

Rio de Janeiro, 30 de agosto de 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar

Centro, Rio de Janeiro - RJ

CEP 20.050-901

Att.: Ilmo. Sr. Antonio Carlos Berwanger
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado
audpublicaSDM0319@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 03/19

Ilustríssimo Senhor Superintendente,

A **ÓRAMA DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.** (“Órama”) vem, respeitosamente, com fundamento no Edital de Audiência Pública SDM nº 03/19 (“Edital de Audiência Pública”) e de acordo com as orientações ali dispostas, apresentar a esta D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) sugestões relacionadas ao aprimoramento da atividade de distribuição de valores mobiliários e à modernização da Instrução CVM nº 497, de 3 de junho de 2011 (“ICVM 497”), que dispõe sobre a atividade dos agentes autônomos de investimento (“AAI”).

Conforme se depreende do Edital de Audiência Pública, o mercado de capitais brasileiro evoluiu significativamente nos últimos anos, com destaque à paulatina migração dos investidores – antes concentrados em produtos bancários – para produtos no mercado de capitais, especialmente por meio de boutiques e plataformas digitais de produtos financeiros. Paralelamente, verificou-se a escalada no número de investidores pessoas físicas cadastrados junto à bolsa e do número de AAIs autorizados a funcionar pela CVM, além do surgimento de AAIs pessoa jurídica com porte cada vez maior. Para adequar-se a esta nova realidade e assegurar que se siga evoluindo, é imprescindível que as regras de distribuição de valores mobiliários sejam revistas e aprimoradas.

De início, faz-se necessário saudar a iniciativa desta D. Autarquia em promover um ambiente de discussão prévio com o mercado, sob a modalidade de uma audiência pública conceitual, para discussão de opções regulatórias para o aprimoramento não apenas das normas incidentes sobre a atividade dos AAIs, mas sobre todo o sistema de distribuição de

www.orama.com.br

Atendimento: 0800 728 0880 | Ouvidoria: 0800 724 0193



valores mobiliários brasileiro. Certamente, a participação do mercado na definição de um caminho regulatório a ser seguido permitirá ganhos de celeridade e eficiência em eventual discussão de minutas de mudanças das normas atualmente vigentes, na medida em que reúne participantes do mercado com diferentes responsabilidades para apresentar suas respectivas visões sobre como melhor desenvolver o mercado brasileiro diante dos novos desafios e paradigmas que a conjuntura atual apresenta.

Na visão da Órama, tais mudanças passam pela resolução de dois problemas principais que limitam o desenvolvimento do mercado e a proteção do investidor, quais sejam: (i) o baixo alinhamento de interesses entre AAIs e investidores; e (ii) a existência de barreiras concorrenciais que limitam o desenvolvimento e o acesso dos investidores a importantes produtos do mercado.

Neste sentido, a presente manifestação se divide em 2 (duas) principais seções, abordando essencialmente os seguintes temas e respectivas propostas:

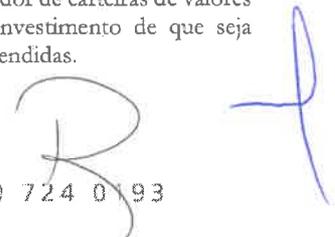
- (i) alterações nas vedações de cumulação de função de distribuição e consultoria de valores mobiliários; e
- (ii) fim da regra de exclusividade entre AAIs e intermediários para todos os produtos do mercado.

I. ALTERAÇÕES NAS VEDAÇÕES DE CUMULAÇÃO DE FUNÇÃO DE DISTRIBUIÇÃO E CONSULTORIA DE VALORES MOBILIÁRIOS

Com relação a esse item, a Órama sugere que a CVM permita a cumulação de função de distribuição e consultoria dentro de uma mesma pessoa jurídica, desde que os devidos controles e segregação de atividades sejam adotados pelos interessados em desempenhar ambas as atividades.

Nesse sentido, tal como permitido para os gestores de recursos¹, não há razões para impedir a cumulação de atividades de duas figuras que começam a se assemelhar cada vez mais.

¹ Nos termos do art. 30 da Instrução CVM nº 558/15, segundo o qual: “[o] administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa jurídica, pode atuar na distribuição de cotas de fundos de investimento de que seja administrador ou gestor (...)” desde que determinadas condições específicas sejam atendidas.



Antes de iniciar, será realizado um panorama histórico com base na Audiência Pública SDM 11/06 (“EAP SDM 11/06”) que deu origem à Instrução CVM 592/17 (“ICVM 592”), que trata da atividade de consultoria de valores mobiliários.

I.I. Histórico da EAP SDM 11/06

O EAP SDM 11/06 partia da premissa de que as atividades de consultoria de valores mobiliários e de distribuição, desempenhada pelos AAIs, deveriam ser segregadas e não poderiam, em qualquer hipótese ser prestada pela mesma sociedade, “*tendo em vista o conflito de interesses inerente às atividades de distribuição e recomendação de produtos que ele mesmo pode vir a distribuir e ser remunerado com base nesta distribuição*”.

Adicionalmente, a CVM entendia que “*as pessoas envolvidas na atividade de distribuição de valores mobiliários têm como objetivo principal a venda de produtos e a consequente geração de negócios. A remuneração desses profissionais é atrelada, usualmente, ao volume de venda (comissões, rebates, corretagem) e a sua remuneração é responsabilidade de seu empregador e não dos clientes. Dessa forma, é razoável supor que o seu dever fiduciário para com os seus clientes seja comprometido em certo grau pela sua condição de contratado ou preposto das entidades para as quais trabalham.*”

Não obstante, a própria CVM reconhece, historicamente, que a função dos AAIs pressupõe, ao menos em parte, e de forma acessória à venda de produtos e serviços, a realização de uma atividade de suporte e orientação que contempla a prestação, inerente à relação comercial, de informações sobre os produtos e serviços oferecidos pelas entidades para as quais trabalham. Isto é, o distribuidor não deve tão somente apresentar produtos existentes em sua prateleira, abstendo-se de sanar dúvidas ou explicar o seu funcionamento.

Nesse sentido, a linha entre a atividade de consultoria de valores mobiliários e dos AAIs acaba sendo muito tênue, especialmente quando se depara com escritórios de AAIs com estruturas bem constituídas e que buscam alocação de clientes em diversos fundos de investimento.

De qualquer forma, a CVM propôs, durante a EAP SDM 11/06, vedação para que o consultor de valores mobiliários pessoa natural e que os diretores responsáveis pelas atividades de consultoria de valores mobiliários e pelo *compliance* das consultorias pessoa jurídica obtenham ou mantenham registro como agente autônomo de investimento.

Destaque-se que essa vedação foi uma novidade das regras, uma vez que, até esse momento, muitos AAIs também tinham habilitação específica como consultores de valores mobiliários².

Não obstante a vedação proposta, o art. 1º, §7º da ICVM 592 admite que o consultor de valores mobiliários, as entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários e os seus clientes em comum “estabeleçam canais de comunicação e ferramentas que permitam conferir maior agilidade e segurança à implementação das recomendações e execução de ordens pelo cliente”.

Essa permissão parece supor que a atividade de consultoria de forma simples, como uma simples apresentação de uma carteira teórica ao cliente, seria insuficiente para a atividade, de forma que a possibilidade de existência de canais de comunicação com os distribuidores seria uma opção para agilizar a implementação da carteira.

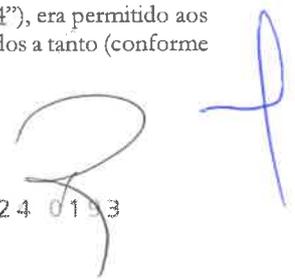
I.II. Estrutura da ICVM 592

A ICVM 592 veda expressamente, dentre outros pontos, que o consultor de valores mobiliários (i) atue na estruturação, originação e distribuição de produtos que sejam objeto de orientação, recomendação e aconselhamento aos seus clientes; e (ii) atue como procurador ou representante de seus clientes perante instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, para fins de implementar e executar as operações que reflitam as recomendações objeto da sua prestação de serviço (art. 17).

Não obstante, o art. 20 já apresenta comando exigindo que a área de consultoria de valores mobiliários seja segregada das demais áreas da instituição, incluindo da área de distribuição.

Com relação a essa exigência, a CVM se manifestou no Relatório da EAP SDM 16/11 no sentido de que “aquelas entidades integrantes do sistemas de distribuição que possuam na consultoria de valores mobiliários uma “linha de negócios” distinta de seus canais de venda e distribuição e que se apresentem como consultorias que possuam independência na sua atividade de recomendação de produtos de investimento, sendo, inclusive, remuneradas pelo cliente por tal serviço, deverão segregar a atividade de tal linha de negócios e seguir a regulamentação destinada aos consultores de valores mobiliários”.

² É importante destacar que durante a vigência da Instrução CVM nº 434/06 (“ICVM 434”), era permitido aos que AAIs realizassem a atividade de consultoria de valores mobiliários, desde que autorizados a tanto (conforme Art. 16, IV, “a” da ICVM 434).



Nesse sentido, a CVM entendeu que um distribuidor poderia acumular a função de consultoria de valores mobiliários desde que realizasse as devidas segregações físicas das atividades, de forma a mitigar eventuais conflitos de interesses.

Dessa forma, havendo as devidas segregações e uma estrutura de controles internos que permita a verificação desses controles, não haveria motivos para impedir a acumulação da função de consultor de valores mobiliários e distribuidor.

I.III. Proposta

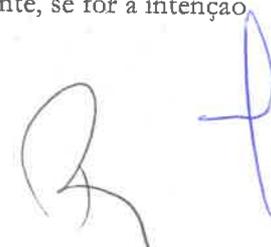
A proposta da Órama é de que os consultores de valores mobiliários possam acumular e exercer as funções de distribuição autorizadas a um AAI, desde que (i) sejam devidamente habilitados para desempenhar ambas as atividades e (ii) a sua estrutura conte com as segregações físicas necessárias para realização das mesmas.

Atualmente, se verifica que a linha tênue entre o que é permitido e o que é vedado na prestação de esclarecimentos sobre os produtos, por parte dos AAIs, pode favorecer a realização de atividades um pouco mais sofisticadas do que a mera distribuição de valores mobiliários para seus clientes, uma vez que tais AAIs atuam frequentemente como elo entre um investidor pessoa física e uma ampla gama de produtos no mercado de capitais.

Não obstante a falta de consistência entre a regra em vigor e a realidade atual, isso não oferece qualquer proteção ao investidor. Pelo contrário, dado o atual descompasso, há uma expressiva dificuldade do investidor de compreender o papel do AAI, o que certamente contribuiu para inúmeros casos em que os mesmos tacitamente permitiam que os AAI fizessem a gestão discricionária de suas carteiras (o que em alguns casos chegou a viabilizar o giro indevido de suas carteiras, conhecido como *churning*).

Tendo em vista que a norma referente à atividade de consultoria de valores mobiliários inclusive já permite que uma mesma instituição atue como membro do sistema de distribuição, administrador de recursos de terceiros e consultor de valores mobiliários (desde que naturalmente tenha as devidas segregações físicas e controles internos adequados), não parece haver razão pela qual essa estrutura não possa ser aplicada também para os consultores cumulare as funções desempenhadas pelos AAIs.

Inclusive, vemos uma série de benefícios sobre o tema, por tornar a atuação perante os clientes mais simples, clara e alinhada a atual realidade. Eventualmente, se for a intenção



da Autarquia, entendemos ser positiva que seja conferida transparência adequada sobre a remuneração cobrada em cada serviço³.

É importante destacar que esse passo, aparentemente, já foi dado pela CVM ao permitir que os gestores de recursos distribuíssem seus próprios fundos de investimento, exigindo dessa estrutura compatível com essas funções. O que se faz necessário, considerando o estágio atual de desenvolvimento do mercado, é dar um passo além e permitir aos consultores a criação de linhas de negócios segregadas, dentro de suas estruturas, para a prestação de serviços de AAI a seus clientes.

A Órama entende que essa permissão ampliará a possibilidade de novos serviços a serem prestados aos clientes, e será benéfico a todos, na medida em que permitirá um maior alinhamento entre o interesse do consultor/AAI e do investidor, uma vez que o primeiro terá parcela de sua remuneração advinda do sucesso das recomendações que conferir aos seus clientes.

II. FIM DA REGRA DE EXCLUSIVIDADE ENTRE AAIS E INTERMEDIÁRIOS PARA TODOS OS PRODUTOS DO MERCADO

Um dos principais pontos de interesse da CVM, manifestado no Edital de Audiência Pública, diz respeito à pertinência da flexibilização da regra contida no atual Art. 13, inciso I, da ICVM 497⁴, que veda aos AAIs a manutenção de contratos de prestação de serviço com mais de uma instituição integrante do sistema de distribuição. Exceção é feita apenas à distribuição de cotas de fundo de investimento, para a qual tal vedação não se aplica.

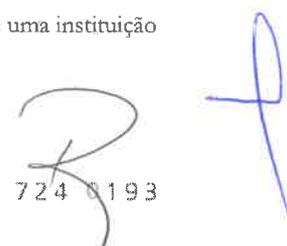
Na visão da Órama, a exigência de exclusividade deve ser abolida para a distribuição de **quaisquer produtos de investimento no mercado financeiro ou de capitais**.

Todo o racional da ICVM 497, quando estabeleceu a regra de exclusividade, estava fundado na preocupação com a proteção do investidor diante da ampliação das atividades permitidas aos AAIs, em especial a recepção e registro de ordens. Caberia então aos

³ Destaque-se que em uma série de casos, o fato de uma mesma sociedade poder realizar consultoria de valores mobiliários e a distribuição de produtos para seus clientes permitirá vantagens a esses, como eventual desconto da taxa de consultoria em decorrência das taxas de rebate aplicadas. Nesse sentido é factível pensar que, ao invés de uma cobrança dupla (de distribuição e consultoria), as empresas buscariam formas mais adequadas de serem remuneradas. Atualmente, o que se verifica é um cenário prejudicial ao investidor, que é obrigado a pagar ao consultor de valores mobiliários e ao distribuidor (por vezes sem ter essa clareza).

⁴ “Art. 13. É vedado ao agente autônomo de investimento ou à pessoa jurídica constituída na forma do art. 2º:

I - manter contrato para a prestação dos serviços relacionados no art. 1º com mais de uma instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários; [...]”



intermediários realizar a fiscalização de seus prepostos e responder por eventuais desvios de conduta por eles praticados que resultassem em algum prejuízo ao investidor.

Tais responsabilidades seriam, portanto, muito mais simples de serem efetivadas diante de um regime de exclusividade, em que apenas um intermediário seria responsável pela estruturação de controles internos, regras e procedimentos próprios para fiscalização de seus prepostos, evitando que AAIs estivessem sujeitos a fiscalizações de mais de um intermediário, muitas vezes com sistemas incompatíveis entre si.

A premissa para o sistema atualmente vigente é a de que os AAIs não possuem condições de responderem sozinhos por desvios de conduta praticados, o que exigiria a presença de uma instituição integrante do sistema de distribuição para garantir a devida proteção ao investidor.

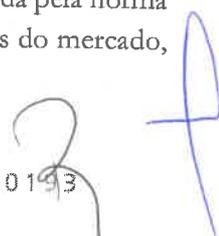
Entretanto, o próprio Edital de Audiência Pública já indica dados da indústria que demonstram como a realidade do mercado de distribuição vem se modificando e como as estruturas de sociedades de AAIs têm se tornado cada vez mais complexas.

A disseminação de plataformas independentes de distribuição fez com que o número de AAIs registrado na CVM crescesse exponencialmente nos últimos anos., conforme se verifica a partir de dados incluídos no próprio Edital de Audiência Pública.

O avanço da indústria permitiu ainda o crescimento do número de AAIs pessoa jurídica de grande porte, mesmo diante das restrições societárias impostas pela ICVM 497 (e também colocadas em discussão pelo Edital de Audiência Pública).

Conclui-se, portanto, que a preocupação com a necessidade de fiscalização de responsabilização por parte dos intermediários, em relação a atos praticados pelos AAIs a eles vinculados, não se mostra mais presente na realidade de muitas dessas casas de AAIs de grande porte. A essas instituições, a estruturação de controles internos, regras e procedimentos robustos permite que os próprios AAIs mantenham estruturas condizentes com as suas responsabilidades e realizem a atividade de distribuição por meio de vínculos firmados com mais de um intermediário, sem que isso represente uma perda de proteção ao investidor.

Adicionalmente, a nosso ver, a manutenção da regra de exclusividade no arcabouço da ICVM 497 não se apresenta como uma opção benéfica ao desenvolvimento da atividade de AAIs e, principalmente, ao atendimento do melhor interesse do investidor, considerando o contexto atual deste mercado. Isso porque, a exigência de exclusividade trazida pela norma atualmente (i) diminui significativamente a concorrência entre os participantes do mercado,



eis que limita a atuação de corretoras de menor porte em relação aos intermediários já consolidados e, em última análise, (ii) restringe o acesso pelos investidores a produtos financeiros oferecidos por outras corretoras, que poderiam estar melhor alinhados aos seus interesses.

Com base nesse contexto, a Órama entende que a exclusão da previsão de exclusividade, em benefício ao desenvolvimento do mercado de AAI's e ao melhor interesse do investidor, se baseia, sobretudo, nos seguintes argumentos: (i) os benefícios trazidos pelo aumento à concorrência entre intermediários, potencialmente resultantes do fim do regime de exclusividade atualmente previsto pela ICVM 497; e (ii) o fomento a investimentos no mercado de capitais brasileiro.

II.I. Aumento à Concorrência no Mercado de Capitais

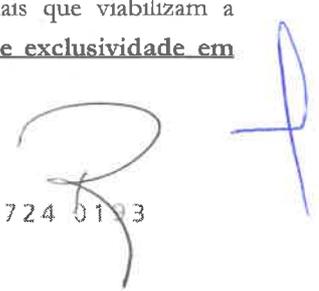
A Órama entende que o fim da exclusividade permitirá a criação de uma concorrência extremamente sadia ao mercado de distribuição de produtos de investimento, segmento altamente concentrado.

Não à toa, a discussão sobre a concentração do mercado de distribuição de produtos financeiros de investimento foi abordada em detalhes durante o julgamento do Ato de Concentração Ordinário 08700.004431/2017-16, pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (“CADE”), a seguir utilizado como fonte de informação a respeito da concentração desta indústria.

Nos termos do Parecer Técnico nº 24, emitido pela Superintendência-Geral do CADE em 27 de dezembro de 2017, os dados da indústria levantados pela Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (“Ancord”), demonstrariam que a maior plataforma digital de distribuição de produtos financeiros teria, à época, vínculo com 56% dos AAI's certificados pela CVM em atividade, dentre os quais 81% deteriam relação de exclusividade com este participante.

Naquela ocasião, a Superintendência Geral do CADE, percebendo a relevância que a criação de uma rede robusta de AAI's auxiliando na distribuição de produtos financeiros possui para as corretoras independentes, concluiu que a alta concentração do mercado, perpetuada em razão da exigência de exclusividade, criaria importantes barreiras comerciais para o crescimento de intermediários de menor porte ou a entrada de novos participantes:

“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. A **exigência de exclusividade em**



relação aos fornecedores impede o multihoming, ou seja, a oferta desses serviços em plataformas concorrentes, dificultando a entrada e a competitividade de players de menor porte. O mesmo tipo de exigência em relação aos AAIs provoca efeito semelhante, ao privar os entrantes do acesso a um importante canal de distribuição de seus produtos. (grifos nossos)

Considerando que os AAIs são remunerados preponderantemente por comissionamento, seu faturamento está intimamente ligado ao volume de negócios que a plataforma o proporciona. Em havendo uma exigência de exclusividade, a decisão de um AAI em não estar vinculado a qualquer um dos maiores intermediários do mercado é extremamente onerosa, o que representa expressiva barreira a entrada de novos players.

Conclui-se, portanto, que a exigência de exclusividade contida na ICVM 497 representa expressivo empecilho atual para o fomento da competição no mercado de plataformas digitais de distribuição de produtos financeiros.

II.II. Fomento ao Investimento no Mercado de Capitais

Por fim, cumpre destacar que a permissão à vinculação pelos AAIs a mais de uma instituição integrante do sistema de intermediação de valores mobiliários pode também resultar no aumento de investimentos no mercado de capitais brasileiro.

Em primeiro lugar, cumpre observar que o fim da exclusividade na prestação de serviços por AAIs já foi colocado à discussão à época da Audiência Pública SDM nº 03/10, a qual deu origem à ICVM 497. Naquela oportunidade, muitos participantes manifestaram suas sugestões a esta D. Autarquia no sentido de suprir o regime de exclusividade, principalmente em razão dos prejuízos que causaria à concorrência no mercado e da restrição ao acesso a variados produtos financeiros por investidores.

A despeito dos comentários enviados por diversos representantes da indústria, esta D. Autarquia decidiu conveniente manter o atual regramento de exclusividade previsto no Art. 13, inciso I, da ICVM 497, ressalvando o caso da distribuição de cotas de fundos de investimento⁵. A exceção feita aos AAIs distribuidores de fundos de investimento foi, sobretudo, baseada nas dificuldades na distribuição geradas a gestores independentes dos fundos. Isso porque, a contratação por AAIs é realizada diretamente pelos administradores de fundos de investimentos, e não pelo gestor, sendo comum que fundos de um mesmo

⁵ Inicialmente, a exceção à exclusividade prevista pela ICVM 497 se aplicava a fundos de investimento destinados a investidores qualificados, sendo que, a partir da edição da Instrução CVM nº 515, de 29 de dezembro de 2011 (“ICVM 515”), essa exceção foi estendida a todos os tipos de fundos de investimento.

gestor possuam diferentes administradores, o que geraria uma limitação na distribuição por AAIs.

Neste contexto, alguns anos após a edição da ICVM 497, nota-se que a decisão da CVM em pôr fim ao regime de exclusividade na distribuição de cotas fundos de investimento trouxe claros benefícios a esse segmento de mercado.

De acordo com dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”), o patrimônio líquido total de fundos de investimento operantes no Brasil aumentou de 1,7 trilhões de reais (em 2011, ano do fim da exclusividade à distribuição de cotas de fundos) para os atuais 5 trilhões de reais⁶. Isto é, um aumento expressivo em relação a períodos anteriores ao fim do regime de exclusividade, que apresentavam números inferiores de patrimônio líquido entre 939 bilhões e 1,4 trilhões.⁷

Adicionalmente, alguns números trazidos pela ANBIMA ainda indicam que, nos anos após a edição da ICVM 497, os valores investidos em cotas de fundos de investimento se mostram superiores quando comparados a outros ativos financeiros.

Por exemplo, no caso dos dados consolidados de investimentos por pessoas físicas investidores de varejo e *private banking*⁸, o volume financeiro total aplicado em fundos de investimento, em 2013, registrou um valor de 522 bilhões de reais, enquanto que, em 2018, esse número aumentou para 1,1 trilhões de reais.⁹ Em contrapartida, o montante aplicado diretamente em títulos e valores mobiliários de renda fixa (como títulos públicos federais ou debêntures privadas) atinja, em 2013, o valor de 491 bilhões de reais, ficando limitado à casa dos 738 bilhões de reais no ano de 2018¹⁰. Ou seja, um crescimento de menor expressão se comparado aos valores investidos em fundos de investimento.

Dessa forma, pelas informações acima indicadas, a exclusão da obrigatoriedade de vinculação a um mesmo intermediário por AAIs, se mostra, a nosso ver, como um fator que

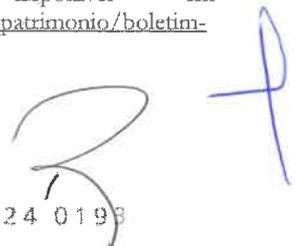
⁶ ANBIMA, “Consolidado Histórico de Fundos de Investimento”, disponível em <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm>.

⁷ Ibid.

⁸ São considerados pela ANBIMA investidores *private banking* aqueles com, no mínimo, 3 milhões de reais aplicados em ativos financeiros.

⁹ ANBIMA, “Boletim de Private e Varejo”, disponível em <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/varejo-private-e-gestores-de-patrimonio/boletim-de-private-e-varejo/private-e-varejo-registram-estoque-de-r-2-8-trilhoes-em-2018.htm>.

¹⁰ Ibid.



tenha, de fato, contribuído ao aumento na distribuição de cotas de fundos de investimento e, por consequência, fomentado o investimento nessa indústria nos últimos anos.

De modo comparativo, a extensão do fim da exclusividade à distribuição de todos os tipos de produtos financeiros negociados no mercado possivelmente terá grande relevância para o incentivo ao investimento no mercado de capitais como um todo ao abrir um maior leque de ativos financeiros a investidores

Na medida em que investimentos no mercado de capitais se mostram como importantes impulsionadores à economia de países soberanos, uma alteração regulatória, que venha a impulsionar esse segmento como um todo, deve ser, portanto, considerada por esta D. Autarquia.

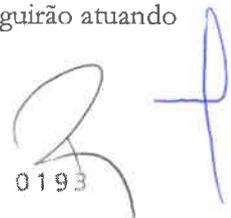
II.III. Proposta

Identificados os problemas que a regra atual de exclusividade acarreta para o mercado de distribuição de produtos financeiros, faz-se necessário destacar o modelo que a Órama entende mais adequado para permitir o fim da exclusividade sem que esta mudança venha atrelada a uma perda de segurança dos investidores.

Na visão da Órama, a coexistência de diferentes controles de intermediários aplicados sobre o dia-a-dia dos AAIs não ensejará qualquer risco adicional aos investidores ou ao mercado. Isso porque, com o nível de automatização de sistemas e avanços tecnológicos aplicados pelas corretoras nos últimos anos, o controle realizado sobre a origem de ordens provenientes de AAIs permite a coexistência entre obrigações de reporte e identificação de ordens dadas a uma ou mais corretoras integrantes do sistema de distribuição que o cliente em questão mantenha conta ativa.

Naturalmente, a partir da edição de uma regra que imponha o fim da exclusividade na relação entre AAIs e intermediários para a distribuição de quaisquer produtos no mercado, será exigido dos intermediários que demonstrem que seus controles, mesmo diante da nova realidade, são suficientes para seguir cumprindo todos os ditames atualmente exigidos pela Instrução CVM nº 505/11 e ICVM 497. Ou seja, o papel de *gatekeeper* desempenhado atualmente pelas corretoras na fiscalização das atividades dos AAIs a elas vinculados será mantido, não havendo qualquer modificação na atuação do AAI enquanto preposto dos intermediários a que estiver vinculado, respondendo cada corretora pela regularidade da ordem efetivada em seus sistemas.

Também na visão da Órama, o encerramento da exigência de vínculo único entre AAIs e intermediários fará crescer a importância da função dos AAIs, que seguirão atuando

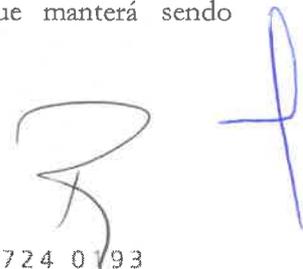


como prepostos das corretoras nas operações específicas cursadas em cada instituição, mas que terão menor controle dos intermediários sobre suas atividades não relacionadas à execução de ordens executadas por intermédio daquela instituição específica. Justamente em razão desta perda de um vínculo estreito com uma única instituição intermediária, os AAIs deverão se adequar a sistemas de controles diferentes praticados por cada instituição e, no entender da Órama, aprimorar alguns controles internos dentro da própria instituição quando se constituírem como AAIs pessoa jurídica.

Portanto, a proposta da Órama é para que a responsabilidade exigida dos AAIs pessoa jurídica seja diferenciada para aqueles AAIs que desejarem manter contratos de prestação de serviço com mais de uma corretora para distribuição de valores mobiliários (com exceção à distribuição de cotas de fundos de investimento, para a qual já é permitida a atuação sem exclusividade) e aqueles que desejarem se manter como AAIs pessoa jurídica vinculados a apenas um intermediário.

Neste sentido, as salvaguardas sugeridas seriam as seguintes, para AAIs pessoa jurídica sem regime de exclusividade contratual (vinculados a mais de um intermediário para distribuição de outros valores mobiliários que não cotas de fundos de investimento):

- a. Necessidade de atribuição de responsabilidade pelo cumprimento de regras, políticas, procedimentos e controles internos a um diretor estatutário;
- b. Necessidade de atribuição de responsabilidade pela atividade de distribuição a um diretor estatutário, diferente do diretor indicado nos termos do item acima, que seja necessariamente registrado perante a CVM como AAI;
- c. Responsabilidade do AAI pessoa jurídica em manter regras, procedimentos e controles internos independentes dos exigidos pelos intermediários que mantiver relação, assegurando o cumprimento das normas contidas na ICVM 497 ou normativo que vier a substituí-la, devendo as mesmas:
 - i. estar divulgadas na página do AAI pessoa jurídica na rede mundial de computadores;
 - ii. englobar a utilização de sistema próprio utilizado pelo AAI pessoa jurídica que permita identificar a proveniência de ordens emitidas por meio eletrônico, indícios de utilização irregular de formas de acesso e administração irregular das carteiras dos clientes, sem prejuízo da fiscalização que manterá sendo



desempenhada por cada intermediário da ordem repassada pelo AAI; e

- iii. prever as formas de identificação e de administração das situações de conflito de interesses.

O modelo acima proposto certamente propiciará uma espécie de “seleção natural” e a própria segmentação da atuação dos AAIs.

Aqueles que detiverem condições de infraestrutura e controles suficientes para fazer cumprir as novas regras de *compliance* exigidas terão a capacidade de se vincular a mais de uma corretora, ampliando o seu espectro de atuação e o leque de produtos a serem oferecidos aos seus clientes por terem acesso a mais de uma plataforma de distribuição. Entretanto, aquelas instituições de AAI que não se adequarem ou não tiverem recursos suficientes para fazer cumprir tais disposições com efetividade, acabarão optando por manter-se vinculadas a apenas uma corretora, ao menos até que o seu porte e áreas de atuação permitam a migração para um modelo não exclusivo, que exigirá o cumprimento de regras adicionais para garantia da proteção ao investidor.

Com a implementação desta sugestão espera-se conferir um ambiente mais propício à competição entre os distribuidores de valores mobiliários, fortalecer o sistema de distribuição com um acesso maior de investidores a produtos variados do mercado e garantir o mesmo nível de proteção atualmente previsto na regulamentação em vigor.

* * *

Sendo o que havia para o momento, reiteram-se os votos de elevada estima e consideração e coloca-se à disposição para prestar quaisquer esclarecimentos adicionais que eventualmente se façam necessários.

Marcos Paulo Vianna
Diretor

Atenciosamente,

Roberto Campos Rocha
Diretor

ÓRAMA DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.

