

# YAZBEK

ADVOGADOS

São Paulo, 16 de fevereiro de 2017

À

**Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM**

**Comissão de Valores Mobiliários – CVM**

A/C Sr. Antonio Carlos Berwanger

**Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 09/16, de 17/11/2016**

Prezados Senhores,

Servimo-nos da presente para apresentar algumas considerações sobre o Edital de Audiência Pública SDM nº 09/16, de 17/11/2016, que tem por objeto a minuta de Instrução que dispõe sobre a prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo (“PLDFT”), no âmbito do mercado de valores mobiliários (“Edital”), em complemento a alguns pontos que já tivemos a oportunidade de discutir com representantes dessa autarquia, em reunião presencial.

Inicialmente, gostaríamos de agradecer pela possibilidade de trazer tais pontos, tanto na referida reunião quanto na presente audiência pública. Entendemos que, com isso, essa autarquia reforça, uma vez mais, a importância da discussão aberta sobre temas ao mesmo tempo tão complexos e tão relevantes.

Como destacamos naquela reunião, entendemos que a minuta anexada ao Edital (“Minuta”) traz grandes avanços no trato com a matéria, relacionados não apenas à necessidade de atendimento a compromissos internacionais, conforme ali explicado, mas também à dinâmica das operações de mercado de capitais. Alguns

daqueles avanços, porém, trazem dificuldades práticas que, a nosso ver, demandam ou algum ajuste ou maiores esclarecimentos.

Como se verá, alguns dos pontos que traremos estão relacionados a determinadas opções da Minuta e a aspectos técnicos, relacionados aos serviços abrangidos. Algumas das soluções nos parecem, ante esses aspectos, inadequadas. Em outros pontos, talvez apenas sejam necessários maiores esclarecimentos.

Neste sentido, a presente manifestação se dividirá em 6 seções. Na primeira delas trataremos de algumas questões de fundo, que permearão boa parte das discussões que se seguirão. Nas seções remanescentes trataremos de questões mais tópicas, trazendo, conforme o caso, as sugestões que nos parecem cabíveis. Naturalmente, não pretendemos esgotar os pontos merecedores de discussão, que certamente serão objeto de manifestações feitas por outros participantes do mercado.

## **I. Considerações preliminares**

1.1 Como acima esclarecido, na presente seção serão trazidas aquelas questões que permeiam uma boa parte da discussão, consolidando algumas interpretações que nos pareceram mais importantes e que, a nosso ver, são o pano de fundo para algumas soluções adotadas pela Minuta.

1.2 O art. 2º da Minuta trata das pessoas por ela abrangidas, relacionando, nos incisos I a IV, um rol bastante variado de participantes do mercado. O normativo que se estaria revogando – a Instrução CVM nº 301, de 16/04/1999 (“Instrução CVM nº 301/1999”) – nasceu, em larga medida, para lidar com os riscos de lavagem de dinheiro em intermediários de mercado de capitais. Obviamente, esse não era seu único escopo e a abrangência da norma

foi, também, se alargando. Mas o fato é que muitas das soluções inicialmente adotadas estavam diretamente ligadas ao modo de operar de tais agentes. Entendemos que, em alguns pontos, a Minuta guarda algum parentesco com as soluções adotadas na Instrução CVM nº 301/1999, mesmo se aplicando a prestadores de serviços de natureza bastante distinta. E é neste ponto que surgem as preocupações que gostaríamos de registrar.

1.3 Para lidar com a diversidade de participantes abrangidos pela Minuta, se adotou, em especial a partir do art. 11, uma distinção geral entre aqueles participantes que “tenham relacionamento direto com o cliente” e aqueles que não tenham tal relacionamento. Como não poderia deixar de ser, as obrigações de cadastro referidas no próprio art. 11 (assim como algumas outras obrigações) recaem especificamente sobre os participantes que mantêm aquele relacionamento direto.

1.4 A opção por tal distinção produz efeitos mais relevantes no § 1º do art. 19 e no § 3º do art. 24 da Minuta. É lá que se encontram as obrigações que incidem mais diretamente sobre os participantes que não mantêm relacionamento direto com o cliente. E é nesses pontos que a opção por uma solução mais geral, baseada apenas naquelas duas categorias tão amplas (a detenção e a não detenção de relação direta com o cliente) se mostra mais problemática. E isso justamente ante a diversidade de agentes (e de modelos de atuação) abrangida pelo rol do art. 2º da Minuta.

1.5 Assim, o § 1º do art. 19 (no capítulo que trata das diligências devidas pelas pessoas abrangidas pelos incisos I, II e IV do art. 2º) dispõe que:

“§ 1º As pessoas mencionadas nos incisos I e IV do art. 2º que não possuem relacionamento direto com os investidores devem:

I – avaliar, para fins da abordagem baseada em risco, se as pessoas mencionadas nos incisos I e IV do art. 2º que possuem relacionamento direto com os investidores conduzem continuamente as diligências adequadas e em conformidade com as normas legais e regulamentares definidas nesta Instrução para identificação de seus clientes e beneficiários finais;

II – monitorar continuamente as operações realizadas em nome desses investidores, considerando as situações ou hipóteses previstas no art. 23 que não dependam da posse dos dados cadastrais, assim como, quando cabível, adotar as providências previstas nos arts. 24 e 25; e

III – na impossibilidade de concluir análise com base no inciso II, solicitar informações adicionais às pessoas mencionadas nos incisos I e IV que possuem relacionamento direto com os investidores.”

1.6 Já o § 3º do art. 24 (no capítulo que trata da obrigação de análise de operações para a identificação de indícios relevantes) traz uma obrigação, para as mesmas pessoas referidas no § 1º do art. 19, de “estabelecer mecanismos de intercâmbio de informações com as áreas de controles internos das instituições que possuam tal relacionamento”, ou seja, que possuam o relacionamento direto com o cliente.

1.7 Tais dispositivo trazem, assim: (i) uma obrigação de, “para fins da abordagem baseada em risco”, verificar se determinadas contrapartes em estruturas de prestação de serviços adotam as diligências estabelecidas pela Minuta em relação a seus respectivos clientes e beneficiários finais; (ii) uma obrigação de monitoramento contínuo das operações realizadas por aqueles investidores, com a correspondente tomada de providências (ainda que ressaltando-se a inexistência de cadastro); (iii) a obrigação de, na impossibilidade

de realização da análise das operações, solicitar informações adicionais ao participante que detenha relação direta com o cliente; e (iv) uma obrigação de estabelecimento de mecanismos de troca de informações entre as áreas de controles internos das instituições.

1.8 É bem verdade que é de se esperar que uma norma destinada a lidar com o controle de lavagem de dinheiro e o financiamento do terrorismo crie, em alguma medida, mecanismos de dupla checagem de dados, como uma forma de aumentar os controles sobre o seu cumprimento (e a disciplina de mercado) quanto à possibilidade de comunicações para os reguladores.

1.9 No entanto, entendemos que, ante a generalidade das obrigações acima referidas, cumulada com a diversidade dos prestadores de serviços sujeitos à Minuta, acaba-se – muitas vezes – criando insegurança para diversos daqueles agentes sem que, no entanto, necessariamente se obtenham os benefícios almejados.

1.10 Com efeito, como se verá nos casos explorados na sequência, entendemos que, em algumas situações, tais previsões podem gerar insegurança para seus destinatários, ao mesmo tempo em que não produziram os efeitos que se busca. Neste sentido, as próximas seções tratarão da situação peculiar do escriturador de valores mobiliários e da posição dos diversos prestadores de serviços de fundos de investimentos.

## **2. O caso do escriturador de valores mobiliários**

2.1 Entendemos que um dos casos em que tais dificuldades se manifestam de forma mais clara talvez seja o dos escrituradores de valores mobiliários – e aqui referiremos genericamente tais prestadores de serviços,

abrangendo tanto aqueles que atuam para sociedades emissoras, quanto os escrituradores de cotas de fundos de investimento. Nos dois casos se está diante de agentes cuja atuação é regulada pela Instrução CVM nº 543, de 20/12/2013 (“Instrução CVM nº 543/2013”).

2.2 Nos termos do art. 2º, IV, “a”, a Minuta abrange também “a prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários” (art. 2, IV, “a”). Aqui, na verdade, antes mesmo de se trazer as questões relacionadas a tais agentes como detentores de uma relação “indireta” com os clientes, é importante ter claro se se trata, de fato, de uma relação indireta – isso porque tal diferenciação não consta expressamente da Minuta.

*Relação direta ou indireta entre o escriturador de valores mobiliários e clientes*

2.3 Assim, o primeiro ponto que gostaríamos de trazer diz respeito à real natureza dos escrituradores. O art. 11 da Instrução CVM nº 543/2013 estabelece que “[a] prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários deve ser objeto de contrato específico celebrado entre o emissor do valor mobiliário e o escriturador”, dispondo, ainda, sobre o conteúdo mínimo de tal contrato.

2.4 Em outros pontos da mesma norma é possível encontrar dispositivos que demonstram que a natureza da relação entre os escrituradores e os detentores de valores mobiliários é uma decorrência daquela relação original – como o escriturador assume a posição de mantenedor dos livros de registro e de transferência de ações nas companhias abertas, ele precisa identificar os titulares dos valores mobiliários. Mas isso apenas a fim de permitir a realização de uma série de atos.

2.5 Assim, o art. 15, I, daquele mesmo normativo trata da identificação do cliente, referindo apenas aqueles dados essenciais para a sua identificação e a adequada implementação dos eventos incidentes sobre os títulos. O art. 17, I, permite a negativa de registro ante a ausência de dados que permitam a “identificação do titular do valor mobiliário”, o que é medida importante para enfrentar tentativas de fraude.

2.6 Por fim, o art. 26 da Instrução CVM nº 543/2013 estabelece a obrigação de o escriturador enviar, aos titulares dos valores mobiliários, uma série de informações periódicas, relacionadas (i) novamente, à necessidade de se enfrentarem as eventuais fraudes, por meio de transferências irregulares de valores mobiliários (e todo o sistema de detenção de tais valores foi criado em razão de riscos efetivamente existentes), e (ii) a permitir o exercício de direitos e o cumprimento de obrigações tributárias.

2.7 Em nenhum ponto – e isso é importante destacar – aquela norma matriz refere o conteúdo mínimo do cadastro (ao contrário, inclusive, de outras normas que tratam de prestação de serviços diretamente a clientes, como a Instrução CVM nº 505, de 27/09/2011). E isso é compreensível, uma vez que o escriturador, como assinalado, apenas atende aos clientes como uma espécie de “departamento de acionistas” destacado da sociedade. As companhias abertas, como salienta a minuta, não estão sujeitas às regras de PLDFT (art. 2, § 1º). O mais natural seria que o mesmo se aplicasse aos escrituradores.

2.8 Estes, afinal, refletem em seus registros operações realizadas fora do mercado de capitais (não distribuídas publicamente e não intermediadas), que a eles são comunicadas pelos acionistas para fins de averbação. Tais operações podem, de fato, se revestir de relevância regulatória – para fins, por exemplo, das comunicações da Instrução CVM nº 358, de 03/01/2002 (“Instrução CVM nº

358/2002”), que são feitas pela própria companhia. Mas elas nem mesmo se sujeitam aos filtros adotados pela BM&FBOVESPA/BSM ou pela própria CVM.

2.9 De qualquer maneira, o que importa aqui ressaltar é que, para esses fins, os escrituradores apenas precisam dispor das informações básicas relacionadas à identificação dos clientes e do regime tributário a eles aplicável em caso de pagamento dos eventos. E para isso não se demanda o cadastro completo. E isso mesmo por motivos de ordem lógica.

2.10 Imagine-se um título que, transferido para o depósito centralizado, é negociado por uma série de investidores (todos eles devidamente cadastrados em seus intermediários e todas as operações sendo realizadas em ambiente público). Um daqueles investidores decide, por qualquer motivo, retirar as ações da custódia e passá-las novamente para os livros da sociedade (ou seja, para o escriturador). Esse cliente não era o detentor original do papel e aparecerá, agora, para o escriturador, saído dos registros do depositário central: será necessário, ao prestador de serviços, entrar em contato com o cliente e efetuar todo um processo de cadastramento com o grau de detalhamento trazido pela Minuta?

2.11 É importante, ademais, lembrar o que esse cadastramento envolveria caso se levasse em consideração que o número potencial de clientes não apenas está ligado àquela eventual flutuação, como também equivale a uma parcela da base acionária – o que, em muitos casos, é muito mais do que a maior parte dos intermediários típicos de mercado de capitais precisa cadastrar e manter sob algum tipo de controle.

2.12 Assim, seja porque o vínculo do escriturador é com o emissor (e é em relação aos papéis por este emitidos, à garantia da sua existência e da sua titularidade que o escriturador é *gatekeeper*), seja porque a relação com os

investidores se reveste daquele caráter incidental, seja, ainda, pelas questões práticas acima trazidas, não parece fazer sentido tratar o escriturador como alguém que tenha uma verdadeira relação direta com o cliente e para quem sejam razoáveis, assim, a implementação daqueles mecanismos.

*O escriturador e a relação indireta com o cliente*

2.13 Com isso, talvez se devesse tratar o escriturador como um daqueles detentores de relação indireta com o cliente, sujeito aos dispositivos referidos na seção I acima (§ 1º do art. 19 e § 3º do art. 24 da Minuta). Mas também aqui há alguns problemas relevantes a enfrentar.

2.14 Alguns desses problemas dizem respeito às dificuldades gerais relacionadas à identificação do conteúdo e dos reais efeitos de tais dispositivos – e essas questões serão retomadas adiante. Mas há questões bastante específicas relacionadas à figura do escriturador.

2.15 No caso de valores mobiliários emitidos por companhias abertas e negociados em mercados organizados, quando estes são mantidos “no livro” (ou seja, apenas nos registros do escriturador), o escriturador pode identificar seus detentores. No entanto, para a sua negociação, tais valores são transferidos para um depositário central, passando o escriturador a registrar apenas a propriedade fiduciária em nome deste. E eles serão detidos diretamente pelos comitentes, sendo a propriedade do ativo constituída no próprio depositário central, como adiante se verá, em uma posição de custódia de um intermediário – interpõe-se assim ao menos duas camadas entre o escriturador e a identificação do cliente.

2.16 E aqui, caso se imponha, por tais motivos, o reconhecimento do escriturador como um agente que dispõe de relacionamento apenas indireto com

o cliente, impõem-se uma série de outras questões: quem seria, nesse caso, o prestador de serviços que mantém a relação direta com o escriturador, ficando entre este e o cliente? O intermediário que presta serviços para o cliente (a sociedade corretora e/ou custodiante, que muitas vezes, mas nem sempre, são o mesmo agente) ou o depositário central? Indo além: seria correto tratar esses prestadores de serviços como detentores de uma relação direta e o escriturador como detentor de uma relação indireta ante a natureza das relações jurídicas que efetivamente se constituem entre essas partes?

2.17 Isso porque, nas operações realizadas em sistemas vinculados a depositários centrais, a propriedade do cliente se constitui nos registros dos próprios depositários centrais (art. 1º, II, e art. 26, par. único, da Instrução CVM nº 541, de 20/12/2013). Como se vê do art. 38, § 1º, desta Instrução, os mecanismos de conciliação entre registros do depositário central e os do escriturador não envolvem a identificação individual dos clientes para o escriturador, mas sim a verificação dos números totais existentes em cada um dos elos da cadeia de detenção dos títulos – trata-se, afinal, de solução destinada a impedir o aparecimento de títulos, artificialmente, em algum dos elos daquela cadeia. Há determinados casos em que se podem gerar relatórios analíticos com identificação de detentores de ativos, mas sempre para fins específicos.

2.18 Além disso, as operações realizadas em sistemas de bolsa são monitoradas diretamente pelos intermediários e pela Bolsa, autorregulador e/ou depositário central, que são quem consegue enxergar de alguma maneira o que se está fazendo, estando o escriturador em posição bastante remota.

2.19 Ante todos esses pontos, não parece lógico que, nesses casos, em havendo uma estrutura que envolve intermediários e, eventualmente, depositário central, se estabeleçam, para o escriturador, aquelas obrigações estipuladas nos

dispositivos acima referidos. Sua relação com as atividades desenvolvidas é, de qualquer forma, muito remota e é difícil imaginar que das suas atividades analíticas pudesse decorrer algum efeito de reforço para as obrigações de comunicação de qualquer outro participante. Não existe nem mesmo relação contratual entre o escriturador e depositários centrais ou custodiantes. O mesmo vale, guardadas algumas diferenças de ordem operacional, para o escriturador de fundos de investimento – a atuação é, de qualquer maneira, idêntica, seja quando as cotas são distribuídas por intermediários, em mercados ilíquidos, seja quando há a negociação em mercados organizados, seja, ainda, na distribuição de cotas de fundos abertos.

*Uma potencial solução para o escriturador*

2.20 Ante todo o exposto nessa seção, entendemos que o escriturador talvez seja o mais acabado exemplo das dificuldades trazidas por aquela estrutura dual criada pela CVM e pelas soluções – mais genéricas, trazidas pela Minuta, para a atuação dos participantes com relação indireta com os clientes. Compreendemos a importância do uso daquelas categorias e soluções, até para se evitar a criação de regimes mais detalhados ou exaustivos para cada um dos agentes abrangidos pela Minuta – mas é forçoso reconhecer que, em alguns casos, talvez não haja como submeter um determinado participante àquela moldura.

2.21 Como se poderia, neste sentido, incorporar os escrituradores ao sistema de controle da lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo? A nosso ver, a principal finalidade deste agente neste modelo é muito mais instrumental e específica. Entendemos que os escrituradores devem, pela sua própria natureza, ter um papel importante a desempenhar nas obrigações

referidas no capítulo VII da Minuta, que dizem respeito às medidas relacionadas à “indisponibilidade de bens, direitos ou valores”.

2.22 Nesse sentido, gostaríamos de propor que se passasse expressamente a prever, para os escrituradores, a tomada das medidas relacionadas a tais bloqueios e à prestação das correspondentes informações. Tais agentes poderiam (i) ser referidos, de forma isolada, em um novo inciso (um inciso V) ou em um parágrafo do art. 2º, e, desta maneira, (ii) não ser mais abrangidos pelos §§ 1º do art. 19 e 3º do art. 24, em razão das dificuldades acima discutidas.

2.23 Uma possível redação para tal dispositivo, como novo inciso para o art. 2º, seria a seguinte:

“Sujeitam-se às obrigações previstas nesta Instrução:

...

V – os prestadores de serviços de escrituração de valores mobiliários para os fins do Capítulo VII.”

2.24 Naturalmente, e tendo em vista a natureza das informações que os escrituradores muitas vezes possuem sobre os detentores de valores mobiliários (que, como se viu, não se confunde com verdadeiro cadastro), tal solução pode apresentar algumas fragilidades. E este ponto é importante não propriamente para aqueles ativos objeto de negociação em mercados organizados de bolsa ou de balcão (que são objeto de depósito centralizado e cuja propriedade se constitui nos registros do depositário central), mas muito mais nos casos em que os ativos se encontram nos registros do escriturador. Em especial no caso de ativos mais pulverizados, não raro há dificuldades para a correta identificação de seus reais titulares. Outro exemplo de tal impossibilidade, agora por motivos de ordem

operacional, reside nos casos de distribuição de cotas de fundos “por conta e ordem”. Seja no caso da impossibilidade de identificação do titular pela insuficiência de dados, seja no caso das cotas distribuídas “por conta e ordem”, entendemos que a obrigação não deveria, logicamente, se impor ao escriturador.

### **3. Os prestadores de serviços em fundos de investimento**

3.1 Um outro ponto no qual se impõe o reconhecimento de especificidades é o dos prestadores de serviços em fundos de investimentos (que se organizam em cadeias complexas e com relações diretas e indiretas bastante peculiares entre si). Vale trazer algumas dessas preocupações e, um bom exemplo, aqui, é dado pela situação dos custodiantes de fundos.

3.2 Cabe ao administrador, na forma do inciso VI do § 2º do art. 78 da Instrução CVM nº 555, de 17/12/2014 (“Instrução CVM nº 555/2014”), contratar a custódia dos ativos financeiros do fundo. O custodiante do fundo, agente também regulamentado pela CVM na forma da Instrução CVM nº 542, de 20/12/2013 e sujeito às disposições específicas da Instrução CVM nº 555/2014 e, no caso dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (“FIDCs”), que envolvem maior especificidade, da Instrução CVM nº 356, de 17/12/2001, é essencial não apenas para assegurar a mera detenção dos ativos, mas também como fiscalizador do cumprimento de uma série de obrigações pelo administrador e pelo gestor dos veículos. De um modo geral, essa fiscalização se dá a partir da verificação da adequação das operações realizadas ao regulamento do fundo e do exercício dos correspondentes controles.

3.3 Sem prejuízo dessas funções, é difícil imaginar, no presente contexto, um alargamento muito maior das funções do custodiante. A relação direta do custodiante é com o administrador fiduciário, que efetua a contratação

em nome do fundo. É comum que ele estabeleça vínculos – de ordem mais operacional – também com o gestor, até pelos controles, bastante específicos, que precisa exercer, relacionados às operações realizadas. Essa capacidade, em tese, até permitiria ao custodiante do fundo exercer alguns controles, de ordem mais geral, baseados em categorias de operações comumente utilizadas para lavagem de dinheiro ou na frequência de tais operações – esta já seria, porém, uma atividade bastante atípica e seria importante, por isso mesmo, definir seus contornos.

3.4 No caso dos FIDCs, talvez haja uma maior possibilidade de identificação de indícios, pelo papel reforçado que o custodiante tem em relação à verificação dos direitos creditórios adquiridos – mesmo neste caso, porém, não se adotam procedimentos de monitoramento contínuo, que são incongruentes com o desenvolvimento das atividades. De qualquer forma, é importante destacar que o custodiante não consegue identificar os cotistas do fundo.

3.5 Ficam, assim, evidenciadas algumas das limitações da caracterização do custodiante do fundo como participante que não mantém relação direta com o cliente (categoria em que, aparentemente, ele se enquadra). Há, aparentemente, medidas que se pode tomar. Mas, em relação às providências propostas pela Minuta, vale questionar, por exemplo: em que medida é razoável assumir que o custodiante, que ocupa uma posição secundária naquelas estruturas e que dispõe de instrumentos mais limitados, está em posição de cobrar, de seus contratantes, a adoção de diligências contínuas e de checar a sua observância, nos termos do inciso I do § 1º do art. 19? É razoável assumir que as averiguações efetuadas pelo custodiante, na forma do inciso II do mesmo parágrafo deste artigo, sem que ele enxergue os cotistas, representam, de fato, algum reforço em relação a outros controles, exercidos por agentes que têm acesso àquelas informações? Quais seriam as informações que o custodiante deveria pedir, por força do inciso III do

dispositivo, para complementar suas investigações, considerando-se que ele não pode nem mesmo acessar a base de cotistas?

3.6 Ante a forma pela qual se encadeiam tais prestadores, esses problemas se refletem em diversos níveis: o administrador fiduciário está em melhor posição para realizar determinadas diligências e para cobrar, dos demais prestadores de serviços, algumas daquelas diligências – trata-se mesmo de uma medida coerente com outros controles por ele exercidos. Sua capacidade de investigar, porém, pode não ser tão extensa quando se está tratando de fundos distribuídos por terceiros, na modalidade “por conta e ordem”. Gestores também não têm, em princípio, acesso à base de cotistas do fundo, o que faz com que, também no seu caso, se devam identificar algumas limitações. A situação dos escrituradores já foi explorada, ainda que com foco um pouco distinto.

3.7 Em nenhum desses casos se está excluindo pura e simplesmente a possibilidade de incidência da norma prevista pela Minuta. Como se disse, há, no novo regime, inequívocos avanços. Mas é importante reconhecer que, em muitos casos, o participante que não dispõe de relação direta com o cliente e que está obrigado a tomar as medidas relacionadas no § 1º do art. 19 pode se deparar com óbvias limitações: ele pode, assim, não estar em posição que lhe permita exercer os controles do inciso I do dispositivo sobre as diligências exercidas ou não pelos demais participantes (que podem nem mesmo ter relação comercial direta com ele, aliás); os monitoramentos previstos na forma do inciso II, ainda que reforçados pela medida do inciso III, podem não ser suficientes para gerar análises suficientemente profundas ou concretas (inclusive gerando falsos positivos); as informações que se pode pedir sob o manto do inciso III tendem a, no mais das vezes, estar protegidas por sigilo, uma vez que, no mais das vezes, se está tratando da identificação de comitentes. Os mesmos motivos tornam inócua a previsão do § 3º do art. 24.

3.8 Naturalmente, sempre será possível reconhecer que, nos casos em que for materialmente ou logicamente impossível esperar o cumprimento de um daqueles dispositivos, ele não se aplicará. Tal encaminhamento, porém, não afasta os riscos decorrentes da zona cinzenta criada pela norma Minuta. Quais medidas tomar a cada caso? Quais seriam os passos esperados pela CVM?

*Algumas alternativas*

3.9 Desta maneira entendemos que a criação daquelas medidas, *in abstracto*, nos dispositivos acima referidos, pode trazer uma série de efeitos colaterais para os participantes do mercado sujeitos à incidência da norma prevista pela Minuta. Parece-nos que a solução mais adequada – do ponto de vista da segurança dos participantes do mercado – partiria do reconhecimento, pela autarquia, dos regimes diferenciados de prestação de serviços e da criação de regras próprias para cada caso.

3.10 Tal solução apresentaria, porém, alguns empecilhos relevantes, seja porque ela envolveria um esforço muito grande, seja porque nunca se conseguiria abarcar as variações possíveis em setores extremamente mutáveis. Neste sentido, uma solução pode residir, por exemplo, no reconhecimento, pela CVM, da diversidade dos casos a partir da valorização da abordagem baseada em risco como norteadora das condutas a serem adotadas e do próprio conteúdo da Política de PLDFT das instituições. O art. 7º da Minuta já remete à importância daquele tipo de abordagem. O art. 8º trata da política da instituição como apoiada naquelas avaliações de risco.

3.11 Pode ser importante, porém, deixar claro em outros pontos da Minuta como os riscos efetivamente existentes devem matizar a atuação de cada

tipo de agente. Assim, a nosso ver, não apenas se mitigariam os efeitos daquelas potenciais distorções, permitindo aos agentes do mercado que, de maneira consciente e motivada, adotem as medidas mais adequadas tendo em vista a sua natureza, mas também se valorizaria toda essa dimensão mais metodológica (de adoção da abordagem baseada em risco e de elaboração de políticas adequadas), que, de outra maneira, se tenderia a relegar a um segundo plano (como mera formalidade).

3.12 Assim, sugerimos que se reformule o § 1º do art. 19 de modo a refletir essa perspectiva, nos seguintes termos:

“§ 1º As pessoas mencionadas nos incisos I e IV do art. 2º que não possuem relacionamento direto com os investidores devem refletir tal situação na sua avaliação interna de riscos e na sua Política de Prevenção à Lavagem de Dinheiro e ao Financiamento do Terrorismo das instituições, estabelecendo as medidas cabíveis, tendo em vista a natureza dos serviços prestados.

§ 2º A avaliação interna de riscos e a Política de Prevenção à Lavagem de Dinheiro e ao Financiamento de Terrorismo das pessoas mencionadas no parágrafo anterior deverão manifestar-se, motivadamente, sobre as medidas eventualmente cabíveis para o cumprimento desta Instrução, devendo tratar, no mínimo:

I – da forma pela qual se avaliará, quando cabível, a adoção das diligências definidas nesta Instrução para identificação dos clientes e beneficiários finais pelas pessoas mencionadas nos incisos I e IV do art. 2º que possuem relacionamento direto com os investidores;

II – do tipo de monitoramento das operações realizadas, quando cabível, tendo em vista as limitações de acesso a dados cadastrais e da possibilidade de obtenção de informações complementares por

parte das pessoas mencionadas nos incisos I e IV que possuem relacionamento direto com os investidores.

§ 3º ...”

3.13 O § 3º do art. 24, por sua vez, talvez demande apenas uma referência expressa a esses dispositivos.

3.14 Compreendemos que tal solução se mostra ligeiramente distinta daquela proposta pela Minuta. No entanto, achamos importante reiterar que aquelas medidas constantes da Minuta, quando aplicadas genericamente a todos os agentes submetidos à Minuta, criam um campo imenso de incerteza para seus destinatários, muito provavelmente, em alguns casos, nem mesmo atendendo às finalidades da norma.

3.15 Impõe-se, para aqueles destinatários, ter segurança acerca das obrigações que efetivamente lhes cabem a cada caso e, na impossibilidade de se criarem regimes específicos para cada um deles, esta nos pareceu uma solução adequada, que é passível de qualificação pela autarquia por meio de outros instrumentos, como Ofícios Circulares, ou de sua interação cotidiana com os agentes de mercado.

3.16 Indo além do universo dos fundos de investimentos, esta solução também poderia ajudar a eliminar zonas cinzentas para outros prestadores de serviços, em estruturas complexas (como os custodiantes que prestam serviços para emissores ou custodiantes de ADR, por exemplo). Não exploramos, porém, muito mais esses outros casos.

#### **4. Questões relacionadas a cadastro**

4.1 Outro ponto que gostaríamos de explorar nesta manifestação diz respeito a algumas questões relacionadas a cadastro. Acreditamos, pelo que pudemos acompanhar em outras frentes de discussão, que este ponto já será bastante bem explorado por outros participantes mas, ainda assim, gostaríamos de trazer algumas impressões.

4.2 Nossos comentários estão diretamente relacionados ao fato de que, nos últimos anos, têm surgido modernizações – ou demandas por modernização – dos sistemas de cadastro das instituições, que deveriam, a nosso ver, ser refletidas de maneira mais adequada na Instrução que se vai editar.

#### *Sistemas alternativos de cadastro*

4.3 Em seu art. 13, a Minuta prevê a possibilidade de adoção de “sistemas alternativos de cadastro desde que satisfaçam os objetivos das normas vigentes e adotem procedimentos passíveis de comprovação”. Tal solução é coerente com o que já se encontra previsto no § 5º do art. 3º da Instrução CVM nº 301/1999 (conforme alteração de 17/09/2011), mantendo-se, inclusive, a exigência de autorização da CVM para tal.

4.4 A Instrução CVM nº 505, de 27/09/2011 (“Instrução CVM nº 505/2011”), publicada na mesma data que a alteração acima referida da Instrução CVM nº 301/1999, também trata da matéria, nos parágrafos de seu art. 5º, não referindo, porém, a necessidade de autorização pela autarquia. Tal dispositivo é coerente, inclusive, com os posicionamentos adotados pela área técnica da CVM desde o julgamento do Processo Administrativo CVM nº SP2009/0091 (que se refletiram no Ofício Circular/CVM/SMI nº 002/2009, de 17/08/2009). No Ofício Circular, a área técnica destacou que não analisaria os procedimentos diferenciados de cadastro, reiterando a responsabilidade dos intermediários.

4.5 Há casos recentes de autorização de adoção de sistemas alternativos (valendo remeter, por exemplo, aos Processos Administrativos CVM n° SP2010/0284 e SP2012/0040) pelo Colegiado, reiterando-se algumas interpretações sobre a matéria. Naturalmente, há uma diferença entre os arranjos que a área técnica entende que não precisa analisar e a aprovação dos sistemas alternativos propriamente ditos pelo Colegiado. Tal diferença, no entanto, é um tanto o quanto tênue, do ponto de vista prático, de modo que muitos aprimoramentos legítimos podem ser deixados de lado pela falta de vontade de enfrentar um procedimento mais complexo.

4.6 Desta maneira, e, tendo em vista a consolidação de posições sobre a matéria e aquele próprio posicionamento da área técnica, sugerimos que o art. 13 seja ajustado, retirando-se a obrigatoriedade de autorização da CVM para a adoção de arranjos alternativos. Neste diapasão, também entendemos, considerando (i) que a quase totalidade dos pleitos existentes envolve a adoção de soluções baseadas em sistemas eletrônicos em uma ou mais etapas do processo de cadastro; (ii) e que a Instrução CVM n° 505/2011 faz referência expressa a tais sistemas, que valeria uma referência a tal fato. Sugerimos, assim, a seguinte redação:

“Art. 13. É permitida a adoção de sistemas alternativos de cadastro, inclusive por meio eletrônico, desde que as soluções adotadas satisfaçam os objetivos das normas vigentes e os procedimentos sejam passíveis de verificação.”

*Sistemas eletrônicos que utilizem bases públicas ou privadas de informação*

4.7 Outro ponto que nos parece importante reiterar é o da possibilidade de recurso, para o cadastramento ou a manutenção de cadastro de clientes, de bases públicas ou privadas de informações. Como este tema, até onde sabemos, já será objeto de outras manifestações, não apresentaremos uma sugestão de redação. Vale, porém, trazer alguns argumentos em favor do pleito.

4.8 Trata-se, em um primeiro momento, de um mecanismo alternativo de obtenção de informações para cadastro, por isso mesmo sujeito ao disposto no art. 13. Não se trata nem mesmo de uma inovação. Uma previsão expressa neste sentido, porém, mostra-se desejável, uma vez que reconheceria a legitimidade de tal forma de obtenção de informações para os fins da norma prevista pela Minuta. E o recurso àquelas bases (ou a uma combinação de bases), ainda mais quando reforçado por políticas internas adequadas que tratem expressamente da forma de seleção das bases de dados, da verificação de dados e da checagem de inconsistências, parece ser uma solução adequada. Os ganhos de um sistema bem desenvolvido neste sentido são, ademais, evidentes, em razão de uma possibilidade de confrontação de dados que não existe no cadastro preenchido pelo próprio cliente.

*Assinatura do cliente – art. 1º do Anexo 11-A*

4.9 No art. 1º do Anexo 11-A se faz, por mais de uma vez, referência à assinatura do cliente no cadastro (art. 1º, I, alínea “u”; II, alínea “q”; e III, alínea “g”). Com a consolidação do uso de mecanismos eletrônicos para o cadastramento de clientes, inclusive a partir de posicionamentos da própria autarquia, além do reconhecimento cada vez maior e o uso cada vez mais disseminado das declarações de vontade emitidas por meio eletrônico, entendemos que tal exigência não mais se justifica.

4.10 Assim, sugerimos a inclusão de um § 3º no referido artigo, nos seguintes termos:

“§ 3º A assinatura do cliente no cadastro pode ser efetuada por meio eletrônico ou, no caso de sistemas de cadastramento eletrônico, suprida por outros mecanismos, desde que os procedimentos adotados permitam a identificação do cliente.”

*Assinatura do cliente – art. 2º do Anexo 11-A*

4.11 Ainda no que diz respeito à assinatura do cliente, no art. 2º do Anexo 11-A, *caput* e parágrafo único, se estabelecem obrigações de obtenção de assinatura dos clientes em determinadas declarações. Em um contexto em que, cada vez mais, se tem reconhecido a legitimidade de mecanismos alternativos de cadastro, inclusive, como acima se viu, com a possibilidade de verificação eletrônica de informações, entendemos que a exigência daquelas declarações assinadas não se justifica.

4.12 Por intermédio daquelas declarações, do que se depreende de seu conteúdo, se procura estabelecer a responsabilidade do cliente ou do intermediário pelo seu conteúdo e pela observância de tal conteúdo. Em alguns casos, como no do inciso V do *caput* do art. 2º, trata-se de verdadeira declaração de vontade negocial. Ocorre que, como já se referiu, cada vez mais se reconhece a validade das declarações manifestadas por outras maneiras. Da mesma forma, é importante questionar a utilidade de tais declarações em conflitos concretos. Assim, tais declarações não apenas seriam documentos excepcionais em relação a sistemas de cadastro apoiados em meios eletrônicos, mas também não seriam os únicos meios hábeis a atingir suas finalidades.

4.13 Desta maneira, entendemos que o mais adequado seria a substituição da referência a declarações datadas e assinadas, no *caput* e no § 1º do art. 2º do Anexo 11-A, pela mera referência às declarações. Em complemento, sugerimos a inclusão de um novo § 2º do mesmo artigo (reenumerando-se, assim, o atual § 3º), em que se poderia tratar da forma da declaração. Sugerimos:

“§ 2º As declarações referidas no *caput* e no § 1º deste artigo devem ser datadas e assinadas ou, no caso de adoção de sistemas de cadastro alternativos ou eletrônicos, apresentadas por outro meio adequado a manifestar a vontade do cliente.”

4.14 Adicionalmente, e ainda no que tange às declarações do *caput* do art. 2º do Anexo 11-A, é importante destacar que algumas daquelas declarações não são adequadas a clientes que operam em determinados mercados. É o caso da declaração constante do inciso III, que trata de uma regra importante para operações de mercado de capitais (o regime de atuação das pessoas vinculadas, estabelecido pela Instrução CVM nº 505/2011), daquela do inciso V, que trata da emissão de ordens (tipicamente para operações em mercados organizados, sobretudo de bolsa) e da declaração do inciso VI (também típica da dinâmica de operações de mercado organizado).

4.15 Hoje, já existe alguma dificuldade para se manter essas declarações em cadastros de clientes que operam em mercados para os quais elas não têm aplicabilidade. Desta maneira, e com o escopo de racionalizar o regime regulatório aplicável e permitir o desenvolvimento de uma documentação de suporte adequada a cada tipo de operação, sugerimos que se insira a expressão “quando aplicável”, nos três casos.

*Informações sobre perfil dos clientes*

4.16 O Anexo 11-A, ao tratar do conteúdo mínimo dos cadastros, ainda faz referência ao perfil de risco dos clientes, para fins de verificação da adequação dos produtos (art. 1º, I, alínea “o” e II, alínea “k”, e, com uma referência mais genérica a “perfil”, o inciso III, alínea “d”). Tais informações já são obrigatórias, hoje, por força do Anexo I da Instrução CVM nº 301/1999. Como a Instrução que trata de lavagem de dinheiro tem funcionado como regra matriz para o cadastramento de clientes, compreendemos o objetivo da referência, a despeito da diferença entre as finalidades das normas de lavagem de dinheiro e as referentes à adequação de produtos. É importante, no entanto, destacar que, em alguns casos, a obrigação de cadastro pode incidir sobre participantes que não estão diretamente sujeitos a obrigações de *suitability*.

4.17 Assim, e apenas para fins de reforço, uma vez que se está tratando de regra bastante importante para as instituições, entendemos que seria adequado, no caso das três alíneas acima referidas, que se passe a ressaltar a sua incidência apenas “caso aplicável”.

*Manutenção de documentos e informações em meio físico e eletrônico*

4.18 Este é um ponto que, até onde sabemos, também será objeto de manifestação por parte de outros agentes de mercado. Entendemos, no entanto, ser adequado destacar a sua importância.

4.19 O art. 5º da Instrução CVM nº 505/2011 prevê a realização e a manutenção do cadastro de clientes em meio eletrônico. O art. 147 da Instrução CVM nº 555/2014 permite também a manutenção de documentos em meio eletrônico, inclusive referindo expressamente a possibilidade de substituição dos documentos pelas respectivas imagens digitalizadas.

4.20 Desta maneira, por coerência e, tendo em vista que a nova Instrução funcionará como a regra matriz para temas de cadastro, sugerimos que tal disposição seja refletida, nos mesmos termos do citado art. 147 da Instrução CVM nº 555/2014, em um novo parágrafo (o § 4º) do art. 11 da Minuta.

*Elementos externos ao cadastro*

4.21 O § 2º do art. 2º do Anexo 11-A faz referência a determinadas informações que não necessariamente integram o cadastro dos clientes, não raro integrando a documentação da oferta dos fundos. Para permitir, assim, o seu atendimento, mesmo que sob essa outra forma, sugerimos que o § 2º seja transformado em art. 3º (reenumerando-se os demais artigos), o atual § 3º do art. 2º seja tornado o § 1º do novo artigo e que se inclua um § 2º nos seguintes termos:

“§ 2º As declarações constantes do *caput* deste artigo poderão, alternativamente, constar dos documentos assinados quando da aquisição de cotas dos fundos de investimento.”

*Cadastro para operar com derivativos*

4.22 O art. 3º do Anexo 11-A traz, a nosso ver, um tema que é estranho ao cadastro (ou ao conjunto de documentos que o integram), embora seja tipicamente tratado em conjunto com a matéria. Trata-se do contrato padrão para as operações com derivativos, nos termos estabelecidos pela entidade administradora de mercado organizado.

4.23 A expressão “contrato padrão” pode gerar algumas dúvidas. Não parece razoável que o objeto da previsão sejam os *master agreements* utilizados pelas instituições para operar com seus clientes. Isso porque eles (i) se destinam sobretudo a regulamentar operações de mercado de balcão, não negociadas em mercados organizados (mas apenas neles registrada); e (ii) não têm o seu conteúdo definido pela entidade administradora. Tampouco parece razoável que se esteja fazendo referência a cláusulas específicas do contrato de intermediação – que também, a rigor, não é um contrato padrão.

4.24 Como, aqui, se está referindo contratos admitidos à negociação em mercados organizados, pode-se assumir que se está tratando daquele conteúdo mínimo dos contratos negociados em mercados derivativos (os *standards*, que são públicos). Isso quando os clientes, uma vez cadastrados, podem operar com diversos contratos.

4.25 A nosso ver, não se trata apenas de matéria estranha ao cadastro (posto que traz, na verdade, o conteúdo das operações que se pode realizar). Mais do que isso, trata-se de uma previsão de todo inócua do ponto de vista da proteção de tais clientes. Sugerimos, portanto, a exclusão do dispositivo.

## 5. **Beneficiário Final**

5.1 Outro tema que merece destaque é o da identificação do beneficiário final. O item 2.3.2 do Edital explora, de maneira bastante detalhada, a razão das novas opções e a sua coerência com a evolução da matéria em fóruns internacionais. Ele também aponta para o fato de que a Minuta seguiu os padrões já adotados na Instrução Normativa RFB nº 1634, de 06/05/2016 (“IN RFB nº 1634/2016”). Temos, aqui, questões relacionadas às dificuldades para a

identificação de beneficiário final e à harmonização entre o texto da Minuta e a IN RFB nº 1634/2016.

5.2 Entendemos que, em alguns casos, pode ser particularmente complexa a identificação de beneficiários finais. Alguns desses casos serão trazidos, vale reiterar novamente, não para questionar as pretensões da CVM, mas muito mais para suscitar a discussão sobre situações muito específicas que, a nosso ver, podem colocar em cheque tais pretensões e criar riscos para os destinatários da Minuta. É o que ocorre, por exemplo, em diversas situações que envolvem fundos de investimento.

5.3 Um primeiro exemplo desse tipo de dificuldade prática reside no caso das estruturas, bastante comuns no mercado brasileiro, de *master-feeder* e de “fundos espelho”. Em tais casos, ante a natureza das relações estabelecidas, pode ser inviável, para o administrador do fundo *master*, identificar os beneficiários finais de fundos que estejam sob outros administradores. E isso não exclusivamente por questões de ordem prática, mas sobretudo por questões relacionadas à integridade e à coerência do modelo de negócio adotado, e às obrigações de sigilo incidentes para cada prestador de serviços. Estas informações podem estar disponíveis em cada um dos elos da cadeia, mas sua consolidação, nos termos acima, é problemática.

5.4 Outro exemplo que merece destaque é o dos fundos distribuídos “por conta e ordem”. Nesses casos, conforme previsto no art. 31 da Instrução CVM nº 555/2014, os cotistas são identificados no registro complementar mantido pelo distribuidor, não tendo o administrador fiduciário informações sobre a sua identidade. E essa estrutura decorre do próprio modelo de distribuição adotado, que é incongruente com o acesso do administrador à base

de clientes do distribuidor. Também aqui não vemos como poderia incidir, para o administrador do fundo, a obrigação de identificação do beneficiário final.

5.5 Por fim, lembramos que, nos fundos de investimento abertos, principalmente quando distribuídos em agências, pode ser difícil assegurar de forma contínua (se necessário for), a identificação de beneficiários finais.

5.6 Outro caso que se poderia mencionar, aqui, é o das companhias abertas, cuja base acionária é mutável e a possibilidade da sua identificação divide-se entre o depositário central (nos casos das ações negociadas em mercados organizados) e o escriturador. Nesses casos, vale lembrar, já se identificam, ainda que originariamente para outros fins, os acionistas relevantes para a finalidade da Instrução CVM nº 358/2002.

5.7 Outros exemplos que se pode referir são: o das instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, que são entidades já sujeitas a uma regulamentação rigorosa desse ponto de vista, e que estão, inclusive, sujeitas a um regime de publicidade que abrange a identificação de seus controladores; seguradoras e entidades abertas e fechadas de previdência, pelos mesmos motivos; e os organismos multilaterais, bancos centrais, entidades governamentais ou ligadas a fundos soberanos, que não apresentam beneficiários finais que sejam pessoas naturais.

5.8 Na quase totalidade desses casos, a já referida IN RFB nº 1634/2016 estabelece, no § 3º de seu art. 8º, exceções – por vezes qualificadas – à obrigatoriedade de identificação de beneficiário final. No caso dos fundos de investimento, essa exceção vai, inclusive, além daquelas situações às quais fizemos referência. A norma da RFB não cria a exceção apenas para as instituições financeiras.

5.9 Entendemos que se poderia adotar o mesmo tipo de solução na Minuta. A nosso ver, pelos motivos acima referidos seria razoável incluir, na exceção, também as instituições financeiras. Com isso, se harmonizariam os dois regimes, evitando contradições e dificuldades de interpretação, sem verdadeiras perdas do ponto de vista da qualidade da regulamentação, tendo em vista a natureza bastante específica dos agentes acima referidos.

## 6. **Influência significativa em fundos de investimento**

6.1 Por fim, é importante explorar um outro conceito que, adotado na Minuta, pode trazer algumas dúvidas e dificuldades: o de “influência significativa”, sobretudo em veículos de investimento coletivo.

6.2 De acordo com o §2º, V, do art. 7º da Minuta, os riscos inerentes aos fundos de investimento sobre o qual um cotista tenha influência significativa na gestão devem ser avaliados com especial atenção. Outros cuidados se impõem, em outros pontos da norma, para esses e os demais casos abrangidos pelo referido parágrafo. O parágrafo único do art. 15 da Minuta estabelece uma presunção (para os fins desta Instrução, nos termos do *caput*) de influência significativa quando a pessoa natural detém uma participação superior a 25% da pessoa jurídica ou veículo de investimento.

6.3 O primeiro ponto que gostaríamos de suscitar diz respeito à dificuldade para a obtenção desse tipo de dado consolidado em certos casos. Um bom exemplo, bastante comum na indústria de fundos, diz respeito ao cômputo de participações indiretas, detidas por intermédio de FIC (como ocorre nas estruturas *master-feeder* acima referidas) ou mesmo de outros veículos.

6.4 O mesmo vale para os casos de distribuição na modalidade “por conta e ordem”, também já referida. Em todos esses casos, vale destacar, a informação efetivamente existe, sendo também mantida por um agente regulado pela CVM e sujeito à norma. Porém há empecilhos para a obtenção e a verificação das informações por agentes sujeitos às obrigações acima citadas, o que pode gerar riscos para tais agentes e também colocar em xeque a efetividade da norma.

6.5 Não há, nesses pontos, uma proposta muito mais específica de redação, criando exceções que, a nosso ver, poderiam não abranger os casos que, decerto, concretamente se apresentarão. No entanto, achamos importante destacar que, quando da aplicação da norma, a CVM precisará adotar determinados cuidados, reconhecendo alguns limites para estruturas de mercado mais complexas, como aquelas acima descritas.

Feitas essas considerações, reiteramos uma vez mais o reconhecimento pelos importantes passos que a CVM dará com a promulgação da nova norma, renovando nosso agradecimento pelas oportunidades de manifestação no processo e de discussão dos diversos temas envolvidos. É importante que, na elaboração da nova Instrução, se tomem cuidados destinados a resguardar modelos de organização e de prestação de serviços legítimos. A presente manifestação se destinava a permitir uma discussão mais adequada sobre questões técnicas e operacionais relacionadas àqueles modelos.

Permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,

---

**Otavio Yazbek**

---

**Marina P. Copola de Carvalho**

---

**Ana Thereza M. Aguiar**