

Rio de Janeiro, 28 de agosto de 2019

À

Comissão de Valores Mobiliários
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado
Rua Sete de Setembro nº 111, 23º andar
audpublicaSDM0319@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 03/19 (o "Edital")

Prezados Senhores.

Em atenção ao Edital, a Spalding Advocacia Empresarial vem apresentar suas considerações sobre as questões relevantes expostas pela Comissão de Valores Mobiliários (a "CVM") para o desenvolvimento da atividade de distribuição e atuação dos Agentes Autônomos de Investimento (os "AAI") regidos pela Instrução CVM nº 497/11 (a "ICVM 497")

Por considerar que o cerne das questões aventadas no Edital reside no relacionamento entre investidores (os "Clientes"), os AAI e as instituições integrantes do sistema de distribuição, intermediárias das operações (os "Intermediários"), a Spalding inicia suas considerações tratando desse relevante tema que, simultaneamente, responde parcialmente às questões formuladas.

Já desde o Edital de Audiência Pública SDM nº 03/10, que deu origem à ICM 497, discutia-se se os Clientes trazidos pelo AAI para operar com o Intermediário, adquirindo produtos ou serviços no mercado de capitais, eram Clientes do AAI ou Clientes do Intermediário.

Para a CVM, à época, não deveria haver dúvidas quanto ao papel eminentemente comercial dos AAI, não obstante não reconhecesse sua natureza empresarial e seu fundo de comércio (seus Clientes). Inobstante deterem os AAI um fundo de comércio (a carteira de Clientes), a visão vigente àquela época era de que esses seriam do Intermediário, e não do AAI.

E assim, com essa mácula original, a ICVM 497 se cristalizou.

Hoje, portanto, os Clientes são considerados como de "propriedade" do Intermediário e o AAI, que os captou, indicou os investimentos e os trouxe para realizar negócios com o Intermediário, não tem (e nem pode ter) Clientes.

Na prática, o que se assiste é os Intermediários se tornarem responsáveis por Clientes que pensam ser seus mas que, de fato, são do AAI e que, a qualquer momento, podem ser transferidos pelo AAI de um Intermediário a outro.

Enfim, a atividade dos AAI, na atual estrutura do mercado de capitais brasileiro, é uma atividade tipicamente empresária - e isso precisa ser reconhecido pela autarquia reguladora e fiscalizadora.

Nesse sentido, matéria publicada no jornal Valor Econômico de 27/06/2019 indica que um determinado AAI adquiriu a carteira de Clientes de outro AAI, como forma de crescer no mercado e aumentar seu portfólio.¹

Ou seja, o mercado reconhece que os Clientes são dos AAI (e não do Intermediário) e que esses detêm o conhecimento e a expertise sobre a qualidade, a capacidade de risco e as motivações dos Clientes.

¹ Valor Econômico, 27/06/2019, pg.

Isso é que justifica, por exemplo, as sucessivas contratações de AAI anunciadas frequentemente por um grande banco brasileiro em página inteira do jornal Valor Econômico. Aliás, essas propagandas se referem, expressamente, a Clientes do AAI!!!².

Notícias de jornal dão conta, inclusive, de disputas de Intermediários para ter acesso a AAI já contratados por outros Intermediários, inclusive com pagamento de comissões antecipadas.³

Com efeito, porque um Intermediário estaria buscando vincular grandes AAI à sua plataforma, inclusive pagando comissões antecipadas a tais AAI, como informam as notícias de mercado, senão pelo fato de que, junto com os AAI virão os Clientes do AAI?

O Intermediário buscar negócios e trazer Clientes de um outro Intermediário para a sua própria plataforma é uma forma adequada de realizar tais negócios. E para obter esse resultado, o Intermediário busca contratar AAI, aqueles que, de fato, trazem os Clientes (do AAI) para o Intermediário.

A relação de clientela, de fundo de comércio, se estrutura entre o AAI e os investidores que contata e intermedia para aplicar com o Intermediário. Eles se tornam "Clientes do Intermediário" enquanto aplicam lá - mas, e isso é importante ressaltar, mudarão de plataforma tão logo o AAI seja contratado por outro Intermediário. E, quando se pensa nas plataformas de arquitetura aberta, o Cliente do AAI acaba se tornando Cliente do Banco X ou do Fundo Y, dado que, de fato, o Cliente investirá naquele produto que julgar mais conveniente e adequado dentre aqueles da plataforma do Intermediário que o AAI lhe indicar.

Ou seja, e buscando resumir: são vários "Clientes" que se sucedem e, para fins regulatórios, cada Intermediário, emissor ou administrador de fundo de investimento terá

² Propagandas de página inteira publicadas no jornal Valor Econômico no decorrer do primeiro semestre deste ano de 2019; vide, por exemplo, os exemplares dos dias 23/01 (pg. C3), 09/04 (pg. C3) e 12/06 (pg. C3).

³ Dentre outras, matérias publicadas no jornal Valor Econômico dos dias 19/12/2018, 23/01/2019, 09/04/2019, 27/06/2019 dão conta da intensa discussão de mercado sobre a vinculação de AAI a Intermediários (e, por consequência, da busca de Clientes).

que cumprir as funções de cadastro, controle, conhecimento do cliente (KYC), PLD, sem esquecer a indispensável avaliação de perfil do investidor (API - *suitability*).

Mas, comercialmente falando, só existe um Cliente: aquele do AAI, que detém o fundo de comércio.

Assim, é preciso que a nova regulação, que pretende alterar a ICVM 497, dentro dos princípios e questões levantados no Edital, reflita essa realidade e passe a considerar, claramente, que os Clientes são do AAI.

O fato de o Cliente ser do AAI, em vez de ser do Intermediário, em nada reduz, diminui ou esmorece o papel dos Intermediários como responsáveis pelos controles e por sua conformidade.

Ao contrário, ao reconhecer a atividade empresária do AAI - seu fundo de comércio e a atividade comercial que realizam - a CVM poderá, de forma muito mais eficaz, estabelecer os limites de atuação e de responsabilidade de cada parte.

E, com isso, deixar de lado a figura da preposição que, definitivamente, não se aplica nem se enquadra, em termos jurídicos, com os AAI, a ICVM 497 e, tampouco, com legislação brasileira.

Perante a legislação brasileira, o AAI age no exercício de sua atuação específica, que é a intermediação de valores mobiliários e ativos financeiros disponíveis no mercado de capitais (os "Ativos"), a teor do parágrafo único do art. 16 da Lei nº 6.385/76, *in verbis*:

"Parágrafo único - Só os agentes autônomos e as sociedades com registro na Comissão poderão exercer a atividade de mediação ou corretagem de valores mobiliários fora da bolsa." [grifo nosso]

É importante ressaltar que o AAI é, indiscutivelmente, um integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, como consta expressamente do art. 15 da Lei nº 6.385/76:

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 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.

[grifado]

Portanto, em princípio, o AAI poderia operar livremente no mercado, já que a Lei lhe outorga essa faculdade. Não se pode olvidar que, antes da vigência da Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.838/01, que revogou a regulamentação anterior, o AAI simplesmente fazia prova junto ao então Registro Geral de Autônomos (RGA) e celebrava contratos de distribuição com os Intermediários detentores dos Ativos.

No novo modelo implantado a partir da Instrução CVM nº 434/06 e replicado, com alterações, na ICVM 497, passou a haver duas instâncias diferentes: a de registro do AAI na CVM e a de sua contratação pelo Intermediário. E, em decorrência dessa contratação, a CVM, desde então, passou a considerar o AAI como "preposto" do Intermediário.

Mas, de fato, não há a figura da preposição na relação do AAI com o Intermediário, o que se verifica pela análise do instituto da preposição, regulado pelos arts. 1.169 e segs. do Código Civil Brasileiro.

Preposição, na definição da Enciclopédia Saraiva do Direito,

"É o contrato pelo qual o comerciante, ou industrial, ou leiloeiro, ajusta que outrem lhe prestará serviços peculiares e próprios da sua profissão, mediante paga. Têm-se duas figuras: o preponente e o preposto, e o contrato de preposição pressupõe o mandato." ⁴

⁴ Enciclopédia Saraiva do Direito, vol. 60, Ed. Saraiva, 1977, pg. 186

Tratando de sua natureza jurídica, assim esclarece o prof. paulista Darcy Arruda Miranda Jr.:

"Qual a natureza jurídica da atividade exercida pelo auxiliar dependente do comerciante? Se nos ativermos a circunstância de que, entre o comerciante e seu auxiliar, existe uma relação de subordinação e dependência, e que este último age em nome do primeiro, não poderemos deixar de considerar que tais relações não só configuram um contrato de trabalho como também de mandato, dificultando a nossa tarefa de desvendar-lhe a natureza jurídica. (...)

Houve quem se referisse à locação de serviços, talvez esquecido de que o preposto - nem todos o são - obriga o preponente quando dentro do estabelecimento, ainda que não expressamente autorizado, e fora, com a devida autorização. A locação de serviços não seria, pois, suficiente para explicar a natureza jurídica.

*Reportou-se também ao mandato que, por razões óbvias, também não pode ser acolhida. **Encontrou-se a solução, conciliando-se as regras da locação de serviços e de mandato, dando nascimento a uma nova figura: a preposição mercantil, que veio a constituir figura típica de contrato.**"⁵ [grifado]*

Arnold Wald, analisando o art. 1.169 do Código Civil, acrescenta que o "preposto representa o empresário perante terceiros, para fins específicos."⁶

"O preposto é subordinado hierarquicamente ao preponente. Na classificação dada por RUBENS REQUIÃO, seria um auxiliar dependente, podendo ser interno ou externo. Em geral, tem a condição de empregado, embora possa não sê-lo.

Diverge dos auxiliares independentes, não subordinados hierarquicamente, como os corretores, por exemplo."⁷ [grifado]

A lição de Arnold Wald demonstra que o preposto, figura subordinada hierarquicamente ao preponente, não é - e nem se parece - com aquela que a ICVM 497 regulamenta e caracteriza como AAI.

O AAI, nem por sua natureza jurídica, e nem pela Lei, é preposto.

O AAI, por determinação legal (§ único do art. 16 da Lei nº 6.385/76), exerce a atividade de mediação ou corretagem de valores mobiliários, o que implica que ele não seja

⁵ Darcy Arruda Miranda Jr. - Curso de Direito Comercial, vol. 1, 3ª ed., José Bushatsky Editor, 1974, pg. 177

⁶ Arnold Wald - Comentários ao novo Código Civil, vol. XIV, Forense, 2005, pg. 809

⁷ Arnold Wald - op. cit., pg. 810

preposto, subordinado hierarquicamente ao preponente, no sentido que o direito dá ao termo.

Corretagem e preposição são contratos diversos, regidos por normas específicas e com suas próprias características. Daí decorre que, se o AAI é um corretor, por deliberação legal, então ele não é um preposto.

Especificamente no que se refere a fundos de investimento, a situação ainda é um pouco mais complexa porque, nos termos do art. 78 da Instrução CVM nº 555/14, os próprios fundos são os contratantes de seus prestadores de serviço, representados pelo administrador.

Sob essa regra, os fundos têm a faculdade de contratar quaisquer daqueles integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários mencionados no art. 15 da Lei nº 6.385/76, inclusive e em especial, o AAI, já que este é uma das únicas duas espécies de integrantes que podem intermediar valores mobiliários fora de bolsa.

Em assim sendo, o AAI opera e celebra contratos com os próprios fundos de investimento, já que a esses cabe a contratação de seus distribuidores. O Intermediário, nesse caso, é mero interveniente.

Releva notar que os contratos celebrados entre os AAI e os Intermediários, usualmente denominados de "contrato de distribuição" são, de fato, contratos de corretagem, nos termos do disposto no § único do art. 16 da Lei nº 6.385/76. Ou seja, o AAI é um corretor institucional, que se equipara aos demais corretores institucionais existentes no país, tais como os corretores de imóveis, de seguro e de bolsa.

O Código Civil Brasileiro, em seus arts. 722 e segs., trata especificamente do contrato de corretagem, estabelecendo regras que demonstram, claramente, que o corretor exerce a atividade em seu próprio nome e para seu benefício.

Nesse sentido, Maria Helena Diniz esclarece que

*"O objeto do contrato de corretagem ou de mediação não é propriamente o serviço prestado pelo corretor, mas o resultado desse serviço."*⁸

O texto citado destaca o caráter personalíssimo da atividade, que só produz resultados quando o corretor, mediador do serviço, atinge seu objetivo, que é fazer a ponte entre seu comitente e o interessado no produto.

No caso do AAI, seu comitente é o Intermediário, que quer vender seus produtos e serviços, ou os fundos de investimento, que desejam distribuir suas cotas.

Vale ressaltar que o corretor não adquire Ativos para revendê-los. Ele apenas aproxima os interessados na aquisição dos Ativos (os seus Clientes) ao Intermediário detentor dos Ativos. O AAI, portanto, é corretor/distribuidor do Intermediário.

E, nessa condição, firma o contrato a que se refere o inciso I do art. 3º da ICVM 497, que é um contrato de distribuição (corretagem) e não um contrato de preposição.

Nesse contexto, gize-se que a Spalding não concorda com a afirmação do Edital de que a *"condição [de preposição] foi crucial para a determinação do regime de responsabilidades atualmente vigente"*.

A adoção desse modelo permitiu à CVM instituir responsabilidades a partir de uma pretensa existência de contrato de preposição.

Essa questão não chegou a ser discutida judicialmente, mas, se o for, há risco de se reconhecer a inexistência de preposição, com as consequências daí decorrentes.

Se a CVM pretende, como se depreende da Edital, que o Intermediário continue assumindo a integral responsabilidade pelos atos do AAI, a instituição da equivocada figura do preposto não parece ser a melhor solução.

⁸ Maria Helena Diniz, Curso de Direito Civil, vol. 3, Saraiva, pg. 423

Nesse contexto, é preciso separar, com firmeza, a responsabilidade do AAI e o exercício da atividade pelo AAI - que ele desempenha por força da estrutura legal do país: Código Civil art. 722 c/c § único do art. 16 da Lei nº 6.385/76.

A responsabilidade do AAI deve ser medida assim como aquela de todos os demais agentes do mercado de capitais - sem reduções ou substituições.

O mercado precisa assumir que cada agente tem suas próprias responsabilidades, ínsitas à sua qualificação e que podem e devem ser exigidas, tanto do ponto de vista administrativo como civil e penal.

Portanto, cabe à CVM, na nova instrução que vier a reger a sistemática dos AAI, estabelecer regras claras de responsabilização por atos que esses pratiquem, do ponto de vista administrativo, lembrando que, para fins civis e penais, a legislação brasileira é suficientemente ampla e existente para abarcar tais questões, não cabendo à CVM fazê-lo.

Esse modelo, além de conferir maior segurança jurídica ao sistema do AAI, permitirá uma ação mais efetiva não só da CVM mas dos Clientes em relação aos próprios AAI e, sempre que for o caso, aos Intermediários e emissores dos Ativos, que detêm suas próprias responsabilidades e respondem pelos danos que causam.

Enfim, é preciso deixar claro, sempre, que a responsabilidade é - e tem que ser - subjetiva, não se devendo falar em responsabilidade objetiva no âmbito do mercado de capitais e, tampouco, na extensão de responsabilidades de um agente a outro.

Todas essas questões se tornam mais relevantes quando o Banco Central do Brasil começa a desenvolver o conceito de *open banking*, em que cada Cliente se torna dono de seus dados e informações (o que, aliás, a Lei de Proteção aos Dados Pessoais⁹, com vigência a partir de 2020, também faz). Nesse novo modelo, as informações detidas e tratadas pelos agentes de mercado (sejam bancos ou instituições do sistema de

⁹ Lei nº 13.709, de 14 de agosto de 2018, com vigência a partir de agosto de 2020

distribuição), em especial os dados relativos às transações, deixam de ser propriedade desses agentes e passam a ser do próprio Cliente, que vai decidir quem pode compartilhá-las e por onde elas devem transitar.

Essa, sem dúvida, será uma alteração fundamental que, combinada com a possibilidade de portabilidade do investimento, mudará radicalmente o cenário em que se vive hoje.

Aliás, a portabilidade do investimento é algo que precisa ser estudada e debatida, em especial com a Receita Federal, para que se torne uma realidade, assim como já aconteceu em todas as demais áreas do mercado financeiro e securitário. Operações de seguro de vida, previdência, empréstimos podem ser portadas de um agente de mercado para outro, enquanto no mercado de capitais toda e qualquer modificação passa por resgate e reaplicação.

No padrão do *open banking*, a portabilidade de investimentos se imporá - ou não se terá efetivamente um modelo dessa espécie aplicado ao mercado de capitais...

A CVM, sem dúvida, está atenta a todas essas modificações - e essa audiência conceitual é prova incontestante disso.

O papel do AAI, como corretor do mercado de capitais, se torna fundamental em uma arquitetura de plataforma aberta, ou de *open banking*, e cabe à CVM zelar para que, nos próximos anos, esses padrões se tornem realidade.

Resumindo as considerações feitas, o entendimento da Spalding é que deve ser reconhecido aos AAI o direito à sua clientela e, por consequência, a sua natureza empresarial.

Os AAI podem - e devem - se organizar como empresas e assim agir no mercado.

Para resguardo do mercado de capitais e da poupança popular, no entanto, alguns cuidados devem ser tomados, em adição àqueles hoje previstos na ICVM 497. Listamos, a seguir, alguns padrões cuja adoção se justifica, nesse contexto:

- (a) os AAI organizados empresarialmente (pessoas jurídicas) devem contar com um bloco de controle determinado, que deve ser submetido à aprovação da CVM quando do registro do AAI na autarquia;
- (b) qualquer alteração desse bloco de controle deve ser previamente submetida à aprovação da CVM, com o devido registro na autarquia assim que aprovada a mudança e efetivada a alteração societária;
- (c) a administração de AAI organizados empresarialmente (pessoas jurídicas) deve ser composta única e exclusivamente por AAI pessoas físicas já registrados na CVM e deve ser submetida à aprovação da CVM quando do registro do AAI-PJ na autarquia;
- (d) qualquer alteração na administração deve ser previamente submetida à aprovação da CVM, com o devido registro na autarquia assim que aprovada a mudança e efetivada a alteração societária;
- (e) deve ser imposto aos AAI organizados empresarialmente (pessoas jurídicas) o dever fiduciário, responsabilizando as administrações (compostas por AAI-PF) pelos atos danosos que causarem a seus Clientes;
- (f) deve ser imposto aos AAI os mesmos padrões de controle e conformidade aplicáveis às demais instituições do mercado de capital, na forma das atuais Instruções CVM nº 301/99 e 612/19, que deverão ser alteradas quando necessário, sem prejuízo das ações similares desenvolvidas pelos Intermediários;
- (g) instituição de regras claras e precisas, tais como aquelas já existentes para outros agentes do mercado de capitais, para prestação de informações pelo AAI ao

mercado (incluindo público em geral e Clientes) e à CVM, inclusive no que se refere a fatos relevantes;

- (h) vinculação dos AAI à BSM para fins do mecanismo de ressarcimento de prejuízo - MRP;
- (i) em especial, considerando a implantação do *open banking* e a vigência da Lei de Proteção aos Dados Pessoais, deve ser pensada a possibilidade de se instituir um cadastro único de investidores, acessível simultaneamente, por todos os agentes do mercado de capitais (instituições administradoras de fundos de investimento e instituições do sistema de distribuição, inclusive AAI, que desta fazem parte).

No que se refere à exclusividade, a Spalding já teve a oportunidade de, quando da audiência pública que deu origem à ICVM 497, manifestar sua discordância.

Todas as razões expostas àquela época, que foram refutadas na audiência pública, se reforçam agora, quando a experiência demonstrou que a exclusividade não é - nem nunca foi - o melhor caminho.

Pelo que se depreende de notícias de mercado e processos administrativos (inclusive BSM) e judiciais, os maiores problemas surgidos nas relações entre AAI e Intermediários não se referiram à distribuição de cotas de fundos de investimento (em que o regime da exclusividade inexistente), mas às operações de corretagem e intermediação de outros Ativos (em que aplica-se a regra da exclusividade).

Assim, pelo menos empiricamente, pode-se justificar a desnecessidade da regra de exclusividade.

Por outro lado, adotada a proposta que leva ao fim do regime da preposição e à instituição de regras claras para o AAI como corretor, tal como antes preconizado, a exclusividade se torna completamente desnecessária, cabendo aos próprios AAI ajustarem com os Intermediários o seu regime de atuação.

Cada Intermediário terá contratos de distribuição (cuja natureza jurídica, repita-se, é de corretagem) com os AAI que selecionar e se tornará responsável por contratar tais AAI para seu ambiente negocial.

A função de *gatekeeper*, tão grata à CVM, continuará sendo realizada pelo Intermediário, com um fator maior para garantia: a realização de tais atividades pelo Intermediário não elidirá a obrigação de o próprio AAI também fazê-las. A segurança decorrente de uma dupla checagem (e talvez tripla, quando envolver administrador de fundos de investimento) sobre o Cliente se tornará um elemento importante para a salvaguarda do sistema e para definição das responsabilidades.

E, ainda nesse contexto, o fim da exclusividade permitirá melhor desenvolvimento dos cenários de portabilidade e *open banking*, evitando práticas cartelizadas e similares, o que sempre é bem-vindo para a economia do País.

Finalmente, a CVM questiona o funcionamento do mecanismo de ressarcimento de prejuízo (BSM) em cenário de ausência de exclusividade, considerando a possibilidade de o AAI realizar uma série de operações prejudiciais ao Cliente diluídas no tempo e entre vários Intermediários e a possibilidade de não se conseguir identificar somente um Intermediário responsável pelo seu prejuízo.

As considerações feitas até aqui respondem essa questão: cada Intermediário será o responsável pela parcela dos prejuízos causados ao Cliente e o próprio AAI também será responsável por todas as operações realizadas indevidamente ou de forma danosa ao Cliente. A BSM, ao analisar cada caso, terá amplas condições de individualizar condutas e estabelecer a forma de ressarcimento.

Se cabe aos Intermediários a análise das operações feitas pelos Clientes encaminhados pelo AAI, então não lhes pode ser retirada a responsabilidade pelos danos causados por eventual inércia, culpa ou dolo.

A adoção pelos AAI de regras de controle interno e de conformidade antes preconizada, assim como sua estruturação como sociedades empresárias contribuirá, em termos práticos, para a maior segurança das operações.

A fixação de capital mínimo, nesse conjunto, não parece fazer sentido.

As operações dos AAI, assim como aquelas de vários outros integrantes do sistema de distribuição, são obrigações de meio, e não de resultado. Ter capital mínimo ou não em nada interfere na atividade em si, pois que não há risco sistêmico que justifique a instituição de tal regra.

E como a Spalding também já teve ocasião de apresentar à CVM, quando da audiência pública dos administradores fiduciários de fundos de investimento, a instituição dessa regra de capital mínimo é despicienda.

Há que lembrar que o AAI é corretor: o risco não é carregado por ele, mas é transferido ao Intermediário ou ao emissor dos Ativos. Portanto, esses podem estar jungidos a uma regra de capital mínimo, mas não os AAI.

O AAI não é, ao contrário das instituições financeiras ou do mercado de capitais, um carreador de poupança popular, mas um simples prestador de serviços. E essa diferença é fundamental. Em nenhum momento o AAI capta recursos para si, ou para Ativos de sua emissão. Ele é mero corretor, buscando, para seus Clientes, as melhores oportunidades de negócio, em função de uma equação de risco X retorno, devendo agir com uma visão fiduciária, como antes proposto, para atingir esse objetivo.

Eventuais condutas do AAI à lei e às normas são e devem ser punidas, na forma da lei e dos normativos da CVM. Requisitos de capital, no entanto, não são suficientes para estabelecer um parâmetro para indenizações, dado que tais prejuízos não são, a priori, calculáveis. Qualquer valor de capital seria desproporcional ao prejuízo a ser eventualmente indenizado.

De fato, maus AAI não causam mais danos ao mercado do que maus médicos ou maus advogados. Todos são prestadores de serviço, contratados pelos clientes para zelar por seus recursos, suas vidas ou seu patrimônio/suas questões legais.

Um mau médico ou um bom médico que erra, eventualmente, pode matar um cliente. Um mau advogado ou um bom advogado que, por eventualidade, perde um prazo, pode fazer com que um cliente perca um direito que vale milhões de reais, ou, até, pode levar o cliente à cadeia, em uma pena restritiva de liberdade.

Um mau AAI ou um bom AAI que eventualmente erra faz, no limite, com que seus Clientes percam milhões de reais. Mas não lhes tira a vida nem a liberdade.

Finalmente, ainda nessa seara, há que se apontar que a existência de capital mínimo em nada resolve qualquer situação de responsabilidade. Nesse caso, o que valeria seria fixar uma regra de patrimônio líquido mínimo ou de reservas.

O último ponto relevante apresentado pela CVM no Edital se refere ao potencial conflito de interesses relacionado à remuneração dos AAI.

Para qualquer conflito de interesses, a Spalding entende que a transparência é a melhor solução. Se existe um conflito, seja real, potencial ou aparente, utilizar a transparência na informação dos dados possibilita, sem dúvida, o seu encaminhamento e, na maior parte dos casos, a sua solução.

Para tanto, a nova instrução relativa aos AAI deverá estabelecer, com clareza, que em toda operação intermediada por um AAI com um Intermediário em benefício de um Cliente, a remuneração do AAI esteja expressa, em moeda corrente nacional.

Assim, cada Cliente terá plena ciência de quanto estará pagando ao AAI pela operação realizada, ainda que esse pagamento ocorra de forma indireta.

A instrução não poderá olvidar, por óbvio, as hipóteses em que o AAI é remunerado direto pelo Cliente, hipótese em que a norma terá que prever que qualquer rebate deverá ser pago diretamente ao Cliente.

Essas são as considerações que a Spalding entende necessárias para atender o Edital, sendo certo que permanece à disposição desta autarquia para solver eventuais dúvidas ou aprofundar os questionamentos.

Sem mais,

Atenciosamente,

SPALDING ADVOCACIA EMPRESARIAL



Luis Hermano Caldeira Spalding



Carlos Tadeu Carvalho Azevedo



Cassia Mattos Pimenta de Moraes