge. Under the framework of agency and transaction costs and considering the directive of investors’ protection in the securities market, this academic work sought to respond the following research question: what are the possible fragilities in the Brazilian legal frameworks applicable to financial advisors in protecting retail investors against conflicts of interests? After a thorough analysis of unprecedented sources, such as copies of contracts effectively executed by financial advisors, compliance policies applicable to these agents, and interviews with experts, this research found evidence that the current hiring and payments conditions of Brazilian financial advisors have the potential to generate conflict of interests in detriment of investors. By analyzing legal frameworks applicable to these advisors – regulatory and private –, this research concluded that there are legal tools to address financial advisors’ conflict of interests, which include complaint before the Brazilian Securities Market’s Commission and private regulator, plea for the private Mechanism of Investors’ Compensation, filling of individual or class action lawsuits, and report for the brokerage firm’s ombudsman or compliance department. However, these tools face limits to protect investors, such as the incipient case law of the Securities Market’s Commission and the complexity and discovery costs in judicial proceedings borne by investors, among other limits. Due to these limits, this work proposes some legal enhancements to the legal norms and tools at hand, consisting of a combination of regulatory strategies (*i.e.*, different level of intervention and legal tools) that support one another. The proposed enhancements include norms to foster financial education among Brazilian citizens, specify financial advisors’ regulatory duties and explicit the duty to prevail the investor’s interests in comparison to other participants of the securities’ market, and create a duty to justify investment advices to investors, in order to mitigate investors’ information asymmetry and practical obstacles to evaluate the quality and monitor the services they consume.

Keywords: Investment agent; Financial advisor; Conflict of interests; Remuneration; Securities’ market; Investor protection; CVM; Private regulation; Judiciary.

Lista de esquemas, gráficos e tabelas

Esquema 1 – Relação triangular entre assessor de investimento e seus contratantes

Esquema 2 – Remuneração de assessores por cotas de fundos de investimento

Esquema 3 – Remuneração de assessores por títulos ou valores mobiliários

Gráfico 1 – Proporção de desfecho de requerimentos de ressarcimento ao MRP, envolvendo assessores de investimento (2008-2021)

Tabela 1 – Mapeamento de operações envolvendo escritórios de assessores de investimento, no período 2020-2021

Tabela 2 – Mapeamento de condições de remuneração e conflito de interesses em contratos entre instituições de distribuição e assessores de investimento

Tabela 3 – Estrutura de custos para assessores de investimento

Tabela 4 – Documentos regulatórios vigentes, com força vinculante e aplicáveis a assessores de investimento

Tabela 5 – Documentos regulatórios sem de força vinculante, embora aplicáveis a assessores de investimento

Tabela 6 – Mapeamento de requerimentos de ressarcimento ao MRP, envolvendo assessores de investimento (2008-2021)

Tabela 7 – Mapeamento de ferramentas e limites de regimes jurídicos aplicáveis a assessores de investimento na proteção do investidor

Lista de abreviaturas e siglas

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

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

B3 – B3 S.A. Brasil, Bolsa Balcão

BCB – Banco Central do Brasil

BSM – BM&F Bovespa Supervisão de Mercados

CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica

CDB – Certificado de Depósito Bancário

CDC – Código de Defesa do Consumidor

CMN – Conselho Monetário Nacional

CRA – Certificado de Recebíveis do Agronegócio

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

ISDVM – Instituição Integrante do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários

LCA – Letra de Crédito do Agronegócio

LCI – Letra de Crédito Imobiliário

LDC – Lei de Defesa da Concorrência

MNI – Manual de Normas e Instruções do Conselho Monetário Nacional

MP – Ministério Público

MRP – Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos

OCDE – Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico

PEC – Programa de Educação Continuada da ANCORD

PIB – Produto Interno Bruto

PLDFT – Prevenção à Lavagem de Dinheiro e ao Financiamento do Terrorismo

STF – Supremo Tribunal Federal

STJ – Superior Tribunal de Justiça

TJ-SP – Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo

UNODC – Escritório das Nações Unidas sobre Drogas e Crime

SUMÁRIO

1. Introdução	13
2. Metodologia	24
3. Servindo a dois soberanos: a atuação dos assessores de investimento	32
3.1 O ecossistema de distribuição e negociação de produtos de investimento e os desafios em regular falhas de mercado	32
3.2 A posição do assessor de investimento no mercado de capitais.....	46
3.3 Contratação e remuneração de assessores de investimento.....	55
3.4 Conflito de interesses na assessoria de investimentos.....	65
4. Ferramentas jurídicas de proteção do investidor	75
4.1 Regime jurídico regulatório	77
4.1.1 Regulação da CVM e do CMN.....	77
4.1.2 Autorregulação da BSM	88
4.2 Regime jurídico cível.....	91
4.2.1 Regime extracontratual	91
4.2.2 Regime contratual	101
4.3 Conclusão parcial.....	108
5. Possíveis aprimoramentos à proteção do investidor	112
6. Considerações finais	121
Referências Bibliográficas	125

1. Introdução

Atender a diferentes interesses, alguns eventualmente conflitantes, é desafio natural de um ser que vive em sociedade. Não seria exagero, portanto, considerar humano o fenômeno de conflito de interesses. No entanto, a imparcialidade é um valor intrínseco ao Estado de Direito, que exige essa qualidade de determinadas instituições e de pessoas em algumas situações. No mercado de capitais, cujo funcionamento é regido pelo Direito para proteger o investidor, o conflito de interesses de seus participantes pode desvirtuar esse mercado, transformando esse fenômeno humano em um problema jurídico.

O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro é almejado há décadas. Essa busca teve momento marcante na criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em 1976, e teve altos e baixos desde então, com eventos de aprimoramento da regulação setorial para proteger o investidor e de entraves ao desenvolvimento desse mercado¹. Apesar dos diversos estudos existentes sobre o funcionamento e o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro², o contexto atual tem peculiaridades a serem exploradas.

Os indícios de que o momento atual vivido pelo mercado tem peculiaridades são diversos. Em plena pandemia da Covid-19, enquanto o Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro sofreu queda recorde³ e a dívida pública teve aumento recorde⁴, o mercado de capitais pareceu andar em sentido oposto, em um fenômeno aparentemente contracíclico: as negociações diárias e a adesão de investidores pessoas físicas cresceram de maneira inédita na bolsa de valores brasileira (B3)⁵. Também em período de pandemia, startups brasileiras receberam aportes recordes de investimento, parte dos quais ocorreu por meio do mercado de capitais brasileiro⁶.

¹ Entraves ao desenvolvimento do mercado podem ser tanto falhas de mercado quanto falhas de governo ou de regulação.

² Cita-se, por exemplo, Mattos Filhos (2015), Noda (2015) e Costa (2018).

³ O PIB brasileiro teve queda recorde de 4,1% em 2020. Nesse sentido, <<https://istoe.com.br/pib-do-brasil-tem-queda-recorde-de-41-em-2020/>>

⁴ Segundo o Tribunal de Contas da União (TCU), a dívida pública federal de 2020 ultrapassou a marca de R\$ 5 trilhões. Nesse sentido, <<https://portal.tcu.gov.br/imprensa/noticias/divida-publica-federal-passa-de-r-5-trilhoes-em-2020.htm>>

⁵ Em parte, motivada pela queda da taxa de juros e pela migração de investimentos da dívida pública para o mercado de capitais, em 2020, a B3 teve recorde de movimentação diária de capital, no valor médio de R\$ 26 bilhões por dia, e recorde de investidores pessoas físicas, com mais de 3,2 milhões de CPFs cadastrados. Trata de número extremamente elevado, especialmente em um cenário inédito de pandemia, mesmo considerando que esse número, divulgado pela B3, pode ter contabilizado alguns CPFs repetidamente, nas ocasiões em que uma mesma pessoa possui conta em mais de uma corretora ou distribuidora. Nesse sentido, <<https://einvestidor.estadao.com.br/investimentos/b3-recorde-26-bilhoes-dia/>> e <<https://www.poder360.com.br/economia/numero-de-investidores-na-b3-cresce-92-em-2020-mulheres-sobem-118/>>

⁶ O total de aporte a startups brasileiras, em 2021, foi de cerca de R\$ 50 bilhões. Nesse sentido, <<https://olhardigital.com.br/2021/12/31/pro/com-recorde-de-investimentos-em-startups-brasil-ganhou-dez-unicornios-em-2021/>>

Outros indícios também chamaram atenção. A digitalização de serviços financeiros e a entrada de novos atores no mercado baseados em plataformas digitais, incluindo as chamadas “fintechs” e bancos digitais, são inovações no setor financeiro. As mudanças do comportamento do consumidor, como a adesão a novas ferramentas digitais para consumo de serviços financeiros, e a entrada de grandes empresas de tecnologia (as conhecidas “big techs”) nesse setor, como *Google Pay* e *WhatsApp Pay*, reforçam a percepção de que o setor vivencia rápidas inovações tecnológicas e mudanças de estrutura de mercado.

Embora essas percepções sejam amplas e digam respeito a um setor que pode ser segmentado em diferentes mercados específicos (mercado bancário, mercado de valores mobiliários, mercado de seguros, dentre outros), a constatação sobre o cenário atual é a mesma: há fenômenos em andamento que demandam maior aprofundamento.

É nesse contexto de transformação do mercado que este trabalho está inserido. Na presente introdução, serão esclarecidos, abaixo, os seguintes aspectos do trabalho: (i) contexto, (ii) objeto de estudo, (iii) pergunta e subperguntas de pesquisa, (iv) objetivos do trabalho, (v) principais premissas adotadas, (vi) contribuições ao campo de estudo em que a pesquisa se insere e (vii) estrutura do trabalho.

O presente trabalho é dedicado a estudar um agente específico do mercado de capitais, qual seja, o assessor de investimentos, denominado de agente autônomo de investimento até o advento da Lei nº 14.317/2022⁷. Ao longo deste trabalho, essa figura será ocasionalmente referenciada apenas como “agente autônomo” ou “assessor”. O objeto dessa pesquisa é ainda mais específico: a forma como o Direito brasileiro lida com a possibilidade de conflito de interesses desse agente em razão de sua remuneração, para proteger o investidor.

Como será mais bem esclarecido nesse trabalho, o assessor de investimento é um profissional dos mercados financeiro e de capitais, que presta determinados serviços de distribuição de produtos de investimento, estando, portanto, nos elos do mercado primário – *i.e.*, de intermediação entre investidores (aqueles que poupam recursos para aplicá-los na atividade econômica de terceiros) e empreendedores (aqueles que buscam recursos de terceiros para exercer suas atividades econômicas) – e do mercado secundário – *i.e.*, de intermediação entre investidores que buscam negociar valores mobiliários entre si.

A escolha desse agente como objeto de estudo não é descontextualizada. Diversos elementos recentes demonstram o aumento de relevância dessa figura para o mercado e a

⁷ Embora, informalmente, agentes autônomos já eram referenciados como “assessores de investimento”, este termo se tornou juridicamente atribuível a agentes autônomos por meio da publicação da Lei nº 14.317, em 30 de março de 2022.

existência de controvérsias jurídicas a eles relacionadas. Para citar apenas alguns desses elementos, ressalta-se as consultas públicas da CVM para reformar a regulação desses agentes⁸, as recentes fusões e aquisições envolvendo escritórios de assessores de investimento⁹ e a repercussão das críticas de relevante banco privado a esses agentes¹⁰.

A menção a esses agentes em notícias de jornais de grande circulação também serviu de termômetro adicional para a constatação de seu recente aumento de relevância. A noticiada concorrência acirrada entre corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários para atraírem escritórios de agentes autônomos sugere que esses profissionais são peças-chave na distribuição e negociação de produtos de investimento¹¹, conforme essa pesquisa também esclarecerá.

Além disso, o aumento expressivo da quantidade de assessores de investimento atuando no mercado, ao longo dos últimos anos, é indício adicional de que essa classe de profissionais demanda uma análise mais aprofundada sobre seus impactos aos direitos do investidor: segundo dados oficiais da entidade credenciadora de agentes autônomos no Brasil (a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias – ANCORD), o número de agentes credenciados subiu de 4.935 em junho de 2016 para 16.092 em setembro de 2021¹² - em outras palavras, a quantidade de assessores credenciados no país praticamente quadruplicou em apenas cinco anos.

Embora a quantidade de agentes de determinada profissão não seja, por si só, elemento suficiente para concluir pelo aumento de sua relevância, esse aumento de profissionais credenciados serve de indício do maior interesse dessa classe de profissionais e potencializa o impacto de seus serviços àqueles que os consomem: os investidores.

⁸ Audiência Pública SDM nº 03/2019, que teve como objetivos a “modernização da norma que dispõe sobre os agentes autônomos de investimento – AAI e ao aprimoramento da atividade de distribuição de valores mobiliários”, e a Audiência Pública SDM nº 05/2021, que trata de “alterações das regras aplicáveis a agentes autônomos de investimento e à divulgação da remuneração na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários”.

⁹ Para citar apenas algumas dessas operações, a título exemplificativo, o escritório Monte Bravo, um dos maiores escritórios de agentes autônomos no Brasil, adquiriu seus concorrentes Ella’s, Bolso Forte e MN Investimentos. Nesse sentido, <<https://valorinveste.globo.com/objetivo/hora-de-investir/noticia/2020/07/13/monte-bravo-faz-nova-aquisicao-num-momento-de-discussoes-sobre-o-papel-do-agente-autonomo.ghml>> e <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/10/26/corretora-volta-a-ser-ativo-cobicado-no-mercado.ghml>>

¹⁰ Mais especificamente, essas críticas ficaram conhecidas pelas peças publicitárias do Itaú Personnalité, no ano de 2020, veiculadas em 23 de junho, 01 de julho, 08 de julho e 09 de julho, disponíveis em <<https://www.youtube.com/watch?v=xRZqRQ1ma30>> <<https://www.youtube.com/watch?v=bR9DC5-0VoE>> <<https://www.youtube.com/watch?v=CpNOB2Vf0nw>> <<https://www.youtube.com/watch?v=ZyU4aRPGZKw>>

¹¹ Sobre a disputa por escritórios de agentes autônomos de investimento, vide <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/06/08/novo-modelo-de-negocio-nao-altera-margens-diz-xp.ghml>>

¹² Dados disponíveis em <<https://credenciamento.ancord.org.br/index.html#>> Acessos em: 22/05/2021 e 02/01/2022.

Um aspecto da atuação dos assessores de investimento que tem gerado controvérsia é sua remuneração e as condições de sua contratação¹³. Alguns suscitam que o fato de assessores atuarem diretamente junto ao investidor e, concomitantemente, serem remunerados pelas corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários criaria um conflito de interesses em sua atuação, potencializando violações aos seus deveres de probidade, boa-fé e ética profissional, previstos no art. 15 da Resolução CVM nº 16/2021.

Para fins dessa pesquisa, conforme será detalhado na subseção 3.4 abaixo, o conflito de interesses é compreendido como a situação em que um agente possui incentivos que divergem, parcial ou totalmente, dos interesses de pessoa que ele representa ou assessora – *i.e.*, a quem o agente deveria subordinar seus interesses –, subvertendo a relação fiduciária entre eles. Por isso, quando se afirma, neste trabalho, que um assessor de investimento pode se encontrar em potencial conflito de interesses em relação a seu cliente, não se está a afirmar que o assessor necessariamente busca prejudicar o investidor, mas que possui incentivos (aceitos ou não pelo assessor) de atender a seus próprios interesses ou de terceiros em detrimento do investidor.

Trata de um conflito potencial, tal como aquele que pode eventualmente existir entre os administradores de uma companhia e seus acionistas, por exemplo. No caso de assessores de investimento, diversas condutas poderiam configurar conflito de interesses – administrar carteira de cliente (prática vedada pela regulação), atuar sem registro perante a CVM, manipular mercado para alterar cotações, dentre outros. No entanto, este trabalho é focado em forma mais sutil de conflito de interesses, na qual o assessor regularmente registrado apenas recomenda medidas de investimento (venda ou compra) que não são compatíveis com o perfil de risco de seu cliente.

O foco desse trabalho é, portanto, o conflito de interesses do assessor que enseja o descumprimento do dever de recomendar o produto de investimento mais adequado ao perfil do investidor – conhecido como dever de *suitability*, nos termos da Instrução CVM nº 30/2021. Segundo artigo 3º desta norma, para evitar riscos excessivos e desconhecidos pelo investidor, a verificação de *suitability* deve considerar, de um lado, aspectos do produto de investimento – *e.g.*, risco do produto, existência de garantias e prazo de carência para retorno – e, de outro lado,

¹³ Apesar de não estar no escopo da presente pesquisa, vale notar que outro aspecto dos agentes autônomos que tem gerado controvérsia é a relação de exclusividade entre esses agentes e corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários. Alguns suscitam que a exigência de exclusividade entre agentes autônomos e corretoras ou distribuidoras para a atuação desses agentes na distribuição de valores mobiliários implica menor concorrência. Em outras palavras, a depender da quantidade e da importância dos agentes autônomos vinculados com exclusividade a uma distribuidora, essa exclusividade impediria distribuidoras concorrentes e potenciais entrantes nesse mercado de terem agentes a sua disposição, reduzindo sua capacidade de competir com grandes distribuidoras consolidadas no mercado.

aspectos do investidor – *e.g.*, situação financeira, objetivos com os quais busca investir e conhecimento ou familiaridade das operações que pretende realizar.

Na prática do mercado de capitais, muitas corretoras e distribuidoras fazem avaliações de seus clientes para enquadrá-los em três categorias de perfil de risco (conservador, moderado ou arrojado)¹⁴. Naturalmente, enquadrar milhões de investidores em apenas três categorias tende a uma simplificação excessiva, sem assegurar uma real adequação entre o produto de investimento e o perfil individual de cada cliente. Por isso, o conflito de interesses que importa a esta pesquisa é aquele que desvirtua o “*suitability* individual” de cada investidor – *i.e.*, a análise de adequação entre o investimento e o perfil individual e específico do cliente –, mesmo que eventualmente cumprido o *suitability* costumeiramente praticado no mercado. Reconhece-se que este não é o conceito técnico de *suitability* costumeiramente adotado, mas trata de critério objetivo para definir os interesses do investidor e identificar conflito de interesses.

Portanto, questiona-se se os critérios de remuneração de assessores teriam potencial de acarretar eventuais prejuízos ao investidor, demandando, com isso, uma análise da forma como o Direito endereça essas questões e de eventuais insuficiências para proteger o investidor. Considerando esses elementos, a pergunta que esta pesquisa busca responder é: quais são as eventuais fragilidades dos regimes jurídicos aplicáveis a assessores de investimento para proteger o investidor de varejo contra conflito de interesses?

A delimitação da pergunta de pesquisa ao segmento de varejo do mercado de capitais se deve ao fato de o investidor desse segmento ser presumivelmente mais carente de informações e conhecimento técnico¹⁵ e, portanto, mais vulnerável a eventuais vícios de serviços prestados pelos profissionais desse mercado, como conflito de interesses. Descobrir as fragilidades das ferramentas jurídicas de proteção do investidor é de extrema relevância, especialmente em momento em que investidores se dizem “abandonados” na busca de ressarcimento por falhas na prestação de serviços de intermediários do mercado de capitais¹⁶.

¹⁴ Portal do Investidor, 30/08/2021: “O objetivo é avaliar e classificar o investidor em categorias de perfil de risco pré-determinadas, em que as mais comuns são conservador, moderado ou arrojado, embora algumas instituições utilizem categorias adicionais.” Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/funcionamento_mercado/Suitability.html> Acesso em: 03/04/2022.

¹⁵ Embora a renda e valor investido dos investidores de varejo possam variar, o fato do valor investido não ser superior a R\$ 1 milhão (a depender de mudança regulatória em discussão, esse valor baixaria para R\$ 627 mil) gera a presunção de menor conhecimento técnico sobre o mercado de capitais. Nesse sentido (CVM, 2021a, p. 7): “(...) investidor de varejo, ou seja, no pequeno investidor que possui mais limitações de aplicações e conhecimento sobre valores mobiliários. (...) Essa proteção é de maior necessidade para o investidor de varejo, que muitas vezes não possui um profundo conhecimento do mercado financeiro e da totalidade de variáveis que o afeta.”

¹⁶ Nesse sentido, RACY, Sonia. Investidores se sentem abandonados pela CVM e BSM em casos de ressarcimento por falha em prestação de serviço. *O Estado de S. Paulo*, 09 mar. 2022, disponível em:

De modo a organizar as etapas necessárias para responder a esta pergunta de pesquisa, optou-se por elencar subperguntas de pesquisa, a serem respondidas separadamente nas seções 3 a 5 desse trabalho, conforme detalhadas abaixo:

- 1) Os principais modelos de remuneração e contratação de assessores de investimento praticados no mercado têm o potencial de gerar conflito de interesses?
- 2) De que forma os regimes jurídicos regulatório e cível endereçam a hipótese de conflito de interesses de assessores de investimento e quais seus limites para tutelar o investidor?
- 3) Quais os possíveis aprimoramentos jurídicos das ferramentas para o investidor prevenir e reprimir situações de conflito de interesses de assessores de investimento?

Como a ordem das subperguntas acima demonstra, esta pesquisa foi segmentada em três etapas: (i) identificar o problema (*i.e.*, se há potencial conflito de interesses na atuação de assessores de investimento), (ii) avaliar como o Direito endereça esse problema e quais seus limites (*i.e.*, se os regimes jurídicos fornecem ferramentas suficientes de proteção do investidor face a esse potencial conflito de interesses) e (iii) apresentar possíveis aprimoramentos jurídicos em face daquele problema (*i.e.*, possíveis mudanças de normas e de formas de aplicação – *enforcement* – dos atuais regimes jurídicos).

Por meio dessas perguntas, esse trabalho tem os seguintes objetivos: identificar eventuais vulnerabilidades do investidor no consumo dos serviços de assessores de investimento e esclarecer se tais vulnerabilidades estão devidamente endereçadas pelos regimes jurídicos aplicáveis a esses agentes, recomendando possíveis aprimoramentos a esses regimes.

Sobre esses objetivos, essa pesquisa adotou as seguintes premissas. Considera-se vulnerabilidade as situações nas quais o investidor (i) carece de informação para tomar suas decisões, (ii) consome serviços de assessoria que têm potencial de conflito de interesses e (iii) carece de medidas para promover um alinhamento de interesses com seu assessor.

Além disso, para fins dessa pesquisa, considera-se devidamente endereçada uma vulnerabilidade quando o Direito fornece ferramentas jurídicas suficientes para o investidor (i) se informar plenamente, (ii) promover alinhamento de interesses com seu assessor e (iii) ser reparado por danos que tenha sofrido, protegendo seu patrimônio. Com isso, nota-se que, para o investidor estar plenamente amparado pelo Direito, não basta que tenha conhecimento do potencial conflito de interesses que o ameaça, devendo, também, ter instrumentos de ressarcimento e promoção de alinhamento de interesses.

A forma como essa pesquisa busca responder às perguntas elencadas acima é sob perspectiva das teorias da agência e de custos de transação, somada a uma abordagem interdisciplinar. Em relação às perspectivas teóricas, para fins didáticos, este trabalho analisa a relação entre investidor e assessor sob duas possíveis óticas: ora como uma relação entre principal e agente, ora como uma relação entre duas partes de uma transação no mercado.

Em relação à primeira ótica, o investidor delega algumas funções, como a de avaliar o melhor investimento, a seu assessor, que, portanto, atua para atender aos interesses do investidor¹⁷. Embora a figura do assessor tenha sido inicialmente concebida como a de mero preposto da distribuidora e não possa atuar como procurador do cliente, sua função envolve desempenhar atividades delegadas pelo investidor, conforme será detalhado na seção 3 abaixo.

Em relação à segunda ótica, o conflito de interesses do assessor de investimentos é um problema ao investidor mesmo que não se considere haver qualquer delegação de atividades de um a outro. A teoria dos custos de transação, que explica os custos entre agentes do mercado para concluir uma transação (KRUGMAN, WELLS, 2015, p. 612), demonstra que eventual conflito de interesses na assessoria de investimentos demanda atenção do Direito para que o investidor esteja protegido.

Escolher a perspectiva teórica mais adequada para analisar a relação entre investidor e assessor não é tarefa fácil, pois a ausência de delegação explícita de atividades do investidor ao assessor pode suscitar dúvidas quanto a sua natureza de agência e ausência de contratação formal (*i.e.*, de celebração de contrato escrito) do assessor pelo investidor pode suscitar dúvidas quanto a sua natureza transacional. No entanto, conforme detalhado na seção 3 deste trabalho, a relação investidor-assessor pode ser enquadrada em ambos os quadros teóricos, cabendo falar em custos de agência ou custos de transação.

Em relação à abordagem interdisciplinar, ao tratar de diferentes regimes jurídicos, esse trabalho deverá, de um lado, descrever cada regime dentro de suas devidas peculiaridades e, de outro lado, manter uma perspectiva ampla o suficiente para identificar eventuais sobreposições desses regimes na proteção ao investidor. Os regimes a serem abordados por esse trabalho são o regulatório e o cível, incluindo a regulação da CVM, a autorregulação da B3, o microssistema de defesa do consumidor e os contratos praticados nesse mercado¹⁸.

¹⁷ Referências sobre essa teoria incluem, dentre outros: SCHNEIDER, Dieter. Agency Costs and Transaction Costs: Flops in the Principal-Agent-Theory of Financial Markets. BAMBERG, G. SPRELMANN, K. (Org.). *Agency theory, information, and incentives*. Berlin: Springer, 1987; Jensen, Meckling, 1976.

¹⁸ O regime jurídico concorrencial foi inicialmente considerado por esta pesquisa, mas foi posteriormente dispensado, conforme detalhado na seção 4 deste trabalho.

Considerando que problemas reais resultam de múltiplos fatores e podem afetar diferentes direitos e bens jurídicos – logo, afetando diferentes campos do Direito –, tais problemas podem ser enfrentados por meio de diferentes campos do Direito. Em outras palavras, a vida real tende a ser mais complexa do que simplificações teóricas. Por isso, abordagens interdisciplinares contribuem à solução de problemas práticos, ao organizarem a aplicação do Direito a um mesmo assunto, em especial, para assuntos que demandam maior sistematização jurídica, como ocorre com os assessores de investimento.

Apesar do objeto dessa pesquisa estar em debate na agenda do mercado de capitais brasileiro, há três principais contribuições que esta pesquisa pretende agregar a esse debate, demonstrando a relevância das perguntas elencadas acima:

- **Primeira contribuição:** descrever, de maneira detalhada e sistemática, os principais modelos de remuneração e contratação de assessores de investimento praticados no mercado, identificando os incentivos que tais modelos geram a esses agentes;
- **Segunda contribuição:** mapear os regimes jurídicos aplicáveis a assessores de investimento, identificando ferramentas jurídicas disponíveis ao investidor e suas possíveis insuficiências frente a eventuais conflitos de interesses desses agentes; e
- **Terceira contribuição:** sugerir possíveis aprimoramentos aos regimes jurídicos aplicáveis a assessores de investimento, visando, de um lado, proteger o investidor de serviços de assessoria eivados de conflito de interesses e, de outro lado, evitar entraves ao desenvolvimento do mercado desses agentes.

Em relação à primeira contribuição, de caráter descritivo, apesar da ampla cobertura midiática e das atenções do mercado aos dilemas envolvendo agentes autônomos de investimento, constatou-se, em pesquisa preliminar, que os materiais existentes sobre os modelos de remuneração desses assessores são, majoritariamente, notícias jornalísticas ou documentos produzidos pelos próprios agentes de mercado, carecendo, portanto, de abordagens acadêmicas (*i.e.*, de rigor metodológico)¹⁹.

Ora pela complexidade envolvida ou por teor supostamente sensível à concorrência, as informações disponibilizadas sobre essas práticas de mercado são, geralmente, superficiais²⁰.

¹⁹ A carência de abordagens acadêmicas sobre esse tema, em especial, brasileiras e com o mesmo foco adotado na presente pesquisa, foi constatada em pesquisa preliminar realizada pelo autor, em outubro de 2020, nos acervos online de trabalhos acadêmicos HeinOnline, Ebsco, JSTOR, SSRN, Google Scholar e Revista dos Tribunais, com termos em inglês e português relacionados ao tema, quais sejam, “agentes autônomos de investimento”, “assessor de investimento”, “*investment agent*”, “*financial advisor*” e “*investment advisor*”.

²⁰ Evidência dessa falta de transparência é o fato de que apenas a recente desavença entre Itaú Unibanco e XP Investimentos motivou esta corretora a informar como os agentes autônomos são remunerados na venda de produtos de investimento relacionados a fundos de investimentos. Nesse sentido: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/05/13/xp-investimentos-vai-abrir-remuneracao-de-agenteautonomo->

Mesmo a autoridade brasileira de defesa da concorrência (Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE), em sua extensa instrução do ato de concentração entre Itaú Unibanco e XP Investimentos, fez afirmações pouco detalhadas sobre como ocorre a variação da remuneração dos assessores de investimento²¹.

Há, portanto, falta de clareza ou de transparência no mercado sobre esses aspectos dos assessores de investimento, especialmente sua remuneração. O mero trabalho de descrição detalhada do funcionamento do mercado e da remuneração desses agentes contribuirá ao debate atual, considerando tratar de um mercado em rápido crescimento, complexo e demandante de maior sistematização, especialmente para compreender, *in concreto*, as questões jurídicas envolvidas.

Condições de contratação e remuneração são fatores essenciais, mesmo que não necessariamente os únicos, a ditarem os incentivos de um agente de mercado. Por isso, sem entender os critérios de remuneração dos agentes autônomos, não é possível verificar, empiricamente, o grau de seu eventual conflito de interesses²². Apesar do próprio regulador (CVM, 2019a, p. 14) ter afirmado que “*a atuação do agente autônomo é, sem dúvida, permeada por conflitos de interesses*”, este trabalho adota postura mais cautelosa, tendo optado por investigar empiricamente se esse conflito é, no mínimo, potencialmente existente.

Evidentemente, assessores de investimento são agentes privados, não servidores públicos, não havendo, portanto, dever legal de publicidade de suas remunerações a toda a sociedade. Entretanto, pode-se defender que o investidor possui um direito à informação ou um interesse juridicamente tutelável para conhecer a remuneração do agente que o assessora, mesmo que não seja o investidor quem o remunere diretamente. Por esses motivos, a compreensão dos critérios de remuneração desses agentes e a verificação de seu potencial conflito de interesses são contribuições desta pesquisa a esse campo.

na-venda-de-fundos.ghml> Além disso, a pesquisa preliminar realizada pelo autor concluiu que as informações disponíveis sobre os modelos de remuneração praticados são superficiais, pois apenas indicam que a remuneração dos agentes autônomos pode ser ora baseada em taxas fixas de 0,5% a 1,0% do patrimônio total do investidor no ano, ora baseada em taxas variáveis, conhecidas como “taxa de rebate”, atreladas ao tipo de produto de investimento e ao volume de transações concluídas na plataforma da distribuidora. Nesse sentido, OLIVEIRA, Isaac de. *O Estado de S. Paulo*. 25 junho 2020. BERTÃO, Naiara; TORRES, Fernando. *Valor Investe*. 31 julho 2020. BESSA, Hudson. *Valor Investe*. 30 junho 2020. WILTTGEN, Julia. *Seu Dinheiro*. 31 julho 2020.

²¹ “Os AAls são remunerados exclusivamente por comissionamento, ou seja, recebem *fees* por volume captado para a corretora com que trabalha, sem remuneração fixa. Assim, a remuneração desses agentes está intimamente relacionada com o volume de negócios que a plataforma proporciona.” Parecer Técnico nº 24, da Superintendência-Geral do CADE, no Ato de Concentração nº 08700.004431/2017-16, 27/12/2017, § 209.

²² Além da utilidade em servir como critério de mensuração de eventual conflito de interesses, a compreensão dos efeitos da remuneração de um agente pode servir, também, de critério de legalidade dessa prática. Nos âmbitos concorrencial e cível, os efeitos de uma conduta são usados para mensurar sua legalidade, salvo exceções. No âmbito concorrencial, vide artigo 36 da Lei nº 12.529/2011. No âmbito cível, vide artigo 186 do Código Civil Brasileiro.

Em relação à segunda contribuição, apesar da atividade de assessor de investimento ser regulamentada há décadas (vide Resolução CMN nº 76/1967), eles são submetidos a diferentes regimes jurídicos e seu mercado está em intensa transformação, razão pela qual o mapeamento dos regimes jurídicos aplicáveis se torna tão relevante. Tal mapeamento e a identificação das zonas de complementaridade entre esses regimes permite maior segurança jurídica e compreensão de mudanças regulatórias atualmente em curso²³ e das funções desempenhadas pelo Direito, considerando que o investidor pode ser tutelado, direta ou indiretamente, por via de diferentes regimes.

Ainda em relação à segunda contribuição, identificar insuficiências na proteção ao investidor permitirá maior reflexão sobre a proteção à economia popular e à autonomia do investidor. Não cabe, necessariamente, rotular o agente autônomo como um problema, considerando que esses profissionais podem prestar importantes serviços no mercado, como difusão de educação financeira e capilaridade do sistema de distribuição. Entretanto, adotando a premissa de que a remuneração é um dos fatores a determinar os incentivos de um agente econômico, o Direito deve prover ferramentas para o investidor se informar e buscar um alinhamento entre seus interesses e aqueles de seus assessores.

A terceira contribuição desse trabalho (sugestão de aprimoramentos aos regimes jurídicos de assessores de investimento) fomenta o debate, sem intenção de esgotá-lo, e pode fortalecer as ferramentas de proteção do investidor, aproximando o ordenamento jurídico brasileiro a uma condição mais segura a investidores e mais transparente a todos os participantes do mercado de capitais.

Por fim, quanto à estrutura e o caminho que será percorrido para responder à pergunta condutora dessa pesquisa, o trabalho em questão foi dividido em quatro seções centrais, além da presente introdução e das considerações finais.

A **seção 2** tratará da metodologia desse trabalho, especificando os métodos que foram adotados ao longo da pesquisa e os motivos de sua adoção, considerando seu cabimento frente aos objetivos de pesquisa estabelecidos. Embora comumente vista como um aspecto puramente técnico e destinado apenas a um público acadêmico, a metodologia de um trabalho revela o caminho que foi percorrido ao longo da pesquisa e os critérios escolhidos pelo pesquisador para analisar o assunto estudado. Logo, muito além de uma descrição técnica, a seção 2 deste

²³ Nesse sentido, faz-se referência ao recente debate de alteração da então vigente Instrução CVM nº 497/2011 (consolidada na Resolução CVM nº 16/2021), fruto da Audiência Pública SDM nº 05/2021 e da Audiência Pública SDM nº 03/2019, para a “modernização da norma que dispõe sobre os agentes autônomos de investimento – AAI e ao aprimoramento da atividade de distribuição de valores mobiliários”.

trabalho revela os desafios em analisar o mercado de assessoria de investimentos e, portanto, para responder à pergunta de pesquisa.

Na **seção 3**, o trabalho abordará o funcionamento do ecossistema de distribuição e negociação de produtos de investimento e identificará se há potenciais riscos ao investidor nesse ecossistema. A seção 3 foi dividida em quatro subseções. A primeira subseção descreverá o arranjo de distribuição de produtos de investimento e os principais aspectos do mercado de agentes autônomos, demonstrando os desafios em regular esse mercado.

A segunda subseção identificará quem é o assessor de investimento e seus deveres perante os demais participantes do mercado de capitais, evidenciando a posição que se denominou nesse trabalho de “servir a dois soberanos” e aplicando as teorias da agência e de custos de transação a essa relação.

Com base em pesquisa empírica de fontes primárias, como documentos corporativos, a terceira subseção descreverá os principais modelos de remuneração de assessores de investimento praticados no mercado. Não é possível definir se há conflito de interesses resultante da remuneração desses agentes sem antes compreender os critérios dessa remuneração, *i.e.*, as regras contratuais efetivamente adotadas entre assessores e aqueles que os remuneram (corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários).

A quarta subseção, por sua vez, buscará depreender um conceito jurídico de conflito de interesses a partir de leis e de bibliografia sobre assessoria de investimentos. A busca por esse conceito servirá para qualificar as práticas de mercado descritas nas subseções anteriores, definindo se tais práticas têm o potencial de gerar conflito de interesses. Como se notará, da forma como o mercado funciona atualmente, o conflito de interesses é um problema, no mínimo, potencial, que se manifesta de forma multifatorial e demanda atenção de diferentes campos do Direito.

A **seção 4** mapeará as ferramentas jurídicas de proteção do investidor fornecidas pelos regimes jurídicos regulatório e cível, com base em extensa pesquisa normativa e de jurisprudência. Esta seção também foi dividida em subseções, conforme os regimes jurídicos abordados. Os regimes serão analisados sob perspectivas descritiva e analítica, sobre suas limitações para tutelar o investidor. Considerando que apontar limitações da aplicação de regimes jurídicos para a tutela do investidor demanda a concomitante descrição de cada regime, optou-se por descrever esses regimes de forma associada à análise de seus limites, permitindo um trabalho de descrição normativa diretamente vinculada às preocupações suscitadas pelas perguntas de pesquisa deste trabalho.

Por meio desse mapeamento, identificou-se fragilidades do Direito na proteção do investidor face a conflitos de interesses de sua assessoria, em especial, em razão da carência de mecanismos preventivos a conflitos dessa natureza e dos limites de alcance e uso das ferramentas reparatórias e repressivas.

Por fim, a **seção 5** desse trabalho fará sugestões de aprimoramento desses regimes jurídicos para fins de proteção do investidor. Essa seção suscitará possíveis mudanças aos regimes descritos na seção 4 para melhor endereçar o problema identificado na seção 3. A conclusão sintetizará os resultados dessa pesquisa e responderá as perguntas elencadas acima, com base nos achados do autor.

2. Metodologia

Em relação à metodologia e às fontes acessadas para pesquisa, diferentes métodos foram utilizados, especificamente: (i) revisão de bibliografia, (ii) mapeamento de normas estatais, (iii) pesquisa de decisões administrativas e judiciais, (iv) análise de documentos corporativos utilizados no mercado e (v) entrevistas de agentes de mercado e reguladores. Os métodos foram adotados para responder a mais de uma subpergunta de pesquisa, razão pela qual algumas fontes foram exploradas sob diferentes perspectivas²⁴.

A revisão de bibliografia foi utilizada, precipuamente, para compreender o conceito de conflito de interesses na assessoria de investimentos, em razão da ausência de definição legal desse termo. A bibliografia estudada incluiu doutrina nacional e estrangeira, associada a artigos de notícias e manifestações em consultas públicas da CVM. Além disso, esse método também permitiu melhor compreensão da regulação de assessores de investimento, considerando que, para uma interpretação precisa, alguns termos dessa regulação demandam aprofundamento conceitual. Em especial, recorreu-se à doutrina jurídica para delimitar o dever de boa-fé de assessores, conforme previsto na Resolução CVM nº 16/2021.

Outro método de pesquisa adotado foi o mapeamento de normas estatais, como leis, instruções normativas, dentre outras. Esse mapeamento foi feito para compreender as mudanças da regulamentação da profissão de assessores de investimento e identificar a forma como regimes jurídicos tutelam o investidor, por meio de pesquisa nos acervos digitais dos órgãos competentes para regular a atividade desses profissionais.

²⁴ Vale notar, também, que, durante a maior parte do período em que esta pesquisa estava em desenvolvimento, os assessores de investimento eram tecnicamente denominados, apenas, de agentes autônomos de investimento, razão pela qual termos associados a agentes autônomos foram usados como termos de busca nos métodos de pesquisa.

Além disso, o método de pesquisa de decisões administrativas e judiciais foi adotado para avaliar a aplicação das ferramentas de proteção do investidor fornecidas pelos regimes jurídicos analisados e seus limites face a conflito de interesses em assessoria de investimentos. Para tanto, foram analisadas decisões da CVM e do Judiciário brasileiro, que possuem competência legal para apreciar, respectivamente, casos de infrações administrativas de assessores de investimento e litígios em matéria cível.

A escolha de aplicar os métodos de mapeamento de normas estatais e pesquisa de jurisprudência a múltiplos regimes jurídicos não é desmotivada. Como indicado na seção anterior, um fato concreto pode ensejar a aplicação de normas jurídicas de diferentes naturezas ou regimes. Por isso, abordar um problema jurídico sob perspectiva interdisciplinar permite sua melhor compreensão e torna a pesquisa acadêmica mais condizente com a realidade, qualidade almejada neste trabalho.

Apenas a título de justificativa metodológica, cabe ressaltar, por analogia, que diversos casos concretos e questões jurídicas complexas também foram oportunamente abordados de forma interdisciplinar por trabalhos acadêmicos anteriores, ocasiões nas quais foi possível notar a pertinência de analisar diferentes regimes jurídicos concomitantemente.

Pereira Neto e Jones (2021) abordaram, sob diferentes enfoques, a corrupção sistêmica investigada pela conhecida Operação Lava Jato, revelando a multiplicidade de normas, instituições e caminhos jurídicos adotados no Brasil para endereçar os fatos investigados. Em obra coletiva, Machado e Ferreira (2014) analisaram, sob diferentes perspectivas, o caso de corrupção relacionado à licitação de 1992 para a construção de edifício do Tribunal Regional do Trabalho em São Paulo. Nesse estudo, foram analisados os diversos desdobramentos desse caso em diferentes esferas jurídicas e, com isso, os diferentes regimes jurídicos aplicados aos mesmos fatos.

Em assuntos mais próximos ao objeto do presente trabalho, este tipo de abordagem também foi adotado. Prado, Nora e Vilela (2016) exploraram o desenvolvimento das formas pelas quais o Direito brasileiro endereçou o uso de informação privilegiada no mercado de capitais (infração conhecida como *insider trading*), abordando as esferas administrativa, cível e criminal. Para analisar se há efetiva reparação de investidores por danos decorrentes de falhas informacionais no Brasil, Prado (2016) mapeou os regimes jurídicos aplicáveis a ilícitos de violação ao dever de informar e identificou formas de ressarcimento do investidor em diferentes campos do Direito.

Em resumo, nota-se que a abordagem interdisciplinar sobre questões jurídicas não é inédita, tendo sido adotada para abordar diferentes temas, ressalvadas as diferenças

metodológicas de cada trabalho acadêmico que a adotou. Apesar de trabalhos anteriores terem analisado múltiplos regimes jurídicos sobre um mesmo caso ou assunto, não se conhece trabalhos que tenham adotado essa abordagem para tratar da contratação e remuneração de agentes autônomos de investimento no Brasil²⁵.

Em relação à análise de documentos corporativos praticados no mercado, a adoção desse método empírico buscou permitir que a pesquisa reflita a realidade das práticas adotadas pelos agentes estudados. A pesquisa sobre determinada prática de mercado pode ser feita por meio de fontes primárias – *i.e.*, materiais diretamente resultantes dos fatos estudados, sendo uma documentação desses fatos – ou de fontes secundárias – *i.e.*, manifestação de terceiros sobre os fatos sob análise, logo, indiretamente resultantes desses fatos. Embora fontes secundárias tenham sido utilizadas neste trabalho, recorreu-se a documentos corporativos como fontes primárias, por serem registros documentais mais fiéis às práticas do mercado, dando um caráter empírico a essa pesquisa.

O pesquisador analisou (i) contratos firmados entre assessores de investimento e corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários, (ii) contratos de adesão entre investidores e corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários e (iii) políticas de *compliance* aplicáveis a assessores de investimento. A análise de bibliografia, decisões e normas jurídicas sobre agentes autônomos já seria uma contribuição relevante desta pesquisa, considerando a carência de estudos sobre esse assunto, mas essa pesquisa buscou ir além, verificando, empiricamente, as formas de remuneração e contratação praticadas no mercado.

O presente pesquisador teve acesso a um total de 17 (dezessete) documentos praticados no mercado, sendo 10 contratos celebrados entre assessores de investimento e instituições de distribuição, 01 minuta ou modelo de contrato entre assessor de investimento e instituição de distribuição, 02 contratos de adesão entre instituições de distribuição e investidores e 04 políticas de *compliance* de instituições de distribuição²⁶. Como detalhado abaixo, a busca por

²⁵ Quanto ao método adotado pelo autor para chegar a essa constatação, vide nota de rodapé nº 20 acima.

²⁶ Os seguintes documentos foram analisados: Contrato entre Banco BTG Pactual S.A. e Porte Agente Autônomo de Investimentos Ltda.; Contrato entre Banco BTG Pactual S.A. e Confiança Agente Autônomo de Investimentos Financeiros S/S Ltda.; Contrato entre Walpires S.A. Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários e Soldi Agentes Autônomos de Investimentos Ltda.; Contrato entre XP Investimentos CCTVM S.A. e Ação Investimentos – Agente Autônomo de Investimento Sociedade Simples; Contrato entre XP Investimentos CCTVM S.A. e Acqua – Agente Autônomo de Investimentos Ltda.; Contrato entre XP Investimentos CCTVM S.A. e CDR Agentes Autônomos de Investimentos Ltda.; Contrato entre XP Investimentos CCTVM S.A. e Confiança Agente Autônomo de Investimentos Financeiros S/S Ltda.; Contrato entre XP Investimentos CCTVM S.A. e EuQueroInvestir Agentes Autônomos de Investimentos S/S; Contrato entre XP Investimentos CCTVM S.A. e Marcelo Galvão Morroni – Agente Autônomo de Investimento – EPP; Contrato entre XP Investimentos CCTVM S.A. e One Agentes Autônomos de Investimentos Ltda.; Contrato de Intermediação e Subcustódia, celebrado entre Bradesco S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários e clientes; Contrato de Intermediação e Custódia e Outras Avenças, celebrado entre XP Investimentos CCTVM S.A. e clientes; “Manual de Procedimentos e

esses documentos envolveu abertura de conta em corretora de investimentos, pesquisa em acervo de processos judiciais e contato direto com agentes de mercado.

Considerando que diferentes informações podem ser extraídas desses documentos, estes são abordados nas seções 3 e 4 desse trabalho, conforme o escopo de cada: os documentos serão abordados de forma predominante descritiva na seção 3, com finalidade de identificar incentivos que possam gerar eventual conflito de interesses, e abordados de forma analítica na seção 4, com finalidade de compreender as ferramentas propiciadas por esses documentos para proteger o investidor. Além disso, esclarece-se que, pelo fato de a minuta de contrato acessada não tratar de documento público ou de documento efetivamente praticado no mercado – por ser mera minuta, suas disposições não ditaram condutas de agentes do mercado, mesmo que tenha eventualmente servido de base para negociações –, este documento não foi utilizado na condição de fonte de pesquisa.

As tentativas de acesso a essas fontes primárias foram diversas, revelando os desafios em analisar o mercado de assessores de investimento. Em relação aos contratos celebrados entre assessores (pessoas físicas ou jurídicas) e instituições de distribuição, o primeiro método adotado por este pesquisador para acessar esses documentos foi contatando, diretamente, agentes do mercado. Durante os meses de junho e julho de 2021, o pesquisador contatou, por telefone e e-mail, 34 pessoas e instituições, cujas identidades são mantidas em sigilo.

Os dados de contato de tais pessoas e instituições foram obtidos pelo pesquisador por meio de sua indicação por contatos pessoais que serviram de intermediários e do acesso direto à base de dados pública da ANCORD²⁷. Nesta base de dados, em busca de maior diversidade de agentes de mercado contatados e evitando qualquer enviesamento dos resultados de pesquisa, o pesquisador contatou tanto agentes autônomos que atuam na forma de pessoa física como aqueles que atuam na forma de pessoa jurídica, de diferentes regiões do Brasil – Bahia, Distrito Federal, Paraná, Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul e São Paulo.

Nesse processo de contato com agentes do mercado, apenas um compartilhou minuta de contrato, documento sem identificação das partes e utilizado como base de negociação entre assessores de investimento e a instituição de distribuição de onde adveio esta minuta. Os demais agentes de mercado contatados (predominantemente, agentes autônomos, além de algumas

Supervisão de AAI” do BTG Pactual; “Política de Compliance” da XP Investimentos; “Política para Agente Autônomo de Investimentos” e “Política de Princípios Éticos, Regras de Conduta e de Atuação dos Colaboradores” da Órama DTVM.

²⁷ A base de dados da ANCORD, referente ao cadastro de agentes autônomos de investimentos, foi acessada pelo pesquisador por meio dos presentes links: <<http://54.209.169.151/ancord/forms/cadastrogeral/consultageral.aspx>> e <<https://credenciamento.ancord.org.br/index.html#>>

instituições de distribuição) ora não retornaram a tentativa de contato ora se recusaram a compartilhar documentos, sob o argumento destes serem protegidos por sigilo ou de não terem acesso a estes.

Conforme o número de documentos compartilhados por agentes de mercado demonstra (apenas um), este pesquisador experimentou dificuldade em obter qualquer informação sobre as condições de contratação e remuneração de assessores de investimento, ao longo das tentativas de acesso a esse tipo de documento por meio do contato com agentes de mercado. De certa forma, a dificuldade em acessar documentos corporativos sobre remuneração pode ser compreensível, sendo natural que pessoas tratem de remuneração com discrição e privacidade.

No entanto, essa dificuldade de acessar fontes primárias é, por si só, constatação de pesquisa que não deve ser negligenciada, pois revela a resistência de alguns agentes do mercado em revelarem os critérios de contratação e remuneração de assessores de investimento e a discrição com a qual esse assunto é tratado, dificultando maiores esclarecimentos por pessoas externas a esse mercado. Mesmo que assessores não sejam servidores públicos e, por isso, não tenham um dever de publicidade de sua remuneração, pode-se cogitar se investidores que busquem fazer uso dessa assessoria tenham um interesse legítimo de saber os critérios de remuneração, mesmo que sem acesso a números absolutos.

Para contornar a dificuldade de pesquisa enfrentada, optou-se por métodos alternativos para acessar contratos celebrados entre assessores e instituições de distribuição. O segundo método adotado foi a criação de conta em corretora de investimentos que possuía vínculo com quantidade significativa de assessores do mercado. Nessa ocasião, o pesquisador não teve acesso a contratos celebrados entre a instituição de distribuição e esses assessores, tendo sido possível apenas acessar o Contrato de Intermediação e Custódia e Outras Avenças celebrado entre investidores e a corretora.

Buscando investigar esse mercado na maior profundidade possível, ainda tentou-se acessar documentos adicionais por meio de investigações criminais e processos penais relacionados a agentes autônomos de investimento (terceiro método), mas, por tratarem de procedimentos que tramitam em sigilo, não houve êxito no acesso de documentos corporativos adicionais por esta via²⁸.

²⁸ Em 31/12/2021, no sistema de consulta de jurisprudência do Tribunal de Justiça de São Paulo (TJ-SP), foram lançados, separadamente, os termos “agente autônomo de investimento” e “agentes autônomos de investimento”, com os seguintes filtros por tipo de assunto: Crimes contra o Patrimônio, Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional, Crimes contra a Ordem Econômica, Crimes contra as Relações de Consumo e Crimes contra o Mercado de Capitais. Em ambas as buscas, nenhum resultado constou. Além disso, os mesmos termos de busca foram lançados na ferramenta de consulta processual do Portal da Transparência do Ministério Público Federal (<https://apps.mpf.mp.br/aplusmpf/portal?servidor=portal>), em 05/12/2021, mas nenhum resultado constou. Por

Além disso, em dezembro de 2021, com fundamento na Lei nº 12.527/2011 (Lei de Acesso à Informação), o pesquisador também tentou acessar documentos de processo administrativo no qual a Fundação Procon-SP aplicou multa a instituições de distribuição de grande porte por práticas comerciais supostamente abusivas a consumidores²⁹, mas o pedido foi indeferido pela diretoria executiva desta instituição, sob fundamento de tramitação em sigilo, conforme ofício encaminhado ao pesquisador em 10 de janeiro de 2022.

O quarto e principal método adotado pelo pesquisador para acessar contratos celebrados entre assessores de investimento e instituições de distribuição foi a pesquisa por processos judiciais envolvendo essas figuras, em sistemas eletrônicos de consulta processual de tribunais brasileiros.

O sistema escolhido para realizar essa busca foi o do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (TJ-SP), abrangendo todas as varas e instâncias decisórias dessa comarca. A escolha do TJ-SP se deu por tratar de região onde, segundo dados da ANCORD, há maior número de agentes autônomos credenciados no país³⁰, razão pela qual tende a ser o foro onde há maior quantidade de processos envolvendo esses agentes, especialmente aqueles de maior porte e representatividade do mercado.

Notou-se que os contratos celebrados entre esses agentes e instituições de distribuição são juntados aos autos de alguns processos que tratam de litígios entre as partes, estando de acesso público³¹. Por meio desse método, foi possível acessar e analisar a íntegra de 10 (dez) contratos dessa natureza, disponíveis em 08 (oito) de um total de 87 processos acessados³².

Por fim, em relação ao método empírico de entrevistas, o pesquisador entrevistou agentes do mercado de renome e reguladores, mapeando as constatações e opiniões de pessoas

fim, em 31/12/2021, os mesmos termos de busca, somados ao termo “churning”, foram lançados no portal Jusbrasil, tendo aparecido apenas duas decisões do Tribunal Regional Federal da 4ª Região em habeas corpus e uma decisão do Tribunal Regional Federal da 3ª Região em apelação criminal.

²⁹ Nesse sentido: <<https://www.procon.sp.gov.br/procon-sp-multa-xp-investimentos/>>

³⁰ Segundo base de dados da ANCORD, em setembro de 2021, 41,93% dos agentes autônomos de investimento credenciados no país residem no Estado de São Paulo. Essa é a maior concentração desses agentes em um ente federativo, considerando que, além de São Paulo, apenas o Estado de Rio de Janeiro, que figura em segunda colocação na quantidade de agentes autônomos credenciados, possui mais de 10% do total nacional de agentes, enquanto os demais entes federativos brasileiros contêm percentuais inferiores a 10%. Dados disponíveis em: <<https://credenciamento.ancord.org.br/index.html>> Acesso em: 25/09/2021.

³¹ Considerando que, por determinação regulatória (artigo 8º, § 1º, da Resolução nº 16/2021), a razão social de pessoa jurídica deve conter o termo “agente autônomo de investimento”, o pesquisador buscou processos na ferramenta de busca processual do TJ-SP, com o filtro de nome da parte, por meio dos termos de busca “agente autônomo” e “agentes autônomos”, em 21/07/2021 e 25/07/2021. Buscando refinar a busca, foi feita segunda rodada de pesquisa com os mesmos termos e filtro da ferramenta de busca processual, com inclusão de filtro de foro por “Foro Central Cível”, onde há duas varas especializadas em litígios empresariais e relacionados a arbitragem, onde contratos de agentes autônomos e instituições de distribuição se mostraram mais presentes.

³² Os contratos foram extraídos dos seguintes processos da Comarca de São Paulo: 1009067-31.2021.8.26.0100, 1019537-92.2019.8.26.0100, 1053342-02.2020.8.26.0100, 1056040-44.2021.8.26.0100, 1057162-92.2021.8.26.0100, 1063606-54.2015.8.26.0100, 1071066-19.2020.8.26.0100 e 1126564-71.2018.8.26.0100.

com diferentes perspectivas e em posições relevantes sobre o objeto de estudo. O método foi devidamente aprovado pelo Comitê de Conformidade Ética em Pesquisas Envolvendo Seres Humanos da Fundação Getúlio Vargas (CEPH-FGV)³³, tendo as entrevistas sido conduzidas pelo pesquisador em agosto de 2021 e em fevereiro de 2022.

Foi entrevistado um total de 08 (oito) pessoas, que exercem ou exerceram as seguintes funções no mercado de capitais brasileiro: investidores pessoas físicas, diretor da CVM em exercício de mandato, ex-diretores da CVM, agente autônomo(a) associado(a) a escritório de pequeno porte, agente autônomo(a) associado(a) a escritório de grande porte, sócio de corretora de investimentos, sócio fundador de gestora de investimentos, advogados e analista de investimentos de instituição bancária. Para evitar um diagnóstico enviesado do mercado estudado, a escolha dos entrevistados foi feita com base na pluralidade de funções e instituições a que estão ou estiveram vinculados.

Os entrevistados foram indagados sobre diferentes aspectos da relação entre investidores e assessores, sem foco em elementos propriamente jurídicos, considerando que parcela dos entrevistados não possui formação jurídica. Mesmo assim, os dados colhidos nas entrevistas foram relevantes para responder às perguntas jurídicas do presente trabalho. As informações extraídas das entrevistas foram utilizadas ao longo das seções abaixo.

De um lado, utilizar a visão de entrevistados como fonte de pesquisa exige cautela, pois toda informação adquirida no bojo de entrevistas está, inevitavelmente, influenciada pelas experiências individuais de cada entrevistado. De outro lado, as experiências individuais dos entrevistados podem ser importantes fontes de dados empíricos cujo acesso seria inviável ao pesquisador. Por isso, em especial quando a escolha dos entrevistados é baseada em critérios pertinentes ao escopo da pesquisa, como foi o caso do presente trabalho, entrevistas aproximam a pesquisa à vivência prática dos agentes envolvidos e, portanto, à realidade do mercado estudado.

Antes de cada entrevista, o respectivo entrevistado recebeu um termo de consentimento da realização das entrevistas e do uso das informações fornecidas durante elas, para fins exclusivos desta pesquisa, ressalvada a possibilidade de sigilo ao entrevistado e/ou a informações fornecidas por ele(a). As entrevistas foram realizadas na modalidade semiestruturada, consistindo em respostas orais a perguntas previamente formuladas pelo

³³ O método de entrevista para essa pesquisa foi proposto pelo presente pesquisador e devidamente aprovado pelo Comitê de Conformidade Ética em Pesquisas Envolvendo Seres Humanos da Fundação Getúlio Vargas (CEPH-FGV), nos termos do Parecer nº 178/2021.

pesquisador e indagações improvisadas durante as entrevistas, conforme o curso tomado por cada uma destas.

Após as entrevistas, o pesquisador submeteu relatório das informações extraídas da entrevista ao respectivo entrevistado, para sua prévia aprovação, de modo a prevenir eventuais interpretações dúbias do pesquisador sobre as declarações prestadas pelos entrevistados e permitir a participação deles na interpretação de suas respostas.

Parcela dos entrevistados recebeu tratamento sigiloso, tanto em relação a sua identidade quanto à instituição a que estão vinculados, sem prejuízo ao uso das informações que forneceram durante a entrevista e aprovaram em relatórios do pesquisador. Em relação aos entrevistados em sigilo, trata-se de (i) agente autônomo(a) sócio(a) fundador(a) de escritório de agentes autônomos de grande porte, (ii) analista de investimentos de instituição bancária e (iii) agente autônomo(a) associado(a) a escritório de agentes autônomos de pequeno porte.

Em relação aos entrevistados que não optaram por sigilo, foram os seguintes:

- Alexandre Costa Rangel – Diretor da CVM (em exercício), advogado, ex-assessor do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional e formado em Direito pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ);
- Caio Mendes Burti – Sócio da XP Investimentos, responsável pelas equipes de Performance e Projetos B2B da mesma instituição;
- Gustavo Machado Gonzalez – Ex-Diretor da CVM, advogado e professor do Insper;
- Henrique Machado – Ex-Diretor da CVM, advogado, ex-Procurador do BCB, ex-Secretário Executivo Adjunto do BCB, ex-Secretário do CMN, ex-Assessor-Chefe do Subprocurador-Geral da República e investidor;
- Joaquim Paiffer – Sócio fundador e Presidente do Conselho de Administração da Atompar e Gestor da Paiffer Management.

Como esclarecido em nota introdutória deste trabalho, as teses sustentadas nesta pesquisa não refletem, necessariamente, a visão dos entrevistados ou das instituições às quais estão vinculados.

Por fim, embora fora do método de entrevistas, em 2021 e 2022, a condução desta pesquisa também envolveu contato direto com quadro de servidores e funcionários da CVM, para acompanhamento de consulta pública de interesse deste trabalho, e da BM&F Bovespa Supervisão de Mercados (BSM), para esclarecimento de metodologia de dados de acervo online.

Como se nota da metodologia detalhada acima, a presente pesquisa contou com diversos meios para explorar o objeto de estudo, com o objetivo de responder às perguntas de pesquisa

com o maior grau de precisão e rigor acadêmico possível, sem prejuízo a futuras contribuições acadêmicas a este campo.

3. Servindo a dois soberanos: a atuação dos assessores de investimento

Conforme indicado no tópico introdutório deste trabalho, a subpergunta de pesquisa que esta seção busca responder é: os principais modelos de remuneração e contratação de assessores de investimento praticados no mercado têm o potencial de gerar conflito de interesses?

Para tanto, as quatro subseções abaixo tratarão de (i) descrever o contexto e funcionamento do ecossistema de distribuição e negociação de produtos de investimento, (ii) esclarecer a natureza das relações entre o assessor de investimento e demais participantes desse ecossistema, (iii) detalhar seus critérios de remuneração e condições de contratação e, com base nisso, (iv) analisar como eventual conflito de interesses se inseriria nesse contexto.

3.1 O ecossistema de distribuição e negociação de produtos de investimento e os desafios em regular falhas de mercado

Conhecer o funcionamento do mercado é uma etapa prévia e necessária para a compreensão dos dilemas jurídicos envolvendo assessores de investimento, incluindo a hipótese de conflito de interesses em sua atuação e a forma como o Direito endereça esse eventual conflito.

Como se verá abaixo, nota-se que o mercado de capitais brasileiro tem passado por relevantes transformações e eventos inéditos nos últimos anos. Para identificar e solucionar falhas de mercado que tragam risco ao investidor, como conflito de interesses de profissionais que prestam serviços a investidores (foco deste trabalho), esse contexto de transformação traz desafios. Dentre esses desafios, cita-se o natural receio de intervir em mercados em inovação, a empolgação de investidores em investir e as mudanças de estrutura do mercado, que podem desviar o foco e dificultar a identificação das causas das falhas de mercado, como exposto a seguir.

Apesar do mercado de capitais ser complexo e pouco conhecido por muitos brasileiros, seu funcionamento tem um pano de fundo simples. Trata de um mercado de interação entre poupadores ou superavitários – aqueles que têm reserva de capital para investir – e empreendedores ou deficitários – aqueles que buscam atrair capital para exercer sua atividade econômica³⁴.

³⁴ O mercado de capitais tem a importante função de financiar agentes econômicos e fomentar a atividade empresarial, gerando renda, empregos e inovação (CVM, 2017, p. 36). Essa função é largamente citada pela

O primeiro aspecto a ser esclarecido é o produto ou serviço comercializado nesse mercado. Um produto de investimento pode ser compreendido como um ativo ou instrumento que, ao ser adquirido, permite ao seu titular (investidor) obter renda e direitos vinculados à atividade econômica do emissor do respectivo ativo. Segundo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA (2019a, p. 07), produtos de investimento são “valores mobiliários e ativos financeiros definidos pela Comissão de Valores Mobiliários e/ou pelo Banco Central do Brasil”, dando, portanto, um conceito amplo a esses produtos, vinculado ao que esses reguladores assim definirem como produtos de investimento.

Em outras palavras, um produto de investimento é um meio pelo qual pessoas físicas e jurídicas investem, *i.e.*, alocam seus recursos financeiros para obterem rentabilidade. Embora esses produtos incluam ativos financeiros e valores mobiliários, este trabalho foca neste último, que é transacionado no mercado de capitais e sujeito à regulação da CVM. Exemplos desse tipo de produto de investimento são títulos como ações de empresas, cotas de fundos de investimento, CDB (Certificado de Depósito Bancário), LCA (Letra de Crédito do Agronegócio) e LCI (Letra de Crédito Imobiliário).

No ecossistema de distribuição e negociação, valores mobiliários podem ser ofertados por emissores – *i.e.*, aqueles responsáveis por sua emissão ou inserção no mercado, como a empresa que oferece suas ações ou o fundo que oferece suas cotas – ou negociados por investidor que os havia adquirido e busca, agora, cedê-los a outros investidores, dando liquidez ao mercado de capitais. Quando a oferta desses produtos parte de emissores, fala-se em mercado primário, enquanto a negociação entre investidores ocorre no chamado mercado secundário (NODA, 2015, pp. 17-8). O presente trabalho analisa ambos os mercados indistintamente, considerando que as questões jurídicas a serem abordadas abaixo não variam significativamente entre eles³⁵.

Nos mercados primário ou secundário, o acesso de investidores a esses produtos ocorre por meio de intermediários, que, ao prestarem serviços a investidores (poupadores) e emissores (empreendedores), conectam esses dois elos do mercado de capitais. Logo, para viabilizar a aquisição desses produtos de forma supostamente mais eficiente, sua distribuição e negociação

doutrina brasileira de mercado de capitais e costuma ser invocada para ressaltar a incipiência desse mercado no Brasil, país onde há clara preferência pelo setor bancário como meio de financiamento público e privado em detrimento do mercado de capitais (Mattos Filho, 2015).

³⁵ Conforme entrevista dada por Caio Mendes Burti, Sócio da XP Investimentos e responsável pelas equipes de Performance e Projetos B2B da mesma instituição, agentes autônomos de investimento atuam tanto no mercado primário quanto no mercado secundário, não havendo diferenças significativas de atuação entre ambos os ambientes. Além disso, no curso desta pesquisa, notou-se que a regulação da CVM para agentes autônomos também não prevê regras e princípios distintos para a atuação desses agentes entre esses mercados.

compreende um sistema de diferentes intermediários, expressamente previsto na legislação brasileira³⁶.

Nota-se, portanto, que a distribuição de produtos de investimento configura uma cadeia de prestação de serviços de intermediários a investidores e emissores³⁷, embora o termo “distribuição de produtos” possa induzir à percepção de que há efetiva produção e, posteriormente, comercialização de um bem material a consumidores finais³⁸. Na prática, não há propriamente uma *produção* desses ativos, mas, em vista de facilitar o diálogo deste trabalho com o debate em que ele se insere, essa atividade será referenciada, simplesmente, como distribuição de produtos de investimento, adotando o termo já largamente utilizado.

Os intermediários que integram esse ecossistema compreendem as chamadas “instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários” (“ISDVMs”, simplificadamente denominadas aqui de “instituições de distribuição”). Há dois principais tipos de instituições de distribuição: corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários. Corretoras³⁹ e distribuidoras⁴⁰ são intermediárias fiscalizadas pela CVM e pelo Banco Central do Brasil (BCB), tendo como principais atividades negociar valores mobiliários em nome próprio ou de clientes, operar em bolsa de valores, prestar serviços de assessoria e orientação

³⁶ Lei nº 6.385/1976: Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários: a) como agentes da companhia emissora; b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado; II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria; 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; IV - as bolsas de valores. V - entidades de mercado de balcão organizado. VI - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários. VI - as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e VII - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

³⁷ Apesar de se falar em “produtos”, estes não tratam de produtos físicos ou materializados. Juridicamente, é possível questionar se estes são produtos. Para os consumidores desse mercado (investidores), os produtos de investimento só cumprem a finalidade a que se destinam com os serviços financeiros prestados pelos intermediários desse setor – por exemplo, sem a cotação de um produto em bolsa de valores ou outro mercado, um “produto” de investimento nada vale ao seu respectivo titular. O consumo desses “produtos” por investidores, portanto, enseja a prestação de serviços de diversos intermediários a esses investidores, se assemelhando a uma autêntica relação de prestação de serviços, nos termos do art. 593 do Código Civil, lei geral subsidiariamente aplicável ao presente caso. Veja-se: “Art. 593. A prestação de serviço, que não estiver sujeita às leis trabalhistas ou a lei especial, reger-se-á pelas disposições deste Capítulo.”

³⁸ Ao abordar produtos de investimento, assim também entendeu o CADE: “Embora o termo produção seja tecnicamente inadequado, será utilizado para facilitar o entendimento, dada a analogia com mercados tradicionais em que há clara separação das etapas de produção e comercialização” (Ato de Concentração nº 08700.004431/2017-16, Relator: Conselheiro Paulo Burnier, Requerentes: Itaú Unibanco S.A. e XP Investimentos S.A., Parecer nº 24/2017 da Superintendência-Geral, p. 4, nota de rodapé nº 3)

³⁹ Disciplinadas pela Instrução CVM nº 402/2004.

⁴⁰ Disciplinadas pela Resolução CMN nº 1.120/1986.

técnica a investidores e, ainda, administrar carteiras de investimento de clientes, dentre outras possíveis atividades⁴¹ (CVM, 2019b, p. 261).

Nota-se, portanto, grande variedade de atividades exercidas por esses intermediários, cujo grau de ingerência na autonomia decisória do investidor também varia – *i.e.*, de assessoria técnica à administração de carteira do investidor, a depender dos serviços contratados. Alguns exemplos conhecidos de instituições de distribuição são XP Investimentos, BTG Pactual e Órama.

Para investir, o investidor precisa celebrar um contrato de corretagem e abrir uma conta em uma instituição de distribuição, que o representará nos ambientes de negociação de valores mobiliários, como bolsa de valores. Em outras palavras, no arranjo do mercado de capitais, o investidor só consegue investir se estiver vinculado a alguma instituição de distribuição.

Por isso, de forma a facilitar a compreensão do ecossistema de distribuição de produtos de investimento, em especial quando se tratar de mercado primário, cabe sistematizá-lo como uma relação triangular entre três figuras: investidor, emissor e instituição de distribuição. Enquanto o investidor busca investir nos produtos mais rentáveis, o emissor busca vender seus produtos de investimento ao maior número possível de investidores ou em condições que lhe sejam mais favoráveis. Considerando que o mercado de capitais é estruturado de forma a emissores não venderem diretamente a investidores, instituições de distribuição fazem a intermediação entre esses dois agentes, formando, portanto, uma relação triangular.

Embora emissores também façam uso dos serviços de outros intermediários para ofertarem seus produtos, como bancos de investimento (“*underwriters*”), a plataforma de investimento de instituições de distribuição é um ponto de encontro entre oferta e demanda (emissores e investidores).

Tradicionalmente, a distribuição de produtos de investimento era feita por bancos de grande porte, destinada a pessoas jurídicas e pessoas físicas de alta renda e operacionalizada em plataformas fechadas, de forma que quase todos os produtos ofertados advinham do próprio grupo econômico do banco distribuidor (BCB, 2019, pp. 6-7; BESSA, 2020). Por isso, o emissor e a instituição de distribuição eram comumente vinculados por laços societários, razão pela qual o arranjo de distribuição desses produtos era verticalizado – *i.e.*, entre prestadores do mesmo grupo econômico ou de fundos geridos por gestora de recursos do mesmo banco –, limitando o investidor a menor variedade de produtos (CADE, 2017, p. 13).

⁴¹ Em razão da Decisão Conjunta BCB/CVM nº 17/2009, corretoras e distribuidoras foram consideradas sinônimas para fins dessa pesquisa, embora sejam formalmente distintas. Mais exemplos de atividades exercidas por instituições de distribuição constam em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/corretoradistribuidora>>

Exemplo disso é o correntista de banco comercial que, após conversa com gerente de sua agência, investe em produtos emitidos pelo grupo econômico do próprio banco. Considerando a oferta, total ou predominantemente, dedicada a produtos de investimento do mesmo grupo, plataformas que oferecem essas opções são consideradas de arquitetura fechada.

Nos últimos anos, entretanto, o ecossistema de distribuição de produtos de investimento passou por mudanças. Conforme exposto na seção introdutória deste trabalho, o número de investidores pessoas físicas aumentou significativamente no Brasil, aliado ao crescente interesse dessas pessoas por produtos de investimento. Em movimento popularmente associado à corretora XP Investimentos, embora não restrito a esta, mais plataformas começaram a oferecer produtos de investimento de diferentes emissores, razão pela qual essas plataformas, denominadas de arquitetura aberta, aumentaram a concorrência intra e interplataformas de instituições de distribuição⁴².

Esse movimento decorreu do advento do modelo de negócios de instituições de distribuição digitalizadas e não verticalizadas, que tornou o acesso a produtos de investimento menos custoso e mais pulverizado, por meio de plataformas que, ao disponibilizarem produtos de diferentes emissores, serviram como uma espécie de shopping ou supermercado de produtos de investimento (BCB, 2019, p. 2; BESSA, 2020).

Esse arranjo de mercado, no qual instituições de distribuição atendem à demanda de emissores e investidores, faz dessa atividade um mercado de dois lados, com efeitos de rede, *i.e.*, a eficiência e atratividade da plataforma aumenta para um dos lados conforme haja maior adesão do outro grupo demandante (PEREIRA NETO, CASAGRANDE, 2016, p. 33). O modelo de negócios de plataformas com essa estrutura é baseado na busca de condições de oferta que atendam a ambos os grupos demandantes, com uma alocação de custos ao grupo que mais seja capaz de suportá-los ou que maximize o bem-estar na plataforma (ROCHET, TIROLE, 2003, pp. 1.012-3).

Essa constatação é relevante para definir os incentivos decorrentes da estrutura do ecossistema de distribuição e negociação, aspecto que pode ditar a ocorrência de conflitos de

⁴² “Quanto aos aspectos observados na estrutura local, a discussão na ANBIMA considerou a evolução positiva da estrutura de distribuição no período recente, que registrou diversificação de agentes, redução de custos e aumentos no número de participantes independentes, com arquitetura aberta e novos entrantes.” (ANBIMA, 2019b, p. 4). No mesmo sentido, Parecer Técnica nº 24, da Superintendência-Geral do CADE, no Ato de Concentração nº 08700.004431/2017-16, 27/12/2017, § 134: “(...) está em curso no mercado brasileiro um movimento de “desbancarização”, ou seja, a emergência de novos players que ofertam produtos e serviços de investimentos antes ofertados apenas pelos bancos tradicionais, ou disponíveis apenas para segmentos de altíssima renda ou clientes institucionais. Nesse movimento, a XP é considerada um *first mover* e protagonista. Ademais, a XP vem crescendo por meio da conquista de clientes dos bancos tradicionais, provocando a evasão de grandes quantias antes aplicadas nessas instituições, que então migram para sua plataforma multiproduto em busca de retornos mais vantajosos e custos menores.”

interesses, foco deste trabalho. Em razão dos referidos efeitos de rede, a instituição de distribuição, para ter sucesso em seu negócio, tem incentivos de atender às demandas de dois lados de sua plataforma: investidores e emissores. Quanto mais investidores entrarem na plataforma, maior será o consumo de produtos de investimento, enquanto o maior número de emissores na plataforma aumenta a concorrência e disponibilidade desses produtos, favorecendo o investidor. Trata-se, portanto, de demandas retroalimentares.

Esclarecida a forma como investidores, emissores e instituições de distribuição se relacionam, cabe lembrar que o foco de análise deste trabalho é a figura de assessores de investimento (agentes autônomos de investimento), um grupo específico de profissionais do mercado de capitais. Esses agentes também se relacionam com as instituições de distribuição, mas, ao contrário de emissores e investidores, assessores participam da distribuição e negociação de produtos por meio da oferta de seus serviços.

Por ser um grupo adicional que se relaciona com a instituição de distribuição, esse ecossistema pode ser considerado de múltiplos lados. O fluxo de produtos de investimento na plataforma de determinada instituição de distribuição tende a ser maior quanto mais assessores, investidores e emissores operarem nela. Embora a relação entre instituições de distribuição e investidores no varejo possa ocorrer de forma direta – *i.e.*, sem intermediários –, instituições de distribuição têm recorrido a assessores de investimento para prospectarem e assessorarem seus clientes (*i.e.*, investidores).

Antes de detalhar a figura do assessor, suas atividades e a natureza de sua relação com os participantes desse ecossistema de distribuição (subseção 3.2), cabe contextualizar o funcionamento atual de seu mercado. Como será visto abaixo, diferentes aspectos revelam que o mercado de assessores e, portanto, o ecossistema de distribuição e negociação em que está inserido têm passado por intensa transformação, contexto que, de um lado, coloca esse agente em evidência e, de outro, desafia a constatação de eventuais conflitos de interesses e a definição da melhor forma de regular essa atividade profissional.

Analisar um mercado sob perspectiva dinâmica – *i.e.*, com base em dados de diferentes momentos e prognósticos, como expectativa de entrada de concorrentes, mudança de comportamento do consumidor e identificação de tendências de incumbentes – tende a refletir a realidade do funcionamento do mercado com mais exatidão. Mercados funcionam com base na constante interação de diversos agentes com interesses variados, estando sujeitos, portanto, a mudanças.

Visando a adoção desta perspectiva dinâmica para descrever o funcionamento do mercado de assessores de investimento, três fatores capazes de alterar esse funcionamento

foram considerados: (i) estrutura de mercado, (ii) regras gerais de profissão e (iii) comportamento do investidor.

i. Estrutura do mercado

A estrutura desse mercado é um aspecto que padece de sistematização no atual debate brasileiro, pois operações societárias envolvendo escritórios de agentes autônomos de investimento – que, portanto, alteram a estrutura desse mercado – são comumente noticiadas em veículos de imprensa, de forma esporádica e descentralizada. Em vista de identificar a forma e intensidade com que a estrutura desse mercado vem mudando, fez-se uma pesquisa dessas operações.

Para identificá-las, o presente autor fez pesquisa de duas etapas. Primeiramente, o autor lançou termos de busca nos acervos digitais do CADE⁴³, para identificar eventuais operações de assessores que tenham sido submetidas ao crivo antitruste. Considerando que as operações desse mercado não necessariamente atingiram os critérios de notificação obrigatória ao CADE⁴⁴, a segunda etapa dessa pesquisa consistiu em lançar termos pertinentes em mecanismos gerais de busca e veículos de imprensa⁴⁵.

Constatou-se que, apenas nos últimos dois anos, houve ao menos 11 operações de valores milionários ou bilionários envolvendo escritórios de assessores de investimento, incluindo operações entre escritórios concorrentes e entre escritórios e instituições de distribuição, conforme discriminadas a seguir:

⁴³ Em 05/06/2021, o autor lançou chaves de pesquisa em três mecanismos de busca distintos dos acervos digitais do CADE: seção de publicações eletrônicas do SEI-CADE ([acesso](#)), seção de pesquisa pública do SEI-CADE ([acesso](#)) e sistema de jurisprudência do CADE (<<https://jurisprudencia.cade.gov.br/pesquisa>>). Na seção de publicações eletrônicas, utilizou-se o filtro de tipo de documento (“Edital”), sem filtro temporal. Na seção de pesquisa pública, utilizou-se o filtro de tipo de processo (“Finalístico: Ato de Concentração Ordinário” e “Finalístico: Ato de Concentração Sumário”), sem filtro temporal. No sistema de jurisprudência, filtros de busca não foram usados. As chaves de pesquisa lançadas foram “agente autônomo de investimento”, “agentes autônomos” e “6612-6/05” (este último, correspondente ao código CNAE da atividade de agentes autônomos de investimento, conforme apurado pelo autor em plataforma do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE). Nenhuma operação aplicável foi localizada.

⁴⁴ Conforme a Lei nº 12.529/2011, uma operação econômica será de notificação prévia obrigatória ao CADE quando (i) produzir ou tiver a potencialidade de produzir efeitos no território brasileiro, nos termos do art. 2º, (ii) configurar algum dos atos de concentração econômica previstos no art. 90 (fusão, incorporação, joint venture, dentre outros) e (iii) as partes envolvidas tiverem auferido faturamento bruto ou volume de negócios maior que R\$ 75 milhões e R\$ 750 milhões no ano anterior à operação, nos termos do art. 88 da referida lei e da Portaria Interministerial MJ/MF nº 994/2012.

⁴⁵ Em 05/06/2021, o autor lançou os seguintes termos, nas ferramentas de busca geral do Google News: “fusão agentes autônomos de investimento”, “aquisição agentes autônomos de investimento”, “incorporação agentes autônomos de investimento”, “joint venture agentes autônomos de investimento” e “operação societária agentes autônomos de investimento”. Pesquisas complementares e referências cruzadas foram feitas em veículos de imprensa.

Tabela 1 – Mapeamento de operações envolvendo escritórios de assessores de investimento, no período 2020-2021

Ano	Tipo de operação	Partes envolvidas	Valor sob assessoria
2020	Criação de corretora de títulos e valores mobiliários por meio de acordo entre distribuidora e pessoa jurídica de assessores.	BTG Pactual Eu Quero Investir (EQI)	R\$ 09 bilhões (COTIAS, 2021a)
2020	Aquisição de pessoa jurídica de assessores por concorrente.	Monte Bravo Ella	Sem informações
2020	Aquisição de pessoa jurídica de assessores por concorrente.	Monte Bravo MN Investimentos	Sem informações
2020	Criação de nova distribuidora de títulos e valores mobiliários por meio de acordo entre distribuidora e pessoa jurídica de assessores.	BTG Pactual Lifetime Investimentos	R\$ 02 bilhões (COTIAS, 2021a)
2020	Criação de gestora de fortunas por meio de acordo entre grupo de assessores e distribuidora de títulos e valores mobiliários.	BTG Pactual Arton Advisors	R\$ 1,8 bilhão (SETTI, 2021)
2020	Fusão entre pessoas jurídicas de assessores.	Acqua Vero Investimentos	R\$ 08 bilhões (FORBES, 2020)
2020	Fusão entre pessoas jurídicas de assessores.	Faros Investimentos Private Investimentos	Sem informações
2021	Fusão entre pessoas jurídicas de assessores.	Monte Bravo New Capital	Sem informações
2021	Criação de nova distribuidora de títulos e valores mobiliários por meio de acordo entre distribuidora e pessoa jurídica de assessores.	BTG Pactual Acqua-Vero	R\$ 8,3 bilhões (COTIAS, 2021a)
2021	Acordo associativo entre corretora e pessoa jurídica de assessores.	XP Investimentos Messem Investimentos	R\$ 15 bilhões (JÚNIOR, 2021)
2021	Aquisição de pessoa jurídica de assessores por concorrente.	Eu Quero Investir (EQI) New York Capital	R\$ 300 milhões (ESTADÃO, 2021)

Fonte: Elaboração própria

Além dessas, outras operações recentes demonstram a dinamicidade do segmento de distribuição de produtos de investimento, mesmo que não envolvendo assessores de investimento, como a aquisição da corretora Easynvest pelo banco digital Nubank, em 2021, a aquisição da corretora Necton pelo BTG Pactual, em 2020, e a da casa de análise Empiricus, da plataforma digital de investimentos Vitreo e da Fator Corretora, todas também pelo BTG Pactual, em 2021.

Além dessa transformação da estrutura do ecossistema de distribuição via fusões e aquisições, novas instituições de distribuição vêm aumentando sua presença no segmento de varejo de investimentos, algumas das quais por meio de estratégia de crescimento focada em renome de marca e contratação de profissionais experientes do setor bancário em vez de contratação de agentes autônomos (COTIAS, 2021b).

Apesar dessa estratégia alternativa que algumas instituições de distribuição novas vêm adotando, a intensificação da concorrência entre essas instituições tende a estimular a atratividade de agentes que servem de importantes canais de distribuição de produtos de investimento, como os próprios agentes autônomos. Embora, como será detalhado abaixo, assessores de investimento sejam prepostos de instituições de distribuição, podendo-se questionar se são realmente autônomos por não atuarem por conta própria⁴⁶, indícios recentes mostram que alguns assessores crescem a ponto de ora exercerem poder de barganha perante a instituição de distribuição contratante, ora almejarem formar sua própria instituição de distribuição em vista de concorrer com demais intermediários do mercado.

A disputa entre instituições de distribuição para atrair assessores de investimento demonstra o aumento de relevância e autonomia de assessores, como se nota da adoção de modelo de contratação no qual o escritório de assessoria se torna sócio da instituição de distribuição para a criação de corretora (Ragazzi, 2021), conforme algumas das operações societárias descritas acima. A escolha de escritórios de assessores de investimento em não aderir à distribuição de determinado produto da instituição de distribuição à qual estão vinculados exemplifica essa autonomia.⁴⁷

⁴⁶ Agentes autônomos detêm autonomia no sentido laboral da palavra, por não integrarem a estrutura hierárquico-corporativa da instituição de distribuição à qual estão vinculados. No entanto, apesar de serem denominados de agentes *autônomos* de investimento, esses agentes só atuam em nome da instituição a que estão vinculados e, por isso, não são tecnicamente intermediários do mercado de capitais, considerando que intermediários são aqueles habilitados para atuarem, também, por conta própria. Assim prevê a Instrução CVM nº 505/2011: “Art. 1º Considera-se, para os efeitos desta Instrução: I – intermediário: a instituição habilitada a atuar como integrante do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários;”

⁴⁷ A escolha dos escritórios EuQueroInvestir (EQI) e B.Side, vinculados ao BTG Pactual, em não distribuir CRAs do Grupo Madero foi reportada em COTIAS, Adriana; PINTO, Lucinda. Agentes autônomos resistem a distribuir

Conforme entrevistas detalhadas na seção anterior deste trabalho, diferentes entrevistados reconheceram o crescimento do mercado de assessores de investimento e a crescente autonomia que o aumento de porte de alguns desses agentes lhes conferiu frente aos demais participantes do ecossistema de distribuição e negociação de produtos de investimento.

Segundo o entrevistado Gustavo Machado Gonzalez, advogado e ex-Diretor da CVM, as mudanças no agente autônomo – ou na percepção acerca do papel que esse participante desempenha no mercado – não parecem ter decorrido de uma mudança essencial na atividade que eles exercem, mas sim de uma profunda mudança na estrutura e no porte de agentes. Esse porte lhes permitiu ter mais autonomia – senão regulatória, econômica – frente a outros participantes do ecossistema de distribuição de produtos de investimento.

Ainda segundo o entrevistado, isso parece ficar claro quando se constata que alguns dos maiores agentes autônomos vêm buscando se livrar da obrigação de exclusividade adotando outro regime jurídico – por exemplo, tornando-se, eles mesmos, verdadeiros intermediários. Essa visão também foi manifestada por outro entrevistado, agente autônomo(a) fundador(a) de escritório de grande porte⁴⁸.

Em resumo, o mercado de assessores de investimento está inegavelmente ativo e em forte desenvolvimento. Diversas operações recentes, envolvendo valores elevados e os agentes de mercado mais conhecidos do ramo, aliadas à entrada de novas instituições de distribuição no mercado, demonstram que a estrutura do ecossistema brasileiro de distribuição, incluído o mercado de agentes autônomos de investimento, está sob transformação e crescimento.

ii. Regras gerais de profissão

O segundo fator que vem alterando o funcionamento desse mercado é o conjunto de regras para o exercício da profissão de assessores de investimento. Conforme pesquisa normativa detalhada na seção anterior, o presente pesquisador fez busca de relação exaustiva de normas aplicáveis a assessores de investimento desde sua origem, tendo-se identificado mudanças ao longo dos anos.

Inicialmente, cabe destacar que assessores de investimento não são figuras novas no mercado ou no Direito brasileiro, tendo sido previstos como agentes autônomos de investimento em norma já em 1967, por meio da Resolução CMN nº 76. Por isso, mesmo que possam ter experimentado mudanças ao longo das décadas e passaram a ser mais conhecidos no debate

CRA do Madero. *Valor Econômico*. 16 fev. 2022. <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/02/16/agentes-autonomos-resistem-a-distribuir-cra-do-madero.ghtml>>

⁴⁸ A identidade do(a) entrevistado(a) é mantida em sigilo, conforme pedido do(a) próprio(a) entrevistado(a).

público apenas recentemente, esses agentes figuram na regulação do Conselho Monetário Nacional (CMN) desde a década de 1960.

Na década de 2000, surgiram as primeiras normas regulatórias dedicadas exclusivamente a disciplinar os assessores: a Resolução CMN nº 2.838 (“Res. nº 2.838/01”), de 30 de maio de 2001, e a Instrução CVM nº 352 (“ICVM nº 352/01”), de 25 de junho de 2001. Até então, os assessores eram disciplinados por normas esparsas que regulamentavam outras matérias, mencionando-os apenas lateralmente⁴⁹. A edição de normas regulatórias dedicadas exclusivamente a disciplinarem agentes autônomos demonstra um possível aumento de regramento ou carga regulatória aplicável a essa profissão ao longo das décadas e, sobretudo, um esforço dos reguladores setoriais em tratar especificamente desses profissionais.

A regulação de assessores de investimento passou por duas recentes consultas públicas da CVM – a Audiência Pública SDM nº 03/2019 e a Audiência Pública SDM nº 05/2021 –, que abarcaram diversos temas, como o fim da obrigatoriedade de relação de exclusividade entre assessores e instituições de distribuição para a oferta de valores mobiliários.

Assessores de investimento adquiriram maior notoriedade ao regulador ao longo dos anos⁵⁰, concomitantemente à crescente complexidade de sua atividade. O exercício da atividade de assessores foi inicialmente concebido como apenas possível por meio de pessoas físicas (item VI da Res. nº 76/1967) e, ao longo dos anos, em 2001, esses agentes passaram a ser admitidos, no ordenamento jurídico, também na forma de pessoa jurídica uniprofissional (artigo 1º da Res. nº 2.838/01), desde que seu objeto social seja apenas o exercício de atividade de assessores de investimento.

Esse tipo de exigência de finalidade exclusiva e vedação a sócios externos à classe profissional costuma ocorrer em profissões nas quais deve prevalecer o aspecto intelectual sobre o empresarial – ou seja, presume-se maior dedicação dos envolvidos à dimensão intelectual da

⁴⁹ A primeira norma regulatória dedicada exclusivamente a disciplinar agentes autônomos foi a Resolução CMN nº 238/1972, mas, além de já revogada e ter sido editada em período antigo, no qual o mercado de capitais brasileiro era ainda incipiente (anterior à criação da CVM), essa resolução não disciplinou os agentes autônomos em tantos aspectos quanto a Res. nº 2.838/01 e a ICVM nº 352/01.

⁵⁰ A percepção de que agentes autônomos adquiram maior relevância ao regulador resulta da constatação do número de documentos regulatórios – com ou sem força vinculante – que mencionam tal agente ao longo dos anos. Com base na pesquisa normativa realizada, verificou-se crescimento acentuado de quantidade de documentos da CVM e do CMN que mencionaram agentes autônomos, nas décadas de 2000 e 2010, sendo que a década em que mais documentos citaram essa figura foi o período de 2011 a 2020. Desconsiderando cartas-circulares de mera consolidação do Manual de Normas e Instruções – uma espécie de documento de sistematização de normas sobre temas regulados pelo CMN em décadas passadas –, houve 3 documentos na década de 1960, 12 documentos na década de 1970, 4 documentos na década de 1980, 2 documentos na década de 1990, 16 documentos na década de 2000 e 33 documentos na década de 2010.

atividade do que à dimensão de gestão de recursos para busca de lucro. Isso ocorre, por exemplo, na atividade de advocacia, conforme determinado pela Lei nº 8.906/1994⁵¹.

Entretanto, com a norma recentemente debatida na Audiência Pública SDM nº 05/2021 da CVM e a edição da Resolução nº 4.982/2022 pelo CMN (“Res. nº 4.982/22”), assessores de investimento passam a poder não apenas exercer sua profissão por meio de sociedade simples, mas, se assim optarem, por meio de sociedade empresária, admitindo sócios que não sejam assessores de investimento credenciados.

Essa admissão da figura de assessores na forma de pessoa jurídica e, mais tarde, na forma de sociedade empresária pode ser um indício de que esses agentes foram obtendo, da década de 1960 até o momento atual, um papel mais demandado e complexo na qualidade de profissionais do mercado de capitais. Na exposição de motivos da referida Res. nº 4.982/22, a Secretaria Especial de Tesouro e Orçamento do Ministério da Economia destacou que alguns escritórios de assessoria adquiriram estrutura profissional e empresarial não antes vista, transacionando valores superiores que algumas instituições de distribuição⁵².

O uso de personalidade jurídica distinta da pessoa singular que exerce diretamente a atividade – isto é, a imputação de condutas humanas a entes abstratos – foi um caminho adotado pelo Direito para viabilizar atividades econômicas complexas (CORDEIRO, 2000, pp. 09-10), embora, atualmente, também possa ser utilizada para atividades de pequena complexidade.

Outra mudança relevante sobre as regras de profissão desses agentes é o fato de, aparentemente, terem adquirido maior autonomia de autorregulação em relação aos reguladores públicos, na condição de classe profissional. Inicialmente, a ICVM 352/01 regulamentou o procedimento de pedido de autorização para atuação como assessor de investimento, incluindo documentos necessários, prazo de apreciação do pedido e possibilidade de recurso em caso de indeferimento do pedido ou de cancelamento da autorização (artigos 5º a 12).

Alguns anos depois, em 2012, a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários da CVM, por meio do ofício-circular nº 04/2012, informou a aprovação da

⁵¹ Lei nº 8.906/1994, Art. 16. Não são admitidas a registro nem podem funcionar todas as espécies de sociedades de advogados que apresentem forma ou características de sociedade empresária, que adotem denominação de fantasia, que realizem atividades estranhas à advocacia, que incluam como sócio ou titular de sociedade unipessoal de advocacia pessoa não inscrita como advogado ou totalmente proibida de advogar. (...) § 3º É proibido o registro, nos cartórios de registro civil de pessoas jurídicas e nas juntas comerciais, de sociedade que inclua, entre outras finalidades, a atividade de advocacia.

⁵² Voto nº 05/2022-CMN proferido pelo Secretário Esteves Pedro Colnago Júnior, de 17 de fevereiro de 2022: “Ressalte-se, ainda, que já existem grandes escritórios de agentes autônomos pessoas jurídicas com estrutura profissional e empresarial, sendo que muitos deles transacionam valores superiores a algumas corretoras e distribuidoras.” Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadVoto.asp?arquivo=/Votos/CMN/20225/Voto_do_CMN_5_2022.pdf> Acesso em: 05/03/2022.

ANCORD como entidade credenciadora de assessores, com base em decisão do Colegiado da CVM. Apesar do ofício-circular carecer de força normativa-vinculante, reforçou, publicamente, a obrigação dos assessores de investimento (pessoas físicas e jurídicas) aderirem ao Código de Conduta Profissional dos Agentes Autônomos de Investimento e ao Código de Autorregulação, ambos documentos de autorregulação elaborados pela ANCORD.

Mais tarde, apenas recentemente, a Instrução CVM nº 610/2019 (“ICVM 610/2019”) alterou a norma até então vigente que era dedicada a regulamentar a atividade de assessores de investimento (ICVM 497/2011). Por meio dessa norma alteradora, houve menor ingerência da CVM nos exames de certificação de assessores, dispensando a necessidade de aprovação prévia, pelo regulador público, do conteúdo programático e da periodicidade desses exames (art. 19, parágrafo único, inciso II).

Esse fenômeno de aparente autonomia não afasta o fato de que a edição da ICVM 497/2011 surgiu pouco depois da crise econômica mundial de 2008, resultante do mercado de capitais norte-americano em 2008 (“crise dos subprimes”), razão pela qual o contexto de aprovação dessa norma foi marcado por certa desconfiança em relação a assessores e intermediários do mercado e, portanto, pela busca de enrijecer a regulação desses agentes⁵³.

As mudanças regulatórias sobre agentes autônomos, ao longo das décadas, podem, portanto, ser interpretadas como um esforço do Direito ou da regulação em acompanhar o mercado, que, como visto acima, passou por significativas transformações ao longo dos anos. Assessores de investimento foram adquirindo maior notoriedade na condição de classe profissional e, com isso, sujeitos a maior regramento ou carga regulatória, demonstrando maior relevância e demanda desses profissionais⁵⁴. Por isso, é notório que o mercado de assessores “passa por uma reorganização comercial e regulatória” (COSTA, 2022).

iii. Comportamento do investidor

Além da estrutura de mercado e das regras de profissão estarem sob intensa mudança, o comportamento do investidor, destinatário final dos serviços prestados por todos esses intermediários, também vem apresentando sinais de mudança. O aumento recorde no número de investidores pessoas físicas na B3, em 2020, e notícias de investidores que mudaram a forma de alocar seus recursos em meio à pandemia do Covid-19 (MONEYLAB, 2021) são alguns dos

⁵³ Relato oral do Prof.º Otávio Yazbek, que participou do processo de aprovação da ICVM 497/2011 quando era diretor da CVM. Relato oral dado em banca final de avaliação desta dissertação.

⁵⁴ Apesar dessas mudanças, alguns aspectos regulatórios dessa profissão permaneceram inalterados e podem, inclusive, ser considerados incoerentes com a realidade de mercado descrita acima, em especial no que se refere à autonomia dos agentes autônomos, como explicado na subseção 3.2 abaixo.

indícios de que os usuários dos serviços de assessores de investimento estão em constante mudança.

Com base em pesquisa realizada pela B3 sobre o perfil dos investidores pessoas físicas durante 2020, nota-se que, durante a pandemia do Covid-19, os investidores diversificaram seus investimentos com maior expressividade e se mostraram mais resilientes a momentos de volatilidade do mercado do que em anos anteriores⁵⁵.

Em linha com esse comportamento, dados da ANBIMA (2021, pp. 13-4) mostram que 2020 foi o ano em que, pela primeira vez, produtos financeiros representaram o maior destino das economias dos brasileiros (53%) em comparação a outros destinos (comprar imóvel, pagar dívidas, guardar dinheiro em casa, dentre outros).

Além disso, embora a caderneta de poupança continue sendo o principal destino dos investimentos dos brasileiros, esta teve redução inédita como opção de destino (queda de 8% em relação a 2019), enquanto demais produtos financeiros, como títulos privados e cotas de fundos de investimento, tiveram aumento de consumo por investidores (ANBIMA, 2021, p. 14).

Segundo entrevista dada por Alexandre Costa Rangel – diretor em exercício da CVM e advogado formado pela Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro –, as pessoas vêm tendo mais interesse por formas de investimento alternativas à tradicional caderneta de poupança, pois os custos para acessar esses meios de investimento alternativos diminuíram com a digitalização e se tornaram mais atrativos com a queda da taxa de juros. Houve, segundo o entrevistado, uma democratização no lado do investidor.

Apesar dessa democratização do acesso ao mercado de capitais, a população brasileira ainda carece de educação financeira, sendo, portanto, vulnerável a riscos demasiados no momento de investir ou no uso de serviços de intermediários que se encontrem em situação de conflito de interesses. A carência de educação financeira na população brasileira é de fácil constatação. Por exemplo, segundo recente relatório da ANBIMA (2021, pp. 29-33), em pesquisa que buscou avaliar conhecimentos básicos de cidadãos brasileiros sobre economia e finanças, o percentual de erro às perguntas formuladas foi elevado, variando de 20% a 40% de entrevistados que responderam equivocadamente para cada pergunta considerada primária⁵⁶.

⁵⁵ Pesquisa realizada pela B3, junto à consultoria Talk, em 2020, está disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/investidores.htm> Acesso em: 12/06/2021

⁵⁶ Foram feitas as seguintes perguntas aos entrevistados, contando com 4 opções de resposta, sendo uma correta, duas incorretas e uma opção “não sei”: (1) Suponha que você possui R\$ 100,00 em investimentos financeiros que rendem 2% ao ano. Depois de cinco anos, quanto você imagina que teria de saldo na sua aplicação se deixar o dinheiro aplicado nesse período? (2) Imagine que o rendimento de seu investimento é de 1% ao ano e a inflação foi de 2% ao ano. Depois de um ano, quanto você imagina que poderá comprar com o dinheiro que ficou aplicado

iv. Conclusão parcial

Considerando os três aspectos acima – estrutura do mercado, regras de profissão e comportamento do investidor –, nota-se que o ecossistema de distribuição e negociação de produtos de investimento experimenta intensa transformação, tanto do lado da oferta como do lado da demanda. Esse contexto de transformação é elemento relevante para compreender eventuais vulnerabilidades do investidor no consumo de serviços prestados por assessores de investimento, considerando que mercados em transformação geralmente desafiam a identificação de fragilidades⁵⁷.

Além disso, embora haja diversos avanços à proteção do investidor nesse contexto, a empolgação do investidor em investir e o apetite do assessor em crescer economicamente podem, em conjunto, ampliar a vulnerabilidade do investidor e trazer um ambiente favorável a conflito de interesses, se as devidas precauções jurídicas não forem tomadas, como se verá na subseção 3.2 abaixo.

Por fim, eventual conflito de interesses de um profissional que adquiriu tamanha relevância ao investidor e ao funcionamento do mercado de capitais se torna ainda mais necessário de ser contido juridicamente.

Esclarecido o funcionamento do ecossistema de distribuição e negociação de produtos de investimento, cabe verificar a natureza da relação triangular entre o assessor e seus dois soberanos (investidor e instituição de distribuição) e os critérios de remuneração desse agente para que se possa avaliar a eventual existência de potencial conflito de interesses.

3.2 A posição do assessor de investimento no mercado de capitais

O assessor ou agente autônomo de investimento sempre foi concebido como um indivíduo, *i.e.*, uma pessoa física⁵⁸. No entanto, a Res. nº 2.838/01 do CMN fornece conceito mais amplo, prevendo o agente autônomo como pessoa física ou jurídica⁵⁹. Esse agente pode

nesse período? (3) Diga se esta afirmativa é verdadeira ou falsa: “Comprar ações de uma única empresa gera um rendimento mais seguro do que um fundo de ações”.

⁵⁷ A experiência de reguladores com mercados digitais ilustra a dificuldade em identificar e endereçar problemas em mercados sob transformação, como detalhado por Pereira Neto e Lancieri (2021) ao analisarem remédios antitrustes impostos por autoridades, em mercados digitais. No mesmo sentido, mesmo que identificada a falha de mercado, Rocha (2020, p. 316) mostra que reguladores de mercados em inovação enfrentam o dilema entre, de um lado, arriscar prejudicar a inovação e exceder sua competência legal e, de outro lado, restar omissos em tutelar agentes em condição de vulnerabilidade frente à rápida inovação.

⁵⁸ Res. nº 16/21, art. 1º, § 1º: “Agente autônomo de investimento é a pessoa natural registrada na forma desta Resolução (...)”. A mesma redação constava na norma anteriormente vigente (art. 1º da ICVM nº 497/2011).

⁵⁹ Nova redação dada ao art. 1º da Res. nº 2.838/01 pela Res. nº 4.982/22: “**Agente autônomo de investimento é a pessoa natural ou jurídica** que tenha como atividade a distribuição e mediação de títulos, valores mobiliários, quotas de fundos de investimento e derivativos, sempre sob a responsabilidade e como preposto das instituições integrantes do sistema de distribuição (...)” (destaques meus)

atuar nessas duas modalidades (art. 2º da Res. nº 16/21), de forma que, optando por atuar na forma de pessoa jurídica, pode escolher entre a firma individual (quando o assessor constituir pessoa jurídica individualmente) e a sociedade (quando o assessor constituir pessoa jurídica em conjunto com, ao menos, outra pessoa).

No entanto, o que define um assessor de investimento não é sua forma jurídica, mas dois outros requisitos: (i) seu registro formal como assessor/agente autônomo perante a CVM e a entidade credenciadora (ANCORD), e (ii) o exercício das atividades que a regulação da CVM atribui a assessores de investimento. Tratam, portanto, de um requisito formal e outro material.

Em relação ao primeiro requisito, os artigos 4º e 5º da Res. nº 16/21, associados ao parágrafo único do art. 16 da Lei nº 6.385/1976 e aos incisos I e II do art. 2º da Res. 2.838/01, exigem que o assessor de investimento tenha registro perante a CVM e, no caso de pessoas físicas, também seja credenciado por entidade reconhecida (atualmente, a ANCORD).

Para o credenciamento, a regulação da CVM exige que o assessor tenha concluído ensino médio no Brasil ou equivalente no exterior, tenha sido aprovado nos exames de qualificação técnica e ética da ANCORD e tenha vida pretérita proba, sem condenação por crime falimentar, inabilitação de exercer cargo em instituição financeira, dentre outros (art. 7º da Res. nº 16/21).

Os requisitos para o ingresso na profissão não são difíceis de serem atendidos, como reconhecido em entrevista por agente autônomo(a) fundador(a) de escritório de grande porte. Segundo o(a) entrevistado(a), as barreiras à entrada na carreira são baixas.

Em relação ao segundo requisito, de natureza substancial, o assessor de investimento deve exercer apenas as atividades taxativamente previstas na regulação da CVM, sob pena de descaracterizar a profissão. Segundo a regulação da CVM especifica (Res. nº 16/21, art. 1º, § 1º), as atividades dos assessores são as seguintes:

- “I – prospecção e captação de clientes [para as instituições de distribuição];
- II – recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis, na forma da regulamentação em vigor;
- III – prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado.”

Assessores ou agentes autônomos são prepostos das instituições de distribuição, captando e assessorando clientes (investidores) dessas instituições⁶⁰. Recorrendo a uma breve

⁶⁰ Durante o mapeamento normativo feito pelo autor, notou-se que o termo “preposto” é usado de forma recorrente nas normas de regulação administrativa para qualificar agentes autônomos, razão pela qual cabe breve esclarecimento sobre seu significado. Salvo disposição em sentido contrário, aplica-se o Código Civil brasileiro

alegoria, “enquanto o vendedor de uma livraria orienta seu cliente sobre os livros das prateleiras, os agentes autônomos assessoram investidores sobre os produtos de investimento no mercado” (ROCHA, 2021).

Por isso, assessores de investimento são um dos diversos tipos de profissionais que prestam serviços de assessoria ao investidor no mercado de capitais, não se confundindo, entretanto, com consultores, analistas de valores mobiliários ou administradores de carteiras de investimento, por expressa vedação regulatória (art. 18 da Res. nº 16/21, regra também adotada na nova regulação da CVM).

Em razão dessa multiplicidade de categorias regulatórias de profissionais que, em sentido amplo, “assessoram” o investidor, referenciar agentes autônomos como assessores poderia ser uma imprecisão conceitual. Como se nota do dispositivo transcrito acima, a regulação da CVM não cita o termo “assessorar”, gerando margem de controvérsia na qualificação da atividade de agentes autônomos como de assessoria. No entanto, para esgotar qualquer controvérsia sobre a nomenclatura desse profissional, a Lei nº 14.317/2022, fruto da Medida Provisória nº 1.072/2021, previu a mudança da nomenclatura da profissão de agentes autônomos para “assessores de investimento”⁶¹, conforme antecipado na seção 1.

Essa qualificação não é mera formalidade. Qualificar a atividade de agentes autônomos como de assessoria é relevante para determinar a natureza da atividade desses agentes e seu grau de comprometimento com os interesses dos investidores. A função de assessoria pode ser enquadrada no inciso III do dispositivo reproduzido acima, que, segundo o § 2º do art. 1º da Res. nº 16/21, “inclui as atividades de suporte e orientação inerentes à relação comercial com os clientes”.

Com isso, nas normas de regulação dos últimos anos, a CVM não explicitou a atividade de assessoria ao definir os papéis desempenhados por agentes autônomos, se limitando em descrevê-los como atividade de “suporte e orientação”. A minuta de nova regulação submetida à Audiência Pública SDM nº 05/2021 adotou a mesma abordagem, adicionando, apenas, a atividade de “recomendações de investimento”⁶².

(Lei nº 10.406/2002) às relações jurídicas de prepostos. No Código Civil, não há conceito ou definição expressa do que seja preposto, embora seja possível depreender tal conceito das regras de responsabilidade previstas nos artigos 932, 1.169 e seguintes. De forma simplificada, um agente é preposto quando age com relação de dependência, representa ou presta serviço sob o interesse e o comando de outrem (nesse sentido, STJ, AgInt. No AREsp nº 1.383.867-RJ, Quarta Turma, Rel. Min. Raul Araújo, 02/04/2019).

⁶¹ Inteiro teor da Medida Provisória está disponível em: <<https://www.congressonacional.leg.br/materias/medidas-provisorias/-/mpv/150107>>

⁶² Minuta A do Edital da Audiência Pública SDM nº 05/2021: Art. 3º. “Parágrafo único. A prestação de informações a que se refere o inciso III inclui as atividades de suporte, orientação e recomendações de investimento inerentes à relação comercial com os clientes, desde que: (...)”.

Essas previsões podem ser compreendidas como de assessoria, sendo a interpretação mais condizente com a realidade desse mercado, considerando que agentes autônomos efetivamente assessoram investidores, como entrevistados dessa pesquisa confirmaram⁶³. A título de concretude, recorreu-se à forma como a atividade desses agentes é anunciada no mercado. Uma das maiores instituições de distribuição na atualidade, em seu sítio eletrônico, divulga seus agentes autônomos como os assessores que “vão apresentar as formas mais eficientes de cuidar do dinheiro, guiando pessoas físicas e jurídicas no universo dos bons investimentos de acordo com o perfil do cliente”⁶⁴. Essas descrições demonstram a função de assessoria desempenhada por agentes autônomos.

Para o exercício dessas atividades, o assessor de investimento deve estar vinculado a alguma instituição de distribuição, seja na condição de contratado direto ou na condição de sócio de pessoa jurídica de assessoria contratada (art. 3º da Res. nº 16/21). Apesar da mudança na forma como as atividades desses assessores foram descritas pela regulação ao longo dos anos – a Res. nº 76/1967 previu apenas “*atividade de venda ou colocação de títulos*” e normas posteriores, como a Instrução CVM nº 434/2006 e a Instrução CVM nº 355/2001, previram a “*atividade de distribuição e mediação de valores mobiliários*”, tendo as regulamentações recentes sido ainda mais detalhadas, conforme dispositivo reproduzido acima –, a atuação do assessor no mercado esteve sempre condicionada às diretrizes e à fiscalização da instituição de distribuição à qual estiver vinculado.

Esse vínculo com uma instituição de distribuição é determinante no arranjo da cadeia de distribuição de produtos de investimento, pois exige que o assessor atue na condição de preposto de outro intermediário (uma instituição de distribuição), ao mesmo tempo em que assessora o investidor. Nota-se, portanto, que o assessor de investimento possui, concomitantemente, vínculo com duas figuras: a instituição de distribuição e o investidor. Mesmo que em condições e escopos distintos, investidor e instituição de distribuição são demandantes do assessor, com a instituição de distribuição o contratando para representá-la e o investidor o demandando para assessorá-lo. Por isso, o assessor serve a dois soberanos,

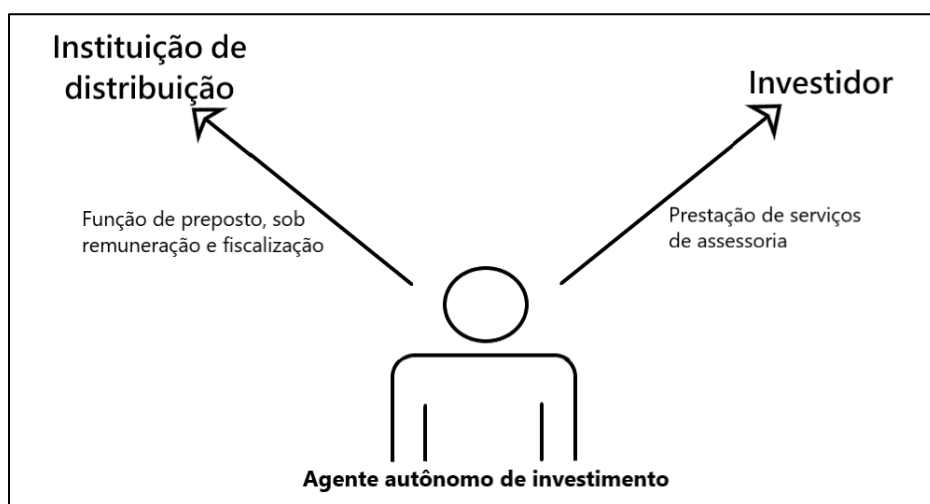
⁶³ Segundo Henrique Machado, advogado e ex-Diretor da CVM, o agente autônomo de investimento deveria ser pouco mais do que um executor, mas, na prática, esse profissional vai além desse papel, muitas vezes por demanda do mercado e de seus clientes. Segundo analista de investimentos de instituição bancária cuja identidade é mantida em sigilo, o agente autônomo, na prática, usufrui de liberdade suficiente para assessorar seus clientes, com recomendações de produtos a comporem suas respectivas carteiras de investimentos. Segundo Caio Mendes Burti, da XP Investimentos, os agentes autônomos assessoram seus clientes para além da mera indicação de produtos de investimento, muitas vezes contribuindo na estruturação da operação de seus clientes.

⁶⁴ O trecho se refere tanto a agentes autônomos credenciados à instituição de distribuição quanto a assessores internos. Trecho extraído de <<https://www.xpi.com.br/assessoria-xp/>> Acesso em: 01/01/2022.

significando que suas condutas devem ser praticadas com base nos interesses de duas figuras distintas.

Há distinções entre a forma como o assessor se relaciona com a instituição de distribuição e a forma como se relaciona com o investidor. Diferenças fundamentais nas relações do assessor com seus soberanos podem ser resumidas em, de um lado, exercer a função de preposto sob remuneração e fiscalização das instituições de distribuição a que estiver vinculado e, de outro lado, prestar serviços de assessoria ao investidor, conforme ilustrado abaixo:

Esquema 1 – Relação triangular entre assessor de investimento e seus contratantes



Fonte: Elaboração própria

A constatação de que o assessor de investimento serve a dois soberanos é, antes de tudo, uma constatação de fato. Considerando que o assessor desempenha funções de suporte e orientação a investidores, importantes na tomada de decisões desses clientes, há, no mínimo, uma relação de fato entre o assessor e o investidor. De outro lado, também há clara relação entre o assessor e a instituição de distribuição, que o remunera e o fiscaliza. Eventual conflito de interesses na figura do assessor de investimento seria suficientemente problemática nesse cenário, em que o assessor possui relação de fato com o investidor e a instituição de distribuição – a relação de fato possibilita que o investidor sofra os efeitos de um conflito de interesses, mesmo que não haja contrato celebrado com o assessor.

No entanto, questionamento relevante a ser feito é se essa função serviçal a dois soberanos é também uma constatação de direito, não apenas de fato. Em outras palavras, o assessor possui relação jurídica com ambos o investidor e a instituição de distribuição? Definir se há relação de direito com dois soberanos permitirá dizer se eventual conflito de interesses, além de um problema de fato, seria uma violação ao Direito. A diferença pode parecer sutil,

mas configurar um problema como ilícito ou antijurídico amplia o rol de ferramentas jurídicas para combatê-lo, conforme será abordado na seção 4 abaixo.

A regulação da CVM prevê o assessor de investimento como um *longa manus* (i.e., uma extensão) da instituição de distribuição, por colocá-lo na condição de preposto dessa instituição. Desde quando começaram a ser previstos na regulação, assessores sempre foram – e ainda são – qualificados como prepostos ou representantes de outros intermediários do sistema de distribuição de valores mobiliários. Em outras palavras, assessores sempre existiram para atuar em nome de terceiros, não em nome próprio⁶⁵.

Em relação ao investidor, a regulação da CVM apenas prevê que o assessor “deve agir com probidade, boa fé e ética profissional” (art. 15 da Res. nº 16/21)⁶⁶. Embora se possa interpretar que o regulador tenha vislumbrado um assessor juridicamente vinculado apenas à instituição de distribuição, não se pode desconsiderar a relação mantida entre o assessor e o investidor, que, mesmo ausente a celebração de contrato escrito entre as partes, tem substância suficiente para configurar uma relação com efeitos jurídicos, conforme será detalhado na subseção 4.2.1 abaixo.

Mais do que isso, a regulação da CVM ainda estende ao assessor os deveres da instituição de distribuição perante o investidor (art. 17 da Res. nº 16/01). Os deveres da instituição de distribuição são rigorosos e vão além de um dever de probidade, boa-fé e ética profissional, pois a regulação da CVM define que “o intermediário deve exercer suas atividades com boa fé, diligência e lealdade em relação a seus clientes” (art. 30 da Instrução CVM nº 505/2011). O parágrafo único desse dispositivo ainda esclarece que “é vedado ao intermediário privilegiar seus próprios interesses ou de pessoas a ele vinculadas em detrimento dos interesses de clientes”.

Os deveres dos intermediários aparentam ser mais protetivos ao investidor do que a regulamentação de assessores, que não prevê um dever de lealdade e não explicita uma vedação a privilegiar interesses próprios ou de terceiros em detrimento do cliente. Apesar dessa ausência, ao estender os deveres do intermediário ao assessor, a regulação da CVM preenche essa omissão e impõe um dever de lealdade do assessor perante o investidor, vendando, inclusive, que o assessor privilegie interesses seus ou da instituição de distribuição contratante

⁶⁵ CVM, 2020, p. 9: “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.”

⁶⁶ Res. nº 16/21, Art. 15. O agente autônomo de investimento deve agir com probidade, boa fé e ética profissional, empregando no exercício da atividade todo o cuidado e a diligência esperados de um profissional em sua posição, em relação aos clientes e à instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado.

em detrimento do investidor. Por isso, eventual conflito de interesses seria não apenas um problema de fato ao investidor, mas, também, um problema jurídico.

Esses deveres podem levar à conclusão de que há uma relação de agência entre o assessor e o investidor. A relação entre o assessor de investimentos e o investidor pode ser observada como uma relação de agência, em que o assessor atua como agente do investidor (SITKOFF, 2014, p. 48).

Segundo a teoria da agência, uma relação de agência é aquela na qual uma parte (principal) delega alguma atividade a um terceiro (agente) para desempenhar, em nome daquele, atividades de seu interesse, com algum grau de poder decisório⁶⁷. Custos de agência, por sua vez, são os custos aos quais o principal incorre para monitorar a atuação do agente e as perdas decorrentes de decisões do agente que não tenham maximizado o bem-estar do principal (JENSEN & MECKLING, 1976, p. 308).

A teoria da agência atribui esses custos – também chamados de problemas de agência – ao desalinhamento de interesses entre o agente e principal, se dedicando a encontrar a forma mais eficiente de regular a relação entre essas duas figuras (EISENHARDT, 1989, p. 58). Embora alguns considerem paradoxal denominar os desafios de uma relação de agência como “custos”, pois custos são quantificáveis e aqueles desafios, por outro lado, são dotados de imprevisibilidade⁶⁸, os problemas de agência serão referenciados, genericamente, como “custos” ao longo deste trabalho.

Embora a relação de agência tenha sido amplamente estudada com foco em governança corporativa e na relação entre acionistas e administradores de sociedades empresárias, essa perspectiva foi aplicada, em bibliografia acadêmica, à relação entre investidor e assessor de investimentos, trazendo mais clareza para compreender os desafios e benefícios dessa relação. Veja-se.

O investidor, como qualquer pessoa, tem limitações de conhecimento e de tempo para exercer todas as atividades necessárias para atender suas demandas pessoais – uma pessoa, por mais autônoma e capaz que seja, dificilmente conseguirá tempo, conhecimento e outros recursos necessários para ser seu próprio médico, advogado, cozinheiro, cultivador de seus alimentos, construtor de sua residência e outras atividades que porventura demande ao longo de sua vida.

⁶⁷ Jensen e Meckling, 1976, p. 308: “We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.”

⁶⁸ Nesse sentido, SCHNEIDER, 1987.

Por isso, delegar algumas atividades a terceiros (*i.e.*, agir ou deixar de agir de determinada forma com base em confiança na conduta de terceiro) é natural e economicamente racional, pois toda decisão tomada por uma pessoa conta com um custo de oportunidade: ao escolher, por exemplo, ir ao supermercado ou dedicar atenção a postagens de uma rede social, uma pessoa abdica de outras atividades que poderia fazer naquele mesmo momento e, mesmo que o faça posteriormente, deixará de fazer outras, assim sucessivamente. Por isso, a divisão de trabalho, em sentido amplo, é intrínseca à vida em sociedade (SCHNEIDER, 1987, p. 481).

Essa mesma lógica se aplica ao investidor. Especialmente considerando a complexidade do mercado de capitais, delegar algumas atividades pode ser eficiente e benéfico aos interesses do investidor (CHALMERS, REUTER, 2012, p. 1). O ato de investir ou de gerir uma carteira de investimentos própria pode ser decomposto em sucessivos atos mais específicos, resultantes de uma complexidade de decisões do investidor, que começa da análise e escolha de produtos que sejam mais rentáveis até a execução operacional de transacionar esses produtos na plataforma da instituição de distribuição.

Essa perspectiva pode ser aplicada à relação entre assessores de investimento e investidores, considerando a possível racionalidade em delegar as funções desempenhadas pelos assessores em vez de desempenhá-las individualmente. Mesmo que, por expressa vedação regulatória, assessores não sejam mandatários de clientes perante intermediários do mercado de capitais⁶⁹, o uso de seus serviços pelo investidor pode configurar a delegação de atividades de investimento, como a avaliação do melhor produto de investimento na plataforma da instituição de distribuição.

A escolha de delegar atividades a um assessor pode variar conforme o perfil do investidor – *i.e.*, investidores com estratégias de investimento mais individuais e autossuficientes podem não ter interesse em recorrer a uma assessoria –, mas, em tese, considerando os custos de oportunidade do investidor, a qualidade técnica de seu assessor e a variedade de produtos e estratégias de investimento disponíveis no mercado, delegar atividades a um agente pode ser racional. Há cabimento, portanto, em analisar essa relação sob a ótica dos custos de agência incorridos pelo investidor, sendo eventual conflito de interesses de seu assessor um custo significativo dessa natureza.

Outros compartilham da visão de que a relação entre o assessor e o investidor admite uma perspectiva de agência e que a regulação da CVM prevê um dever fiduciário do assessor

⁶⁹ Res. nº 16/21, Art. 18. É vedado ao agente autônomo de investimento ou à pessoa jurídica constituída na forma do art. 2º: (...) III – ser procurador ou representante de clientes perante instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, para quaisquer fins;

perante o cliente. Em entrevista a esta pesquisa, questionado sobre a suficiência da atual regulação para proteger o investidor (tema que será aprofundado na seção 4 abaixo), Henrique Machado – advogado, investidor, ex-Diretor da CVM e ex-Procurador do BCB – expôs que a regulação já prevê o dever fiduciário de assessores de investimento. Reforçando a existência de delegação de atividade ao utilizar serviços desses profissionais, o entrevistado também esclareceu que esse agente é mais interessante ao investidor por prestar mais de um serviço e efetivamente contribuir para a execução das etapas operacionais de um investimento, etapas comumente mais nebulosas ao investidor.

Além disso, por tratar de assessoria, a essência ou o sentido de ser da atividade de assessores de investimento é o interesse do investidor (cliente). Não à toa, alguns contratos celebrados entre assessores e instituições de distribuição preveem que os assessores possuem uma relação fiduciária com seus clientes⁷⁰, como detalhado na próxima subseção deste trabalho.

Em suma, a teoria da agência, segundo a qual o principal incorre em custos para maximizar seu bem-estar e monitorar a conduta de seu agente, é uma ferramenta teórica para analisar a relação entre o assessor e o cliente. A possibilidade de conflito de interesses nessa assessoria será analisada ao longo deste trabalho sob esta ótica, na condição de custo de agência incorrido pelo investidor. Por consequência, as ferramentas fornecidas pelo Direito para proteger o investidor serão avaliadas com base na finalidade de reduzir esses custos do investidor.

Alternativamente, a relação entre investidor e assessor pode ser vista sob outra perspectiva. Independentemente da delegação de atividades pelo investidor ao assessor e da existência de relação de agência entre ambos, o investidor utiliza os serviços do assessor. O encontro entre essas duas partes no mercado configura, em termos econômicos, uma transação: mesmo que decorrente da contratação da instituição de distribuição pelo investidor, o assessor presta seus serviços em razão do investidor que escolhe consumi-los e que o remunera indiretamente (mais detalhes na subseção 3.3 abaixo).

A teoria de custos de transação é comumente usada para tratar dos desafios da formação do contrato entre agentes econômicos (*e.g.*, custos de negociação e dificuldade de prever situações futuras no momento da elaboração do contrato)⁷¹, o que a tornaria pouco aplicável à

⁷⁰ Alguns contratos vedam aos agentes autônomos contratados “práticas que possam ferir a relação fiduciária mantida com seus clientes”. Nesse sentido, *e.g.*, contrato entre Walpires e e Soldi Agentes Autônomos de Investimentos, cláusula 4.1, (k).

⁷¹ Esse conceito de custos de transação, ligado estritamente ao momento da formação do contrato, é usado, por exemplo, por Robert E. Scott e George G. Triantis (2006, p. 823), que denominaram os custos existentes durante a execução do contrato como custos de “*enforcement costs*” ou “*back-end costs*”.

relação investidor-assessor porque as condições contratuais dessa relação decorrem da instituição de distribuição contratada pelo investidor – como indicado na subseção 4.2.2, não há costume em celebrar contratos escritos entre assessores e investidores. No entanto, essa teoria busca amenizar custos variados, como assimetria informacional entre as partes durante o cumprimento do contrato (SUN, *et. al.*, 2020), para maximizar o bem-estar dos agentes econômicos envolvidos na troca de bens ou serviços no mercado⁷². Portanto, também há cabimento em analisar eventual conflito de interesses do assessor de investimentos sob a ótica da teoria de custos de transação.

Os deveres e relações detalhados acima mostram que o assessor de investimento está na posição de servir a dois soberanos. Em tese, atender à demanda de mais de uma figura no mercado não gera, necessariamente, um conflito de interesses. Como exposto na subseção 3.1 acima, plataformas de dois ou múltiplos lados enfrentam o desafio de maximizar o interesse de diferentes grupos demandantes, devendo ofertar produtos ou serviços em condições que os atraiam.

No entanto, a relação do assessor com o investidor e a instituição de distribuição não é análoga, pois seus incentivos perante cada lado dessa relação não são necessariamente os mesmos e os custos (de agência ou de transação) aos quais o investidor incorre para usufruir dessa assessoria podem ser significativos, conforme detalhado a seguir.

3.3 Contratação e remuneração de assessores de investimento

Como explicado na subseção anterior, a instituição de distribuição é quem remunera o assessor de investimento, embora este assessore o investidor e aufera renda à base do patrimônio do investidor. Sendo a remuneração um fator determinante na definição dos incentivos do modelo de agente econômico presumivelmente racional, estudá-la em detalhe é importante na identificação de eventual conflito de interesses no arranjo de servir a dois soberanos.

A remuneração de assessores de investimento ganhou destaque após peças publicitárias de relevante banco privado com críticas implícitas a esses agentes⁷³. A remuneração desses assessores também é objeto de preocupação da CVM, que, em edital da audiência pública conceitual para reforma da regulação de assessores de investimento, indicou que esse agente “tem incentivos para vender os produtos financeiros que geram maior comissão (ou “rebates”) e tem interesse que o cliente faça o maior número de operações possível, gerando corretagem,

⁷² Sun, *et.al.*, 2020: “The core concept of transaction cost theory aims to enhance economic efficiency within the process of product or service exchange through the market.”

⁷³ Vide nota de rodapé nº 10, acima.

o que nem sempre pode ser do melhor interesse do cliente” (CVM, 2019a, p. 14). A afirmação, reitera-se, é do próprio regulador.

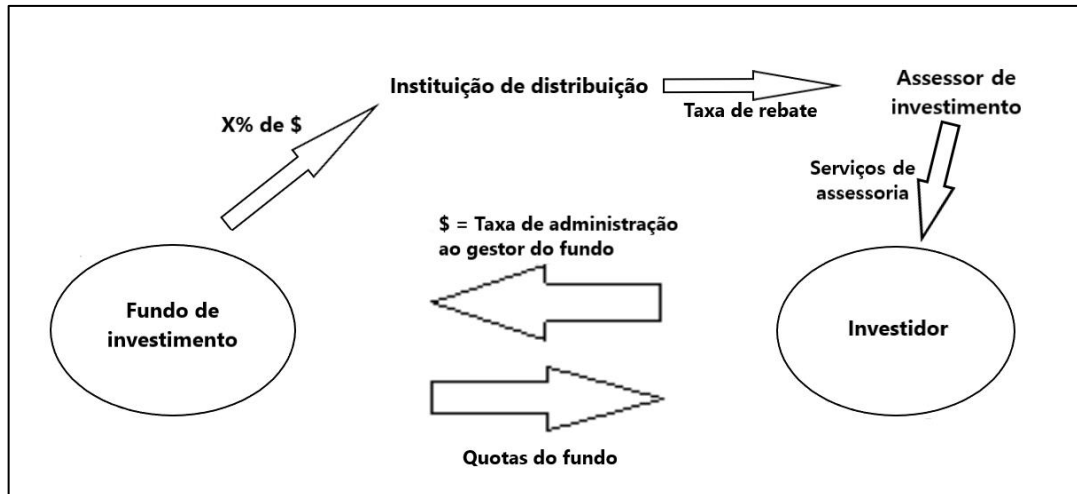
Apesar dessa visibilidade, pouco se sabe sobre as exatas condições de remuneração de assessores de investimento – *i.e.*, os critérios com base nos quais a remuneração do assessor varia em comparação com o produto de investimento vendido ou com a rotatividade da carteira de investimentos do cliente.

Com base em notícias de veículos de imprensa especializada, sabe-se que há dois principais modelos de remuneração desses agentes: (i) remuneração por comissão variável e (ii) remuneração por taxa fixa. Como detalhado abaixo, em ambos os modelos, a remuneração varia de forma diretamente proporcional ao valor investido – o assessor ganha mais quanto maior o patrimônio investido pelo cliente –, mas se diferenciam no fato do percentual de remuneração ora variar conforme o produto transacionado pelo cliente (*i.e.*, remuneração por comissão variável) ora ser indistinto para todo o patrimônio investido (*i.e.*, remuneração por taxa fixa).

Em relação ao primeiro modelo, assessores de investimento são, geralmente, remunerados com base em comissões denominadas de “taxa de rebate”. Essa comissão é composta de dois elementos: um percentual multiplicador e uma base de cálculo. Especificamente, a taxa de rebate consiste em percentual da taxa de corretagem cobrada pela instituição de distribuição, que, por sua vez, é baseada no rendimento do produto de investimento adquirido por seu cliente, variando tal percentual conforme o produto (Oliveira, 2020; GWX, 2020). As fontes não são unânimes quanto ao percentual da taxa de rebate efetivamente praticado no mercado, mas costumam indicar que essa taxa varia entre 15% e 35% (ROHR, 2020).

Quando o produto vendido ao cliente é cota de fundo de investimento, o fundo repassa à instituição de distribuição um percentual (geralmente, entre 0,2% e 3,0%) da taxa de administração que o investidor paga ao gestor do fundo (CADE, 2017, pp. 66-7). Parte desse percentual é repassado ao assessor na forma de comissão (taxa de rebate). Ilustrativamente, essa dinâmica de remuneração ocorre da seguinte forma:

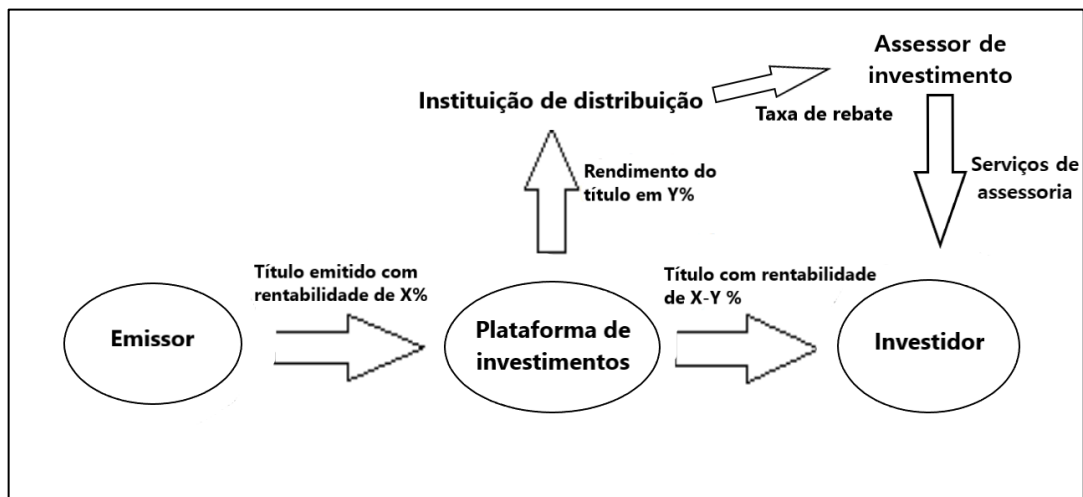
Esquema 2 – Remuneração de assessores por cotas de fundos de investimento



Fonte: Elaboração própria

Quando o produto é título de banco privado ou valor mobiliário, a instituição de distribuição oferece o título ao investidor com um deságio (*i.e.*, a um percentual de rentabilidade pouco menor do percentual originalmente ofertado por seu emissor), se remunerando, portanto, de taxa de corretagem que consiste em percentual da taxa de rentabilidade do título adquirido pelo investidor (CADE, 2017, p. 67). Parcela dessa remuneração é repassada pela instituição de distribuição ao assessor, na forma de comissão. Ilustrativamente, essa dinâmica de remuneração ocorre da seguinte forma:

Esquema 3 – Remuneração de assessores por títulos ou valores mobiliários



Fonte: Elaboração própria

Ressalvadas, portanto, as variadas formas de calcular a taxa de rebate do assessor, a característica desse modelo de remuneração é que o percentual usado para calcular sua comissão varia conforme o produto adquirido pelo cliente. Nesse mercado, é usual que o cliente não saiba o percentual de cada produto, até por ser uma informação não divulgada e

normalmente restrita a documentos celebrados entre a instituição de distribuição e o assessor de investimento.

Em relação ao segundo modelo (remuneração por taxa fixa), também conhecido como modelo “*fee based*”, embora alegadamente menos utilizado que a taxa de rebate, trata de remuneração baseada em percentual fixo (ROHR, 2020). Nesse caso, o assessor é remunerado com base em percentual previamente estipulado, aplicado sobre o valor do investimento e cobrado mensalmente ou no momento do resgate do investimento pelo investidor (ROHR, 2020). Por tratar de remuneração baseada em percentual fixo e único a todo o patrimônio investidor, o investidor passa a ter mais conhecimento da remuneração de seu assessor.

No caso de uma das maiores instituições de distribuição do Brasil, o percentual dessa taxa fixa varia entre 0,6% e 1,0% ao ano sobre o patrimônio investido pelo cliente, cobrado mensalmente⁷⁴. Outra instituição de distribuição pratica taxa que varia entre 0,3% e 1,0% (WILTGEN, 2020).

Esse segundo modelo de remuneração foi adotado por uma das maiores instituições de distribuição do Brasil após críticas do mercado ao modelo de remuneração por taxa de rebate. No entanto, o modelo de remuneração com taxa fixa já existia para investidores de mais alta renda (TORRES, BERTÃO, 2020b) e, embora atualmente disponibilizado a demais investidores de varejo, não é a opção *default* – i.e., atualmente, na inércia do investidor em escolher por esse modelo, a opção de remuneração padrão aplicada a sua conta é o modelo tradicional de taxa de rebate (GWX, 2020).

Esclarecidos os dois modelos de remuneração, nota-se que, no modelo de remuneração por comissão variável, não há informações disponíveis sobre quanto a taxa de rebate varia entre quais produtos de investimento. Para alguns⁷⁵, a mera variação da taxa de rebate conforme o produto é, por si só, suficiente para ensejar conflito de interesses. No entanto, saber como essa variação ocorre é uma informação relevante, pois quanto maior a diferença das taxas entre os produtos, mais acentuada ou evidente tende a ser eventual conflito de interesses.

Por isso, este pesquisador buscou documentos efetivamente praticados no mercado, conforme metodologia detalhada na seção 2 acima. Por meio do método de análise documental,

⁷⁴ Percentual divulgado na página oficial da XP Investimentos: <<https://lp.xpi.com.br/assessores-autonomos>> Acesso em 01/01/2022. Quando esta instituição de distribuição começou a praticar o modelo de “*fee fixo*”, o percentual praticado era de 0,5 a 1,0% ao ano sobre o patrimônio investido pelo cliente (TORRES, BERTÃO, 2020a).

⁷⁵ “O problema, no ponto de vista da Warren, surge quando há uma taxa de rebate diferente de acordo com os produtos que o cliente contrata. Neste caso, fica aberto o caminho para a quebra de confiança, fruto de um conflito de interesses entre as partes.” Disponível em: <<https://warren.com.br/blog/agente-autonomo-de-investimentos/>> Acesso em: 20/07/2021.

foi possível acessar e analisar a íntegra de 10 (dez) contratos dessa natureza, disponíveis em 08 (oito) de um total de 87 processos judiciais acessados⁷⁶.

Para sistematizar a análise desses 10 contratos, elaborou-se a tabela abaixo, mapeando os principais aspectos dos contratos analisados, em especial, as partes do contrato, a data de sua celebração, a forma de remuneração prevista, a eventual existência de estabelecimento de metas à atuação dos assessores de investimento e a eventual existência de mecanismos contratuais específicos para a supervisão de conflitos de interesses.

Tabela 2 – Mapeamento de condições de remuneração e conflito de interesses em contratos entre instituições de distribuição e assessores de investimento

Partes		Data do contrato ou aditamento mais recente acessado	Forma de remuneração	Há estabelecimento de metas comerciais?	Há obrigação ou mecanismo de supervisão específico para conflito de interesses?
Instituição de distribuição	Assessor de investimento				
Banco BTG Pactual S.A.	Porte Agente Autônomo de Investimentos Ltda.	05/09/2019	Comissão com percentual variável por produto	Sim	Sim
	Confiança Agente Autônomo de Investimentos Financeiros S/S Ltda.	20/10/2020	Comissão com percentual variável por produto	Não	Sim
Walpires S.A. Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários	Soldi Agentes Autônomos de Investimentos Ltda.	09/04/2012	Comissão com percentual indistinto por produto. Previsão de remuneração por multas sobre saldo devedor do cliente.	Não	Sim
XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A.	Ação Investimentos – Agente Autônomo de Investimento Sociedade Simples	Indisponível	Comissão com percentual variável por produto	Sim	Sim
	Acqua – Agente Autônomo de Investimentos Ltda.	02/10/2018	Comissão com percentual variável por produto	Sim	Sim
	CDR Agentes Autônomos de Investimentos Ltda.	11/07/2018	Comissão com percentual variável por produto	Sim	Sim
	Confiança Agente Autônomo de Investimentos Financeiros S/S Ltda.	07/01/2019	Comissão com percentual variável por produto	Sim	Sim

⁷⁶ Para o detalhamento dos processos judiciais dos quais os contratos analisados foram extraídos, vide nota de rodapé nº 33 acima.

	EuQueroInvestir Agentes Autônomos de Investimentos S/S (“EQI”)	07/12/2018	Comissão com percentual variável por produto	Sim	Sim
	Marcelo Galvão Morroni – Agente Autônomo de Investimento – EPP	23/12/2016	Comissão com percentual variável por produto	Sim	Sim
	One Agentes Autônomos de Investimentos Ltda.	18/04/2016	Comissão com percentual variável por produto	Sim	Sim

Fonte: Elaboração própria

Abaixo, para fins de identificar eventual conflito de interesses, detalha-se as principais constatações resultantes da análise desses contratos, quais sejam:

- Todos os contratos preveem obrigações ou mecanismos contratuais de supervisão para endereçar, direta ou indiretamente, a hipótese de conflito de interesses do assessor contratado;
- O critério de remuneração de assessores de investimento, em todos os contratos, é o de comissão com percentual variável por produto de investimento, havendo maior variação de percentual na comparação entre cotas de diferentes fundos de investimento; e
- Instituições de distribuição comumente oferecem remuneração adicional a assessores de investimento em caso de atingimento de metas comerciais, em especial, de volume de investimentos sob custódia, como forma de incentivo aos assessores contratados.

A primeira constatação da análise desses contratos é o fato de que todos preveem obrigações ou mecanismos contratuais de supervisão para prevenir eventual conflito de interesses do assessor contratado. A título meramente exemplificativo, sem prejuízo à análise dessas cláusulas a ser feita adiante neste trabalho, obrigações e mecanismos contratuais que endereçam conflitos de interesses incluem vedações a “práticas que possam ferir a relação fiduciária mantida com seus clientes”⁷⁷ e obrigações ao assessor submeter seus clientes a procedimento de verificação de perfil de investimento⁷⁸.

A forma como esses contratos endereçam eventual conflito de interesses do assessor de investimento será devidamente analisada na subseção 4.2.2 abaixo, mas a mera existência de obrigações contratuais que, direta ou indiretamente, tratem de conflito de interesses, em todos

⁷⁷ E.g., Contrato entre Walpires e e Soldi Agentes Autônomos de Investimentos, cláusula 4.1, (k); Contrato entre XP Investimentos e CDR Agentes Autônomos de Investimentos, cláusula 3.4.3, (b), que fala apenas em relação fiduciária entre o investidor e a instituição de distribuição.

⁷⁸ E.g., Contrato entre BTG Pactual e Porte Agente Autônomo de Investimento, cláusula 2.4; Contrato entre BTG Pactual e Confiança Agente Autônomo de Investimentos Financeiros S/S Ltda., cláusula 2.4.

esses contratos, serve de parâmetro para responder à subpergunta de pesquisa que busca compreender se os modelos de remuneração têm o potencial de gerar conflito de interesses.

A existência dessas obrigações e mecanismos contratuais em todos os contratos é uma relevante constatação, pois, de um lado, acaba por afirmar a existência de potencial conflito de interesses desses assessores (se esse conflito não fosse, no mínimo, potencial, a previsão de mecanismos que o enderecem dificilmente seria tão recorrente nos instrumentos de sua contratação) e, de outro lado, demonstra que essa é uma questão de aparente preocupação das instituições de distribuição (se não fosse, não fariam questão de impor diferentes mecanismos que a endereçam em seus contratos).

Pode-se argumentar que a menção a conflito de interesses em contratos não seja uma confirmação de sua existência, da mesma forma que contratos geralmente regulam hipóteses não esperadas pelas partes – por exemplo, cláusulas de obrigações em caso fortuito ou força maior. No entanto, o conflito de interesses é um tema presente não apenas em contratos, mas, também, em políticas de *compliance* de instituições de distribuição, cujo enfoque é direcionado justamente a preocupações de maior potencial, não apenas hipotéticos⁷⁹.

No contexto de controle interno para assegurar boas práticas comerciais, políticas de *compliance* de instituições de distribuição fazem menção expressa à hipótese de conflito de interesses de assessores. Por exemplo, o Manual de Procedimentos e Supervisão de AAI do BTG Pactual⁸⁰ prevê que “conflitos de Interesses reais ou potenciais são inerentes a grupos financeiros integrados (...) o BTG Pactual espera que o AAI [agente autônomo de investimento] identifique e evite tais conflitos de interesse de maneira apropriada, com absoluta transparência”.

A distribuidora Órama, por sua vez, possui política de integridade destinada especificamente aos assessores de investimento a ela vinculados⁸¹. Essa política prevê procedimentos de supervisão genéricos, sem menção expressa a conflito de interesses, como a

⁷⁹ Segundo orientações de renomados órgãos internacionais como OCDE, Banco Mundial e UNODC, planos de ação ou programas de integridade corporativa devem ser estruturados com base no mapeamento de risco interno e na identificação de insuficiência de mecanismos internos de controle. Considerando essas orientações universais, mesmo que focadas em combate à corrupção, é cabível deduzir que programas de integridade são estruturados, ao menos em tese, de forma direcionada a potenciais preocupações da organização corporativa à qual o programa será aplicado. Nesse sentido: OCDE; UNODC; Banco Mundial. *Anti-corruption ethics and compliance handbook for business*. 2013. pp. 10-3. Disponível em: <<https://www.oecd.org/corruption/anti-corruption-ethics-and-compliance-handbook-for-business.htm>> Acesso em: 13/03/2022. No mesmo sentido, Viol, 2021, pp. 177-8: “Também desprende-se do estudo que não é possível apontar, sem um estudo da organização, quais são os seus riscos de integridade, ou seja, suas vulnerabilidades em relação à corrupção e aos seus padrões de conduta. (...) Como as organizações são diferentes, as ações e omissões serão distintas, assim como os riscos de integridade.”

⁸⁰ Disponível em: <https://www.sejabtg.com/assets/files/Manual%20do%20AAI_site.pdf>

⁸¹ Disponível em: <https://orama-media.s3.amazonaws.com/public_area_files/20210127_-_Agente_Autonomo_de_Investimentos_-_1.7.pdf> Acesso em: 08/03/2022.

função da área comercial da instituição em “manter visitas periódicas ao AAI [agente autônomo de investimento] e/ou outra forma de contato de modo a se certificar de que o AAI permanece agindo com probidade, boa fé e ética profissional em relação aos clientes e à ÓRAMA”.

No entanto, a “Política de princípios éticos, regras de conduta e de atuação dos colaboradores” da mesma instituição⁸², aplicável aos “colabores e demaís prestadores de serviços do Grupo Órama”, prevê como princípio “a prestação de serviços com lealdade em relação aos investidores, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida e com ampla transparência em caso de potenciais situações de conflitos de interesses”.

Por isso, mesmo que não demonstrem sua existência, essas menções servem de indício para a potencialidade de conflito de interesses nessa atividade, não se podendo desconsiderar essas fontes documentais primárias como parâmetro para responder à referida subpergunta de pesquisa.

A segunda constatação da análise desses contratos é que, apesar de preverem essas obrigações e mecanismos de vedação a condutas motivadas por conflito de interesses, todos preveem critérios de remuneração com percentual de comissão variável por produto de investimento, sendo a maior variação de percentuais de comissão verificada na comparação entre cotas de diferentes fundos de investimentos.

Os percentuais e critérios de cálculo de remuneração dos assessores de investimento costumam estar previstos em anexo ao contrato celebrado entre o assessor e a instituição de distribuição. Nesses documentos, foi possível constatar que não há percentuais universais ou padronizados a serem adotados no mercado, variando conforme o contrato. Além disso, a variação dos percentuais entre produtos de investimento é significativa.

Por exemplo, no Contrato de Distribuição e Mediação de Valores Mobiliários entre XP Investimentos e Acqua Agente Autônomo de Investimentos, a comissão auferida por valores mobiliários negociados no segmento BM&F da B3 é de 77% sobre a receita auferida pela XP com a taxa de corretagem (cláusula 1 do Anexo 1 do contrato), enquanto a comissão por cotas de clubes de investimento fechados é de 50% sobre a receita auferida pela XP com a taxa de administração de cada clube (cláusula 7 do Anexo 1 do contrato). No mesmo contrato, nota-se fundos de investimento que implicam remuneração, ao assessor, de 40% da taxa de administração e 20% da taxa de performance, enquanto outro fundo implica remuneração de

82

Disponível em: <https://orama-media.s3.amazonaws.com/public_area_files/Princ%C3%ADpios_%C3%89ticos_Regras_de_Conduta_e_Atua%C3%A7%C3%A3o_dos_Colaboradores.pdf> Acesso em: 08/03/2022.

18% de taxa de administração e 15% da taxa de performance (cláusula 6.6 do Anexo 1 do contrato).

Para não tornar este trabalho excessivamente longo, dispensa-se o detalhamento dos percentuais de produtos de investimento dos demais contratos analisados, que também preveem percentuais distintos por produto. Importa extrair, dessas informações, que há variação de percentuais entre produtos de investimento e que essa variação não é negligenciável em termos quantitativos – embora o valor total da comissão do assessor de investimento dependa de sua base de cálculo (*i.e.*, valor da taxa de corretagem, de administração ou de performance sobre a qual a comissão é calculada), a variação de percentual é um indicativo de que o valor total da comissão do assessor varia conforme o produto recomendado ao seu cliente⁸³.

O conjunto amostral de contratos analisados (total de 10, incluindo as maiores instituições de distribuição e escritórios de agentes autônomos do Brasil) parece ser amplo o suficiente para se concluir que a remuneração com percentual variável por produto de investimento é prática amplamente adotada no mercado. Elemento adicional para sustentar essa conclusão é o fato de contrato de adesão entre investidores e corretora do Grupo Bradesco (instituição de distribuição cujos contratos com assessores de investimento não foram passíveis de acesso e, por isso, não constam no conjunto amostral acima) indicar essa mesma forma de remuneração⁸⁴, reforçando a constatação exposta acima.

A terceira constatação sobre os contratos analisados é que a maioria deles prevê remuneração adicional para assessores em caso de atingimento de metas, geralmente consistentes em metas de volumes de investimento sob custódia da instituição de distribuição. Entretanto, alguns contratos analisados também previram a possibilidade de “metas de receita, metas de captação de recursos e metas de operação (quantitativas e/ou qualitativas)”⁸⁵. Nota-se, portanto, a discricionariedade da instituição de distribuição em definir diferentes formatos de metas para modular os incentivos dos assessores de investimento a ela vinculados.

⁸³ Questionado sobre qual a racionalidade econômica em prever percentual de remuneração variável por produto, o sócio de instituição de distribuição entrevistado para esta pesquisa alegou que essa variação ocorre em função de fatores como risco e tempo de retorno de investimento de cada produto ao cliente e, no caso de cotas de fundos de investimento, para recompensar o esforço do gestor de cada fundo.

⁸⁴ Contrato de Intermediação e Subcustódia de Bradesco S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, de janeiro de 2019, cláusula 10.3: “O Cliente tem ciência que a remuneração do agente autônomo de investimento é calculada com base nas receitas líquidas auferidas pela Corretora, em decorrência das operações realizadas por intermédio do agente autônomo, este fazendo jus a parte daquelas receitas, oriundas de corretagem, taxa de administração ou performance, dependendo do produto adquirido pelo Cliente atendido pelo agente autônomo. O percentual utilizado no cálculo da remuneração é definido em instrumento de contrato entre o agente autônomo e a Corretora, sendo pago diretamente pela Corretora em sua conta corrente.”

⁸⁵ Nesse sentido, *e.g.*, o contrato entre XP Investimentos e One Agentes Autônomos de Investimentos Ltda., cláusula 5.4, item (ii).

Ainda segundo os contratos analisados, o atingimento das metas implica ora na elevação do percentual utilizado para calcular a taxa de rebate do assessor (*e.g.*, valor de 0,8% multiplicado sobre o valor líquido captado pelo assessor no mês⁸⁶), ora no pagamento de valor fixo adicional ao assessor (*e.g.*, valor fixo de cerca de R\$ 22,5 milhões⁸⁷)⁸⁸.

Essa constatação é curiosa pois aproxima a figura do assessor de investimento à figura do gerente de banco comercial e relativiza a narrativa proposta por alguns agentes de mercado, que, enquanto adotam políticas de incentivos por meio de metas não obrigatórias, afirmam que seus assessores são mais alinhados com os interesses de seus clientes por não possuírem metas mensais por produto⁸⁹.

Os efeitos da previsão de metas que possam majorar a remuneração dos assessores podem ser diversos. Para fins de conflito de interesses, pode-se questionar se a previsão de metas que acarretem diferentes formas de remuneração adicional, especialmente com vultosos valores, tenderia a fomentar a atuação do assessor voltada ao atingimento dessa meta, sem a devida preocupação com a adequação dos produtos de investimento aos interesses e perfil de risco de seu cliente.

O estabelecimento de metas tende a ter efeitos mais adversos aos interesses do investidor quando a meta é direcionada a produtos específicos – conforme exposto acima, contratos permitem o estabelecimento de metas qualitativas de operação –, não estando, portanto, vinculado ao retorno do investimento ao investidor. Em outras palavras, nessa modalidade de meta, o assessor auferirá remuneração adicional por recomendar ao seu cliente um produto que pode eventualmente se mostrar divergente ao seu perfil de risco ou lhe trazer resultado líquido negativo.

⁸⁶ Este é o critério de remuneração adicional adotado no contrato entre XP Investimentos e Acqua Agente Autônomo de Investimentos, conforme cláusulas 12 e 13 do Anexo 1.

⁸⁷ Este é o critério de remuneração adicional adotado no contrato entre XP Investimentos e EuQueroInvestir (EQI), conforme cláusula 12 do Anexo 1.

⁸⁸ A possibilidade de ambas as formas de remuneração adicional está prevista, *e.g.*, no contrato entre XP Investimentos e One Agentes Autônomos de Investimentos Ltda., cláusula 5.4: “Fica desde já acordado entre as Partes que a XP poderá: (ii) Estabelecer metas comerciais para o Agente diretamente relacionadas aos objetivos empresariais da XP e, em caso de atingimento da meta, majorar a(s) comissão(ões) do Agente. A majoração pode se dar (a) mediante a elevação do percentual de uma ou mais comissões estabelecidas neste Contrato ou (b) pela fixação de um valor fixo adicional à(s) comissão(ões) variáveis estabelecidas neste Contrato, que poderá ser pago uma ou mais vezes. (...)”

⁸⁹ Contribuição da XP Investimentos à Audiência Pública SDM nº 03/2019, p. 8: “De outro lado, o modelo de distribuição de produtos via AAIs traz maior eficiência alocativa, pois existe maior alinhamento entre AAI e cliente, uma vez que o gerente de banco, em geral, possui meta mensal por produto (a exemplo de títulos de capitalização ou previdência privada) que, em sua essência, são pouco passíveis de personalização. Os agentes autônomos de investimento, por sua vez, estão mais alinhados com os interesses dos usuários das plataformas, pois, quanto maior o sucesso de seu assessorado, maior será sua rentabilidade e possibilidade de fidelização do cliente no longo prazo.”

Quanto à eventual compatibilidade ou incompatibilidade dessas metas à busca do melhor interesse do cliente, esse questionamento será enfrentado na próxima subseção, dentre outras reflexões pertinentes aos documentos mapeados acima, que se passa a abordar abaixo.

3.4 Conflito de interesses na assessoria de investimentos

Como visto na análise documental acima, há elementos suficientes para suscitar que há, no mínimo, potencial de conflito de interesses na atuação de assessores de investimento, fruto dos critérios de remuneração comumente praticados no mercado. Entretanto, para fins de completude, o presente trabalho avalia a existência de potencial conflito de interesses por meio de maior detalhamento desse termo, tão citado nos documentos praticados no mercado de distribuição de produtos de investimento. Afinal, o que é conflito de interesses em contexto de assessoria?

Não há definição legal para conflito de interesses em normas que tratam de assessoria de investimentos. Não obstante, por analogia e buscando adotar uma interpretação sistemática e coerente da legislação, cabe notar que há três menções a conflito de interesses na Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/1976 – “Lei das S.A.”). A primeira menção trata de conflito de interesses de agente fiduciário de debenturista (artigo 66, § 3º, alínea *e*)⁹⁰. A segunda menção se refere ao exercício do direito a voto por acionista (artigo 115)⁹¹. Por fim, a terceira menção a conflito de interesses na Lei das S.A. ocorre no artigo 156, referente à atuação do administrador⁹².

Nenhum desses dispositivos legais fornece definição clara e específica do que seja conflito de interesses. No entanto, pelo contexto das situações reguladas por esses dispositivos, nota-se que conflito de interesses presume prévia comunhão de interesses e uma quebra de relação de confiança ou ato contrário ao mandato recebido pelo agente conflitado – *i.e.*, o agente fiduciário perante o debenturista, o acionista perante a companhia e o administrador perante a companhia.

⁹⁰ Lei nº 6.404/1976, Art. 66, § 3º: Não pode ser agente fiduciário: e) pessoa que, de qualquer outro modo, se coloque em situação de conflito de interesses pelo exercício da função.

⁹¹ Lei nº 6.404/1976, subseção “Abuso do Direito de Voto e Conflito de Interesses” da seção “Direito a Voto”, Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

⁹² Lei nº 6.404/1976, subseção “Conflito de Interesses” da seção “Deveres e Responsabilidades”, Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

Tratando de hipóteses distintas e menos análogas ao agente autônomo, a Lei nº 12.813/2013 dispõe sobre o conflito de interesses de ocupantes de cargo ou emprego na Administração Pública Federal. Mesmo assim, esse diploma legal enumera situações que configuram conflito de interesses dos ocupantes dessas funções públicas, todas as quais sendo situações em que o agente tem incentivos para privilegiar interesses privados em detrimento do interesse que deveria tutelar – o interesse público⁹³. Nesses casos, mesmo que não haja uma relação direta e individual entre o agente conflitado e o detentor do interesse público (sociedade), também há uma quebra de confiança, especificamente, a fé pública atribuída ao ocupante de cargo ou emprego público.

Tem-se, portanto, elementos suficientes para deduzir, por analogia, o conceito de conflito de interesses adotado pelo legislador brasileiro: o conflito existe em situações de quebra de relação de confiança ou de desalinhamento entre os incentivos de um agente e os interesses que ele deveria privilegiar.

Não obstante, considerando que a legislação brasileira não conceitua expressamente o que seja “conflito de interesses”, cabe recorrer a outras fontes para defini-lo com mais exatidão e, se for o caso, identificá-lo no arranjo do ecossistema de distribuição detalhado acima. Como alternativa à ausência de clara definição legal, constitucional ou regulamentar desse termo, recorreu-se ao método de revisão de bibliografia para definir conflito de interesses e adaptar esse conceito à atividade de assessores de investimento.

A produção acadêmica internacional sobre o tema que o presente trabalho analisa pode servir de importante fonte de reflexões ao contexto brasileiro⁹⁴. Há quantidade significativa de trabalhos estrangeiros que se dedicaram a estudar as variáveis da atuação do assessor de

⁹³ Lei nº 12.813/2013, Art. 5º Configura conflito de interesses no exercício de cargo ou emprego no âmbito do Poder Executivo federal: I - divulgar ou fazer uso de informação privilegiada, em proveito próprio ou de terceiro, obtida em razão das atividades exercidas; II - exercer atividade que implique a prestação de serviços ou a manutenção de relação de negócio com pessoa física ou jurídica que tenha interesse em decisão do agente público ou de colegiado do qual este participe; III - exercer, direta ou indiretamente, atividade que em razão da sua natureza seja incompatível com as atribuições do cargo ou emprego, considerando-se como tal, inclusive, a atividade desenvolvida em áreas ou matérias correlatas; IV - atuar, ainda que informalmente, como procurador, consultor, assessor ou intermediário de interesses privados nos órgãos ou entidades da administração pública direta ou indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios; V - praticar ato em benefício de interesse de pessoa jurídica de que participe o agente público, seu cônjuge, companheiro ou parentes, consanguíneos ou afins, em linha reta ou colateral, até o terceiro grau, e que possa ser por ele beneficiada ou influir em seus atos de gestão; VI - receber presente de quem tenha interesse em decisão do agente público ou de colegiado do qual este participe fora dos limites e condições estabelecidos em regulamento; e VII - prestar serviços, ainda que eventuais, a empresa cuja atividade seja controlada, fiscalizada ou regulada pelo ente ao qual o agente público está vinculado.

⁹⁴ Não se pretende, evidentemente, fazer mera importação ou reprodução de conceitos estrangeiros, considerando que, apesar da globalização atual, qualquer benchmarking internacional para fins jurídicos exige um juízo de adaptação às peculiaridades do sistema jurídico local, sob pena do pretendido transplante de normas jurídicas operar, na prática, de forma diferente da inicialmente prevista (MOTA PRADO, 2010, p. 01).

investimentos e da decisão do investidor no âmbito desta assessoria, conforme explorado abaixo.

Intuitivamente, conforme o próprio termo indica, um conflito de interesses pode ser compreendido como a existência de interesses ou incentivos conflitantes, colocando um agente em posição incoerente ou tendenciosamente contrária ao interesse de quem representa ou assessora. O conflito de interesses não deve ser confundido com a mera diferença entre interesses das partes de um negócio jurídico (por exemplo, a relação entre o comprador com interesse no menor preço e o vendedor com, ao contrário, interesse em preços elevados), devendo haver alguma subordinação dos interesses de uma parte à outra para que se possa falar em conflito (NELSON, 2008, p. 146).

Desde já, nota-se que o requisito de subordinação de interesses de uma parte à outra é verificado na relação entre assessores e investidores, considerando que os serviços prestados ao investidor, por serem destinados a seus interesses patrimoniais, presumem a subordinação do assessor, do qual é exigido “todo o cuidado e a diligência esperados de um profissional em sua posição” (art. 15 da Resolução nº 16/2021, redação também adotada no art. 21 da resolução submetida à recente Audiência Pública SDM nº 05/2021 da CVM).

A subordinação de interesses do assessor é expressamente prevista na regulação, que, conforme detalhado na subseção 3.2 acima, veda ao assessor privilegiar interesse próprio ou de terceiro em detrimento do cliente. Mesmo que assessores não sejam mandatários de investidores, a regulação descrita estende ao assessor o dever de lealdade perante o cliente, reforçando a constatação de que há algum grau de subordinação dos interesses do assessor aos interesses do investidor.

Logo, na assessoria de investimentos, a premissa de qualquer alegação de conflito de interesses é a obrigação do agente autônomo subordinar seus interesses aos do investidor, nos atos que estiverem dentro do escopo da assessoria, *e.g.*, explicação de riscos e indicação de novos produtos de investimento.

A assessoria de investimentos é uma atividade importante por ser largamente utilizada e influenciar as decisões de investidores, como indicam estudos empíricos segundo os quais investidores, especialmente aqueles de maior renda, tendem a recorrer à opinião de terceiros,

mesmo que apenas a título complementar, para tomar decisões de investimento⁹⁵ e dificilmente pesquisam sobre os produtos de investimento por iniciativa própria⁹⁶.

De forma complementar à presente revisão de bibliografia, cabe notar que, nas entrevistas feitas durante esta pesquisa, diversos entrevistados confirmaram que a dinâmica prática da relação entre assessor e investidor, no Brasil, ocorre dessa forma: as recomendações do assessor têm forte influência sobre as decisões de seus clientes, que dificilmente as questionam⁹⁷. Segundo relatório da ANBIMA (2021, p. 20), a maior fonte de informações do investidor brasileiro para decidir sobre seus investimentos é o gerente ou assessor de investimento (41% dos entrevistados indicaram preferência pela conversa presencial com esses agentes).

Por um lado, essa frequente incontestabilidade das recomendações dos assessores de investimento é natural e intrínseca à relação de assessoria – afinal, se o cliente tivesse condições técnicas de avaliar as recomendações de seu assessor, não precisaria tê-lo contratado. Entretanto, esta não precisa ser a única postura do investidor, pois pode haver perfis diversos de clientes e, mesmo carecendo de especialidade técnica, o cliente, para assegurar uma assessoria mais adequada, pode ser razoavelmente proativo e autodidata, buscando informações adicionais e esclarecendo dúvidas com seu assessor. Ao consumir serviços de assessores, esta não tende a ser a postura de investidores, facilitando a existência de conflito de interesses.

A literatura acadêmica analisou a assessoria de investimentos em diferentes contextos, identificando diversos vícios, dentre os quais, o conflito de interesses do assessor. Esse conflito de interesses, comumente associado à remuneração do assessor, é considerado um problema, pois, para se ter eficiência alocativa, os investimentos de clientes devem ser feitos com base em seus perfis e preferências pessoais, não no interesse de terceiros. Por definição, a função do assessor é mitigar a assimetria informacional do investidor no mercado, não se aproveitar dela.

⁹⁵ Ottavianni & Inderst, 2012, p. 497: “Several studies have shown that investors with more education and higher financial literacy are more likely to seek (additional) financial advice (Hackethal, Haliassos, and Jappelli 2012; van Rooij, Lusardi, and Alessie 2011)”

⁹⁶ Ottavianni & Inderst, 2012, p. 497: “In spite of the range of options, consumers appear to search very little before choosing a product, possibly because they are overwhelmed by the complexity.”

⁹⁷ Segundo Joaquim Paiffer, investidor e sócio-fundador da Atompar, a assessoria de agentes autônomos influencia muito as decisões do investidor, especialmente aquele inexperiente e carente de educação financeira. Segundo agente autônomo(a) fundador(a) de escritório de grande porte, cuja identidade é mantida em sigilo, cerca de 90% dos investidores concorda com quase todas as recomendações de seu assessor, pois o investidor geralmente não é plenamente informado dos riscos dos produtos de investimento que lhe são sugeridos. Segundo o entrevistado, ao receber informações distorcidas ou incompletas desses produtos, o investidor não nota que está recebendo orientações incompletas, deficientes ou enviesadas. De acordo com esse entrevistado, na prática, basta o registro da concordância do cliente para o agente autônomo seguir com o investimento que recomendou àquele, pouco controle havendo sobre a forma como o agente autônomo assessorou seu cliente.

Anagol, Cole e Sarkar (2012) fizeram pesquisa empírica para apurar o comportamento de agentes de seguro de vida na Índia, com foco em compreender as tendências da assessoria dos agentes a seus clientes, incluindo efeitos da comissão e do comportamento do agente à assessoria do cliente. Nessa ocasião, os autores constataram que as recomendações de agentes de seguro de vida variaram para além de informações relativas ao perfil de investimento de seus clientes (ANAGOL *et. al.*, 2012, p. 03).

Em recente pesquisa empírica baseada em dados de investidores e assessores de investimento fornecidos por quatro instituições financeiras canadenses de grande porte, Foerster (*et. al.*, 2017, p. 1443) segmentaram os investidores por características (idade, renda, aversão a risco, dentre outros) e compararam as diferenças entre os portfólios de investimentos de cada grupo, notando pouca coerência entre os portfólios e as características de cada grupo. Com isso, notou-se que características usadas para traçar o perfil dos investidores não determinaram – no mínimo, não exclusivamente – as recomendações de investimento de assessores a seus clientes.

Ao segmentarem os assessores em grupos conforme suas características, os autores notaram maior coerência percentual entre as variações de portfólios de investimento e as características dos assessores, sugerindo que os assessores tendem a formular suas orientações de forma homogênea a seus clientes (o que os autores chamam de “*advisor effects*” sobre as decisões do investidor)⁹⁸. Logo, essa pesquisa identificou que as características dos assessores foram mais influentes aos portfólios de investimento de seus clientes do que as características destes últimos.

A organização multilateral de reguladores de mercados de capitais (*International Organization of Securities Commissions* – “IOSCO”) aprovou, em 1990, um relatório de princípios de padrões de conduta internacional, destinados a intermediários do mercado de capitais. Dentre os princípios, há o de que o agente deve evitar conflitos de interesses e, quando

⁹⁸ Os autores testaram a hipótese dessas variações resultarem da busca de determinados tipos de assessores por determinados tipos de investidores, o que poderia, a partir de um público de clientes com perfis semelhantes, justificar a correlação entre características do assessor e suas recomendações homogêneas. Entretanto, essa hipótese foi rechaçada, pois, ao analisarem os investimentos de investidores que tiveram que mudar de assessor forçosamente (por morte, aposentadoria ou saída do assessor), os autores constataram que, ao mudar de assessor, o investidor recorria a assessores de características diferentes: “*One interpretation of this finding is that, instead of customizing, advisors build very similar portfolios for many of their clients. Another interpretation is that matching between investors and advisors leads to common variation in portfolio allocations among investors of the same advisor, that is, advisor fixed effects capture omitted client characteristics that are common across investors of the same advisor. (...) We conclude that the advisor effects in our baseline model are not merely an artifact of omitted preferences common among clients of the same advisor.*” (FOERSTER *et. al.*, 2017, pp. 1443-4)

esse conflito for inevitável, deve garantir que o cliente seja tratado de forma justa e equânime⁹⁹. O documento não conceitua o que entende por conflito de interesses, mas é relevante por demonstrar que esse assunto já é objeto de atenção há anos e abordar conflito de interesses como um possível problema inevitável.

Em documento institucional com recomendações de mitigação de conflitos de interesse na prestação de serviços no setor financeiro (referenciado como “*financial services industry*”, de forma ampla), a autoridade reguladora australiana de mercado de capitais expôs casos-problema hipotéticos de conflito de interesses, de forma a dar mais concretude ao tema e às soluções propostas¹⁰⁰.

Ao abordar casos exemplificativos relacionados à prestação de serviços de assessoria de investimento no varejo, nota-se que conflitos de interesses de assessores são comumente vinculados a sua remuneração, em especial, quando (i) a remuneração é predominante ou inteiramente variável e proporcional à rotatividade da carteira de investimentos do cliente, de forma que o assessor é incentivado a recomendar a venda ou aquisição de produto de investimento mesmo quando manter a carteira intacta for mais vantajosa ao investidor, (ii) o assessor de investimento e a instituição de distribuição a qual estiver vinculado tiverem vínculos econômicos ou societários com determinado emissor, de forma que o assessor é incentivado a recomendar a aquisição de produto de investimento daquele emissor, mesmo quando este não for o produto mais rentável ou adequado ao perfil do investidor, e (iii) o assessor receber comissão (fixa ou variável) para recomendar determinado produto de investimento, independentemente do emissor pertencer ao grupo econômico da instituição de distribuição a qual estiver vinculado (AUSTRÁLIA, 2006, pp. 9-14).

Considerando o exposto acima, nota-se que há doutrina e pesquisas empíricas fora do Brasil que trataram de conflito de interesses de assessores de investimento, em consonância com o conceito adotado acima. Essas pesquisas costumam mostrar que, embora as recomendações do assessor e as decisões do investidor possam ser fruto de múltiplos fatores, a remuneração e a própria visão de mundo do assessor são fatores que tendem a alterar suas recomendações e, portanto, a decisão do investidor no varejo, indivíduo influenciado pelos serviços de assessoria que lhe são prestados.

⁹⁹ “A firm should try to avoid conflicts of interest, and when they cannot be avoided, should ensure that its customers are fairly treated.” Documento disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD8.pdf>>

¹⁰⁰ Documento disponível em: <https://download.asic.gov.au/media/1327370/Conflicts_discussion_paper_April_2006.pdf>

Apesar dessas influências, segundo a literatura acadêmica deste tema, investidores raramente desconfiam de eventual conflito de interesses de seus assessores¹⁰¹. No contexto brasileiro, isso pode estar começando a mudar, considerando o advento do debate sobre conflito de interesses de assessores de investimento, como mostrado acima, mas um estudo empírico seria oportuno para confirmar essa impressão.

Outro aspecto da relação entre investidores e assessores de investimento que estudos acadêmicos contribuem em demonstrar risco de conflito de interesses é o efeito de metas comerciais. Como exposto na subseção 3.2 acima, os contratos celebrados entre assessores e instituições de distribuição comumente preveem metas comerciais aos assessores, possibilitando à instituição de distribuição o desenho de políticas de metas em diferentes formatos (metas de receita, de volume de investimentos sob custódia, de produtos específicos, dentre outros).

Pode-se questionar se o estabelecimento de metas comerciais é necessariamente incompatível com a busca em atender ao melhor interesse do cliente. Não necessariamente. Estando o interesse do cliente em nível prioritário dos motivadores do prestador do serviço, a meta poderá ser atingida, desde que não implique conduta contrária aos interesses do cliente. Por exemplo, suponha-se que um assessor identifique dois novos produtos emitidos no mercado (produto A e produto B), tendo recebido meta para distribuir o produto B. Ao atender um de seus clientes e notar que o produto A é mais adequado ao perfil daquele cliente, o assessor não recomenda o produto B, abrindo mão do atingimento de sua meta. Por outro lado, se ambos os produtos fossem compatíveis com o perfil de risco de seu cliente ou o produto B o fosse, o assessor poderia recomendá-lo ao cliente, em convergência com a meta estabelecida.

No entanto, estudos de economia comportamental indicam que a existência de metas pode, por si só, alterar o comportamento do destinatário dessas metas, a depender do contexto. Sem finalidade de esgotar esta reflexão, especialmente em vista da relevante contribuição que o campo de economia comportamental pode trazer ao estudo de assessores de investimento, cabe citar alguns estudos já realizados nessa área.

Cryder, Loewenstein e Seltman (2013) mostraram que a iminência de atingimento de meta aumenta a probabilidade de pessoas agirem em vista do atingimento dessa meta – *i.e.*, torna a meta mais atrativa e influente sobre a conduta humana. Essa constatação resultou dos

¹⁰¹ Nesse sentido, Ottaviani e Inderst, 2012, p. 500: “We initially consider the benchmark case in which all consumers are wary, even though this case may not always be particularly realistic in markets for retail financial services given the evidence that many consumers credulously trust advisers or are naively inattentive to the influence of commissions.”

estudos empíricos e controlados desenvolvidos pelos autores, que verificaram que arrecadações receberam mais doações quando estavam mais próximas de atingirem suas respectivas metas de arrecadação.

Em estudo com contexto distinto (menos focado em doações de caridade e mais direcionado a situações de benefícios individuais), Kivetz, Urminsky e Zheng (2006) também mostraram que a proximidade do atingimento de metas fortalece os incentivos ao seu atingimento, como o cliente que aumenta seu consumo para a obtenção de cupons conforme estiver mais próximo de atingir a meta de cupons para a obtenção de desconto ou produto adicional gratuito.

Esse efeito de intensificação de incentivos conforme a proximidade da meta é conhecido como “*goal gradient effect*” (em tradução adaptada, seria o “efeito da meta iminente”) e pode ser trazido ao contexto de assessoria de investimentos, de forma a refletir os possíveis efeitos (concretizados ou não – avaliação que extrapola o escopo dessa pesquisa) de metas comerciais sobre o comportamento de assessores. No exemplo hipotético dado acima, se o assessor estivesse na iminência de atingir sua meta comercial, haveria maior risco de ele recomendar o produto B ao seu cliente, apesar desse produto não ser o mais adequado ao perfil de investimento do cliente.

Considerando esse potencial desalinhamento de incentivos entre o assessor de investimento e o investidor, os custos de agência ou de transação passam a ser significativos. Em especial, considerando a carência de educação financeira da população brasileira, exposta anteriormente, a capacidade e os custos do investidor para fiscalizar seu assessor passam a ser ainda maiores, facilitando a ocorrência de eventuais conflitos de interesses.

Por fim, ainda em relação aos fatores a influenciarem uma assessoria de investimentos, a existência de estrutura de custos elevados para o exercício da profissão pode gerar incentivos ainda maiores de aumento de remuneração em detrimento dos interesses dos investidores. Entre o cálculo da taxa de rebate descrito na subseção 3.2 acima e o efetivo pagamento de valor líquido ao assessor, há custos relevantes a serem considerados.

Conforme exigido pela CVM, todos os assessores autorizados e credenciados, sejam pessoas físicas ou jurídicas, mesmo que não exerçam efetivamente a profissão ou não possuam vínculo com alguma instituição de distribuição, devem pagar a chamada “taxa de fiscalização”¹⁰². A partir da promulgação da Lei nº 14.317/2022, conforme seu anexo II, a taxa deixou de ser trimestral e passou a ser anual, tendo o valor reduzido sensivelmente a pessoas

¹⁰² Nesse sentido: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/regulados/consultas-por-participante/agentes-autonomos/orientacoes_taxa_fiscalizacao_aais_final.pdf> Acesso em: 05/10/2021.

físicas e jurídicas – até recentemente, o valor aplicável a pessoas físicas era de R\$ 634,63 e aquele aplicável a pessoas jurídicas era de R\$ 1.269,25, nos termos da Portaria M.F. nº 493/2017¹⁰³.

Nota-se, com isso, que, apenas para poder exercer sua profissão perante a CVM, um assessor de investimento pessoa física precisava arcar anualmente com o valor de R\$ 2.538,52, tendo sido reduzido para R\$ 530,00, enquanto um assessor pessoa jurídica precisava arcar com o valor de R\$ 5.077,00, tendo sido reduzido para R\$ 2.538,50, no mesmo período de um ano. A título ilustrativo, considerando uma taxa de rebate calculada com percentual de 50% sobre uma taxa de corretagem de R\$ 5,00¹⁰⁴, o assessor pessoa física precisaria intermediar cerca de 1.015 (mil e quinze) transações a cada ano para arcar apenas com o valor da taxa de fiscalização da CVM, notando-se, com isso, um claro incentivo do assessor para (i) induzir seu cliente a transacionar no mercado (*i.e.*, “rotacionar” sua carteira de investimentos) e (ii) priorizar clientes que invistam patrimônio mais elevado.

Entretanto, a realidade desse mercado é ainda mais onerosa àquele que busca exercer essa profissão. Conforme entrevista concedida por assessor(a) de investimento vinculado(a) a escritório de pequeno porte, há ainda outros custos aplicáveis ao exercício dessa profissão. Somado aos custos fixos decorrentes da taxa de fiscalização, que independem do rendimento do assessor, este ainda experimenta as seguintes deduções de sua remuneração, especialmente quando vinculado a um escritório de assessores de investimento: encargos tributários (Imposto de Renda, ISS, PIS e COFINS), taxas bancárias de transferência de sua remuneração e parcela retida pelo escritório ao qual está vinculado (para arcar com os custos do escritório).

Evidentemente, custos elevados não justificam desvios éticos em qualquer profissão. Entretanto, especialmente para assessores de menor porte, arcar com esses custos pode implicar significativas dificuldades práticas de exercer a profissão e, com isso, alterar seus incentivos no atendimento do cliente.

Para fins de sistematização, os custos financeiros para o assessor de investimento exercer sua profissão são:

Tabela 3 – Estrutura de custos para assessores de investimento

Custo	Valor
Taxa de fiscalização	R\$ 530,00 (pessoa física)

¹⁰³ Portaria publicada no Diário Oficial da União em 16/11/ 2017.

¹⁰⁴ Instituições de distribuição podem cobrar taxas de corretagem em diferentes valores e com diferentes critérios, mas o valor de R\$ 5,00 pode ser considerado mediano, segundo levantamento disponível em: <<https://www.spacemoney.com.br/spacedicas/taxa-de-corretagem-o-que-e-e-quanto-cada-corretora-cobra/163830/>> Acesso em: 05/10/2021.

(cobrança anual)	R\$ 2.538,50 (pessoa jurídica)
Imposto Sobre Serviço (ISS) (cobrança por transação)	Variável por Município (e.g., 5% sobre o preço do serviço em São Paulo*)
Imposto sobre Renda (cobrança por ano-fiscal)	Variável por faixa de renda
PIS (cobrança mensal por receita)	Variável por regime de apuração (em regra, alíquota de 1,65%)
COFINS (cobrança mensal por receita)	Variável por regime de apuração (em regra, alíquota de 7,6%)
Dedução do escritório ao qual o assessor está associado	Variável por escritório (segundo entrevistado, as deduções podem variar, no mercado, entre 30% e 70%)

* Nos termos do código 06165 do Anexo 1 da Instrução Normativa SF/SUREM nº 08/2011.

Fonte: Elaboração própria

Em suma, ante o exposto ao longo da presente seção 3, há indícios suficientes para se afirmar a existência de incentivos conflitantes de assessores em relação aos interesses de investidores, havendo, portanto, potencial conflito de interesses nos principais modelos de remuneração e contratação praticados no mercado.

O potencial conflito de interesses não é resultado de uma causa isolada, mas, ao contrário, se mostra como um potencial efeito multifatorial do atual arranjo do ecossistema de distribuição de produtos de investimento. Os fatores que, cumulativamente, podem levar a esse potencial são (i) adoção de modelo segundo o qual a remuneração do assessor varia conforme o produto de investimento adquirido pelo cliente, (ii) oferecimento de atrativa remuneração adicional em caso de atingimento de metas comerciais pelo assessor, (iii) pouca transparência ao investidor sobre os exatos critérios de remuneração do assessor, (iv) significativos custos fixos para o exercício da atividade de assessores de investimento até a promulgação da Lei nº 14.317/2022 e (v) precária educação financeira do cidadão brasileiro, agravando a vulnerabilidade do investidor de varejo e dificultando a escolha e fiscalização de assessoria adequada.

Essa conclusão, embora possa reforçar questionamentos às práticas de mercado analisadas, curiosamente contraria o fenômeno visto em casos de migração de escritórios de assessores entre instituições de distribuição, nos quais investidores optam por também migrar de instituição de distribuição¹⁰⁵. Esse fenômeno, de um lado, sugere que a relação entre investidor e assessor de investimento pode ter natureza de confiança e, de outro lado, indica

¹⁰⁵ Nesse sentido, vide nota de rodapé nº 11 acima.

que investidores não se preocupam ou não têm conhecimento desse potencial conflito de interesses.

Demonstrada a existência de potencial conflito de interesses resultante dos principais modelos de remuneração e contratação praticados no mercado, passa-se à forma como esse problema é endereçado juridicamente. Configurando uma relação de agência ou uma relação de mercado, o investidor pode incorrer em custos de agência ou de transação ao consumir serviços de assessores de investimento, cabendo ao Direito mitigar tais custos em proteção à parte em posição informacional mais vulnerável (investidor) e propiciar um ambiente regulado propício a eficiências.

Os assessores de investimento, na posição de prepostos de intermediários do mercado de capitais, exercem atividade econômica em sentido estrito e, embora estejam submetidos a regime jurídico de direito privado, devem observar as limitações impostas por lei e pela Administração Pública, por meio do poder de polícia dos órgãos reguladores¹⁰⁶ (DI PIETRO, 2013, pp. 124-5). Como se verá na seção seguinte, a despeito da inexistência de previsão legal específica sobre conflito de interesses em assessoria de investimentos, agentes autônomos de investimento são objeto de intensa regulação e regramento no âmbito de diferentes regimes jurídicos, que passam a ser abordados abaixo.

4. Ferramentas jurídicas de proteção do investidor

Conforme exposto inicialmente, a subpergunta de pesquisa que esta seção busca responder é: de que forma os regimes jurídicos regulatório e cível endereçam a hipótese de conflito de interesses de assessores de investimento e quais seus limites para tutelar o investidor? Para respondê-la, as subseções abaixo mapearão cada um desses regimes jurídicos, por meio da descrição das ferramentas jurídicas disponíveis ao investidor e da identificação de seus limites frente a eventual conflito de interesses de seu assessor.

O conflito de interesses identificado na seção anterior pode ser endereçado por determinado sistema jurídico de diferentes formas. No Brasil, há diversos regimes jurídicos aplicáveis à atividade de assessores de investimento. Este trabalho foca nos regimes jurídicos regulatório e cível aplicáveis aos assessores e mostra que cada desses regimes se segmenta em dois subsistemas: o regime regulatório conta com uma dimensão público-setorial e outra

¹⁰⁶ A limitação da atividade econômica exercida pela iniciativa privada está prevista na Constituição Federal, art. 170, parágrafo único, enquanto a previsão legal específica da regulação sobre intermediários da cadeia de distribuição de produtos de investimento figura no art. 16, inciso III, da Lei nº 6.385/1976.

administrativo-autorregulada, enquanto o regime cível conta com uma dimensão contratual e outra extracontratual.

Inicialmente, esta pesquisa abordou o regime de direito concorrencial, além dos regimes regulatório e cível aplicáveis a assessores de investimento. A escolha de ter analisado o regime de defesa da concorrência, pautado na Lei nº 12.529/2011 e de competência do CADE, foi baseada na hipótese de que o aumento de pressão competitiva a assessores de investimento – portanto, o medo de perda de clientela e de parcela do mercado a concorrentes – serviria de desincentivo para condutas contrárias aos interesses do investidor¹⁰⁷.

Em outras palavras, assumiu-se, inicialmente, que, apesar do regime concorrencial não ter o escopo de disciplinar relações contratuais específicas, esse regime é aplicável ao mercado de assessoria de investimentos em razão de sua incidência transetorial (MARRARA, 2015, p. 249), podendo, com isso, afetar a relação entre assessores e investidores, indiretamente.

Essa hipótese foi suscitada em doutrina sobre assessoria de investimentos, como Anagol, Cole e Sarkar (2012, pp. 33-4), que indicaram que, segundo dados empíricos de assessoria de contratação de seguros de vida na Índia, a concorrência entre assessores pode aprimorar a qualidade da assessoria¹⁰⁸. No mesmo sentido, Ottaviani e Inderst (2012, p. 501) defendem que a concorrência no mercado poderia aumentar os incentivos para assessores de investimento zelarem pelo *suitability* dos produtos ao perfil de seus clientes.

Entretanto, ao longo do desenvolvimento desta pesquisa, optou-se por não abordar o regime concorrencial na versão final do presente trabalho, por não endereçar suficientemente o problema em estudo (*i.e.*, conflito de interesses na atuação de assessores). Por tutelar a concorrência – um direito difuso, não um direito subjetivo –, esse regime só é aplicado quando há atos com potencial de afetar o funcionamento de parcela significativa do mercado. Em outras palavras, como se poderia cogitar o regime jurídico de defesa da concorrência como possível ferramenta de defesa do investidor de forma demasiadamente indireta e remota, sua análise se mostrou pouco relevante para responder à pergunta de pesquisa deste trabalho.

¹⁰⁷ A concorrência é um direito difuso que implica liberdade para agentes de mercado disporem de seus recursos e presume disputa entre eles para ofertarem seus bens e serviços, gerando incentivos para menores preços, melhor qualidade, inovação e maior diversidade ao consumidor (WHISH, BAILEY, 2011, pp. 4-5). Esse regime jurídico serve, de um lado, como limite à intervenção do Estado na economia e, de outro lado, como diretriz para a atuação do Estado em hipóteses excepcionais, visando prevenir e reprimir abuso de poder econômico daqueles agentes (PEREIRA NETO, CASAGRANDE, 2016, p. 27).

¹⁰⁸ Anagol, Cole, Sarkar, 2012, pp. 33-4: “We find some speculative evidence that competition amongst agents can improve advice: customers who report having received poor recommendations from another agent in an earlier visit are more likely to receive advice to buy term insurance. One interpretation of this result is that greater competition amongst agents might improve advice, although other interpretations are possible as well (such as agents inferring that customers who have visited other agents are different in other ways).”

Essa posição é sustentada por outros autores que já rechaçaram a concorrência como solução para esse possível problema de agência. Ottaviani e Inderst (2012, p. 504) consideram a concorrência insuficiente para proteger o investidor de conflito de interesses de seus assessores, pois a assimetria de informação dos investidores dificulta identificar problemas no serviço prestado pelo assessor, tornando o conflito de interesses economicamente vantajoso, mesmo com o risco de perder alguns clientes para concorrentes¹⁰⁹.

Por isso, a presente seção abordará apenas os regimes jurídicos regulatório e cível, detalhados abaixo.

4.1 Regime jurídico regulatório

4.1.1 Regulação da CVM e do CMN

O regime regulatório pode ser didaticamente dividido entre o regime público-setorial, que trata da regulação da CVM e do CMN, e o regime administrativo-autorregulado, que trata da autorregulação privada do mercado.

Como antecipado nas seções anteriores desse trabalho, o assessor de investimento opera como preposto de instituições de distribuição. Por poderem atuar no mercado de capitais e no mercado financeiro, os assessores são submetidos à regulação da CVM e do CMN, incluindo o BCB. Para mapear o regime jurídico aplicável a esses agentes, fez-se uma ampla pesquisa nos acervos digitais de normas e demais documentos regulatórios da CVM e do CMN. Os detalhes e resultados dessa pesquisa seguem detalhados abaixo.

Cabe uma breve explanação da pesquisa feita, para melhor compreensão do regime jurídico regulatório-setorial aplicável aos assessores. Com base em diferentes termos ou chaves de pesquisa relacionadas à figura dos agentes autônomos de investimento¹¹⁰, pesquisadas nos acervos digitais da CVM e do CMN¹¹¹, sem filtros por tipo de documento, diversos documentos constaram como resultados de busca.

¹⁰⁹ Ottaviani, Inderst, 2012, p. 504: “When consumers are naive about conflicts of interest, selling products with biased advice allows firms to generate the same perceived utility at lower cost. Importantly, firms are still jointly better off biasing advice even when there is competition. Thus, competition does not sufficiently protect consumers from exploitation. As consumers’ perceived utility becomes inflated, demand becomes less elastic, allowing firms to earn higher profits by biasing advice even though the resulting total surplus is lower. (...) biased advice creates inefficiency.”

¹¹⁰ As chaves de pesquisa utilizadas foram “agente autônomo de investimento”; “agentes autônomos de investimento”; “assessoria de investimento”; “assessor de investimento”; “assessores de investimento”; “intermediação de investimento”; “intermediador de investimento”; “intermediadores de investimento”; “agente autônomo”; “agentes autônomos”.

¹¹¹ As chaves de pesquisa discriminadas na nota de rodapé nº 106 acima foram lançadas nas datas de 24/12/2020, 25/12/2020, 09/02/2021 e 15/02/2021, nos seguintes sistemas de busca: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/buscanormas>> <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/normas>> <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes.html>> <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/index.html>>

Desconsiderando (i) documentos dispensados por extrapolarem o escopo desta pesquisa¹¹² e (ii) resultados de busca repetidos, foram analisados um total de 101 documentos dos acervos digitais da CVM e do CMN, sendo 15 resoluções¹¹³, 25 instruções¹¹⁴, 13 ofícios-circulares¹¹⁵, 28 cartas-circulares¹¹⁶, 04 circulares¹¹⁷, 01 nota explicativa¹¹⁸ e 14 deliberações¹¹⁹. Além desses documentos emanados dos respectivos reguladores setoriais, cabe esclarecer que, dentre os resultados de busca nos acervos digitais desses órgãos, constou a Lei Federal nº 6.385/1976, embora trate de instrumento normativo emanado do Congresso Nacional.

Para extrair o que há de mais importante desses documentos advindos dos reguladores setoriais, considerando as perguntas de pesquisa que conduzem o presente trabalho, esta

¹¹² Alguns resultados de busca foram desconsiderados para fins de análise por não terem potencial de agregar ao escopo desta pesquisa, ora por tratarem exclusivamente de questões processuais internas à CVM, ora por mencionarem a figura dos agentes autônomos em caráter estritamente lateral ou formal, como aqueles que apenas reproduziram dispositivos regulamentares que mencionam agentes autônomos, sem, contudo, tratar desses agentes. Também foram desconsiderados atos declaratórios que retiraram autorizações de operação de agentes autônomos, por tratarem de atos de mero expediente e não envolverem análise nem terem força normativa. Exemplos de documentos que foram desconsiderados são as Instruções CVM nº 251/1996 e nº 135/1990 e o Ofício-Circular nº 02/2011.

¹¹³ Em ordem cronológica crescente, as resoluções encontradas foram: Resolução CMN nº 76/1967, Resolução CMN nº 95/1968, Resolução CMN nº 157/1970, Resolução CMN nº 238/1972, Resolução CMN nº 286/1974, Resolução CMN nº 293/1974, Resolução CMN nº 367/1976, Resolução CMN nº 494/1978, Resolução CMN nº 530/1979, Resolução CMN nº 1.058/1985, Resolução CMN nº 1.065/1985, Resolução CMN nº 1.987/1993, Resolução CMN nº 2.838/2001, Resolução CVM nº 11/2020 e Resolução CVM nº 16/2021.

¹¹⁴ Em ordem cronológica crescente, as instruções encontradas foram: Instrução CVM nº 09/1979, Instrução CVM nº 33/1984, Instrução CVM nº 352/2001, Instrução CVM nº 355/2001, Instrução CVM nº 382/2003, Instrução CVM nº 387/2003, Instrução CVM nº 414/2004, Instrução CVM nº 434/2006, Instrução CVM nº 494/2011, Instrução CVM nº 497/2011, Instrução CVM nº 505/2011, Instrução CVM nº 510/2011, Instrução CVM nº 515/2011, Instrução CVM nº 529/2012, Instrução CVM nº 539/2013, Instrução CVM nº 554/2014, Instrução CVM nº 558/2015, Instrução CVM nº 564/2015, Instrução CVM nº 592/2017, Instrução CVM nº 593/2017, Instrução CVM nº 597/2018, Instrução CVM nº 598/2018, Instrução CVM nº 600/2018, Instrução CVM nº 610/2019 e Instrução CVM nº 617/2019.

¹¹⁵ Em ordem cronológica crescente, os ofícios-circulares encontrados foram: Ofício-circular CVM nº 01/2011, Ofício-Circular CVM nº 04/2012, Ofício-Circular CVM nº 02/2014, Ofício-Circular CVM nº 03/2014, Ofício-Circular CVM nº 01/2017, Ofício-Circular CVM nº 01/2018, Ofício-Circular CVM nº 04/2018, Ofício-Circular CVM nº 02/2019, Ofício-Circular CVM nº 05/2019, Ofício-Circular CVM nº 06/2019, Ofício-Circular CVM nº 01/2020, Ofício-Circular CVM nº 02/2020 e Ofício-Circular CVM nº 07/2020.

¹¹⁶ Em ordem cronológica crescente, as cartas-circulares encontradas foram: Carta-Circular nº 626/1981, Carta-Circular nº 665/1981, Carta-Circular nº 718/1982, Carta-Circular nº 767/1982, Carta-Circular nº 773/1982, Carta-Circular nº 806/1982, Carta-Circular nº 814/1982, Carta-Circular nº 856/1983, Carta-Circular nº 880/1983, Carta-Circular nº 911/1983, Carta-Circular nº 1.028/1984, Carta-Circular nº 1.082/1984, Carta-Circular nº 1.090/1984, Carta-Circular nº 1.097/1984, Carta-Circular nº 1.149/1984, Carta-Circular nº 1.173/1985, Carta-Circular nº 1.204/1985, Carta-Circular nº 1.266/1985, Carta-Circular nº 1.318/1985, Carta-Circular nº 1.473/1986, Carta-Circular nº 1.511/1986, Carta-Circular n. 1.580/1987, Carta-Circular nº 1.617/1987, Carta-Circular nº 1.649/1987, Carta-Circular n. 1.687/1987, Carta-Circular nº 1.769/1988, Carta-Circular nº 1.815/1988 e Carta-Circular nº 1.833/1988.

¹¹⁷ Em ordem cronológica crescente, as circulares encontradas foram: Circular nº 102/1967, Circular nº 193/1972, Circular nº 199/1973 e Circular nº 229/1974.

¹¹⁸ A única nota explicativa encontrada foi a Nota Explicativa CVM nº 29/1984.

¹¹⁹ Em ordem cronológica crescente, as deliberações encontradas foram: Deliberação CVM nº 325/1999, Deliberação CVM nº 347/2000, Deliberação CVM nº 360/2000, Deliberação CVM nº 386/2001, Deliberação CVM nº 417/2001, Deliberação CVM nº 420/2002, Deliberação CVM nº 424/2002, Deliberação CVM nº 427/2002, Deliberação CVM nº 440/2002, Deliberação CVM nº 452/2002, Deliberação CVM nº 453/2002, Deliberação CVM nº 524/2007, Deliberação CVM nº 661/2011 e Deliberação CVM nº 689/2012.

subseção primeiro abordará os principais aspectos materiais das normas atualmente vigentes, esclarecendo quais as vedações, direitos e obrigações aplicáveis aos assessores de investimento. Em seguida, serão analisados os limites dessas normas em endereçar conflito de interesses.

Diversas normas atualmente vigentes citam os assessores, prevendo vedações e obrigações a serem cumpridas por estes no exercício de suas atividades. A título de sistematização, as normas e orientações regulatórias vigentes até a conclusão deste trabalho foram listadas abaixo.

Além da Lei nº 6.385/1976, lei federal que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e criou a CVM, e da Lei nº 14.317/2022, lei federal que trata da taxa de fiscalização cobrada de profissionais do mercado, os documentos regulatórios vigentes, com força vinculante e aplicáveis a assessores de investimentos, direta ou indiretamente em razão de menção a esses agentes, são os seguintes:

Tabela 4 – Documentos regulatórios vigentes, com força vinculante e aplicáveis a assessores de investimento

Documento regulatório	Descrição
Resolução CVM nº 16/2021	Norma que dispõe sobre a atividade de agentes autônomos de investimento, regulamentando diferentes aspectos da atuação desses agentes. A norma equivale a uma mera consolidação da Instrução CVM nº 497/2011 até então vigente. Prazos, requisitos de credenciamento, vedações a agentes autônomos e outros aspectos regulatórios permaneceram inalterados.
Resolução CVM nº 11/2020	Resolução que disciplina a figura de Clubes de Investimento, revogando a Instrução CVM nº 494/2011 até então vigente.
Instrução CVM nº 617/2019	Instrução que dispõe sobre a prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo (“PLDFT”) no âmbito do mercado de capitais.
Instrução CVM nº 600/2018	Instrução que disciplina o regime de oferta pública de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRAs) e altera dispositivo da Instrução CVM nº 414/2004, sobre Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs).
Instrução CVM nº 539/2013	Instrução que instituiu, a integrantes do sistema de distribuição e a consultores de valores mobiliários, o dever de verificação da adequação de produtos, serviços e operações ao perfil do cliente-investidor.
Instrução CVM nº 529/2012	Instrução que determina a adoção de ouvidorias na estrutura interna de determinados agentes do

	mercado de valores mobiliários, incluindo instituições integrantes do sistema de distribuição.
Instrução CVM nº 505/2011	Instrução que disciplina os procedimentos a serem observados em operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados.
Instrução CVM nº 414/2004	Instrução que disciplina o registro de oferta pública de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) e o registro de companhia aberta para securitizadoras de recebíveis imobiliários.
Resolução CMN nº 2.838/2001	Resolução que estabelece os requisitos para a atuação regular de agentes autônomos de investimento e prevê a competência da CVM para regulamentar a atividade desses agentes.
Resolução CMN nº 1.058/1985	Resolução que dispõe sobre a prestação de serviços de distribuição pública/colocação de valores mobiliários por bancos comerciais.

Fonte: Elaboração própria

Quanto aos documentos regulatórios vigentes e aplicáveis a assessores de investimento, que, no entanto, carecem de força vinculante – podendo, com isso, serem considerados meras orientações regulatórias –, estes são os seguintes:

Tabela 5 – Documentos regulatórios sem de força vinculante, embora aplicáveis a assessores de investimento

Documento regulatório	Descrição
Ofício-Circular CVM nº 07/2020	Ofício-circular destinado a esclarecer o cabimento da remuneração de agentes autônomos de investimento por meio do spread capturado pelo intermediário na negociação de ativos na modalidade <i>Retail Liquidity Provider</i> (RLP).
Ofício-Circular CVM nº 02/2020	Ofício-circular destinado aos intermediários do mercado, sobre plano de contingência para enfrentar o potencial sobrecarregamento dos meios tecnológicos em razão da pandemia do Covid-19.
Ofício-Circular CVM nº 01/2020	Ofício-circular que consolida ofícios-circulares anteriores com “orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelos emissores/ofertantes e intermediários em ofertas públicas de valores mobiliários”.
Ofício-Circular CVM nº 06/2019	Ofício-circular por meio do qual a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários da CVM reforça a obrigação de intermediários e seus prepostos, incluindo agentes autônomos de investimento, comunicarem, à CVM, condutas que possam configurar infração às normas da autarquia.

Ofício-Circular CVM nº 05/2019	Ofício-circular emitido pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários da CVM, com o objetivo de orientar e dar diretrizes para intermediários cumprirem seus deveres de lealdade, diligência, boa-fé e <i>suitability</i> (adequação do investimento ao perfil do cliente).
Ofício-Circular CVM nº 04/2018 ¹²⁰	Ofício-circular destinado a agentes autônomos e instituições que os contratam, com o objetivo de orientá-los das melhores formas de atender a regulamentação de agentes autônomos de investimento.
Ofício-Circular CVM nº 01/2017	Ofício-circular por meio do qual a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários informa a exclusão de agentes autônomos da relação de agentes do mercado obrigados a encaminhar declaração sobre transações passíveis de comunicação ao COAF.
Ofício-Circular CVM nº 02/2014	Ofício-circular emitido pelos Superintendentes de Relações com Investidores Institucionais e de Relações com o Mercado e Intermediários da CVM, referente ao registro de consultor econômico-financeiro independente credenciado pelo Conselho Regional de Economia (CORECON).
Ofício-Circular CVM nº 04/2012	Ofício-circular do Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários da CVM, por meio do qual informa a aprovação da ANCORD como entidade credenciadora de agentes autônomos, conforme decisão do Colegiado da CVM.

Fonte: Elaboração própria

Apesar da existência de diversas normas e orientações administrativas aplicáveis a esses agentes, duas se destacam por serem dedicadas a, especificamente, regular os assessores de investimento: a Resolução CVM nº 16/2021 (“Res. nº 16/21”) e a Resolução CMN nº 2.838/2001 (“Res. nº 2.838/01”).

Como antecipado na subseção 3.2 acima, as regras de conduta aplicáveis a assessores incluem o dever de “probidade, boa fé e ética profissional”, além da extensão dos deveres da instituição de distribuição, como o dever de lealdade ao cliente.

A previsão desses deveres é relativamente genérica, demandando inevitável esforço interpretativo “caso a caso” para todos que buscarem especificar, concretamente, o que seja um assessor agir com probidade, boa-fé e ética profissional ou, ainda, o alcance do dever de

¹²⁰ Esse ofício-circular orienta agentes autônomos e seus contratantes a atender as obrigações da Instrução CVM nº 497/2011. Embora esta norma tenha sido revogada, a norma vigente (Res. CVM 16/2021) possui redação muito similar àquela instrução, razão pela qual o ofício-circular em questão pode ser considerado vigente.

lealdade ao cliente. Conforme declarado pela CVM, a previsão é propositalmente vaga¹²¹, permitindo a discricionariedade da autoridade que aplica a norma em adaptar e ampliar o alcance da regulação às variadas condutas possíveis de serem adotadas por assessores.

A obrigação de probidade, boa-fé e ética profissional pode ser considerada uma obrigação “guarda-chuva”, abrangendo diferentes condutas específicas de assessores perante investidores e instituições de distribuição. Sem prejuízo a obrigações acessórias, como a de submeter material de publicidade para aprovação prévia da instituição de distribuição à qual estiver vinculado, as obrigações do assessor perante o investidor podem ser divididas em três tipos: *suitability*, transparência e sigilo. Em relação ao primeiro, ao assessorar o investidor, o assessor deve esclarecer ao investidor os produtos que mais se adequam ao seu perfil de investimento. Há, portanto, um dever de adequação (*suitability*) no atendimento do investidor.

Possivelmente com intenção de induzir cumprimento a esse dever de adequação, a regulação prevê uma série de vedações, ao assessor de investimento, de condutas que poderia prejudicar seu serviço de assessoria, como ser representante do cliente perante terceiros, receber ativos de clientes, delegar sua atividade a terceiros e exercer função de administrador de carteira, consultor ou analista de valores mobiliários (art. 18 da Res. nº 16/21; art. 24 da nova regulação).

Além da obrigação de atender ao perfil do investidor, há obrigações fiduciárias resultantes da própria natureza dos serviços prestados pelo assessor, considerando que a regulação exige “todo o cuidado e a diligência esperados de um profissional em sua posição”, como apontado acima.

Essas obrigações podem ser qualificadas como de transparência, *i.e.*, independentemente da adequação do produto ao perfil do investidor, o assessor deve fornecer informações consideradas relevantes ao investidor e agir com transparência sobre os motivos, parâmetros e objetivos de suas condutas no atendimento de investidores. Por exemplo, o assessor deve informar o investidor dos riscos e custos dos produtos de investimento nos quais o investidor tiver interesse.

Em linha com esse eixo regulatório de transparência, a resolução submetida à Audiência Pública SDM nº 05/2021 da CVM, para regular a atuação de assessores de investimento, inova em relação à regulação até atualmente vigente, ao prever a obrigação de instituições de

¹²¹ CVM, Processo Administrativo Sancionador nº 19957.006406/2016-09, Representados: Le Valle Agente Autônomo de Investimentos S/S Ltda. e Letícia Ferreira Duarte do Valle, Relator Diretor Gustavo Machado Gonzalez, 19/02/2018, despacho, p. 2: “O artigo 10 da Instrução CVM nº 497/2011 elenca uma série de padrões de conduta, todos de conteúdo propositalmente vago: probidade, boa-fé, ética profissional, cuidado e diligência.”

distribuição disponibilizarem, em seção específica de página online, “informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro (...) em linguagem simples, clara, objetiva e concisa” sobre remuneração e potencial conflito de interesses.

Por fim, o terceiro tipo de obrigação do assessor é o de “zelar pelo sigilo de informações confidenciais a que tenha acesso no exercício da função” (art. 15, parágrafo único, inciso II, da Res. nº 16/21). Novamente, o regulador adotou abordagem genérica ao não especificar, na norma, as informações que teriam natureza confidencial e, portanto, sobre as quais os assessores devem zelar por seu sigilo. Apesar desse grau de abstração, há parâmetros que permitem concluir quais informações têm natureza confidencial, como a Lei Complementar nº 105/2001, que prevê a obrigação de instituições financeiras conservarem sigilo em suas operações e serviços prestados, e a jurisprudência da CVM, que considera sigilosas informações como saldos de investimento, dados pessoais do investidor, fichas de cadastro de clientes e valores pagos a título de remuneração de intermediários¹²².

Apesar desses três tipos de obrigações regulatórias de assessores não tratarem especificamente de conflito de interesses fruto de sua remuneração, duas dessas obrigações – especificamente, *suitability* e transparência – são suficientes para qualificar uma conduta de conflito de interesses como uma infração à regulação. O relatório para a Audiência Pública SDM nº 03/2010, por meio do qual a CVM apresentou resposta às contribuições dadas a essa consulta pública, explicita que a preocupação com conflito de interesses motivou a adoção de algumas regras previstas na regulação¹²³. Logo, apesar da regulação de assessores não vedar, explicitamente, a adoção de condutas baseadas no conflito de interesses indicado na seção 3 deste trabalho, a regulação prevê obrigações suficientes para, no mínimo, qualificar essas práticas como ilícitas.

¹²² CVM, Processo Administrativo Sancionador nº 19957.000250/2017-25, Representados: Wall Trader Agente Autônomo de Investimento Eireli e outros, Relator Diretor Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 02/04/2019, voto, pp. 4-5: “No caso dos autos há diversos documentos entregues à CVM por Gustavo que demonstram que ele obteve acesso amplo a informações sigilosas de clientes que Diego e Wall Trader obtiveram em decorrência de suas atividades, tais como fichas de cadastro de clientes, lista de clientes contendo dados pessoais e saldos de investimentos, posição de investimentos de clientes, relatórios de valores pagos a título de rebate de corretagem, telas de sistema da corretora contendo dados financeiros de aplicações de clientes e dados de usuário e senha de Diego para acesso ao sistema da corretora.”

¹²³ Por exemplo, ao fundamentar a rejeição a sugestão de permitir que agentes autônomos atuem como procuradores de seus clientes, a CVM afirmou que “[a] CVM entende que tal possibilidade cria conflitos de interesses bastante graves – o tema será retomado em outros pontos. Colocar os agentes autônomos como procuradores dos clientes, ainda que em ficha cadastral, significa dizer que as ordens vêm dos próprios agentes autônomos. (...) Se ele é a fonte da ordem, perde-se a cadeia de atos que permite a resolução de eventuais conflitos. Mas mais do que isso, tal sistema faz presumir que o agente autônomo administra a carteira do cliente, o que já é vedado hoje – não há como aceitar que o profissional contratado pelo intermediário para atividades de distribuição e, no mais das vezes, remunerado com base em negócios gerados, possa ser considerado representante, procurador ou gestor do cliente”. Relatório disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2010/sdm0310.html> Acesso em: 17/01/2022.

O ato de assessor que for motivado por conflito de interesses – *i.e.*, visar interesses seus ou de terceiros em detrimento dos interesses do investidor – tem o potencial de (i) desconsiderar a adequação do investimento ao perfil de seu cliente e (ii) omitir o custo (mesmo que de mera oportunidade e não financeiro) ao qual o cliente está incorrendo ao investir sob essa assessoria, prejudicando a transparência.

Em outras palavras, quando o investidor é assessorado por assessor sob conflito de interesses, a falta de revelação desse potencial conflito ao investidor ou o ato de assessoria que atenda aos interesses do intermediário em detrimento do investidor violam, respectivamente, os deveres de transparência e de *suitability*. Nessas hipóteses, a ferramenta jurídica disponível ao investidor é apresentar denúncia ou representação à CVM, que possui competência para investigar e punir essas condutas administrativamente, com base nos artigos 8º, III, e 9º, V e VI, da Lei nº 6.385/1976.

Portanto, considerando a diversidade de obrigações aplicáveis a assessores de investimento, incluindo algumas de natureza acessória a sua atividade – não detalhadas porque o presente trabalho não busca meramente reproduzir todas as obrigações desses agentes –, essas três categorias de obrigações regulatórias (*suitability*, transparência e sigilo) auxiliam na leitura de como o regime regulatório público-setorial endereça eventual conflito de interesses de assessores.

Por fim, para que se possa avaliar os limites desse regime para a proteção do investidor frente ao conflito de interesses em análise, cabe avaliar como a CVM interpreta essas obrigações.

O dever de boa-fé, probidade e ética profissional aplicável a assessores foi objeto de análise da CVM em alguns precedentes. Inicialmente, a pesquisa de jurisprudência da CVM realizada para esse trabalho focou em documentos emitidos pela autoridade reguladora que contivessem a conjugação entre termos associados à profissão de agentes autônomos de investimento e termos associados a conflito de interesses¹²⁴. Após a constatação de ínfima quantidade de resultados de busca¹²⁵, a pesquisa de jurisprudência foi expandida para a conjugação entre termos associados à profissão de agentes autônomos e a infração

¹²⁴ Em 07/10/2021, foram lançados os seguintes termos na ferramenta de pesquisa avançada de jurisprudência da CVM: <“agente autônomo” e “conflito de interesse”>; <“agente autônomo” e “conflitos de interesse”>; <“agente autônomo” e probidade>; <“agente autônomo” e “ética profissional”>

¹²⁵ O caso encontrado mais próximo ao escopo da presente pesquisa foi o Processo Administrativo Sancionador nº 19957.006406/2016-09, Representados: Le Valle Agente Autônomo de Investimentos S/S Ltda. e Letícia Ferreira Duarte do Valle, Relator Diretor Gustavo Machado Gonzalez, 18/06/2019. No entanto, o caso envolveu outras infrações, como violação do sigilo do cliente e delegação de atividade de agente autônomo a terceiro não registrado perante a CVM.

administrativa conhecida como “*churning*”, que trata da realização de operações excessivas com carteira de investimentos com objetivo precípuo de geração de receita ao intermediário, em detrimento dos interesses e perfil do investidor¹²⁶.

Embora a infração de *churning* possa ser praticada de diversas formas – conforme detalhado abaixo, o assessor pode praticar essa infração por meio da administração irregular da carteira de investimentos de seu cliente ou da mera recomendação de produtos em desacordo com o perfil de investimento do cliente –, essa infração, prevista no item II, alínea c, da Instrução CVM nº 08/1979¹²⁷, trata justamente de conflito de interesses, por se referir à indução do investidor a erro em vista de maior remuneração.

A pesquisa em decisões da CVM demonstrou que a maioria dos processos administrativos sancionadores instaurados para apurar condutas de assessores tratou de infrações como o exercício de profissão sem registro perante o regulador, administração de carteira de clientes e realização de operações sem prévia ordem de cliente. Embora estas sejam infrações com claro conflito com interesses do investidor, importam, para fins desse trabalho, condutas de efetivo assessoramento – dentro, portanto, dos tipos de atividades de assessores de investimento – em desalinhamento aos interesses do investidor.

Constatou-se apenas um precedente em que a CVM considerou atos de agente autônomo que visavam aumento de remuneração em detrimento da adequação do investimento ao perfil do investidor como uma violação a seu dever de probidade, boa-fé e ética profissional. Trata de processo que apurou condutas de agente autônoma de investimentos e de escritório do qual era associada, por meio das quais teriam realizado operações sem a ordem do cliente ou com ordem fundada em informações inverídicas, com objetivo de geração de taxas de corretagem à

¹²⁶ Nas ferramentas de pesquisa avançada de jurisprudência da CVM, foram lançados os seguintes termos de busca, em 27/12/2021: <churning "agente autônomo de investimento"> e <churning "agentes autônomos de investimento">. Esses termos foram lançados nas ferramentas de busca disponíveis em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/pesquisa/pesquisa.html#gsc.tab=0>> e <<http://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador.html>>. Somados a referências cruzadas entre as decisões analisadas, os seguintes resultados de busca constaram: Processo Administrativo Sancionador nº 11/2013 (Relator Diretor Gustavo Gonzalez, Representados: Geração Futuro Corretora de Valores S.A. e Mauro César Medeiros de Mello, 30/01/2018); Processo Administrativo nº SP2007-0051 (Relatora Diretora Luciana Dias, Interessado: Marcos Antônio Reis, 23/02/2012); Processo Administrativo Sancionador nº SP2012/0480 (Relator Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, Representados: A.S. Consultoria Imobiliária Ltda. e outros, 06/10/2015); Processo Administrativo Sancionador nº RJ2014/2797 (Relator Diretor Pablo Renteira, Representados: D&F Agentes Autônomos de Investimentos Sociedade Simples Ltda. e outros, 27/09/2016); Processo Administrativo Sancionador nº SP2014/0465 (Relator Diretor Gustavo Gonzalez, Representado: Pery de Oliveira Neto, 06/11/2018); Processo Administrativo Sancionador nº 22/2013 (Relator Diretor Gustavo Gonzalez, Representados: Um Investimentos S.A. CTVM e outros, 18/09/2018).

¹²⁷ Instrução CVM nº 8, de 08 de outubro de 1979. “II – Para os efeitos desta Instrução, conceitua-se como: c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros;”

corretora e, portanto, comissão aos assessores. Nessa ocasião, a CVM classificou a conduta como incompatível ao dever de probidade, ética e boa-fé de assessores explorado acima¹²⁸.

Outro precedente¹²⁹, embora não tenha invocado o dever de probidade, ética e boa-fé, considerou configurada a infração de *churning* em razão da recomendação de produtos em desacordo ao perfil do cliente, sem outras infrações envolvidas. Nessa ocasião, a CVM reconheceu a prática de *churning* mesmo sem a administração irregular de carteira do cliente pelo agente autônomo, considerando suficiente, para fins de configuração da infração, a anuência inexperiente e desinformada de cliente às recomendações de agente autônomo que recomendava operações excessivas em desacordo ao perfil do cliente¹³⁰. Além disso, neste precedente, a CVM também reconheceu a natureza de confiança que pode haver na relação entre investidor e assessor¹³¹.

Em suma, apesar da existência de precedentes pontuais que reconheceram a existência de conflito de interesses e violação ao dever de probidade, ética e boa-fé quando assessores recomendam produtos e operações desalinhadas ao perfil de clientes para obtenção de remuneração, a quantidade tão pequena de processos sancionadores envolvendo esse tipo de conduta demonstra que não há jurisprudência consolidada na CVM a esse respeito. Os motivos para a quantidade diminuta de precedentes podem ser diversos – dentre as hipóteses que se pode suscitar, há as de que poucas infrações foram efetivamente praticadas no mercado ou, apesar de praticadas, não foram levadas ao conhecimento da CVM ou, ainda, supostas infrações estão sendo investigadas sob sigilo.

Independentemente do motivo, a constatação é a mesma: não há jurisprudência consolidada sobre o dever de boa-fé, probidade e ética profissional de assessores em casos de

¹²⁸ CVM, Processo Administrativo Sancionador nº 19957.006406/2016-09, Representados: Le Valle Agente Autônomo de Investimentos S/S Ltda. e Letícia Ferreira Duarte do Valle, Relator Diretor Gustavo Machado Gonzalez, 19/02/2018, despacho, pp. 2-3: “A conduta narrada pela acusação – realizar operações não autorizadas com o objetivo de gerar taxas de corretagem e manter os clientes e a instituição financeira em erro – sem dúvida não é compatível com o comportamento de um profissional probo, ético, e que desempenhe suas funções de boa-fé.”

¹²⁹ CVM, Processo Administrativo Sancionador nº SP2014/0465, Representado: Pery de Oliveira Neto, Relator Diretor Gustavo Machado Gonzalez, 06/11/2018.

¹³⁰ *Ibid.*, voto-relator: “Em tais casos, a conduta preenche os elementos que caracterizam a realização de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, nos termos da Instrução CVM nº 08/1979. Vale dizer, o investidor, por falta de conhecimento técnico, é induzido em erro pelo profissional de mercado, segue recomendações maliciosas e acaba por autorizar negócios que não sabe danosas ao seu patrimônio e que se traduzem em ganhos ilícitos àquele em que depositou confiança. (...) Essa confiança cega constitui claro indício de que o Acusado exercia o controle de fato sobre a conta do Investidor, ao qual se somam os demais indícios referidos no item 15 acima.”

¹³¹ *Ibid.*, voto-relator: “Afim de contas, o *churning* é, em última instância, uma modalidade de fraude. Estabelece-se, em primeiro lugar, **uma relação de confiança entre o investidor e o agente** que alegadamente possui expertise no mercado de capitais, mas que pauta sua atuação não em função dos interesses do cliente, mas em buscar gerar remuneração para si.” (destaques meus)

conflito de interesses durante o assessoramento de investidores, especialmente aqueles sutis, em que o produto oferecido ao investidor destoava do perfil do cliente. Além disso, nenhum precedente aplicou a assessores, por extensão, o dever de lealdade previsto a intermediários, com base no artigo 30 da ICVM nº 505/2011¹³².

Os processos sancionadores da CVM não costumam tratar do tipo de conflito de interesses existente no trabalho regular de assessoria de agente autônomo registrado e credenciado perante a CVM e a ANCORD. Diferentemente, a jurisprudência trata de conflitos mais explícitos, conforme descrito acima. Em outras palavras, a eventual indução de investidor a erro, por assessor interessado na venda de produto inadequado ao perfil do investidor, não enfrenta, na prática, efetiva persecução da CVM, salvo quando o assessor não possuía registro, violou o sigilo do cliente ou atuou sem a expressa autorização do cliente.

O regime regulatório vigente aparenta ser suficiente para classificar condutas desse tipo como ilícitas, conforme exemplificou o julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº SP2014/0465, de relatoria do então Diretor Gustavo Machado Gonzalez. No entanto, a ausência de jurisprudência consolidada no órgão responsável pela condenação desse tipo de conduta pode demonstrar três problemas: (i) falta de familiaridade dos investigadores e julgadores com esse tipo de conduta, servindo, portanto, de dificuldade prática a sua persecução administrativa, (ii) insuficiência de recursos da autoridade reguladora para atender a todas as demandas da sociedade, tendo que priorizar a persecução de alguns ilícitos em detrimento de outros, e/ou (iii) prevalência de entendimento de que conflitos de interesses mais sutis não se qualificam como infrações, demonstrando, portanto, obstáculo a pessoas que busquem a CVM para condenar esse tipo de prática.

Esses problemas configuram limites à efetiva proteção do investidor, pois sua ferramenta de denúncia ou representação perante a CVM tende a não surtir efeitos concretos de repressão a condutas de seus assessores que estejam envolvidas de conflitos de interesses. Apesar da qualidade técnica do quadro de servidores da CVM e do esforço da instituição em cumprir seu mandato legal, há, de certa forma, um “ponto cego” na regulação da CVM, pelo fato de o órgão carecer de larga experiência institucional e parâmetro jurisprudencial robusto para

¹³² Em pesquisa adicional no acervo de jurisprudência da CVM, verificou-se que os únicos precedentes que citam agentes autônomos de investimentos e o termo “dever de lealdade” tratam desse dever aplicável a administradores em relação às sociedades anônimas de capital aberto que administram, não de agentes autônomos em relação a investidores. Nesse sentido, Inquérito Administrativo nº 01/98, Processo Administrativo Sancionador nº 01/2010 e Processo Administrativo Sancionador nº RJ2012/11002. Pesquisa realizada em 10/03/2022, com a conjugação entre os termos “dever de lealdade” e “agentes autônomos de investimento” ou “agente autônomo de investimento”.

abordar eventual conflito de interesses de assessores de investimento que ocorram sob véu de regularidade.

4.1.2 Autorregulação da BSM

Caso o investidor sinta-se lesado por conflito de interesses de assessor de investimento, ele pode buscar o mecanismo de ressarcimento de prejuízos (“MRP”) gerido BM&F Bovespa Supervisão de Mercados (“BSM”). A BSM é a divisão de autorregulação da B3, sendo, portanto, um órgão privado responsável pela fiscalização do mercado e aplicação de medidas sancionadoras a infrações a suas regras de autorregulação.

O MRP gerido pela BSM cumpre o papel de ressarcir investidores que sofreram prejuízo financeiro em razão de ação ou omissão de intermediários, como instituições de distribuição, ou seus prepostos, como assessores de investimento, em operações de valores mobiliários na B3 ou no uso de serviços de custódia (CVM, 2021b, p. 5). O uso do MRP pelo investidor é admitido pela BSM somente nessas hipóteses específicas, afastando, portanto, cobertura a danos sofridos em operações com títulos de renda fixa ou ativos negociados em mercado de balcão. O ressarcimento que investidores prejudicados podem solicitar à BSM é limitado a R\$ 120.000,00 e ao prazo de 18 meses contados da data da ocorrência da ação ou omissão geradora do prejuízo¹³³.

Por tratar de um fundo de ressarcimento a investidores prejudicados, o MRP possui uma função reparatória em casos de conflitos de interesses de assessores, mitigando ou compensando os danos sofridos por investidores nessas situações. No entanto, o MRP encontra dois limites na condição de ferramenta jurídica de proteção do investidor.

Primeiramente, por ter função exclusivamente reparatória, o MRP não cumpre um papel repressivo ou preventivo a conflito de interesses, salvo se a BSM, ao final do procedimento de análise do pedido de ressarcimento do investidor, instaurar processo administrativo disciplinar em face dos envolvidos ou notificar a CVM de sua ocorrência, impulsionado o regime público-setorial explorado na subseção 4.1.1 acima.

Se determinada ferramenta cumpre papel exclusivamente reparatório frente a um problema, essa ferramenta, isoladamente, em nada contribui para reduzir a incidência desse problema, passando a desempenhar uma função de, no ditado popular, “enxugar gelo”.

¹³³ Limites de valor e prazo estabelecidos nos artigos 2º e 3º do Regulamento do MRP, disponível em: <<https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/leis-normas-regras/Regulamento-MRP-03-06-2019.pdf>> Acesso em: 10/03/2022.

Em segundo lugar, mesmo que se considere apenas sua importante função reparatória, o MRP também tem limitações, pois os pedidos de ressarcimento formulados por investidores são dificilmente deferidos. Em pesquisa no banco de dados público da BSM, verificou-se que, de um total de 54 requerimentos de ressarcimento de investidores envolvendo assessores de investimento, 10 tiveram total ou parcial procedência (18,5%), enquanto 40 foram indeferidos (74%)¹³⁴.

Em contato direto com integrantes da BSM¹³⁵, este órgão autorregulador forneceu, de forma exclusiva a esta pesquisa, base de dados mais completa e detalhada do que aquela disponível na consulta pública disponível no portal do MRP. Segundo estes dados, referentes a todos os requerimentos de ressarcimento de investidores envolvendo agentes autônomos de investimento dos anos de 2008 a 2021, houve 296 requerimentos dessa natureza – por tratar de período de 14 anos, a quantidade de requerimentos de investidores não parece significativa.

Destes 296 requerimentos, apenas 44 foram total ou parcialmente procedentes, enquanto 234 foram indeferidos (159 tiveram improcedência, significando que foram rejeitados no mérito do respectivo pedido, e 75 não teriam preenchido os requisitos formais do MRP, como prazo e hipótese de ressarcimento). Em outras palavras, 79% dos requerimentos de investidores foi indeferido. Seguem dados sistematizados em valores absolutos:

Tabela 6 – Mapeamento de requerimentos de ressarcimento ao MRP, envolvendo assessores de investimento (2008-2021)

Resultado de requerimentos de investidores envolvendo assessores de investimento	Quantidade de requerimentos
Desistência ou Acordo	12
Em instrução	2
Em recurso (CVM)	4
Improcedência	159

¹³⁴ Foi realizada pesquisa nos dois campos de busca disponíveis na consulta pública online de processos do MRP (campos “Reclamações ao MRP a partir de 2019” e “Reclamações ao MRP até 2018”). No campo correspondente a reclamações a partir de 2019, nenhum filtro de busca foi aplicado. No campo de reclamações até 2018, aplicou-se o filtro de “Motivo da Reclamação: Atuação irregular de Agente Autônomo”. As seguintes variáveis constaram nos resultados de busca: Arquivamento; Improcedência; Parcial procedência; Total procedência; Acordo; Migração MRP Digital; Desistência do reclamante. Plataforma acessada: <<https://www.bsmsupervisao.com.br/RessarcimentoDePrejuizos/AcompanheSuaReclamacao>> Acesso em: 11/03/2022.

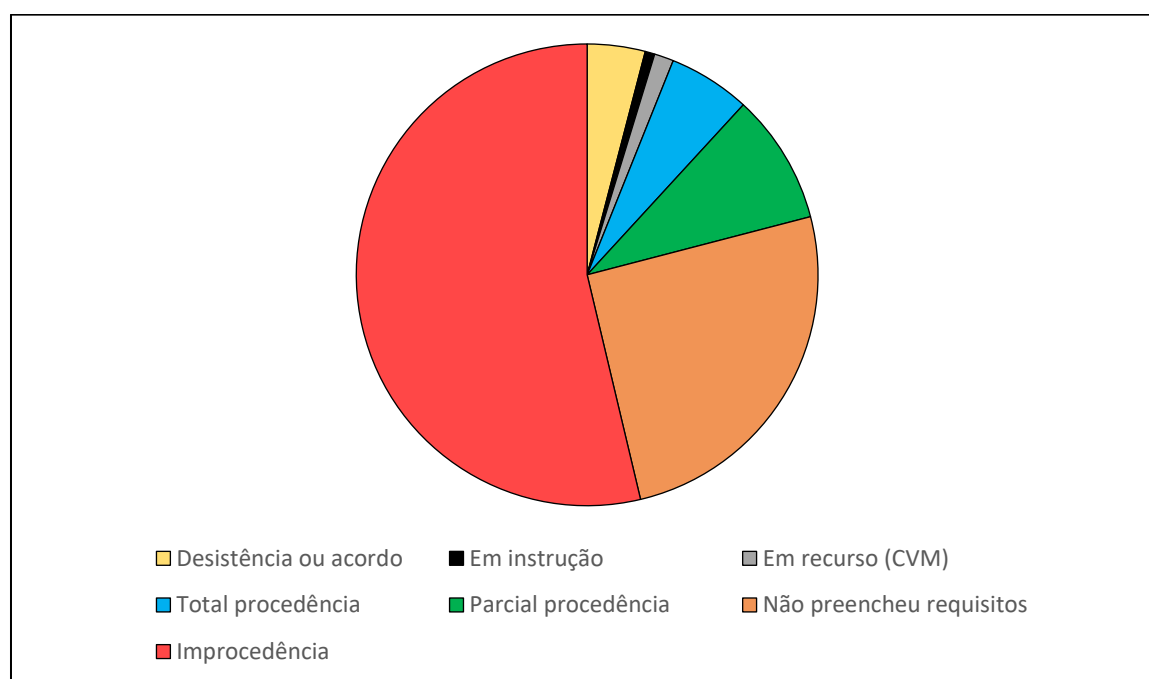
¹³⁵ Dois aspectos da consulta pública online motivaram a busca de integrantes da BSM para esclarecimento de dúvidas metodológicas. Primeiramente, a classificação mais frequente na base de dados para descrever o resultado dos requerimentos (“Arquivamento”) não possuía conceito expresso, de forma que, segundo esclarecimento oral de funcionários da BSM, a classificação “arquivamento” foi usada para requerimentos arquivados por motivos tanto de deferimento quanto de indeferimento. Em segundo lugar, apesar da existência de filtro de motivo da reclamação “atuação de agente autônomo”, outros filtros, como “churning” e “atuação em conflito de interesse”, incluem casos envolvendo assessores de investimento e outros profissionais do mercado de capitais, indistintamente.

Não Preencheu os Requisitos do MRP	75
Parcial procedência	27
Total procedência	17
Total	296

Fonte: Elaboração própria

Conforme os dados acima demonstram, independentemente da base que se utilize, o índice de indeferimento de pedidos de ressarcimento de investidores perante o MRP é superior a 70%, sendo, portanto, elevado. Os motivos dessa frequência de indeferimento a requerimentos de investidores podem ser diversos, não necessariamente atribuíveis à própria BSM, mas a identificação de tais motivos exigiria uma análise individualizada de cada caso, razão pela qual as informações disponíveis são insuficientes. A proporção de indeferimento desses pedidos de ressarcimento, conforme detalhada acima, segue ilustrada no gráfico 1 abaixo:

Gráfico 1 – Proporção de desfecho de requerimentos de ressarcimento ao MRP, envolvendo assessores de investimento (2008-2021)



Fonte: Elaboração própria

Independentemente dos motivos para o alto índice de indeferimento de reclamações perante o MRP, os dados acima são suficientes para revelar que investidores que buscam ressarcimento por fatos envolvendo assessores de investimento enfrentam dificuldade em ter seus pleitos atendidos.

Em terceiro lugar, como reconhecido pela CVM (2021b, p. 5), o MRP como instrumento reparatório é pouco conhecido por grande parte dos investidores brasileiros. Os números expostos acima, segundo os quais houve apenas 296 requerimentos em 14 anos – em outras

palavras, uma média de apenas 21 requerimentos por ano, de investidores de todo o país –, reforçam esta constatação.

A BSM tem contado com significativos avanços no âmbito de comunicação social¹³⁶, mas o baixo conhecimento do público investidor ainda é uma realidade, considerando que, segundo base de dados fornecida pela BSM, os últimos anos foram uns dos que tiveram menor quantidade de reclamações de investidores envolvendo assessores¹³⁷.

Em resumo, a BSM possui papel de destaque como autorreguladora do mercado brasileiro, possuindo instrumentos de sanção, por meio de processos sancionadores, e de reparação de investidores, por meio do MRP. No entanto, o MRP é uma ferramenta jurídica com limites à plena proteção do investidor frente a eventual conflito de interesses de assessores de investimento, em especial, por contar com baixo índice de deferimento a pleitos de investidores, não prevenir novos danos decorrentes de conflito de interesses e ser pouco conhecido pelo público investidor brasileiro.

4.2 Regime jurídico cível

4.2.1 Regime extracontratual

O uso do termo “regime cível” como denominação desta subseção não é desmotivado, pois, considerando a amplitude de normas enquadráveis em matéria cível, um primeiro desafio é identificar as normas dessa matéria que incidem na atuação de assessores de investimento. Para além do Código Civil (Lei nº 10.406/2002), norma geral aplicável às relações entre entes privados, cabe verificar se há norma mais específica que poderia ser aplicada ao presente objeto de estudo

O microssistema de defesa do consumidor pertence ao regime cível e, se aplicado à atividade de assessores de investimento, amoldaria os padrões de conduta desse mercado de forma distinta da hipótese de aplicação única do Código Civil, em razão do teor protetivo desse microssistema em favor de um lado da relação jurídica (no caso, o consumidor). Por isso, suscitar a aplicação desse microssistema é relevante para identificar as ferramentas jurídicas disponíveis ao investidor para se proteger de eventual conflito de interesses.

¹³⁶ Conforme materiais compartilhados pela Gerência de Governança e Dados da BSM, em abril de 2022, a BSM tem realizado intensa divulgação do MRP em redes sociais como Twitter, Facebook, Instagram, YouTube e LinkedIn, além de colaboração com a CVM para a divulgação no portal investidor.gov.

¹³⁷ O ano de 2021 teve apenas três reclamações, enquanto 2020 contou com apenas quatro reclamações, contrastando com, por exemplo, os anos de 2017 e 2010, que tiveram, respectivamente, 29 e 59 reclamações de investidores.

No Brasil, as relações de consumo são disciplinadas pela Lei nº 8.078/1990, também conhecida como Código de Defesa do Consumidor (“CDC”). A aplicação do CDC depende do preenchimento de determinados requisitos objetivos e subjetivos, que, se preenchidos, ensejam sua aplicação de imediato e sem possibilidade de afastamento pelas partes, por tratar de norma de ordem pública¹³⁸. Esses requisitos são (i) existência de consumidor e fornecedor (requisito subjetivo) e (ii) existência de relação de consumo entre ambos (requisito objetivo), conforme detalhado abaixo.

O requisito que poderia suscitar algum questionamento à aplicação do CDC à relação entre assessores e investidores é a definição do investidor como consumidor. Segundo o art. 2º do CDC, “consumidor é toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final”. A condição de destinatário final, segundo entendimento de doutrina¹³⁹ e jurisprudência¹⁴⁰, depende de a pessoa adquirir produto ou serviço como destinatário final fático (*i.e.*, sem transmitir o produto ou resultado do serviço a terceiro) e destinatário final econômico (*i.e.*, sem intenção de lucro ou repasse oneroso).

Por um lado, considerando que, como exposto na seção 3 acima, os serviços prestados por assessores têm a finalidade precípua de servir aos interesses patrimoniais do investidor que os utiliza, este poderia ser considerado o destinatário final daqueles serviços e, portanto, consumidor para fins jurídicos. O investidor de varejo, foco do presente trabalho, não exerce atividade empresarial ao adquirir produto de investimento, razão pela qual seria possível enquadrá-lo fora da cadeia de fornecimento de produtos de investimento – cadeia, esta, que possui algum destinatário final e pouco sentido faria ser alguém que não o investidor de varejo.

Por outro lado, no mercado de capitais, como o investidor adquire produtos e contrata serviços com finalidade de obter ganho econômico – seja por meio de futura venda desses produtos no mercado secundário de valores mobiliários, seja por meio da obtenção de rendimentos, na condição de acionista ou titular de cotas de fundo de investimento –, pode-se

¹³⁸ Normas de ordem pública são de aplicação cogente, sendo o CDC uma norma dessa natureza, como prevê seu primeiro dispositivo: “Art. 1º O presente código estabelece normas de proteção e defesa do consumidor, **de ordem pública e interesse social**, nos termos dos arts. 5º, inciso XXXII, 170, inciso V, da Constituição Federal e art. 48 de suas Disposições Transitórias.” (destaques meus)

¹³⁹ *E.g.*, TARTUCE, Flávio; NEVES, Daniel Amorim. *Manual de direito do consumidor: direito material e processual*. 5ª ed. São Paulo: Ed. Método, 2016, p. 88.

¹⁴⁰ “Por isso fala-se em destinatário final econômico (e não apenas fático) do bem ou serviço, haja vista que não basta ao consumidor ser adquirente ou usuário, mas deve haver o rompimento da cadeia econômica com o uso pessoal, a impedir, portanto, a reutilização dele no processo produtivo, seja na revenda, no uso profissional, na transformação por meio de beneficiamento ou montagem ou em outra forma indireta. A relação de consumo (consumidor final) não pode ser confundida com relação de insumo (consumidor intermediário).” STJ, REsp nº 1.266.388/SC, Quarta Turma, Rel. Min. Luís Felipe Salomão, julgado em 17/12/2013. No mesmo sentido, STJ, REsp nº 1.321.614/SP, Terceira Turma, Rel. Min. Paulo de Tarso Sanseverino, julgado em 16/12/2014.

questionar se o investidor, mesmo que de varejo, cumpre o requisito de destinatário final previsto no referido art. 2º do CDC.

Para resolver esse questionamento, cabe lembrar que o Judiciário brasileiro, incluindo tribunais superiores, aplicou o regime de defesa do consumidor a investidores em diferentes ocasiões, mormente na hipótese de investidor de varejo e porventura inexperiente com a atividade de investimentos¹⁴¹, com base, portanto, no aspecto de sua presumida vulnerabilidade.

Destaca-se que o CDC já foi utilizado para dirimir controvérsias entre investidores e agentes autônomos de investimento ou instituições de distribuição¹⁴². Além disso, o CDC também foi aplicado a investidores do setor imobiliário¹⁴³, a investidores de produtos de instituições bancárias¹⁴⁴ e até a acionistas minoritários de sociedade anônima de capital aberto¹⁴⁵, demonstrando a ampla aplicabilidade do regime de defesa do consumidor no sistema jurídico brasileiro.

Por isso, mesmo que se eventualmente considere que o investidor não atende ao requisito de destinatário final, ainda poderia se considerar a aplicação do CDC, considerando o entendimento jurisprudencial de que o CDC pode ser excepcionalmente aplicado a casos de parte em situação de vulnerabilidade, mesmo que não seja destinatária final (tese conhecida como “teoria finalista mitigada”)¹⁴⁶. Independentemente da posição que se adote, o presente trabalho levou em consideração o microssistema de defesa do consumidor, razão pela qual, para

¹⁴¹ “Em outras palavras, o CDC poderá ser utilizado para amparar concretamente o investidor ocasional (figura do consumidor investidor), não abrangendo, portanto, em seu âmbito de proteção aquele que desenvolve a atividade de investimento de maneira reiterada e profissional.” STJ, REsp nº 1.785.802/SP, Terceira Turma, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, julgado em 19/02/2019.

¹⁴² A título exemplificativo, cita-se: TJ-SP, Apelação nº 1117916-39.2017.8.26.0100, 14ª Câmara de Direito Privado, Rel. Des. Carlos Abrão, julgado em 12/08/2020; TJ-SP, Apelação nº 0016400-35.2013.8.26.0196, 15ª Câmara de Direito Privado, Rel. Des. Luiz Arcuri, julgado em 17/02/2016. Para um levantamento empírico mais completo sobre aplicação do CDC em litígios envolvendo instituições de distribuição e assessores de investimento, vide DUTRA, Marcos Galileu L.; PRADO, Viviane M.; GRUPENMACHER, Giovana T. A dinâmica da aplicação do CDC na relação entre corretoras e investidores. *Revista de Direito do Consumidor*, v. 139, n. 31, pp. 151-178. São Paulo: Ed. RT, jan.-fev./2022. Disponível em: <<http://revistadostribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2022-3893>> Acesso em: 03/04/2022.

¹⁴³ Nesse sentido: STJ, AgInt no AREsp nº 1.878.330/RJ, Quarta Turma, Rel. Min. Antônio Carlos Ferreira, julgado em 30/08/2021; STJ, REsp nº 1.785.802/SP, Terceira Turma, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, julgado em 19/02/2019.

¹⁴⁴ Nesse sentido: STJ, REsp nº 1.131.073/MG, Terceira Turma, Rel. Min. Nancy Andrighi, julgado em 05/04/2011.

¹⁴⁵ “(...) se aplica a legislação consumerista no tocante aos acionistas minoritários e que há evidente administração de recursos de terceiros, a evidenciar a relação de consumo encoberta pela relação societária (e-STJ, fl. 1.161).” STJ, REsp nº 1.685.098/SP, Terceira Turma, Rel. Min. Moura Ribeiro, julgado em 10/03/2020.

¹⁴⁶ “A jurisprudência desta Corte tem mitigado os rigores da teoria finalista para autorizar a incidência do CDC nas hipóteses em que a parte (pessoa física ou jurídica), embora não seja tecnicamente a destinatária final do produto ou serviço, se apresente em situação de vulnerabilidade.” STJ, AgRg no AREsp nº 646.466/ES, Terceira Turma, Rel. Min. Moura Ribeiro, julgado em 07/06/2016.

fins dessa pesquisa, se considerou que o investidor que utiliza os serviços prestados por assessor de investimento se encontra na posição de consumidor.

Esclarecida a qualificação de consumidor, passa-se ao outro aspecto do requisito subjetivo à aplicação do CDC. Em relação ao fornecedor, o art. 3º do CDC prevê conceito amplo, incluindo pessoa física e pessoa jurídica que desenvolve atividade de prestação de serviços¹⁴⁷. Nota-se, com isso, que assessores de investimento, mesmo que possam prestar seus serviços por meio de pessoa jurídica, se enquadram na definição legal de fornecedor. Mesmo que se considere o assessor de investimento um *longa manus* da instituição de distribuição (nos termos da subseção 3.2 acima), esse agente ainda poder ser qualificado como fornecedor, pois integra a cadeia de distribuição e possui personalidade jurídica própria, sem integrar a estrutura corporativa da instituição de distribuição. Logo, considerar a instituição de distribuição como fornecedor não impede a mesma qualificação a seus prepostos.

Em termos de atividade econômica abrangida pelo CDC, seu art. 3º, § 2º¹⁴⁸, possui redação claramente ampla para abarcar qualquer atividade econômica com potencial de afetar o consumidor, tendo o Supremo Tribunal Federal (STF) já reconhecido essa abrangência em relação a serviços financeiros e bancários¹⁴⁹. Logo, por coerência jurídica, o tratamento legal aplicável a serviços de assessoria de investimentos não poderia ser diferente.

Ressalta-se, ainda, que, mesmo na hipótese de não se considerar o assessor um fornecedor, a proteção ao investidor com base no CDC ainda poderia ser considerada, em razão da equiparação de pessoas lesadas por práticas comerciais a consumidores, nos termos do artigo 29 do CDC.

Esclarecido o requisito subjetivo, passa-se ao requisito objetivo (existência de relação de consumo). O preenchimento desse requisito tende a ocorrer de forma concomitante à análise

¹⁴⁷ CDC, Art. 3º **Fornecedor é toda pessoa física ou jurídica**, pública ou privada, nacional ou estrangeira, bem como os entes despersonalizados, **que desenvolvem atividade de** produção, montagem, criação, construção, transformação, importação, exportação, distribuição ou comercialização de produtos ou **prestação de serviços**. (destaques meus)

¹⁴⁸ CDC, “Art. 3º, § 2º Serviço é **qualquer atividade** fornecida no mercado de consumo, mediante remuneração, **inclusive** as de natureza bancária, **financeira**, de crédito e securitária, salvo as decorrentes das relações de caráter trabalhista.” (destaques meus)

¹⁴⁹ Na ADI 2.591-1-DF, o STF julgou improcedente o pedido de declaração de inconstitucionalidade formulado pela Confederação Nacional do Sistema Financeiro (CONSIF), sobre o termo “inclusive as de natureza bancária, financeira, de crédito e securitária” do art. 3º, § 2º, do CDC. Apesar do STF ter dado ao dispositivo interpretação conforme à Constituição para afastar a aplicação do CDC a determinadas operações bancárias, o julgamento reconheceu a abrangente aplicabilidade do microsistema de defesa do consumidor (voto do Min. Eros Graus, p. 6): “Assim temos que, para os efeitos do Código do Consumidor, é “consumidor”, inquestionavelmente, toda pessoa física ou jurídica que utiliza, como destinatário final, atividade bancária, financeira e de crédito. Isso não apenas me parece, como efetivamente é, inquestionável. Por certo que as instituições financeiras estão, todas elas, sujeitas ao cumprimento das normas estatuídas pelo Código de Defesa do Consumidor”. Além disso, conforme voto do Min. Carlos Velloso, a interpretação correta não pode gerar tratamento distinto entre tipos distintos de fornecedores, eximindo instituições financeiras do cumprimento das normas de defesa do consumidor.

do preenchimento do requisito subjetivo acima – se um consumidor e um fornecedor se relacionam, tende a ser para fins de consumo. No entanto, no contexto da relação entre investidor e assessor, uma dúvida passível de ser suscitada é se a ausência de pagamento direto do investidor ao assessor – prática, inclusive, vedada pela regulação, no artigo 18, II, da Res. nº 16/21 – desconfiguraria uma relação de consumo, dado que o art. 3º, § 2º, do CDC exige remuneração para que a atividade exercida pelo fornecedor configure serviço¹⁵⁰.

Entretanto, a jurisprudência brasileira é pacífica em interpretar tal dispositivo extensivamente, de forma a abarcar hipóteses nas quais o consumidor remunera o fornecedor apenas indiretamente¹⁵¹, como ocorre na relação entre investidor e assessor, assim descrita na subseção 3.3 deste trabalho.

Esclarecidas as normas abrangidas pelo regime cível aplicável à relação entre assessores e investidores, cabe identificar os direitos e obrigações envolvidos nessa relação. Para fins didáticos, deve-se considerar dois cenários hipotéticos distintos:

- **Cenário 1:** o investidor que faz uso dos serviços do assessor de investimento desconhece os critérios de remuneração deste, ora não tendo sido informado da possibilidade do assessor ser remunerado à base variável, ora sabendo dessa variação, mas sem lhe ter sido detalhado como tal variação ocorre e quais produtos de investimento são mais rentáveis ao seu assessor.
- **Cenário 2:** o investidor também faz uso de serviços de assessor de investimento, mas, diferentemente do cenário 1, foi plenamente informado de sua remuneração variável, possuindo todo o conhecimento necessário para identificar eventual ocasião na qual seu assessor tenha recomendado produto em benefício próprio e em detrimento dos interesses do investidor.

Considerando esses dois cenários, nota-se que ambos os investidores padecem do risco de conflito de interesses de seu respectivo assessor. A possibilidade de assessoria eivada desse conflito, ocorra ou não, existe. Apesar dessa semelhança entre ambos os cenários, o investidor do primeiro cenário, ao contrário do segundo, carece de conhecimento sobre a principal causa do potencial conflito de interesses: os critérios de remuneração de seu assessor.

¹⁵⁰ CDC, Art. 3º, § 2º **Serviço é qualquer atividade fornecida** no mercado de consumo, **mediante remuneração**, inclusive as de natureza bancária, financeira, de crédito e securitária, salvo as decorrentes das relações de caráter trabalhista. (destaques meus)

¹⁵¹ Este é entendimento consolidado no âmbito do STJ, conforme precedentes, *e.g.*, REsp nº 566.468-RJ, Quarta Turma, Rel. Min. Jorge Scartezzini, julgado em 23/11/2004; AgInt no REsp nº 1.347.473-SP, Quarta Turma, Rel. Min. Luís Felipe Salomão, julgado em 04/12/2018.

Em outras palavras, o investidor do primeiro cenário carece de informação que pode impactar seus investimentos e, portanto, seu patrimônio, além de sua própria confiança no mercado: ao desconhecer a forma de variação da remuneração do assessor e quais produtos de investimento são mais favoráveis à comissão deste, o investidor não possui condições de monitorar a atuação do assessor contratado.

Conforme exposto na subseção 3.4 deste trabalho, a dinâmica da maioria das relações reais entre investidores brasileiros e assessores se enquadra no primeiro cenário hipotético descrito acima – *i.e.*, mesmo que atos de conflito de interesses não ocorram efetivamente, o investidor desconhece detalhes da remuneração de seu assessor que têm o potencial de gerar aquele conflito.

Há, portanto, dois tipos de problemas nos cenários descritos acima: vício informacional do consumidor dos serviços e risco de o conflito de interesses efetivamente ocorrer. Mesmo no cenário 2, hipótese em que o investidor estaria plenamente informado dos critérios de remuneração do assessor de investimento, o investidor sofreria com custos relevantes de monitoramento do assessor contratado, pois, mesmo munido das informações sobre sua remuneração, dificilmente teria condições de identificar se os produtos que lhe foram recomendados são os mais adequados aos seus interesses (se o investidor tivesse o conhecimento para identificar esses produtos, dificilmente precisaria do assessor).

A carência de informação, quando esta é central para o negócio jurídico, pode ser considerada um vício na relação entre duas partes de um contrato. O CDC, em seu art. 6º, III, considera “a informação adequada e clara sobre os diferentes produtos e serviços” como direito básico do consumidor¹⁵². Em termos jurídicos, é possível considerar a falta de especificação da remuneração do assessor como um vício do serviço, pois, embora não torne os serviços impróprios para consumo e não diminuam seu valor, tal falta de informação pode ser considerada uma disparidade entre o que havia sido inicialmente ofertado ao investidor e o que foi, de fato, prestado a ele. Explica-se.

Como exposto na subseção 3.4 acima, a contratação dos serviços de assessores de investimento presume alinhamento de interesses entre o assessor e o investidor. Logo, na ausência de informação em sentido contrário, presume-se o alinhamento de interesses entre as partes no ato da contratação. Se a forma de remuneração dos assessores tiver potencial de ensejar conflito de interesses em sua atuação, conforme demonstrado na seção 3 acima, a prática

¹⁵² CDC, Art. 6º São direitos básicos do consumidor: III - a informação adequada e clara sobre os diferentes produtos e serviços, com especificação correta de quantidade, características, composição, qualidade, tributos incidentes e preço, bem como sobre os riscos que apresentem.

dessa remuneração pode contrariar a oferta de serviços inicialmente feita ao investidor, configurando vício do serviço, nos termos do art. 20 do CDC¹⁵³.

Em tese, segundo dispõe referido dispositivo legal, nessa condição, se comprovado o vício no serviço do assessor, o investidor, na condição de consumidor desses serviços, pode escolher entre uma das seguintes medidas: (i) a reexecução dos serviços, sem custo adicional e quando cabível; (ii) a restituição imediata da quantia paga, monetariamente atualizada, sem prejuízo de eventuais perdas e danos; e (iii) o abatimento proporcional do preço.

No entanto, essas medidas não seriam eficazes no contexto da relação entre assessores e investidores, pelos seguintes motivos. Em relação à medida (i), a dinamicidade do mercado de capitais impossibilita a reexecução dos serviços nas mesmas condições em que foram prestados, não sendo viável, por exemplo, a reexecução da assessoria do agente autônomo em cenário de mercado diverso (a cotação e rentabilidade de produtos de investimento tenderão a estar diferentes em relação ao momento em que o serviço foi prestado com vício). Além disso, supondo que a remuneração do assessor permaneça com os mesmos critérios que ensejaram o eventual conflito de interesses, exigir a reexecução dos serviços apenas repetiria o vício do serviço prestado ao investidor.

Em relação às medidas (ii) e (iii), por sua vez, considerando que o investidor não remunera o assessor de forma direta, mas apenas indiretamente, como indicado na seção 3 deste trabalho, não houve preço ou pagamento efetivo do investidor ao assessor, tornando-se incabível demandar “restituição de quantia paga” ou “abatimento proporcional de preço”.

Portanto, as medidas previstas no CDC para o consumidor combater vício no serviço consumido não são adequadamente aplicáveis ao consumo de serviços de assessores por investidores. Tratam, portanto, de ferramentas jurídicas pouco úteis ao investidor que se encontra diante de assessoria eivada de conflito de interesses. No melhor cenário, o CDC poderia ser benéfico em âmbito processual, por assegurar a inversão do ônus de provar os fatos alegados em juízo – *i.e.*, na ausência de provas suficientes, presumem-se verdadeiras as alegações do investidor em processo judicial¹⁵⁴.

¹⁵³ CDC, Art. 20. O fornecedor de serviços responde pelos vícios de qualidade que os tornem impróprios ao consumo ou lhes diminuam o valor, assim como por aqueles decorrentes da disparidade com as indicações constantes da oferta ou mensagem publicitária (...)

¹⁵⁴ A inversão do ônus da prova é prevista como direito básico do consumidor, no artigo 6º, VIII, do CDC. Sem a aplicação do CDC, a inversão do ônus da prova ainda seria possível no processo judicial, com base no artigo 373, § 1º, do Código de Processo Civil, mas essa hipótese de inversão é excepcional e depende de impossibilidade ou excessiva dificuldade do investidor atender ao ônus probatório, ao contrário do CDC, em que a inversão do ônus da prova é regra, não exceção.

Alternativamente a essas ferramentas, o investidor pode ajuizar uma ação judicial com pedido de obrigação de fazer, embasado nos referidos dispositivos que preveem seu direito à informação. No caso, o investidor poderia pleitear a revelação dos critérios de remuneração dos agentes autônomos que o assessoram, alegando tratar de informações essenciais ao serviço e à avaliação de sua qualidade. No entanto, essa ferramenta também encontra limites. Aliada à imprevisibilidade do resultado da ação por falta de jurisprudência consolidada sobre esse assunto nos tribunais brasileiros, ajuizar uma ação dessa natureza enfrentaria o desafio prático de desgaste da relação entre o investidor e seu assessor – ajuizar esta ação poderia afetar o diálogo entre as partes, esgotando o alinhamento de interesses por completo.

Ainda no âmbito do regime cível, a carência de informação do investidor sobre a forma de remuneração do assessor de investimento também pode configurar erro, nos termos do Código Civil. Para o Direito, negócios jurídicos resultantes de declarações de vontade emanadas de erro substancial são anuláveis¹⁵⁵. O desconhecimento do investidor sobre a remuneração de seu assessor pode ser considerado erro substancial, ensejando, portanto, a anulabilidade do negócio, por tratar de informação ou qualidade essencial ao negócio pactuado entre as partes¹⁵⁶ – a remuneração é essencial ao negócio, pois, conforme indicado na seção 3 deste trabalho, esta é importante fonte de incentivos de um agente de mercado, podendo, portanto, impactar o próprio alinhamento de interesses entre as partes e, com isso, o patrimônio do investidor.

Em termos pragmáticos, é razoável considerar que o investidor, diante de conflito de interesses de seu assessor, geralmente recorre a meios jurídicos apenas quando essa situação lhe causou dano. Qualquer dano eventualmente causado por assessor de investimento a investidor enseja sua reparação por meio de responsabilidade civil extracontratual (artigos 186 e 927 do Código Civil), servindo como ferramenta jurídica adicional de proteção ao investidor lesado.

Em outras palavras, caso, em razão do consumo de serviços de assessor de investimento, o investidor sofra redução de seu patrimônio (danos emergentes), abalo em sua esfera extrapatrimonial (danos morais), deixe de auferir ganho econômico potencial (lucros cessantes) ou perca a mera chance de ter ganho econômico (perda de uma chance), o investidor poderá pleitear indenização perante o Poder Judiciário. Este pleito poderia ser direcionado ao assessor eventualmente responsável pelo dano e/ou à instituição de distribuição à qual o agente estiver

¹⁵⁵ Código Civil, Art. 138. São anuláveis os negócios jurídicos, quando as declarações de vontade emanarem de erro substancial que poderia ser percebido por pessoa de diligência normal, em face das circunstâncias do negócio.

¹⁵⁶ Código Civil, Art. 139. O erro é substancial quando: I – interessa à natureza do negócio, ao objeto principal da declaração, ou a alguma das qualidades a ele essenciais; (...).

vinculado, considerando que aquela responde solidariamente pelos atos de seu agente autônomo de investimento¹⁵⁷.

Além da possibilidade de ajuizamento de ação individualmente pelo investidor que se sentir lesado, é possível cogitar a hipótese de ajuizamento de ação de tutela coletiva pelo Ministério Público (MP) ou por entidade de classe representativa de interesses de investidores. Essa demanda judicial por tutela coletiva poderia ser ajuizada com base no CDC (artigo 81), caso se entenda que este diploma normativo seja aplicável, ou na Lei nº 7.347/1985, que disciplina o instituto da ação civil pública, dada sua aplicabilidade não limitada a consumidores¹⁵⁸.

Entretanto, nota-se que o regime cível, seja para tutela individual ou coletiva, é condicionado à existência de dano sofrido pelo investidor, razão pela qual esse regime é precipuamente utilizado *ex post*, isto é, depois que o problema do conflito de interesses gerou dano ao investidor. Mesmo em pedidos judiciais com finalidade preventiva, o interesse de agir (requisito processual para o ajuizamento da ação, conforme artigo 330 do Código de Processo Civil) está condicionado à iminência do dano. Portanto, para prevenir conflito de interesses e promover um alinhamento de interesses entre assessor e investidor, o regime cível parece ter utilidade limitada¹⁵⁹. Tem-se, portanto, uma limitação semelhante à vista na subseção 4.1.2 acima, referente ao MRP na autorregulação da BSM.

Além disso, um desafio prático ao uso dessa ferramenta é a dificuldade de produção de provas de ocorrência de ato ilícito do assessor de investimento e de dano ao investidor. Pela complexidade do mercado de capitais e, especialmente, pela dificuldade de acesso do investidor a detalhes de remuneração de seu assessor, demonstrar que determinada assessoria foi desvirtuada por interesse conflitante e que acarretou dano pode ser, na prática, difícil e altamente custoso, em termos jurídicos, financeiros e de morosidade. Por exemplo, considerando o conhecimento técnico que possa ser necessário para comprovar o

¹⁵⁷ Segundo o art. 34 do CDC, “O fornecedor do produto ou serviço é solidariamente responsável pelos atos de seus prepostos ou representantes autônomos” e, conforme parágrafo único do art. 7º do mesmo Código, “Tendo mais de um autor a ofensa, todos responderão solidariamente pela reparação dos danos previstos nas normas de consumo”. Além disso, segundo o art. 932 do Código Civil, “São também responsáveis pela reparação civil: III - o empregador ou comitente, por seus empregados, serviçais e prepostos, no exercício do trabalho que lhes competir, ou em razão dele;”

¹⁵⁸ Segundo seu art. 1º, IV, esta lei é aplicável a ações de responsabilidade por danos causados a, dentre outros, “qualquer outro interesse difuso ou coletivo”, admitindo, portanto, sua aplicação em defesa da coletividade de investidores.

¹⁵⁹ O regime cível até poderia cumprir função preventiva caso se considerasse a função dissuasória da condenação indenizatória de agentes autônomos ou da instituição de distribuição responsável – *i.e.*, ao serem condenados, serão desincentivados a repetir a prática –, mas crê-se que essa função é limitada.

desalinhamento entre o produto recomendado e o perfil do investidor, perícias podem ser provas essenciais à defesa de seu direito.

Com as novas regras de transparência de remuneração descritas na subseção 4.1.1 acima, esse custo de produção probatória tende a diminuir, revelando uma relevante sobreposição entre os regimes regulatório e cível.

No caso da ferramenta de tutela coletiva, em que o MP ou entidade de classe poderia ajuizar ação civil pública em defesa de investidores, o custo de produção de provas não seria um entrave tão significativo, considerando a estrutura, os recursos e a especialidade técnica detidos pelo autor da ação, especialmente se tratar-se do MP. Pode-se cogitar hipótese na qual, ao identificar risco de dano ao investidor por práticas contratuais sistêmicas no mercado de capitais brasileiro, o MP ajuíze ação civil pública visando a determinação judicial de adequação dessas práticas.

Apesar dessa alternativa ao custo de produção probatória, não seria cabível dizer que recorrer ao MP ou entidade de classe é necessariamente uma medida substituta ao ingresso de ação individual pelo investidor, considerando que o investidor, ao ter que recorrer a alguma dessas instituições, terá menos autonomia em conduzir a ação judicial e levará mais tempo a ver sua eventual reparação, considerando que processos de tutela coletiva tendem a ser mais morosos que processos de tutela individual. Ao menos em relação a danos causados por investidores por falhas informacionais, há estudo demonstrando a inefetividade da via judicial de tutela coletiva¹⁶⁰, sugerindo que esta via não cumpre papel relevante de ressarcimento a investidores.

Outro desafio prático é a relativa insegurança jurídica na jurisprudência dos tribunais brasileiros. Considerando a carência de ampla quantidade de processos judiciais relacionados ao problema em análise e a inexistência de decisão de tribunais superiores sobre este assunto, não há jurisprudência consolidada no Judiciário brasileiro a respeito do padrão de prova e dos critérios de responsabilidade de assessores ou da instituição de distribuição da qual é preposto pela prática de atos em conflito de interesses. Embora haja jurisprudência consolidada sobre aspectos gerais de responsabilidade civil aplicáveis a esse tipo de prática, a carência de precedentes sobre assessores de investimento especificamente pode impulsionar decisões judiciais com entendimentos variados.

¹⁶⁰ Em levantamento conduzido por Prado (2016), constatou-se apenas três ações civis públicas ajuizadas pelo Ministério Público e duas ações coletivas ajuizadas por associações de investidores em matéria de indenização a investidores por falhas informacionais, nenhuma das quais resultou em ressarcimento a investidores.

Essa relativa insegurança jurídica gera certa imprevisibilidade ao investidor que busca judicializar seu problema, servindo, portanto, como desincentivo ou obstáculo prático ao regime cível como meio de proteção do investidor.

Considerando que este trabalho foca na relação entre assessor e investidor na posição de seu cliente, *i.e.*, presumindo relação contratual entre ambos, passa a ser determinante qualificar a natureza contratual da relação entre o assessor e o investidor, para que se possa determinar os direitos e obrigações das partes.

4.2.2 Regime contratual

O regime contratual consiste no conjunto de normas jurídicas previstas em dois principais tipos de instrumentos: contratos firmados entre assessores e investidores e contratos firmados entre assessores e instituições de distribuição.

Em relação ao primeiro tipo, a contratação de assessor de investimento por investidor implica a criação de direitos e obrigações entre as partes. Não cabe qualificar um contrato em tese, só sendo possível definir a natureza do contrato firmado entre um investidor e um assessor por meio da avaliação concreta de suas cláusulas. Entretanto, assumindo as obrigações gerais previstas na regulação da CVM, é possível qualificar, no mínimo abstratamente, os contratos entre assessores e investidores como contratos de prestação de serviços¹⁶¹, sem prejuízo à verificação de cada contrato concretamente.

Dada a natureza dos serviços prestados por assessores de investimento – assessoria especializada para clientes suscetíveis a variáveis alheias ao controle do prestador desse serviço, como volatilidade do mercado –, estes profissionais possuem obrigações de meio, não de resultado. Caso a obrigação de assessores perante seus clientes fosse de resultado, sua atividade se tornaria excessivamente onerosa e, portanto, inviável.

No entanto, mesmo que não sejam obrigados a entregar determinado resultado a seus clientes, a obrigação de meio gera aos assessores um dever jurídico de diligência, *i.e.*, uma expectativa do investidor juridicamente tutelada por conduta razoavelmente adequada aos interesses do cliente¹⁶². Nesse sentido, mesmo que o mero potencial de conflito de interesses

¹⁶¹ Poder-se-ia cogitar a possibilidade de qualificar esse instrumento como um contrato de mandato, mas o presente pesquisador entende que essa qualificação é equivocada, pois, enquanto o Código Civil, em seu artigo 653, prevê o mandato como aquele contrato por meio do qual “alguém recebe de outrem poderes para, em seu nome, praticar atos ou administrar interesses”, a regulação da CVM veda ao agente autônomo a atividade de representar seu cliente perante terceiros ou administrar sua carteira, conforme descrito na subseção 3.1 deste trabalho.

¹⁶² “(...) Difere da obrigação de meio porque, nesta, o devedor apenas se obriga a colocar sua habilidade técnica, prudência e diligência no sentido de atingir um resultado, sem, contudo, se vincular a obtê-lo. Enquanto o conteúdo da obrigação de resultado é o resultado em si mesmo, o conteúdo da obrigação de meio é a atividade do devedor. (...) Na segunda, (obrigação de meio), só haverá inadimplemento, e o consequente dever de indenizar, se o credor

não necessariamente configure uma quebra dessa diligência, um ato efetivo de conflito de interesses – por exemplo, induzir ou descrever a seu cliente, de modo excessivamente otimista, um produto de investimento menos condizente ao perfil de seu cliente, em razão de interesse em maior remuneração –, pode configurar inadimplemento contratual. No entanto, reitera-se desafio citado na subseção 4.2.1 acima, de altos custos probatórios para demonstrar, no caso, esse inadimplemento.

Conforme pesquisa documental descrita na seção 2 acima, os únicos contratos acessados em que há investidor como parte tratam de dois contratos de adesão a serviços de instituições de distribuição. Segundo constatado em contato direto com profissionais desse mercado, contratos entre investidores e assessores não costumam ser celebrados, sendo esta prática resultante (i) da concepção de que não haveria relação contratual entre ambos¹⁶³ e (ii) do costume de se remeter à instituição de distribuição como fonte de ligação entre ambos.

Os dois contratos analisados que contaram com investidores como parte – Contrato de Intermediação e Subcustódia do Bradesco S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários e Contrato de Intermediação e Custódia e Outras Avenças da XP Investimentos – possuem previsões limitadas e pontuais sobre assessores de investimento, sem indicação de direitos e obrigações que tratem de conflitos de interesses. Essa ausência pode até ser considerada natural, dado que esse tipo de contrato não deveria prever obrigações a assessores, por sequer serem parte do contrato.

Em relação aos contratos firmados entre assessores e instituições de distribuição, estes foram analisados na subseção 3.3 acima para fins de identificação de conflito de interesses. No entanto, como antecipado, esses contratos preveem obrigações e mecanismos de supervisão direcionados a conflito de interesses na atuação de assessores de investimento.

Os contratos firmados com instituições de distribuição preveem obrigações adicionais em relação às obrigações já previstas na regulação pública de agentes autônomos, especialmente nos casos de contratação por instituições de distribuição de grande porte. Por isso, na prática desse mercado, há um mundo de normas jurídicas que regem a atuação de agentes autônomos para além das normas jurídicas estatais, inovando em relação à regulação pública, dentro da esfera privada de liberdade contratual das partes.

provar que o resultado colimado não foi atingido porque o obrigado não empregou a diligência a que se encontrava obrigado.” (CAVALIERI FILHO, 2010, p. 361)

¹⁶³ Segundo essa concepção, pelo fato de o agente autônomo de investimento ser um *longa manus*, o contrato do cliente com a instituição de distribuição é suficiente para lastrear o uso de serviços de agente autônomo, dispensando a celebração de contratos entre este e o cliente.

Curiosamente, apenas para ilustrar o grau inovador de alguns contratos firmados com instituições de distribuições em relação à regulação setorial, destaca-se a obrigação do assessor contratado informar à instituição de distribuição qualquer pretensão de concorrer com essa instituição no mercado de distribuição de produtos de investimento e qualquer pretensão de se vincular a instituição de distribuição concorrente, conforme previsto, por exemplo, no Contrato de Distribuição e Mediação de Valores Mobiliários entre XP Investimentos e Acqua Agente Autônomo de Investimentos¹⁶⁴.

Trata-se, portanto, de obrigação contratual que dá à instituição de distribuição contratante uma visão competitivamente estratégica do mercado, pois o assessor de investimento é contratualmente obrigado a informar antecipadamente qualquer movimento que o envolva e possa acarretar maior concorrência à instituição de distribuição.

Considerando que esse tipo de obrigação estava presente apenas nos contratos firmados com escritórios de agentes autônomos em ascensão no mercado (Acqua e EQI), nota-se que esse tipo de obrigação é inserido pela instituição de distribuição apenas nos contratos que celebra com escritórios de grande porte, *i.e.*, escritórios com alta representatividade das carteiras de investimentos ou com potencial de adquirir maior autonomia por meio da constituição de instituição de distribuição própria.

Considerando que contratos entre assessores e instituições de distribuição preveem alguns direitos e obrigações não previstos em normas emanadas pelo Estado, qualquer tentativa de descrever e analisar o mercado de assessores de investimento com base apenas nas normas de regulação da CVM e do CMN se mostraria incompleta. É possível interpretar esse fenômeno como a complementação do Direito por agentes privados que identificaram uma demanda – endereçar conflito de interesses – não atendida plenamente pelas normas emanadas do Estado.

Os contratos endereçam conflito de interesses em múltiplas cláusulas, geralmente naquelas que tratam de obrigações e proibições ao assessor contratado, e de diferentes formas, ora mais direta, ora mais indireta. Essas obrigações ou mecanismos contratuais de fiscalização podem endereçar conflitos de interesses de forma implícita ou explícita, isto é, citando expressamente esse termo ou não.

¹⁶⁴ “Cláusula 3.2.1. O Agente obriga-se, por si ou por seus respectivos sócios, a: (u) Comunicar à XP imediatamente, nos termos da Cláusula 13 abaixo, caso exista (i) qualquer tipo de pretensão de constituição ou participação em negócio concorrente com os negócios da XP incluindo, mas não se limitando a qualquer instituição financeira, corretora de títulos e valores mobiliários, distribuidora de títulos e valores mobiliários e/ou gestora de recursos (“Concorrente”) ou, ainda, (ii) qualquer tipo de pretensão ou intenção de se vincular como agente autônomo de investimentos de qualquer Concorrente da XP.” No mesmo sentido, Contrato entre XP Investimentos e EuQueroInvestir (EQI), cláusula 3.2.1., (u).

Quanto a previsões contratuais que endereçam conflito de interesses de forma mais direta, diversos contratos preveem a obrigação de que os assessores contratados “evitem práticas que possam ferir a relação fiduciária mantida entre investidores e a [instituição de distribuição]”¹⁶⁵. Conforme detalhado na subseção 3.4 acima, o conflito de interesses é, por definição, o desvirtuamento da relação fiduciária, razão pela qual essa previsão contratual pode endereçar esse tipo de problema.

Além disso, os contratos costumam prever a vedação a aconselhamentos de investidores por assessores que visem a obtenção de “vantagem indevida, para si ou para terceiros”¹⁶⁶. Considerando que o conflito de interesses envolve a busca de alguma vantagem por parte do agente conflitado (maior remuneração, maior estrutura para obter mais autonomia perante a instituição de distribuição, dentre outros), o aconselhamento por assessor em situação de conflito de interesses pode ser considerado uma busca por vantagem indevida – indevida por aumentar os custos de agência ou de transação de seu cliente e potencializar a quebra da relação fiduciária.

Há contratos que também preveem a possibilidade de a instituição de distribuição cancelar o acesso do assessor a seus sistemas eletrônicos e rejeitar atender a ordens transmitidas pelo assessor, nas ocasiões em que houver indícios de descumprimento contratual ou conduta irregular, como conflito de interesses¹⁶⁷. Previsões contratuais nesses moldes permitem a adoção de medidas preventivas pela instituição de distribuição, protegendo o investidor de eventuais atos eivados de conflito de interesses.

Para dar mais concretude a esse tipo de fiscalização, em entrevista concedida a esta pesquisa, Caio Mendes Burti, sócio da XP Investimentos, informou que a corretora tem acesso, em seu sistema interno, à carteira e ao perfil de cada cliente. Segundo o entrevistado, quando há movimentações de carteira atípicas ou potencialmente conflitantes com o perfil do cliente, a

¹⁶⁵ E.g., Contrato entre XP Investimentos e Marcelo Galvão Morroni AAI, cláusula 3.4.3., (b); Contrato entre XP Investimentos e Confiança Agente Autônomo de Investimentos, cláusula 3.2.2., (b); Contrato entre Walpires e Soldi Agentes Autônomos de Investimentos, cláusula 4.1., (k); Contrato entre XP Investimentos e EuQueroInvestir (EQI), cláusula 3.2.2., (b).

¹⁶⁶ E.g., Contrato entre XP Investimentos e EuQueroInvestir (EQI), cláusula 3.3., (e); Contrato entre BTG Pactual e Porte Agente Autônomo de Investimentos, cláusula 3.4., (i); Contrato entre Walpires e Soldi Agentes Autônomos de Investimentos, cláusula 5, (f); Contrato entre XP Investimentos e CDR Agentes Autônomos de Investimentos, cláusula 3.5., (e).

¹⁶⁷ E.g., Contrato entre XP Investimentos e Ação Investimentos, cláusula 3.6.; Contrato entre XP Investimentos e Marcelo Galvão Morroni AAI, cláusula 3.6.: “A XP poderá cancelar o acesso do Agente aos sistemas eletrônicos e não atender as solicitações de ordens realizadas pelo Agente caso haja indícios de descumprimento das obrigações previstas no Contrato de Distribuição, notadamente no que se refere ao Contrato. Os indícios incluem, mas não se limitam, a reportes de infiel execução de ordens e/ou atividade de administração de carteira; colocação de ordens em desacordo aos parâmetros de risco definidos pela XP, não-atendimento das solicitações do Setor de Auditoria de Ordens da XP, etc.”

equipe da XP entra em contato com o cliente e com o assessor para entender o que está acontecendo e apurar eventuais desvios de conduta.

No entanto, segundo o entrevistado, a política de fiscalização da corretora tem uma abordagem construtiva, não punitiva, frente aos assessores de investimento, exemplificada pelo programa “Selo de Governança e Compliance”, em que se atribui um selo de qualidade aos escritórios de assessores mais bem avaliados pelos clientes e melhor posicionados em termos de requisitos de governança.

Quanto a previsões contratuais que endereçam conflito de interesses de forma indireta, obrigação comumente presente nos contratos analisados é a do assessor empregar, no exercício de sua atividade, a diligência que “todo homem probo” adotaria na administração de seus próprios bens e direitos¹⁶⁸.

Nota-se, por essa obrigação, que os contratos exigem que os assessores sirvam aos interesses de seus clientes com uma cautela razoavelmente esperada, equivalente aos cuidados que uma pessoa média adotaria na proteção de seus próprios bens e direitos. Embora o parâmetro seja abstrato, trata de padrão de conduta que tende a ser violado em caso de eventual conflito de interesses.

Constatou-se, também, obrigação do assessor contratado “*prestar aos [c]lientes informações sobre os tipos de investimento, especialmente aquelas relacionadas aos seus riscos*”¹⁶⁹. Sendo a omissão de informação ou a prestação de informação deficiente um possível meio de um profissional atender a interesse conflitante com interesse de seu cliente, a obrigação de prestação de informações pode ser considerada violada na ocorrência de ato eivado de conflito de interesses.

Os contratos também preveem a obrigação do assessor de investimento cumprir requisitos de *suitability* na prestação de seus serviços a investidores¹⁷⁰, tendo sido constatada, em contratos do BTG Pactual celebrados nos últimos anos, obrigação do assessor submeter seu cliente ao preenchimento de termos de ciência de risco e de formulários de perfil de risco.

¹⁶⁸ E.g., Contrato entre XP Investimentos e Ação Investimentos, “Cláusula 3.4.3. É, ainda, obrigação do Agente garantir que seus sócios agentes autônomos de investimento: (a) Empreguem, no exercício de sua atividade, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios bens e negócios, respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua responsabilidade.” Previsão contratual também presente nos demais contratos da XP Investimentos analisados.

¹⁶⁹ E.g., Contrato entre XP Investimentos e CDR Agentes Autônomos de Investimentos, cláusula 3.4.2., (i).

¹⁷⁰ E.g., Contrato entre BTG Pactual e Porte Agente Autônomo de Investimentos, cláusula 2.4.: “A distribuição dos Produtos pressupõe o rígido atendimento, sem limitação, de 02 (duas) atividades que deverão ser cumpridas regularmente e seguindo estritamente as recomendações e os padrões determinados pelo BTG Pactual e pela regulamentação aplicável: *suitability* (verificação de adequação de investimento) e *know your client/anti-money laundering* (conheça seu cliente/prevenção e combate à lavagem de dinheiro).”

Os contratos também costumam prever mecanismos de fiscalização do assessor de investimento pela instituição de distribuição, como dever de apresentar à instituição de distribuição, a qualquer tempo em que lhe for exigido, documentos sobre a execução de seus serviços¹⁷¹ e dever do assessor de incluir dados de contato da ouvidoria da instituição de distribuição em todos seus materiais de divulgação¹⁷², facilitando, com isso, eventual denúncia de atos eivados de conflito de interesses.

Outro mecanismo dessa natureza é a obrigação de assessor “atender às solicitações do setor de Auditoria de Ordens da [instituição de distribuição] em prazo não superior a 48 (quarenta e oito) horas, ou outro que for definido”¹⁷³. Esse tipo de obrigação exige celeridade do assessor em atender a solicitações de um setor que exerce função de fiscalização sobre ordens de investimentos, possibilitando a constatação de eventuais situações de conflito de interesses.

Essas previsões contratuais, que podem ser consideradas mecanismos contratuais de endereçamento de conflito de interesses, ampliam a supervisão de instituições de distribuição sobre assessores, que exercem, por definição, papel de preposição dessas instituições na distribuição e negociação de produtos de investimento.

Em suma, há diversas previsões contratuais que endereçam, direta ou indiretamente, a hipótese de conflito de interesses do assessor no exercício de sua atividade, razão pela qual é possível concluir que este é objeto de preocupação, no mínimo formal, de instituições de distribuição. Com base nessas obrigações contratuais e nesse papel de fiscalização desempenhado pela instituição de distribuição, a denúncia de eventual conduta eivada de conflito de interesses de assessor à ouvidoria da instituição de distribuição é uma ferramenta disponível ao investidor. Entretanto, essa ferramenta padece de, no mínimo, três limites.

Primeiramente, situações de conflito de interesses podem não ser de fácil constatação pelo investidor e pela instituição de distribuição, considerando que, como visto na subseção 3.4 acima, atos eivados desses vícios podem envolver a mera aceitação desinformada do investidor às recomendações de seu assessor. Por isso, a ilicitude não estará sempre documentada com clareza e sua constatação pode exigir mais do que a apresentação de documentos e

¹⁷¹ *E.g.*, Contrato entre XP Investimentos e CDR Agentes Autônomos de Investimentos, cláusula 3.4.2.1; Contrato entre XP Investimentos e EuQueroInvestir (EQI), cláusula 3.2.1.1; Contrato entre XP Investimentos e Confiança Agente Autônomo de Investimentos, cláusula 3.2.1.1.

¹⁷² *E.g.*, Contrato entre XP Investimentos e Ação Investimentos, cláusula 3.4.2., (p); Contrato entre XP Investimentos e Confiança Agente Autônomo de Investimentos, cláusula 3.2.1., (o); Contrato entre XP Investimentos e Marcelo Galvão Morroni AAI, cláusula 3.4.2., (p); Contrato entre XP Investimentos e CDR Agentes Autônomos de Investimentos, cláusula 3.4.2., (p).

¹⁷³ *E.g.*, Contrato entre XP Investimentos e Ação Investimentos, cláusula 3.4.2., (j); Contrato entre XP Investimentos e Acqua – Agente Autônomo de Investimentos Ltda., cláusula 3.2.1., (j).

esclarecimentos do assessor à instituição de distribuição, conforme dificuldade probatória exposta na subseção 4.2.1.

A segunda limitação dessas previsões contratuais é o eventual interesse ou conivência da instituição de distribuição na geração de maiores taxas de corretagem e, portanto, em recomendações eivadas de conflito de interesses. Caso a instituição de distribuição sofra um desvirtuamento de sua obrigação de atender aos interesses do investidor, em violação ao art. 30 da Instrução CVM nº 505/2011, nada adiantará a existência de mecanismos contratuais de fiscalização do assessor de investimento. A fiscalização é insuficiente se o fiscalizador padecer do mesmo conflito de interesses do fiscalizado, levando-os a possível conluio.

Não se está a afirmar que situações como essa ocorram com frequência, até por extrapolar os fins dessa pesquisa, mas, naturalmente, trata de hipótese possível de ocorrer e, portanto, cabível de ser suscitada como limite ao regime contratual em análise.

Por fim, pelo fato de o investidor dificilmente ter acesso e não ser parte desses contratos, os mecanismos contratuais que endereçam conflito de interesses não são ferramentas acessíveis ao investidor. As políticas de *compliance* de instituições de distribuição, embora acessíveis a investidores, não possuem o mesmo teor dos contratos firmados com os assessores e variam entre instituições de distribuição. Para fins da presente pesquisa, foram analisados o “Manual de Procedimentos e Supervisão de AAI” do BTG Pactual, a “Política de Compliance” da XP Investimentos e a “Política para Agente Autônomo de Investimentos” da Órama DTVM.

O primeiro documento é destinado ao regimento de procedimentos e regras de fiscalização de assessores de investimento vinculados ao BTG Pactual, possuindo normas detalhadas de exigências para a criação desse vínculo e procedimentos de supervisão, como possibilidade de visitas *in loco* nos escritórios dos assessores e documentos que esses agentes devem exigir de investidores para verificar seu perfil de investimento.

O segundo documento, por outro lado, tem escopo mais amplo, sendo aplicável também a funcionários e outros contratados da instituição de distribuição. Sua forma de endereçar conflito de interesses é superficial e genérica, além de focar no conflito do assessor com interesses da instituição de distribuição, não com interesses do investidor¹⁷⁴.

¹⁷⁴ Segundo o item 3 da Política de Compliance da XP Investimentos, conflito de interesse é definido como “Situação em que uma pessoa encontra-se envolvida em processo decisório cujo resultado tenha o poder de influenciar e/ou direcionar, assegurando um ganho e/ou benefício para si, algum Membro Próximo da Família, sociedade por ele Controlada ou terceiro com o qual esteja envolvido, ou ainda esteja em situação que possa interferir na sua capacidade de julgamento isento. **Incluem-se nessa definição as situações nas quais os objetivos ou motivações dos tomadores de decisão, por qualquer razão, não estejam alinhados aos objetivos e aos interesses do Grupo XP Inc. e respectivos acionistas em matérias específicas.**” (destaques meus)

Por fim, o terceiro documento é sucinto e não cita conflito de interesses, mas prevê competências e medidas de monitoramento de assessores de investimento por diferentes departamentos da distribuidora. O departamento jurídico fornece minuta do contrato a ser celebrado com o assessor e avalia a regularidade dos documentos que este fornecer no ato da contratação¹⁷⁵. O departamento comercial deve realizar visitas periódicas ao assessor de investimento e adotar os meios necessários para averiguar a conformidade de sua conduta perante os clientes¹⁷⁶. O departamento de *compliance*, por sua vez, verifica a vida pregressa dos assessores no ato da contratação e, no curso do contrato, os fiscaliza por meio de auditoria de ordens e controle de riscos operacionais¹⁷⁷.

Mesmo que essas políticas estejam disponíveis publicamente aos investidores, suas previsões não refletem a integralidade das obrigações contratuais firmadas entre assessores e a instituição de distribuição, além de padecer do risco de fiscalização prática insuficiente por essas instituições – previsões em políticas de integridade podem ser meras formalidades, conforme problema amplamente reconhecido na literatura especializada¹⁷⁸.

4.3 Conclusão parcial

Como visto acima, o Direito brasileiro, por meio de seus regimes regulatório e cível, fornece diferentes ferramentas jurídicas para o investidor se proteger de conflito de interesses no uso de assessoria de investimentos. No entanto, essas ferramentas possuem limites para atingir uma proteção ideal do investidor, que encontra diversas dificuldades práticas no uso dessas ferramentas.

Destaca-se que as ferramentas disponíveis ao investidor têm natureza exclusiva ou precipuamente reparatória ou repressiva em face de conflito de interesses, não preventiva em relação a esse problema. Aliada à carência de ferramentas preventivas, o investidor ainda enfrenta limites naquelas reparatórias ou repressivas. Por isso, os regimes regulatório e cível acabam por não atender suficientemente nenhuma dessas finalidades (repressiva, preventiva ou reparatória).

¹⁷⁵ Item 5.3 da Política para Agente Autônomo de Investimentos da Órama.

¹⁷⁶ Item 5.3.5 da Política para Agente Autônomo de Investimentos da Órama.

¹⁷⁷ Itens 5.2.1.6 e 5.6 da Política para Agente Autônomo de Investimentos da Órama.

¹⁷⁸ Durante pesquisa sobre programas de integridade no Brasil, Viol (2019, pp. 147-8) identificou que “a adoção do programa refletia mais uma dinâmica do contexto institucional do que, necessariamente, a busca pela prevenção e correção da corrupção na organização estudada. (...) Sendo assim, há uma tendência de as empresas brasileiras criarem “programas de compliance”, nem tanto pela legislação, mas pelas exigências de mercado, como ressaltam Franco (2018), Nakamura, Nakamura e Jones (2019) (...)”.

Essas limitações não são solucionadas por meio do uso cumulativo dessas ferramentas jurídicas pelo investidor, de forma que a conjugação dessas ferramentas ainda acarretará altos custos ao investidor e deixará importantes causas do conflito de interesses sem uma resposta jurídica, como se fossem “pontos cegos” do Direito.

Sob perspectiva da teoria da agência ou da teoria de custos de transação, adotadas neste trabalho como perspectivas teóricas, nota-se que o Direito pode não cumprir adequadamente seu papel de reduzir os custos de transação ou de agência do investidor no uso de assessoria de investimentos.

Considerando as seções anteriores e com o objetivo de sistematizar a análise dos regimes jurídicos, elaborou-se a tabela abaixo:

Tabela 7 – Mapeamento de ferramentas e limites de regimes jurídicos aplicáveis a assessores de investimento na proteção do investidor

Regime Jurídico	Normas Aplicáveis	Autoridade competente	Ferramentas de proteção ao investidor	Limites
Regulatório	Resolução nº 16/21 Resolução nº 11/20 Instrução nº 617/19 Resolução nº 2.838/01 Lei nº 6.385/1976	Comissão de Valores Mobiliários Conselho Monetário Nacional	Denúncia ou representação para a instauração de processo administrativo sancionador	Público-setorial ➤ Inexistência de jurisprudência consolidada sobre aplicação de sanções a condutas de conflito de interesses de assessores de investimento.
	Regulamento do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos	BM&F Bovespa Supervisão de Mercados	Requerimento ao Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos Denúncia para a instauração de processo administrativo disciplinar	Administrativo-autorregulado ➤ Limitação de ressarcimento a R\$ 120.000,00. ➤ Baixo índice de deferimento dos pleitos de investidores. ➤ Reduzido conhecimento e, portanto, baixo uso do MRP pelo público investidor.
Cível	Lei nº 10.406/2002 Lei nº 8.078/1990 Lei nº 7.347/1985	Poder Judiciário Ministério Público	Ação judicial ordinária com pedido de obrigação de fazer (revelação de critérios de remuneração) Ação judicial ordinária para indenização pessoal Ação civil pública para indenização à coletividade Denúncia à ouvidoria da instituição de distribuição	Extracontratual ➤ Aplicação limitada a casos em que houve ou há iminência de haver dano. ➤ Custos para produção de provas de dano. ➤ Dificuldade de mensuração do dano. ➤ Relativa insegurança jurídica na jurisprudência de tribunais brasileiros. ➤ Inaplicabilidade do direito à restituição de quantia paga ou de abatimento proporcional de preço, pelo fato do investidor não remunerar o assessor diretamente. ➤ Morosidade judicial. ➤ Desgaste à relação em curso com o assessor de investimento, quando tratar de ação com pedido de revelação de critérios de remuneração. ➤ Na via de tutela coletiva, pouca autonomia na condução do processo e baixos índices de sucesso no Judiciário.

				Contratual ➤ Atos eivados de conflito de interesses podem não ser facilmente constatáveis, tornando alguns mecanismos insuficientes para sua prevenção e repressão. ➤ Risco de a instituição de distribuição não exercer adequadamente seu papel de fiscalização sobre assessores de investimento, por eventual interesse em maior remuneração e, com isso, padecer de conflito de interesses em comunhão com o assessor. ➤ Investidor não é parte dos contratos que preveem obrigações e mecanismos de controle de assessores, limitando seu acesso e direito a promover esses mecanismos.
--	--	--	--	---

Fonte: Elaboração própria

5. Possíveis aprimoramentos à proteção do investidor

Como exposto na introdução deste trabalho, a subpergunta de pesquisa que a presente seção busca responder é: quais os possíveis aprimoramentos jurídicos das ferramentas para o investidor prevenir e reprimir situações de conflito de interesses de assessores de investimento?

Como visto até esta seção, assessores de investimento atendem a duas figuras que, por serem titulares de interesses que deveriam guiar sua atividade, podem ser considerados seus soberanos. A existência de dois soberanos concomitantes não é, por si só, problemática, podendo os incentivos de ambos conviver em harmonia. No entanto, como exposto na seção 3 acima, diferentes fatores podem potencializar o surgimento de conflito de interesses entre ambos, colocando o investidor em risco.

O ordenamento jurídico brasileiro, por meio de seus regimes regulatório e cível, fornece diferentes ferramentas ao investidor, para protegê-lo contra esse conflito no uso de serviços de assessoria de investimento. Apesar dessas ferramentas, estas padecem de alguns limites, conforme sistematizados na tabela 7 acima, demandando aprimoramentos para maximizar a proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro.

O conflito de interesses pode ser um risco para qualquer relação entre investidor e seu assessor, pois seres humanos podem ser mais tendentes do que outros a colocarem seus interesses pessoais acima dos interesses de seus clientes. A dúvida que se coloca é se o Direito tem um papel para mitigar esse problema, no contexto descrito ao longo desse trabalho. Conforme detalhado abaixo, crê-se que o Direito tem essa função e pode contribuir para ampliar a proteção do investidor em face desse problema.

As recomendações detalhadas abaixo, embora possam enfrentar eventuais dificuldades práticas – como toda tentativa de mudar práticas consolidadas de mercado –, atendem aos limites descritos na seção anterior deste trabalho. Como identificado, os regimes jurídicos analisados carecem de ferramentas efetivas de reparação e repressão, além de, sobretudo, medidas de prevenção a conflito de interesses.

Cinco medidas podem ser consideradas para aprimorar o alinhamento de interesses entre investidor e seu assessor e, portanto, o funcionamento desse mercado. Destaca-se, desde já, que as recomendações expostas são pertinentes mesmo após a reforma da regulação de assessores de investimento pela CVM em 2022, considerando que esta reforma, da maneira como prevista no resultado da Audiência Pública SDM nº 05/2021, ainda admite aperfeiçoamentos, sem prejuízo de seus avanços frente à regulação até então vigente.

Conforme se nota das medidas listadas abaixo, tratam de estratégias jurídicas complementares para endereçar o potencial conflito de interesses de assessores. Não se defende que alguma das recomendações abaixo tenham natureza absoluta ou sejam uma “bala de ouro” para esgotar riscos de conflito de interesses. Essas estratégias possuem graus de intervenção distintos na autonomia privada e envolvem abordagens ou ferramentas jurídicas diferentes (fomento de condutas, alteração de redação normativa, imposição de obrigação, ampliação de fiscalização, dentre outros).

As recomendações sugeridas na presente seção têm, em sua maioria, uma abordagem *soft*, isto é, levemente interventiva. Conforme já identificado em doutrina acadêmica, medidas estatais podem cumprir importante papel na mitigação de desvios de agência, por meio de medidas repressivas a atos ilícitos, e na redução de custos de transação, por meio de criação de regras que dispensem negociação entre as partes, mas, naturalmente, há risco de condenações sub-ótimas ou excessivas e criação de condições adversas não previstas pelos agentes privados (MACEY, MILLER, 1997, p. 82). Por isso, qualquer forma de intervenção jurídica no mercado deve ser cautelosa e antecipadamente planejada.

Além disso, as medidas descritas abaixo têm diferentes alcances ou prazos de produção de efeitos, razão pela qual foram segmentadas entre medidas de curto/médio prazo e medidas de longo prazo. Por permitir perspectiva realista sobre as recomendações suscitadas por esse trabalho, essa segmentação busca aprofundar as reflexões sobre essas medidas e facilitar eventual inspiração ou adoção destas por formuladores de políticas públicas. As medidas estão detalhadas abaixo:

Medidas de curto/médio prazo

- Na regulação da CVM, especificar, de forma não taxativa, os deveres do assessor de investimento perante o investidor e explicitar a prevalência dos interesses do investidor frente aos demais participantes do mercado de capitais;
- Obrigar escritórios de assessores de investimento de grande porte a terem uma área independente de análise de *suitability*, cujos resultados devem guiar as recomendações dos assessores aos clientes;
- Criar um dever de fundamentação de recomendações do assessor ao investidor, a constar no extrato mensal de investimento do cliente;

Medidas de longo prazo

- Promulgar normas de incentivo à educação financeira na formação educacional do cidadão brasileiro;

- Intensificar e reestruturar o Programa de Educação Continuada da ANCORD, com direcionamento ao tema de conflito de interesses e envolvimento de outros grupos de interesse.

A **primeira recomendação** oportuna de ser considerada é a especificação não taxativa, na regulação da CVM, dos deveres do assessor perante o investidor e a explicitação da prevalência dos interesses do investidor frente aos demais participantes do mercado de capitais.

Como se nota, esta recomendação é estritamente normativa. Leitores externos ao campo jurídico podem ter a percepção de que alterações textuais em normas têm pouca implicação prática. No entanto, ao contrário dessa possível percepção, mudanças textuais pelo órgão regulador podem ter efeitos cruciais à forma como o Direito é aplicado, afastando ou, no mínimo, reduzindo as chances de interpretações desfavoráveis ao investidor. Em outras palavras, às vezes, o óbvio precisa ser enunciado na norma para que se evite interpretações excessivamente inovadoras em detrimento da figura que se busca tutelar.

Por esta recomendação, busca-se facilitar a configuração de ilicitude em caso de atos de conflito de interesses de assessores, considerando que os deveres do assessor são dotados de textura aberta e genérica na regulação, como visto nas subseções 3.2 e 4.1.1. Por meio dessa facilitação, a recomendação busca impulsionar a formação de jurisprudência mais robusta da CVM – desafio identificado na seção anterior –, mitigando a insegurança jurídica que investidores podem ter que enfrentar ao recorrerem ao órgão regulador em caso de conflito de interesses de seus assessores.

Nota-se, ainda, que a recomendação trata de especificação *não taxativa* dos deveres dos assessores de investimento, de modo que a CVM ainda teria flexibilidade interpretativa para enquadrar outras condutas que causem danos ao investidor, facilitando a regulação de condutas em um mercado em transformação.

Em relação à explicitação da prevalência dos interesses do investidor frente aos demais participantes do mercado de capitais, essa sugestão de alteração normativa visa afastar interpretações que coloquem os deveres do assessor perante o investidor em pé de igualdade ou, ainda, submissos aos seus deveres perante a instituição de distribuição.

Essas alterações normativas, além de poderem impulsionar a formação de jurisprudência na CVM, tendem a facilitar o enfrentamento desse problema no Judiciário, onde os julgadores podem eventualmente não ter familiaridade suficiente com as especificidades do mercado de

capitais¹⁷⁹, a despeito da elevada qualidade técnica da magistratura brasileira. Com a explicitação normativa dos padrões de conduta do assessor de investimento na regulação setorial, aliada a eventuais cursos destinados a magistrados (no caso do Estado de São Paulo, ocorreriam no âmbito da Escola Paulista de Magistratura), eventuais vícios de serviços de assessoria de investimentos por conflito de interesses seriam facilmente constatáveis no âmbito judicial.

A necessidade de aumentar a familiaridade de magistrados com esse tema específico é reforçada pelo fato de que, tomando a Comarca de São Paulo como referência, apenas litígios entre assessores de investimento e instituições de distribuição costumam ser distribuídos a varas especializadas, enquanto litígios entre assessores e investidores tendem a ser distribuídos para varas e câmaras recursais comuns (i.e., não-especializadas) de direito privado¹⁸⁰. Como indicado na seção anterior, a judicialização de problemas relacionados a conflito de interesses enfrentaria insegurança jurídica, que resulta, dentre outros fatores, da falta de familiaridade com o tema julgado.

A **segunda recomendação** que poderia aprimorar o endereçamento a conflito de interesses é a exigência de que todo escritório de assessoria de investimentos tenha uma área ou departamento de análise de *suitability* para guiar as recomendações dos assessores aos clientes.

Nessa condição, o departamento responsável por verificar o perfil de investimento do cliente deve ser dotado de suficiente independência em relação aos assessores associados ao escritório. Além disso, no mínimo inicialmente, essa obrigação regulatória poderia ser aplicável apenas a escritórios de grande porte, definidos com base em critério de faturamento ou valor sob custódia, por serem escritórios capazes de arcar com os custos de manter um departamento dessa natureza.

Nesse modelo, o assessor passa a ter menos autonomia para oferecer produtos a seu cliente, pois deve respeitar as diretrizes elaboradas pela área de análise. O processo de prestação do serviço de assessoria ocorreria da seguinte forma: o investidor fornece informações relacionadas a seu perfil de risco e essas informações são encaminhadas para os membros da área de análise, que, em reunião, define diretrizes ou cenários de organização da carteira de investimentos que mais se adequem ao perfil deduzido das informações do cliente. Essas

¹⁷⁹ Este problema foi suscitado em estudo conduzido por Prado (2016, pp. 44, 49), que considerou a falta de especialização do Judiciário brasileiro como um possível desafio a pleitos reparatórios de investidores que experimentaram falhas informacionais no mercado de capitais.

¹⁸⁰ No TJ-SP, a distribuição desses processos baseada na matéria julgada é regrada pelas Resoluções TJ nº 538/2011 e 623/2013.

diretrizes incluem produtos que podem e não podem constar na carteira, além de limites para cada tipo de produto (*e.g.*, diretriz de que determinado produto não possa corresponder a mais de 30% da carteira do cliente).

Segundo esse modelo, caso o agente autônomo assessor o investidor em descumprimento a alguma das diretrizes estipuladas pela área de análise, o agente autônomo é autuado e penalizado pelo departamento de *compliance* da instituição de distribuição ou do escritório ao qual está vinculado. Para que essa estrutura não agrave o risco de conflito de interesses, é importante que os assessores de investimento não exerçam influência sobre a área de análise e os clientes desfrutem de transparência nos trabalhos desse departamento.

Ao levar o perfil de investimento do cliente a sério e reduzir a autonomia decisória do assessor, parcialmente vinculando suas decisões a diretrizes de um departamento segregado, cujos integrantes não devem ser remunerados por comissão associada aos investimentos do cliente, esse modelo pode alinhar os interesses do investidor aos intermediários contratados e assegurar um serviço mais customizado a suas peculiaridades, mitigando conflitos de interesses nesse mercado.

Essa recomendação foi inspirada em modelo de operação relatada por entrevistado(a) não identificado(a) (agente autônomo(a) sócio(a)-fundador(a) de escritório de grande porte), que relatou que poucos escritórios de agentes autônomos de investimento oferecem serviços de forma vinculada a gestoras de carteiras de investimento. Nesse modelo, a gestora define diretrizes para as recomendações dos assessores aos investidores. No entanto, pelo fato de gestoras deterem discricionariedade sobre a carteira do cliente, optou-se por recomendar um modelo que não vincule gestoras a assessores de investimento¹⁸¹.

A **terceira recomendação** é a criação de um dever de fundamentação do assessor ao recomendar produtos de investimento ao investidor. Essa fundamentação deve demonstrar que o assessor levou o perfil do investidor em consideração de maneira artesanal ou individualizada. Ao exigir que o assessor fundamente suas recomendações ao cliente, um dever dessa natureza mitiga a assimetria informacional entre as partes, amplia a transparência dos serviços de assessoria e impulsiona maior valorização ao perfil de risco do cliente, reduzindo, portanto, os custos do investidor em fiscalizar seu assessor.

Para que essa recomendação não inviabilize a atividade de assessores ou prejudique a dinâmica do funcionamento do mercado, onde decisões são tomadas informalmente com rapidez, sua implementação deve ser parametrizada pela CVM com critérios razoáveis que

¹⁸¹ Além disso, também vale notar que essa recomendação é fruto de reflexão conjunta realizada entre o autor e o Prof.º Otávio Yazbek, em arguição pública de banca final de avaliação desta dissertação.

possibilitem seu cumprimento por assessores de diferentes perfis e portes. É importante que qualquer mudança jurídica nesse mercado não desconsidere as peculiaridades e pluralidade de assessores atuantes no mercado, cabendo, portanto, uma espécie de regulação assimétrica pela CVM (*i.e.*, adotar padrões de conduta variáveis conforme a realidade de cada regulado).

De um lado, para que esse dever gere efeitos concretos, a fundamentação do assessor deve ser feita por escrito e em linguagem acessível ao investidor leigo, levando em consideração variáveis de risco e de perfil de investimento do cliente, como expectativa de rentabilidade do produto, custos, dentre outros. De outro lado, para não tornar esse dever um óbice ao desenvolvimento do mercado ou um ônus excessivo a assessores de investimento, a fundamentação não precisaria ser extensa e poderia constar no extrato mensal de investimento do cliente, evitando que o cliente seja sobrecarregado com inúmeros envios esparsos ao longo do mês e que o assessor possa formalizar sua fundamentação em prazo razoável.

Essa medida teria diversos benefícios. Em especial, um dever dessa natureza pode servir de controle *ex ante* a eventuais conflitos de interesses, atendendo à principal fragilidade identificada na seção anterior, segundo a qual o Direito brasileiro padece de ferramentas de prevenção a conflito de interesses. Em segundo lugar, ao promover maior valorização, mesmo que inconsciente, do perfil de investimento do cliente pelo assessor, essa medida pode gerar melhor alinhamento de interesses entre assessor e cliente, reduzindo riscos de litígio, seara onde o investidor enfrenta custos relevantes, conforme exposto na seção 4 acima.

Além disso, esse dever de fundamentação poderia contribuir para a documentação e elucidação de fatos ocorridos no contexto da assessoria, diminuindo os custos de produção de provas do investidor em juízo ou perante autoridades administrativas, outro limite identificado na seção anterior para o uso das ferramentas jurídicas de proteção do investidor.

Mesmo que ilicitudes possam ocorrer, sua incidência tenderia a diminuir se o assessor souber que suas recomendações serão documentadas e passíveis de escrutínio posterior. Como exposto na subseção 3.2 acima, a relação entre investidor e assessor pode ser analisada como uma relação de agência, contexto no qual a função do Direito é reduzir custos de agência por meio da imposição de deveres fiduciários ao agente (SITKOFF, 2014, p. 43; BHATTACHARYA, *et. al.*, p. 1). Alternativamente, mesmo que não se considere uma relação de agência, o Direito ainda teria a função de reduzir os custos de transação entre o investidor e seu assessor. No entanto, como visto na seção 4 acima, a existência de deveres de assessores parece ser insuficiente para endereçar o conflito de interesses no plano da realidade.

Por isso, o Direito deve se preocupar não apenas em reprimir o agente conflitado, mas, sim, em fomentar o principal (investidor). Em outras palavras, o Direito pode funcionar melhor

com uma atuação proativa sobre um lado da relação (investidor) em vez de se dedicar exclusivamente a uma atuação repressiva sobre o outro lado da relação (assessor de investimentos). Ressalta-se que o presente trabalho não propõe a adoção de uma única estratégia regulatória, como se fossem excludentes, mas de um “*mix*” dessas estratégias, incentivando posturas proativas e colaborativas de investidores e, concomitantemente, prevendo deveres fiduciários a assessores de investimento, com condenação de agentes que violem esses deveres.

A **quarta recomendação** possui alcance mais moroso, demandando mais tempo que as demais sugeridas acima para surtir efeitos concretos na proteção do investidor e sendo, por isso, classificada como de longo prazo. Trata do fomento à difusão de educação financeira no Brasil, que, como visto na seção 3, ainda se mostra carente na população brasileira e aumenta os custos de transação ou de agência do investidor perante seu assessor.

Essa medida estava presente em diversas das entrevistas realizadas para esse trabalho. Para Joaquim Paiffer, a educação financeira é qualidade essencial para o investidor identificar bons profissionais e prevenir se iludir durante seus investimentos. Além disso, ele também defende que as escolas de ensino básico podem ter papel fundamental na formação de uma cultura de educação financeira no Brasil.

Segundo Gustavo Gonzalez, o principal fator para que um investidor de varejo tenha sucesso é a educação financeira – seja para tomar, ele mesmo, boas decisões de investimento, seja para selecionar uma boa assessoria. Ainda, para analista de investimentos de instituição bancária entrevistado, apesar da complexidade intrínseca ao mercado de capitais, a educação financeira do cidadão e a formação de uma cultura mais proativa, de buscar o conhecimento, podem diminuir a assimetria informacional entre o investidor e os prestadores de serviços desse mercado.

O fomento da educação financeira é uma medida capaz de conscientizar o investidor dos riscos aos quais está exposto e dos vícios dos serviços que consome, prevenindo ou aumentando as chances de repressão a conflito de interesses de profissionais que contrata. Além disso, a difusão de uma cultura de educação financeira pode incentivar os próprios assessores a adotarem constantes mecanismos de prevenção de conflito de interesses, pois os agentes saberão que o público investidor goza de conhecimento técnico e, portanto, capacidade de selecionar profissionais probos e de qualidade.

Outro possível benefício dessa recomendação é ampliar o conhecimento dos investidores brasileiros sobre o MRP da BSM, que, como exposto na seção 4, é pouco conhecido pelo público investidor e, por isso, não atende plenamente ao seu potencial reparatório.

Essa medida de aprimoramento do ecossistema de distribuição e negociação de produtos de investimento pode não ser tipicamente jurídica – não se está falando, necessariamente, de alteração ou criação de normas jurídicas ou de instituições –, mas o Direito tem um papel a desempenhar nesse aspecto, por meio, por exemplo, da promulgação de leis de incentivos fiscais e financiamento específicos à criação e à difusão de trabalhos ou iniciativas de educação financeira.

Por fim, a **quinta recomendação** de aprimoramento é a intensificação e reestruturação do Programa de Educação Continuada (PEC) a assessores de investimento, promovido pela ANCORD, em cumprimento ao artigo 25 da Res. nº 16/21¹⁸². De acordo com esse programa, assessores devem, a cada cinco anos, atender ao PEC por meio de participação em cursos e realização de prova, para que mantenham seu cadastro ativo e regular¹⁸³.

Segundo entrevista concedida por agente autônomo(a) associado(a) a escritório de grande porte, o PEC, na prática, carece de eficácia, pois é cumprido de forma muito superficial. Em outras palavras, o PEC cumpre uma função meramente formal, pouco ou nada contribuindo para o efetivo aprimoramento da profissão e prevenção a condutas de conflito de interesses. Analisando o regulamento do PEC disponibilizado pela ANCORD¹⁸⁴, nota-se que não há disposição específica sobre conflito de interesses, de modo que este tema, embora possa ser abordado no exame de qualificação do programa ou em cursos frequentados por assessores, não é objeto de atenção específica no regulamento.

Para garantir que esse tema seja direcionado à pauta educacional dos assessores de investimento, o regulamento do PEC poderia conter disposição específica que direcionasse alguma atividade de obtenção de crédito do programa ao tema de conflito de interesses. Naturalmente, cursos e provas não são vacinas contra condutas evitadas de conflito de interesses, havendo, possivelmente, impacto discreto na formação ética do profissional que os atende.

No entanto, uma medida que poderia contribuir para a prevenção a casos de conflito de interesses é o fomento, em cursos do PEC, a boas práticas de transparência com o investidor e o incentivo à reputação profissional como qualidade essencial dessa classe de profissionais. Em outras palavras, valorizar o aspecto intelectual e reputacional dessa atividade para transformar

¹⁸² Resolução CVM nº 16/2021, Art. 25. As entidades credenciadoras devem: (...) II - instituir programa de educação continuada, com o objetivo de que os agentes autônomos de investimento por elas credenciados atualizem e aperfeiçoem periodicamente sua capacidade técnica;

¹⁸³ Assim dispõe o regulamento do PEC, disponível em: <<https://www.ancord.org.br/wp-content/uploads/2021/02/Regulamento-de-Processos-PEC-Atual.pdf>> Acesso em: 16/01/2022.

¹⁸⁴ Ibid.

a autoimagem do assessor, gerando maior ônus mental e conscientização, seria um direcionamento positivo do PEC.

Cabe ressaltar que não se está afirmando que o conflito de interesses seja um problema de falta de formação ou conhecimento técnico do assessor – essa hipótese é, inclusive, rechaçada mais adiante neste trabalho. Além disso, como visto na seção 3 deste trabalho, o conflito de interesses pode ocorrer de forma sutil e, eventualmente, quase inconsciente por agente dotado de incentivos econômicos perversos em contexto competitivo. Por isso, enfatizar o risco de conflito de interesses no PEC tenderia a aumentar a conscientização sobre esse tema e, com isso, a fiscalização do mercado sobre esse tipo de prática.

A probabilidade desse efeito vir à tona aumentaria conforme a diversidade de grupos de interesse envolvidos nas atividades educacionais do PEC. Em outras palavras, o PEC tenderia a ser mais efetivo conforme suas atividades forem menos restritas a assessores de investimento e instituições de distribuição, envolvendo outros grupos, como investidores, emissores de valores mobiliários, servidores da CVM e do BCB, advogados, gestoras, acadêmicos, dentre outros. A mitigação de um ambiente limitado a um ou dois segmentos do ecossistema de distribuição pode ser uma estratégia para evitar efeitos corporativistas de uma eventual intensificação do PEC. Considerando o efeito gradual e lento de qualquer atividade educacional de larga escala, essa recomendação pode ser classificada como de longo prazo.

Estas são cinco recomendações que, mesmo que eventualmente não esgotem o risco de conflito de interesses por completo – como ressaltado inicialmente, este talvez seja um problema intrínseco à natureza humana –, tenderão a fortalecer as ferramentas jurídicas de proteção do investidor e tornar o ecossistema de distribuição e negociação de produtos de investimento mais acolhedor a novos investidores de varejo, com maior alinhamento de interesses entre estes e seus assessores.

Inicialmente, durante esta pesquisa, cogitou-se de recomendar a redução do ônus regulatório e de custos fixos atualmente aplicáveis à atividade de assessores de investimento. Considerando que, como visto na subseção 3.4 acima, a estrutura de custos para o exercício da profissão de assessores poderia aumentar o potencial de conflito de interesses dessa atividade, iniciativas que diminuam esses custos ou que os tornem customizados ao rendimento ou porte do agente tendem a mitigar o problema em questão.

No entanto, com o advento da Lei nº 14.317/2022, a recomendação perdeu relevância, pois a taxa de fiscalização aplicável a assessores foi sensivelmente reduzida, como exposto na subseção 3.4. Nesse assunto, também cabe mencionar o Projeto de Lei nº 2.690/2021, em tramitação na Câmara dos Deputados, de autoria do Deputado Felipe Rigoni (PSB/ES), que

visa isentar assessores do pagamento da taxa de fiscalização à CVM, e o Projeto de Lei nº 2.631/2021, de autoria do Deputado Luiz Philippe Bragança (PSL/SP), que visa conferir competência à CVM para reduzir o valor da taxa de fiscalização em até 85% em hipóteses de “desproporcionalidade manifesta”. Até a data de fechamento do presente trabalho, ambas as propostas legislativas aguardavam parecer de relator na Comissão de Finanças e Tributação da Câmara dos Deputados.

Além disso, alguns entrevistados demonstraram visão segundo a qual o aumento de rigor nas exigências para pessoas se tornarem assessores de investimento, como exigir formação em curso de ensino superior e aprovação prévia em prova mais rígida para o credenciamento perante a ANCORD, seria uma medida cabível para reduzir conflito de interesses. No entanto, tomando a profissão de advocacia como exemplo, na qual há exigência de formação em curso de ensino superior e aprovação prévia em prova da Ordem dos Advogados do Brasil (OAB), pode-se concluir que a adoção de critérios mais exigentes para a entrada nesse mercado não necessariamente contribuiria para maior probidade no exercício da profissão, considerando que falhas éticas de profissionais da advocacia são notórias aos que militam na área. Por isso, essa recomendação também foi desconsiderada.

Esclarecidas as sugestões de aprimoramento dos regimes jurídicos para endereçar conflito de interesses de assessores, um desafio prático a ser naturalmente considerado é a eventual resistência por grupos de interesse. Tentativas de mudança de qualquer arranjo ou prática de mercado, em especial quando direcionadas a uma classe de profissionais, podem sofrer resistência por parte de pessoas habituadas ou eventualmente interessadas no arranjo ou prática que se pretende mudar. Esse desafio foi, inclusive, descrito por um(a) dos entrevistados, um(a) agente autônomo(a) fundador(a) de escritório de agentes autônomos de grande porte, que afirmou ter encontrado muita resistência quando atuou pela mudança de regras dessa profissão¹⁸⁵.

6. Considerações finais

Assessores de investimento desempenham importantes papéis no mercado de capitais brasileiro, podendo servir como um catalisador de desenvolvimento econômico em razão do impulsionamento da distribuição e negociação de produtos de investimentos e, também, uma fonte de educação financeira a seus clientes.

¹⁸⁵ Mais detalhes sobre suas alegadas tentativas de mudança e de onde partiu essa resistência não foram revelados.

Apesar dessa importância, foi possível identificar fatores capazes de gerar conflito de interesses na atuação desses agentes – se esses fatores efetivamente geram conflito de interesses na atuação de agentes concretos do mercado, esta já é uma avaliação que esta pesquisa não se dispôs a fazer, conforme esclarecido na introdução deste trabalho.

Os fatores que geram o potencial conflito de interesses são cumulativos, não sendo a origem do problema apenas um fator. Especificamente, os seguintes fatores podem contribuir para a geração de incentivos conflitantes com os interesses de investidores: (i) adoção de modelo segundo o qual a remuneração do assessor varia conforme o produto de investimento adquirido pelo cliente, (ii) oferecimento de atrativa remuneração adicional em caso de atingimento de metas comerciais pelo assessor, (iii) pouca transparência ao investidor sobre os exatos critérios de remuneração do assessor, (iv) significativos custos fixos para o exercício da atividade de assessores e (v) precária educação financeira do cidadão brasileiro médio, agravando sua vulnerabilidade e dificultando a escolha e fiscalização de assessoria adequada.

Conforme indicado na análise documental descrita na seção 3 deste trabalho,

- Contratos entre assessores de investimento e instituições de distribuição costumam prever obrigações e mecanismos contratuais de supervisão para endereçar, direta ou indiretamente, a hipótese de conflito de interesses do assessor contratado;
- O critério de remuneração de assessores usualmente adotado no mercado é o de comissão com percentual variável por produto de investimento, havendo maior variação de percentual na comparação entre cotas de diferentes fundos de investimento;
- Instituições de distribuição comumente oferecem remuneração adicional a assessores em caso de atingimento de metas comerciais, em especial, de volume de investimentos sob custódia, como forma de incentivo aos assessores contratados; e
- Tais metas comerciais são variadas, podendo abranger, segundo os contratos praticados no mercado, metas em relação à receita auferida pelo assessor, à captação de recursos sob custódia e à quantidade ou aos tipos de operações intermediadas – redação contratual que admite, portanto, metas sobre produtos de investimento específicos.

A constatação de potencial conflito de interesses no atual cenário do mercado não significa, necessariamente, que este potencial tenha sido intencionalmente arquitetado ou que seja explorado pelos participantes desse mercado, questão que extrapola o escopo dessa pesquisa. Trata-se, apenas, de pontos de atenção, que devem demandar mais cautela ou eventual aprimoramento pelos próprios participantes desse mercado e pelos reguladores.

A hipótese de conflito de interesses do assessor de investimento é passível de endereçamento pelo Direito brasileiro, especificamente, nos regimes regulatório e cível.

Conforme mapeados na seção 4 deste trabalho, esses regimes jurídicos fornecem ferramentas jurídicas de proteção ao investidor, de natureza precipuamente reparatória e repressiva.

Em relação ao regime regulatório, o investidor pode formular representação ou denúncia à CVM, provocando, com isso, a instauração de investigação e eventual processo administrativo sancionador para a apuração de eventuais ilícitos do mercado. No âmbito privado de autorregulação, o investidor pode pleitear ressarcimento ao MRP, além de provocar processo administrativo disciplinar perante a BSM.

Em relação ao regime cível, o investidor pode ajuizar ação judicial individual para pleitear medidas reparatórias e inibitórias ou buscar o Ministério Público ou entidade de classe para o ajuizamento de ação civil pública. No âmbito contratual, o investidor também pode denunciar eventual irregularidade de seu assessor ao departamento de ouvidoria da instituição de distribuição à qual este estiver vinculado.

No entanto, como também indicado na seção 4, essas ferramentas padecem de algumas limitações que as tornam aquém de uma proteção ideal do investidor. No âmbito público-setorial, não há jurisprudência consolidada na CVM sobre a responsabilização de assessores de investimento por condutas de conflito de interesses. No âmbito autorregulado, o processo sancionador da BSM tem natureza precipuamente repressiva, enquanto os pleitos do investidor ao MRP, de natureza reparatória, têm pouco índice de deferimento, além de limites de valor e prazo de pedido e serem pouco conhecidos/utilizados pelo público investidor.

No âmbito cível, as medidas disponíveis são limitadas a situações nas quais o investidor tenha sofrido ou esteja na iminência de sofrer dano, pouco servindo para fins preventivos. Além disso, há significativos custos de produção de provas em processo, dificuldade de mensuração do dano eventualmente sofrido, relativa insegurança jurídica nos tribunais brasileiros e falta de acesso a documentos corporativos relevantes aos incentivos dos assessores, além do possível desgaste e perecimento da relação de assessoria após um litígio judicial. Ainda, no caso específico de ações judiciais de tutela coletiva, o investidor pode sofrer com maior morosidade judicial e falta de autonomia na condução do processo.

Em relação às ferramentas contratuais e corporativas disponíveis ao investidor perante a instituição de distribuição à qual seu assessor estiver vinculado, a falta de acesso do investidor aos termos contratuais e condições de fiscalização do assessor, aliado ao risco de conflito de interesses da própria instituição de distribuição, enfraquecem essas ferramentas como meio de proteção ao investidor.

Apesar desses desafios à proteção do investidor, há caminhos para aprimorar os regimes jurídicos analisados e, com isso, tornar o mercado de capitais brasileiro mais seguro. Algumas

recomendações cumulativas de aprimoramentos foram expostas na seção 5, de variados prazos para surtir resultados, sem prejuízo de eventuais caminhos adicionais. Essas recomendações são:

- Na regulação da CVM, especificar, de forma não taxativa, os deveres do assessor de investimento perante o investidor e explicitar a prevalência dos interesses do investidor frente aos demais participantes do mercado de capitais (medida de curto/médio prazo);
- Obrigar escritórios de assessores de investimento de grande porte a terem uma área independente de análise de *suitability*, cujos resultados devem guiar as recomendações dos assessores aos clientes (medida de curto/médio prazo);
- Criar um dever de fundamentação de recomendações do assessor ao investidor, a constar no extrato mensal de investimento do cliente (medida de curto/médio prazo);
- Promulgar normas de incentivo à educação financeira na formação educacional do cidadão brasileiro (medida de longo prazo);
- Intensificar e reestruturar o Programa de Educação Continuada da ANCORD, com direcionamento ao tema de conflito de interesses e envolvimento de outros grupos de interesse do mercado de capitais (medida de longo prazo).

Conflito de interesses é um fenômeno natural em sociedade. No entanto, em determinadas circunstâncias, esse tipo de situação pode causar sérios problemas àqueles que confiam no agente conflitado. No mercado de capitais, cuja estrutura deve ser moldada para proteger o investidor de varejo de falhas de mercado, a hipótese de conflito de interesses de assessores de investimento deve ser objeto de maior atenção, admitindo relevantes contribuições do campo do Direito à proteção do investidor.

Nesse cenário, não há vilões nem heróis. Diversas instituições de mercado e de Estado cumprem importantes papéis nesse ambiente. Os riscos e pontos de atenção existentes resultam de naturais desafios da transformação de um segmento altamente benéfico à economia brasileira, que pode se aprimorar continuamente por meio do diálogo entre envolvidos, como a CVM, a BSM, o MP, magistrados, assessores de investimento, investidores e instituições de distribuição. A academia pode ter papel relevante, mesmo que delimitado, no aprimoramento do mercado de capitais, sendo a presente pesquisa um passo adicional no trilho de futuras contribuições acadêmicas a esse campo.

Referências Bibliográficas

FONTES PRIMÁRIAS

Contrato de Distribuição e Mediação de Valores Mobiliários, celebrado entre XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. e Ação Investimentos – Agente Autônomo de Investimento Sociedade Simples;

Contrato de Distribuição e Mediação de Valores Mobiliários, celebrado entre XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. e Acqua – Agente Autônomo de Investimentos Ltda., de 02 de outubro de 2018;

Contrato de Distribuição e Mediação de Valores Mobiliários, celebrado entre XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. e Confiança Agente Autônomo de Investimentos Financeiros S/S Ltda., de 07 de janeiro de 2019;

Contrato de Distribuição e Mediação de Valores Mobiliários, celebrado entre XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. e EuQueroInvestir Agentes Autônomos de Investimentos S/S, de 07 de dezembro de 2018;

Contrato de Distribuição por Agente Autônomo de Investimento, celebrado entre Banco BTG Pactual S.A. e Confiança Agente Autônomo de Investimentos Financeiros S/S Ltda., de 20 de outubro de 2020;

Contrato de Distribuição por Agente Autônomo de Investimento, celebrado entre Banco BTG Pactual S.A. e Porte Agente Autônomo de Investimentos Ltda., de 05 de setembro de 2019;

Contrato de Intermediação e Custódia e Outras Avenças, celebrado entre XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. e clientes (contrato de adesão), de 22 de agosto de 2017. Disponível em: <https://institucional.xpi.com.br/documentos/Contrato_de_Intermedia%C3%A7%C3%A3o_XP.pdf?_ga=2.101954561.1611617123.1626054639-123850173.1625883080> Acesso em: 07/09/2021;

Contrato de Intermediação e Subcustódia, celebrado entre Bradesco S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários e clientes (contrato de adesão), de janeiro de 2019. Disponível em: <https://www.bradescoCorretora.com.br/BradescoCorretora/static_files/portal/files/pdf/Normas%20Para%20Operar/Contrato_Intermediacao_5900_124E_v4.pdf> Acesso em: 07/09/2021;

Contrato de Prestação de Serviços de Agente Autônomo de Investimento – Pessoa Jurídica, celebrado entre Walpires S.A. Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários e Soldi Agentes Autônomos de Investimentos Ltda., de 09 de abril de 2012;

Contrato Global de Distribuição e Mediação de Valores Mobiliários, celebrado entre XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. e CDR Agentes Autônomos de Investimentos Ltda., de 11 de julho de 2018;

Contrato Global de Distribuição e Mediação de Valores Mobiliários para Agentes Autônomos de Investimento, celebrado entre XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. e Marcelo Galvão Morroni – Agente Autônomo de Investimento – EPP, de 23 de dezembro de 2016;

Contrato Global de Distribuição e Mediação de Valores Mobiliários para Agentes Autônomos de Investimento, celebrado entre XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. e One Agentes Autônomos de Investimentos Ltda., de 18 de abril de 2016;

Manual de Procedimentos e Supervisão de AAI. Versão 1.2. BTG Pactual. Disponível em: <https://www.sejabtg.com/assets/files/Manual%20do%20AAI_site.pdf> Acesso em: 07/09/2021;

Política de Compliance. XP Investimentos. Disponível em: <https://www.xpi.com.br/assets/documents/1_Politica_de_Compliance_POL_CPL_001_v1.pdf> Acesso em: 07/09/2021;

Política de Princípios Éticos, Regras de Conduta e de Atuação dos Colaboradores. Órama DTVM S.A. Disponível em: <https://orama-media.s3.amazonaws.com/public_area_files/Princ%C3%ADpios_%C3%89ticos_Regras_de_Conduta_e_Atua%C3%A7%C3%A3o_dos_Colaboradores.pdf> Acesso em: 08/03/2022.

Política para Agente Autônomo de Investimentos. Órama DTVM S.A. Disponível em: <https://orama-media.s3.amazonaws.com/public_area_files/20210127_-_Agente_Autonomo_de_Investimentos_-_1.7.pdf> Acesso em: 08/03/2022.

FONTES SECUNDÁRIAS

Artigos de notícia

BESSA, Hudson. Confronto entre Itaú e XP esconde a discussão que importa: vamos falar de conflito de interesse? *Valor Investe*. 30 jun. 2020. Disponível em: <<https://valorinveste.globo.com/blogs/hudson-bessa/coluna/confronto-entre-itaue-xp-esconde-a-discussao-que-importa.ghml>> Acesso em: 25/07/2020.

COSTA, Isac. O futuro dos agentes autônomos de investimentos no Brasil. *Conjur*. 03 mar. 2022. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2022-mar-03/isac-costa-futuro-agentes-autonomos-investimentos-brasil>> Acesso em: 05/03/2022.

COTIAS, Adriana. BTG faz aquisições em série e assume Empiricus e Vitreo. *Valor Econômico*. 01 jun. 2021a. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/06/01/btg-faz-aquisicoes-em-serie-e-assume-empiricus-e-vitreo.ghml>> Acesso em: 05/06/2021.

_____. Corretoras novatas brigam pelo varejo. *Valor Econômico*. 18 jan. 2021b. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/01/18/corretoras-novatas-brigam-pelo-varejo.ghml>> Acesso em: 05/06/2021.

_____; PINTO, Lucinda. Agentes autônomos resistem a distribuir CRA do Madero. *Valor Econômico*. 16 fev. 2022. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/02/16/agentes-autonomos-resistem-a-distribuir-cra-do-madero.ghml>> Acesso em: 09/04/2022.

ESTADÃO. Após autorização do BC para abrir corretora, EQI Investimentos compra escritório de agentes autônomos ligado à XP. *Seu Dinheiro*. 16 ago. 2021. Disponível em:

<<https://www.seudinheiro.com/2021/empresas/eqi-investimentos-compra-escritorio-de-agentes-autonomos-ligado-a-xp/>> Acesso em: 16/10/2021.

FORBES. Acqua e Vero anunciam fusão com patrimônio de R\$ 8 bi. *Forbes Money*. 18 dez. 2020. Disponível em: <<https://www.forbes.com.br/forbes-money/2020/12/acqua-e-vero-anunciam-fusao-com-patrimonio-de-r-8-bi/>> Acesso em: 08/06/2021.

GWX. Fee Fixo: conheça o novo modelo de remuneração da GWX e XP Investimentos. *GWX*. 23 out. 2020. Disponível em: <<https://gwx.com.br/fee-fixo-conheca-o-novo-modelo-de-remuneracao-da-gwx-e-xp-investimentos/>> Acesso em: 20/07/2021.

JÚNIOR, Ralphe M. Em reação ao BTG Pactual, XP faz acordo para Messem virar corretora. *Neofeed*. 30 mai. 2021. Disponível em: <<https://neofeed.com.br/negocios/em-reacao-ao-btg-pactual-xp-faz-acordo-para-messem-virar-corretora/>> Acesso em: 05/06/2021.

MONEYLAB. A pandemia e o investidor pessoa física: o que mudou na hora de avaliar ativos? *InfoMoney*. 03 abr. 2021. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/minhas-financas/a-pandemia-e-o-investidor-pessoa-fisica-o-que-mudou-na-hora-de-avaliar-ativos/>> Acesso em: 12/06/2021.

OLIVEIRA, Isaac de. Itaú vs. XP: como funciona a comissão a agentes por trás da briga. *O Estado de S. Paulo*. 25 jun. 2020. Disponível em: <<https://einvestidor.estadao.com.br/mercado/taxa-rebate-briga-itau-xp/>> Acesso em: 20/07/2021.

RAGAZZI, Ana P. Corretora volta a ser ativo cobiçado no mercado. *Valor Econômico*. 26 out. 2020. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/10/26/corretora-volta-a-ser-ativo-cobicado-no-mercado.ghtml>> Acesso em: 05/06/2021.

_____. O que está por trás da nova estratégia da XP para os agentes autônomos. *Valor Econômico*. 08 jun. 2021. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/06/08/novo-modelo-de-negocio-nao-altera-margens-diz-xp.ghtml>> Acesso em: 08/06/2021.

ROCHA, Daniel Favoretto. Dilemas dos agentes autônomos de investimento. *O Estado de São Paulo*. 19 mar. 2021. Disponível em: <<https://politica.estadao.com.br/blogs/fausto-macedo/dilemas-dos-agentes-autonomos-de-investimento/>> Acesso em: 19/03/2021.

ROHR, Daniel Stein. Taxa de rebate: o que é e por que a Warren não cobra. *Warren Blog*. 29 jun. 2020. Disponível em: <<https://warren.com.br/blog/taxa-de-rebate/>> Acesso em: 20/07/2021.

SETTI, Rennan. O novo negócio do time que deixou o ‘private’ da XP rumo ao BTG. *O Globo*. 20 mar. 2021. Disponível em: <<https://blogs.oglobo.globo.com/capital/post/o-novo-negocio-do-time-que-deixou-o-private-da-xp-rumo-ao-btg.html>> Acesso em: 08/06/2021.

TORRES, Fernando; BERTÃO, Naiara. Em novo modelo de negócio, agentes autônomos da XP poderão cobrar entre 0,5% a 1% ao ano de clientes. *Valor Investe*. 31 jul. 2020. Disponível em: <<https://valorinveste.globo.com/objetivo/hora-de-investir/noticia/2020/07/31/em-novo-modelo-de-negocio-agentes-autonomos-da-xp-poderao-cobrar-entre-05percent-a-1percent-ao-ano-de-clientes.ghtml>> Acesso em: 20/07/2021.

_____. XP vai lançar opção de cliente investir na plataforma pagando percentual fixo sobre a carteira. *Valor Investe*. 30 jul. 2020b. Disponível em: <<https://valorinveste.globo.com/produtos/servicos-financeiros/noticia/2020/07/30/xp-vai-lancar-opcao-de-cliente-investir-na-plataforma-pagando-percentual-fixo-sobre-a-carreira.ghtml>> Acesso em: 01/08/2021.

WILTGEN, Julia. Guide rebate XP e diz que já adota seu novo modelo de remuneração de agentes autônomos. *Seu Dinheiro*. 31 jul. 2020. Disponível em: <<https://www.seudinheiro.com/2020/empresas/guide-rebate-xp-e-diz-que-ja-adota-seu-novo-modelo-de-remuneracao-de-agentes-autonomos/>> Acesso em: 21/07/2021.

Doutrina

ANAGOL, Santosh; COLE, Shawn Allen; SARKAR, Shayak. *Understanding the Advice of Commissions-Motivated Agents: Evidence from the Indian Life Insurance Market*. Harvard Business School Finance Working Paper n° 12-055. Boston, 2012. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1978876> Acesso em: 01/05/2021.

ANBIMA. *Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Distribuição de Produtos de Investimento*. 2019a. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/CF/E7/3A/CD/9FE4D6100FB0C4D6192BA2A8/F__ASS.%20JURIDICA_ANBIMA_Codigos_Codigos%20-%20versoes%20finais_Codigo%20de%20Distribuicao_2019_Codigo_Distribuicao_Produtos_Investimento_23_05_19.pdf> Acesso em: 21/07/2020.

_____. Manifestação à Audiência Pública SDM n° 03/2019. 2019b. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0319.html> Acesso em: 18/07/2021.

_____. *Raio X do investidor brasileiro*. 3ª ed. 2020. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-2020.htm> Acesso em: 06/10/2021.

_____. *Raio X do investidor brasileiro*. 4ª ed. 2021. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-2021.htm> Acesso em: 06/10/2021.

AUSTRÁLIA. Australian Securities & Investments Commission. *Managing conflicts of interest in the financial services industry*. Sidney: ASIC, 2006. (Consultation Paper). Disponível em: <https://download.asic.gov.au/media/1327370/Conflicts_discussion_paper_April_2006.pdf> Acesso em: 02/05/2021.

B3. *A descoberta da bolsa pelo investidor brasileiro*. São Paulo: 2020. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/investidores.htm> Acesso em: 12/06/2021.

BHATTACHARYA, Vivek; ILLANES, Gaston; PADI, Manisha. *Fiduciary Duty and the Market for Financial Advice*. Cambridge, 2019. (NBER Working Paper). Disponível em: <<https://www.nber.org/papers/w25861>> Acesso em: 29/10/2021.

BRASIL. BCB. *Estudo Especial n° 47/2019: Ato de concentração Itaú Unibanco/XP Investimentos*. 2019. Disponível em:

<https://www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/EE047_Ato_de_conce ntracao_Itau_Unibanco_XP_Investimentos.pdf> Acesso em: 03/01/2022.

_____. CVM (Org.). *Direito do mercado de valores mobiliários*. 1ª ed. Rio de Janeiro: CVM, 2017. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf> Acesso em: 15/05/2020.

_____. CVM. Edital da Audiência Pública SDM nº 03/2019. 1º de jul. 2019a. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0319.html> Acesso em: 20/07/2021.

_____. CVM (Org.). *Mercado de valores mobiliários brasileiro*. 4ª ed. Rio de Janeiro: CVM, 2019b. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf> Acesso em: 10/06/2021.

_____. CVM. *Análise de impacto regulatório: requisito de exclusividade nas atividades de agentes autônomos de investimento*. Nov. 2020. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/analise-de-impacto-regulatorio-air-requisito-de-exclusividade-nas-atividades-de-agentes-autonomos-de-investimento-assessoria-de-analise-economica-e-gestao-de-riscos-da-cvm-novembro-2020>> Acesso em: 06/06/2021.

_____. CVM. *Investidores no mercado de capitais brasileiro: uma análise dos critérios regulatórios para investimentos em valores mobiliários*. Jul. 2021a. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/air_investidores-no-mercado-de-capitais-brasileiro_2021-07-19.pdf> Acesso em: 25/09/2021.

_____. CVM. *Guia CVM-MRP*. 1ª ed. Rio de Janeiro: CVM, 2021b. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/serie_guias/GuiaMRP-final4.pdf> Acesso em: 10/03/2022.

CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de responsabilidade civil*. 9ª ed. São Paulo, Ed. Atlas, 2010.

CHALMERS, John; REUTER, Jonathan. *Is conflicted investment advice better than no advice?* National Bureau of Economic Research (NBER working paper), 2012. Disponível em: <<https://www.nber.org/papers/w18158>> Acesso em: 02/11/2021.

COFFEE JR., John C. *Gatekeepers: the professions and corporate governance*. Nova Iorque: Oxford University Press, 2006.

CORDEIRO, Antônio Menezes. *O levantamento da personalidade colectiva no direito civil e comercial*. Coimbra: Almedina, 2000.

COSTA, Isac. *High frequency trading (HFT) em câmera lenta: compreender para regular*. Dissertação (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – FGV, São Paulo, 2018. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/20720>> Acesso em: 07/03/2021.

CRYDER, Cynthia E.; LOEWENSTEIN, George; SELTMAN, Howard. Goal gradient in helping behaviour. *Journal of Experimental Social Psychology*, v. 49, 2013. Disponível em:

<<https://www.cmu.edu/dietrich/sds/docs/loewenstein/GoalGradBeh.pdf>> Acesso em: 17/01/2022.

DI PIETRO, Maria S. Z. *Direito administrativo*. 26ª ed. São Paulo: Atlas, 2013.

EISENHARDT, Kathleen M. Agency theory: an assessment and review. *The Academy of Management Review*, v. 14, n. 1, 1989, pp. 57-74. Disponível em: <<https://doi.org/10.2307/258191>> Acesso em: 16/03/2022.

FOERSTER, Stephen; LINNAINMAA, Juhani T.; MELZER, Brian T.; PREVITERO, Alessandro. Retail financial advice: does one size fits all? *The Journal of Finance*, v. 72, n. 4, 2017, pp. 1441-1482.

HAENSEL, Taimi. *A figura dos gatekeepers*: aplicação às instituições intermediárias do mercado organizado de valores mobiliários brasileiro. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: <<https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-04032015-083153/pt-br.php>> Acesso em: 05/06/2021.

IOSCO. *International conduct of business principles*. 09 jul. 1990. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD8.pdf>> Acesso em: 02/11/2021.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. v. 3, n. 4, 1976, pp. 305-360. Disponível em: <[https://doi.org/10.1016/0304-405x\(76\)90026-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(76)90026-x)> Acesso em: 29/05/2021.

KIVETZ, Ran; URMINSKY, Oleg; ZHENG, Yuhuang. The Goal-Gradient Hypothesis Resurrected: Purchase Acceleration, Illusionary Goal Progress, and Customer Retention. *Journal of Marketing Research*, v. 43, n. 1, 2006, pp. 39-58. Disponível em: <<https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1509/jmkr.43.1.39>> Acesso em: 17/01/2022.

KRUGMAN, Paul; WELLS, Robin. *Introdução à economia*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

MACHADO, Máira R.; FERREIRA, Luísa Moraes A. (Org.). *Estudos sobre o caso TRT*. São Paulo: FGV, 2014. Disponível em: <<https://direitosp.fgv.br/sites/direitosp.fgv.br/files/estudos-sobre-o-caso-trt.pdf>> Acesso em: 29/05/2021.

MARRARA, Thiago. Defesa da concorrência x regulação setorial: o que mudou com a lei de 2011? *Revista de Direito Público da Economia*, v.13, n. 50, pp. 245-261.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. São Paulo: FGV, 2015.

MOTA PRADO, Mariana. Presidential Dominance from a Comparative Perspective: The Relationship between the Executive Branch and Regulatory Agencies in Brazil. ROSE-ACKERMAN, Susan; LINDSETH, Peter L. (Org.). *Comparative administrative law*. Edward Elgar, 2010. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1690815> Acesso em: 06/06/2021.

NELSON, Paul. *Capital markets law and compliance*: the implications of MiFID. Nova Iorque: Cambridge University Press, 2008.

NODA, Margareth. *Fragmentação do mercado secundário: desafios para a regulação no Brasil*. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

OTTAVIANI, Marco; INDERST, Roman. Financial Advice. *Journal of Economic Literature*, v. 50, n. 2, 2012, pp. 494-512. DOI: 10.1257/jel.50.2.494.

PEREIRA NETO, Caio Mário da Silva; CASAGRANDE, Paulo L. *Direito concorrencial: doutrina, jurisprudência e legislação*. São Paulo: Ed. Saraiva, 2016.

_____; JONES, Alison. *Combating Corruption and Collusion in Public Procurement: lessons from Operation Car Wash*. 2021. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3712858> Acesso em: 29/08/2021.

_____; LANCIERI, Filippo. *Designing remedies for digital markets: the interplay between antitrust and regulation*. 2021. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3704763> Acesso em: 16/10/2021.

PRADO, Viviane M. *Nada custa mentir: ressarcimento de investidores*. São Paulo: FGV, 2016. Disponível em: <<https://works.bepress.com/viviane-muller-prado/4/>> Acesso em: 14/09/2020.

PRADO, Viviane M.; RACHMAN, Nora M.; VILELA, Renato. *Insider trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil*. São Paulo: FGV, 2016. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/17696>> Acesso em: 29/05/2021.

ROCHA, Daniel Favoretto. Enforcement antitruste em mercados digitais: o CADE e os remédios em fusões nos mercados de inovação. PEREIRA NETO, Caio Mario da S. (Org.). *Defesa da concorrência em plataformas digitais*. São Paulo: FGV, 2020. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/30031>> Acesso em: 05/03/2022.

ROCHET, Jean-Charles; TIROLE, Jean. Platform competition in two-sided markets. *Journal of the European Economic Association*, v. 1, n. 4, 2003, pp. 990-1.029. Disponível em: <<https://doi.org/10.1162/154247603322493212>> Acesso em: 06/03/2022.

SCHNEIDER, Dieter. Agency costs and transaction costs: flops in the principal-agent-theory of financial markets. BAMBERG, G.; SPREMANN, K. (Org.). *Agency theory, information, and incentives*. Berlim: Springer, 1987.

SCOTT, Robert E. TRIANTIS, George G. Anticipating litigation in contract design. *The Yale Law Journal*, v. 115, 2006, pp. 814-879. Disponível em: <https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1490&context=faculty_scholarship> Acesso em: 09/04/2022.

SITKOFF, Robert H. The fiduciary obligations of financial advisers under the law of agency. *Journal of Financial Planning*. Harvard Public Law Working Paper No. 13-16, 2014. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2234830> Acesso em: 27/05/2021.

SUN, Ruo-Ting; GARIMELLA, Aravinda; HAN, Wencui; CHANG, Hsin-Lu; SHAW, Michael. Transformation of the transaction cost and the agency cost in an organization and the applicability of blockchain: a case study of peer-to-peer insurance. *Non-Financial Blockchain*, 2020. Disponível em: <<https://doi.org/10.3389/fbloc.2020.00024>> Acesso em: 09/04/2022.

TARTUCE, Flávio; NEVES, Daniel Amorim. *Manual de direito do consumidor: direito material e processual*. 5ª ed. São Paulo: Ed. Método, 2016.

VIOL, Dalila Martins. *Entre o texto e o contexto: institucionalização dos programas de integridade no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Fundação João Pinheiro, Belo Horizonte, 2019. Disponível em: <<http://tede.fjp.mg.gov.br/handle/tede/425>> Acesso em: 13/03/2022.

VIOL, Dalila Martins. *Programas de integridade e combate à corrupção: aspectos teóricos e empíricos da multiplicação do compliance anticorrupção no Brasil*. São Paulo: Almedina, 2021.

WHISH, Richard; BAILEY, David. *Competition law*. 7ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2011.

Legislação

Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil.

Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011. Estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência; dispõe sobre a prevenção e repressão às infrações contra a ordem econômica; altera a Lei nº 8.137, de 27 de dezembro de 1990, o Decreto-Lei nº 3.689, de 3 de outubro de 1941 - Código de Processo Penal, e a Lei nº 7.347, de 24 de julho de 1985; revoga dispositivos da Lei nº 8.884, de 11 de junho de 1994, e a Lei nº 9.781, de 19 de janeiro de 1999; e dá outras providências.

Lei nº 12.813, de 16 de maio de 2013. Dispõe sobre o conflito de interesses no exercício de cargo ou emprego do Poder Executivo federal e impedimentos posteriores ao exercício do cargo ou emprego; e revoga dispositivos da Lei nº 9.986, de 18 de julho de 2000, e das Medidas Provisórias nºs 2.216-37, de 31 de agosto de 2001, e 2.225-45, de 4 de setembro de 2001.

Lei nº 14.317, de 29 de março de 2022. Altera a Lei nº 7.940, de 20 de dezembro de 1989, para modificar a forma de cálculo da Taxa de Fiscalização dos mercados de títulos e valores mobiliários, e a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976; e revoga dispositivos das Leis nºs 8.383, de 30 de dezembro de 1991, 9.457, de 5 de maio de 1997, 11.076, de 30 de dezembro de 2004, 11.908, de 3 de março de 2009, e 12.249, de 11 de junho de 2010.

Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

Lei nº 7.347, de 24 de julho de 1985. Disciplina a ação civil pública de responsabilidade por danos causados ao meio-ambiente, ao consumidor, a bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico (vetado) e dá outras providências.

Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990. Dispõe sobre a proteção do consumidor e dá outras providências.

Lei nº 8.906, de 4 de julho de 1994. Dispõe sobre o Estatuto da Advocacia e a Ordem dos Advogados do Brasil (OAB).

Precedentes

BRASIL. CADE, Ato de Concentração nº 08700.004431/2017-16, Relator: Conselheiro Paulo Burnier, Requerentes: Itaú Unibanco S.A. e XP Investimentos S.A., julgado em 14/03/2018.

_____. CVM, Processo Administrativo nº SP2007-0051, Interessado: Marcos Antônio Reis, Relatora Diretora Luciana Dias, julgado em 23/02/2012.

_____. CVM, Processo Administrativo Sancionador nº 11/2013, Representados: Geração Futuro Corretora de Valores S.A. e Mauro César Medeiros de Mello, Relator Diretor Gustavo Gonzalez, julgado em 30/01/2018.

_____. CVM, Processo Administrativo Sancionador nº 19957.000250/2017-25, Representados: Wall Trader Agente Autônomo de Investimento Eireli e outros, Relator Diretor Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 02/04/2019.

_____. CVM, Processo Administrativo Sancionador nº 19957.006406/2016-09, Representados: Le Valle Agente Autônomo de Investimentos S/S Ltda. e Letícia Ferreira Duarte do Valle, Relator Diretor Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 18/06/2019.

_____. CVM, Processo Administrativo Sancionador nº 22/2013, Representados: Um Investimentos S.A. CTVM e outros, Relator Diretor Gustavo Gonzalez, julgado em 18/09/2018.

_____. CVM, Processo Administrativo Sancionador nº RJ2014/2797, Representados: D&F Agentes Autônomos de Investimentos Sociedade Simples Ltda. e outros, Relator Diretor Pablo Renteira, julgado em 27/09/2016.

_____. CVM, Processo Administrativo Sancionador nº SP2012/0480, Representados: A.S. Consultoria Imobiliária Ltda. e outros, Relator Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, julgado em 06/10/2015.

_____. CVM, Processo Administrativo Sancionador nº SP2014/0465, Representado: Pery de Oliveira Neto, Relator Diretor Gustavo Gonzalez, julgado em 06/11/2018.

_____. STF, ADI 2.591-1-DF, Pleno, Rel. Min. Carlos Velloso, julgado em 07/06/2006.

_____. STJ, AgInt no AREsp nº 1.383.867-RJ, Quarta Turma, Rel. Min. Raul Araújo, julgado em 02/04/2019.

_____. STJ, AgInt no AREsp nº 1.878.330/RJ, Quarta Turma, Rel. Min. Antônio Carlos Ferreira, julgado em 30/08/2021.

_____. STJ, AgInt no REsp nº 1.347.473-SP, Quarta Turma, Rel. Min. Luís Felipe Salomão, julgado em 04/12/2018.

_____. STJ, AgRg no AREsp nº 646.466/ES, Terceira Turma, Rel. Min. Moura Ribeiro, julgado em 07/06/2016.

_____. STJ, REsp nº 1.266.388/SC, Quarta Turma, Rel. Min. Luis Felipe Salomão, julgado em 17/12/2013.

_____. STJ, REsp nº 1.131.073/MG, Terceira Turma, Rel. Min. Nancy Andrighi, julgado em 05/04/2011.

_____. STJ, REsp nº 1.321.614/SP, Terceira Turma, Rel. Min. Paulo de Tarso Sanseverino, julgado em 16/12/2014.

_____. STJ, REsp nº 1.685.098/SP, Terceira Turma, Rel. Min. Moura Ribeiro, julgado em 10/03/2020.

_____. STJ, REsp nº 1.785.802/SP, Terceira Turma, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, julgado em 19/02/2019.

_____. STJ, REsp nº 566.468-RJ, Quarta Turma, Rel. Min. Jorge Scartezzini, julgado em 23/11/2004.