

**Matheus Humberto Migliari Ramalho**

Mestrando em ciências econômicas na Universidade Federal do Rio de Janeiro. Economista formado pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

À

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM**

**SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO – SDM**

A/C: Sr. Antônio Carlos Berwanger

Ref.: Audiência Pública SDM nº 06/17

Pelo presente, apresento minhas contribuições e sugestões à proposta de alteração da Instrução CVM nº 497, de 3 de junho de 2011, conforme alterada (“ICVM 497”), que dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento (“AAI”), posta na presente audiência pública (“Audiência Pública”).

A CVM ao promover a participação pública em seus processos normativos, indiscutivelmente, viabiliza a edição e aprimoramento de normas que promovem o desenvolvimento do mercado de maneira mais eficiente.

**1. Processo de credenciamento: Art. 19, IV; direito à vista de prova (exame de qualificação técnica).**

No âmbito da revisão do processo de credenciamento, sugere-se que seja expressamente incluído o direito à vista de prova do exame de qualificação técnica aplicado pelas entidades credenciadoras, com fundamento no artigo 19, parágrafo único, inciso II, da ICVM 497, que prevê a competência da CVM para aprovar previamente os exames aplicados.

De acordo com o atual Regulamento do Exame de Certificação para Agentes Autônomos de Investimentos e Empregados de Instituições Financeiras da ANCORD (“Regulamento ANCORD”)<sup>1</sup>, não é admitida a vista da prova, qualquer que seja o motivo alegado:

---

<sup>1</sup> <http://www.ancord.org.br/wp-content/uploads/2015/12/Regulamento-Exame-AAI-01-12-2015.pdf>.

## **Matheus Humberto Migliari Ramalho**

Mestrando em ciências econômicas na Universidade Federal do Rio de Janeiro. Economista formado pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

### *“VIII. DOS RECURSOS*

*VIII.1. Será admitido recurso quanto à formulação das questões da prova **e suas opções nas questões objetivas do Exame de Certificação.***

*[...]*

***VIII.8. Em hipótese alguma será deferido o pedido de vista das provas, seja qual for o motivo alegado.***

*VIII.9. Em hipótese alguma será fornecido o gabarito das provas, seja qual for o motivo alegado”. (destacamos)*

É possível notar que o próprio recurso admitido no Regulamento ANCORD fica prejudicado, na medida em que o candidato não tem direito à vista de prova.

Além disso, o direito à vista de prova do exame de qualificação técnica é extremamente benéfico, ao promover a transparência e o controle social das atividades atribuídas às entidades credenciadoras, que se revestem de caráter público e socialmente relevante, uma vez que o referido exame de qualificação técnica é requisito para exercer atividade de AAI<sup>2</sup>.

Reforçam os argumentos acima, casos análogos ao exame de qualificação técnica de que trata a ICVM 497, nos quais o Poder Judiciário teve oportunidade de se manifestar:

ADMINISTRATIVO. CONSTITUCIONAL. ENSINO SUPERIOR. DIREITO DE VISTA DE PROVA. POSSIBILIDADE. ART. 5º, XXXIV, "B", DA CONSTITUIÇÃO FEDERAL. SITUAÇÃO DE FATO CONSOLIDADA.

I - Inicialmente, não se reconhece a alegada coisa julgada da Ação Civil Pública nº 0037994-96.2011.4.01.3400/DF, no qual foi firmado o Termo de Ajustamento de Conduta entre o Ministério Público Federal, a União e o INEP, e a presente demanda, visto que, conforme afirmado pelo próprio apelante, o Ajustamento em questão objetiva tratar da possibilidade de os candidatos do ENEM terem acesso às provas e as suas correções, a fim de que os interessados possam apresentar recurso administrativo em face dos resultados que eventualmente lhes foram atribuídos. Assim, longe de afastar, a homologação do referido TAC apenas vem ao encontro dos anseios do ora demandante, a confirmar o acerto da sentença apelada. Ademais, o referido TAC teve alcance para os participantes do ENEM tão somente a partir da edição do ano de 2012, seguinte, portanto, ao pleito do autor, que busca ter acesso as provas do ENEM/2011.

II - No caso em exame, afigura-se passível de correção o ato abusivo da Instituição requerida que negou ao candidato o direito de vista das provas do exame vestibular, na medida em que o referido ato viola o princípio fundamental da publicidade, além do direito subjetivo público

---

<sup>2</sup> Nos termos da Constituição Federal: “Art. 5º [...]”

XIII - é livre o exercício de qualquer trabalho, ofício ou profissão, atendidas as qualificações profissionais que a lei estabelecer;”.

## **Matheus Humberto Migliari Ramalho**

Mestrando em ciências econômicas na Universidade Federal do Rio de Janeiro. Economista formado pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

do autor de obter informações de repartições públicas, visando à defesa de seus direitos e ao esclarecimento de situações de seu interesse pessoal, nos termos do art. 5º, XXXIV, "b", da Constituição Federal. [...].

(Apelação 00030344420124013800, Desembargador Federal Souza Prudente, TRF1, e-DJF1:11/10/2017).

AGRAVO DE INSTRUMENTO - AÇÃO CAUTELAR - ENEM 2011 - ABERTURA DE VISTA DA PROVA DE REDAÇÃO.

1. O Juízo da causa deferiu ao agravado a abertura de vista de sua prova de redação, a fim de que possa examinar seu espelho de correção. Saliente-se ter havido prévia recusa ao pedido na esfera administrativa, o que ocasionou o ajuizamento da ação de origem.

2. O respeito ao devido processo legal - direito ao contraditório, ampla defesa, produção de provas, revisão das decisões proferidas, igualdade das partes, caracteriza-se como garantia aplicada aos cidadãos, possibilitando aos administrados a apresentação de defesa antes de proferido o ato decisório que atingirá sua esfera de direitos e interesses. Tal assertiva corrobora a necessidade de abertura de vista de prova ao candidato que pretender a revisão da nota a ele atribuída por ocasião da correção de sua redação. Precedentes.

3. Não há nos autos alteração substancial capaz de influir na decisão proferida quando do exame do pedido de efeito suspensivo. (AI 00049111620124030000, Juiz Convocado Herbert de Bruyn, TRF3, e-DJF3: 8/11/2013).

Verifica-se, portanto, que não há motivo para negar acesso à vista de prova aos candidatos que prestem o exame de qualificação técnica para o credenciamento de AAI.

## **2. Parecer do CADE e vedações: Art. 13, I; exclusividade com a instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários.**

Entendo por oportuno, trazer à análise da CVM eventual impacto da intervenção direta do Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE na ICVM 497, resultado do Parecer Técnico nº 24 (“Parecer CADE”)<sup>3</sup>, no âmbito do Ato de Concentração nº 08700.004431/2017-16, que condicionou a aprovação da operação à celebração de acordo proibindo o intermediário de estabelecer exclusividade de AAI para distribuição de cotas de fundos para investidores qualificados.

Muito embora, o Parecer CADE não seja vinculativo à análise do Tribunal do CADE, bem como não questione diretamente o regime de exclusividade adotado pela ICVM 497 aos

---

3

[https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md\\_pesq\\_processo\\_exibir.php?0c62g277GvPsZDAxAO1tMiVcl9FcFMR5Uuj6rlQPEJuTUu08mg6wxLt0JzWxCor9mNcMYP8UAjTVP9dxRfPBcdfFcfZWRxr6YsQNW62xc2PaXP3jADe7aujS-Rw LXoR](https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_processo_exibir.php?0c62g277GvPsZDAxAO1tMiVcl9FcFMR5Uuj6rlQPEJuTUu08mg6wxLt0JzWxCor9mNcMYP8UAjTVP9dxRfPBcdfFcfZWRxr6YsQNW62xc2PaXP3jADe7aujS-Rw LXoR)

## **Matheus Humberto Migliari Ramalho**

Mestrando em ciências econômicas na Universidade Federal do Rio de Janeiro. Economista formado pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

AAI, nota-se que uma postura proativa do CADE em combater os efeitos causados pela exclusividade regulatória:

“209. [...] Assim, a exigência de exclusividade em relação aos AAls constitui barreira de entrada significativa para novos entrantes ou mesmo para o crescimento das concorrentes de menor porte.

210. Portanto, há barreiras à entrada não desprezíveis relacionadas ao acesso a insumos/fornecedores e também em relação à profissionais que viabilizam a distribuição dos produtos de investimento [...]. O mesmo tipo de exigência em relação aos AAls provoca efeito semelhante, ao privar os entrantes do acesso a um importante canal de distribuição de seus produtos. Por se tratar de um mercado de dois lados, os efeitos dessas exclusividades são ainda maiores, pois limitam as externalidades de rede percebida pelos usuários dos dois lados das plataformas concorrentes [...].

**211. Ao contrário do que argumentam as requerentes, há significativas barreiras à entrada no mercado de corretoras que operam plataformas de distribuição de produtos de investimentos. Sob o ponto de vista regulatório, a exigência de autorização por parte do Bacen e da CVM e os requisitos para a obtenção do registro são elementos que depõem contra a tempestividade da entrada.**

[...]

**367. Não obstante, a SG também verificou que o mercado, embora nascente, já apresente algumas barreiras à entrada significativas, [...] a SG entendeu ser necessário atuar diretamente sobre algumas das principais condições que hoje dificultam o crescimento de plataformas concorrentes”.**

Na prática, o CADE tornará sem efeito parte da ICVM 497, norma emanada pela CVM, ainda que num caso concreto, pois determinará a vedação à exclusividade, de fato ou de direito, no relacionamento com os AAI previsto no artigo 13, §2º, da ICVM 497.

De um lado, teremos um único agente econômico, que por força de determinação do CADE, estará impedido de exercer regularmente suas atividades na forma da ICVM 497, e de outro, teremos, outros agentes econômicos que poderão exigir exclusividade aos AAI, e conseqüentemente, obter vantagem competitiva criada pelo CADE, e não, pela CVM.

Assim, o Parecer CADE levanta, novamente, a discussão quanto ao regime de exclusividade dos AAI que conta com posições contrárias pelos próprios participantes de mercado (APIMEC, IBAAI, AAI, advogados), autorreguladores (ANBIMA, ANCORD)<sup>4</sup> e instituições financeiras (corretoras, bancos), sendo apenas a BSM e a BM&FBovespa (atual

---

<sup>4</sup> Chama a atenção que a ANCORD, credenciadora de AAI (e por enquanto autorreguladora de AAI), não apoiou o regime de exclusividade aos AAI.

## **Matheus Humberto Migliari Ramalho**

Mestrando em ciências econômicas na Universidade Federal do Rio de Janeiro. Economista formado pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

B3) apoiadoras do regime, como se observa nas manifestações no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 03/2010. Note que, à época, a CVM considerou em um dos pontos suscitados que *“essa excessiva concentração talvez não seja real, ante o padrão de concorrência existente entre os intermediários na atualidade”*<sup>5</sup>.

Nesse contexto, é que se insere o Parecer CADE, uma vez que promoveu uma atualização sobre as definições utilizadas usualmente pelo CADE sobre a concorrência no setor:

*“21. Essa nova forma de disponibilizar produtos e serviços financeiros aos consumidores tem promovido o incremento da competição no mercado (aspectos que serão detalhados mais a frente desta análise), pois: (i) possibilita a competição entre diversos ofertantes em uma mesma plataforma (concorrência na plataforma); (ii) promove a concorrência entre as plataformas que estão surgindo com esse novo advento e os agentes bancários tradicionais; e (iii) reduz as barreiras à entrada para novos ofertantes, que não precisam estruturar amplas e custosas redes de atendimento aos clientes. Há ganhos, portanto, tanto do lado dos ofertantes, que conseguem reduzir os custos de distribuição de seus produtos, e do lado dos consumidores, com um incremento significativo da competição no mercado.*

*[...]*

*25. Todas essas condições têm proporcionado uma revolução na maneira com que o consumidor de varejo financeiro lida com seus investimentos, modificando a dinâmica competitiva do mercado [...]. Assim como tais alterações impõem ao Cade a revisão de eventuais definições de mercado relevante usualmente utilizadas, os ganhos de bem-estar para o consumidor decorrentes dessa nova dinâmica [...] devem nortear a análise competitiva da presente operação, de maneira a preservar não apenas os avanços já obtidos, mas também garantir as condições para que o potencial desse mercado seja devidamente explorado, em favor dos consumidores.*

*[...]*

*306. [...] Sob o ponto de vista dos AAls, a limitação ao multihoming também dificulta a capacidade das plataformas concorrentes em acessar o mercado consumidor, haja vista que muitas delas consideram esses agentes parceiros essenciais para alcançar a capilaridade necessária à efetiva competição [...].”*

Tendo em vista o teor do Parecer CADE e a presente Audiência Pública, acredito ser apropriado e proveitoso revisar o entendimento da CVM sobre o regime de exclusividade a que os AAI estão submetidos. Ademais, as atividades da CVM (supervisão, fiscalização e *enforcement*) têm sido aprimoradas, desde 2011 (edição da ICVM 497), o que também justifica a revisão do regime de exclusividade, inclusive as razões que levaram a adoção de tal regime.

---

<sup>5</sup> Página 20 do Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 03/2010.

**Matheus Humberto Migliari Ramalho**

Mestrando em ciências econômicas na Universidade Federal do Rio de Janeiro. Economista formado pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

Uma razão econômica é a dinâmica do mercado financeiro e a forma com que esta determina o exame do CADE, que por sua vez, sinaliza algumas práticas comerciais prejudiciais à concorrência, ainda que exigidas pela CVM, como no caso da distribuição de produtos de investimentos para o varejo e os efeitos sobre as condições de acesso a insumos e canais de distribuição, cuja capilaridade é viabilizada principalmente por uma rede de AAI.

Na literatura econômica, contratos elaborados exigindo a exclusividade de serviços gera uma perda de eficiência econômica por criar uma barreira de mercado. De maneira análoga, na existência de um monopólio, o infrator pratica preços acima do custo marginal produzindo uma escassez artificial, assim como procede no caso dos AAIs, já que estes estarão restritos a oferecerem produtos apenas do intermediário que esteja vinculado. Dessa forma, existirá uma distorção de preços de mercado devido a diminuição de produtos de investimento, o que levaria a uma elevação nos preços.

Dessa forma, sugere-se a exclusão do regime de exclusividade aos AAI. Ou, subsidiariamente, caso a CVM entenda que a questão fuja ao escopo desta Audiência Pública, que haja a revisão específica para a exclusividade na relação entre o intermediário e os AAI, inclusive com participação do CADE, por meio do Convênio de Cooperação Técnica entre a CVM e CADE, celebrado em 2008.

Por fim, renovo os votos de profunda estima e admiração pela CVM.