



## 2020/21 – Watch List

*“It’s The End Of The World As We Know It (And I Feel Fine).”*  
R.E.M.

### Introdução

Este é o segundo ano em que publicamos nosso “*Watch List*”, buscando reunir reflexões sobre o ano que passou, e tentando enxergar um pouco das perspectivas para o novo ciclo, tendências e alertas oportunos para o seu negócio.

Antes de falarmos do ciclo 20/21, precisamos fazer um balanço de erros e acertos da nossa edição “2019/20”.

### Balanço da nossa *Watch List* 2019/20

Primeiro, reunimos nos quadros abaixo os principais tópicos de nossa “*Watch List 2019/20*”, mostrando qual era a nossa expectativa, e, o que de fato ocorreu em 2020:

**“Audiência Pública de AAls (tema de 2019, e para 2020 e 2021).”**

**Watch List 2019/20:** “Acreditamos que o tema deve passar ao menos o primeiro semestre de 2020 na “prancheta” da CVM, que voltará ao mercado com uma proposta de redação de nova regulação para uma Audiência Pública. Portanto, é mais provável que a implementação do novo marco regulatório para os AAls ocorra apenas em 2021. Mas já em 2020 ficará claro como será este novo padrão, o que já impactará, a priori, o posicionamento dos agentes.”

**Fato 2020:** A Audiência Pública de fato ficou para 2021 devido a pandemia. Porém, ao final de 2020, a CVM divulgou estudo de impacto regulatório que tratava da questão da exclusividade, dando indícios de que tenderia a flexibilizar tal questão. Ou seja, ao menos nossa percepção de que ainda no ano de 2020 teríamos indicações de alguns direcionamentos do regulador acabou se mostrando acertada.

**“Consultoria de Valores Mobiliários, fique “de olho” para 2020”**

**Watch List 2019/20:** “Porém, o forte crescimento de credenciamento de consultores (principalmente no segundo semestre do ano) parece apontar que, em 2020, teremos um crescimento mais evidente de licenciamento de Consultorias PJ. Afinal, é menos eficiente (tributariamente) a prestação de serviço na PF.”

**Fato 2020:** Tal movimento se evidenciou em 2020, principalmente no segundo semestre. Abordaremos o cenário 2020/21 mais adiante.

**“Convênio ANBIMA/CVM e o credenciamento de gestores em 2020”**

**Watch List 2019/20:** “Esperamos que este novo dispositivo apresente avanços em 2020. Afinal, no formato corrente o

*convênio não gerou eficiência perceptível no que diz respeito ao processo, nem em termos de documentos que precisam ser protocolados, seja em termos de prazo.”*

**Fato 2020:** Não enxergamos mudanças em 2020, e não nutrimos expectativas de maiores avanços em 2021. Os prazos continuam os mesmos, os documentos necessários não foram revisados, e o processo ganhou maior complexidade em pontos que, na nossa visão, não necessariamente protegeriam o mercado.

**“Consolidação dos Códigos ANBIMA”**

**Watch List 2019/20:** “Nesse sentido, acreditamos que algumas definições restringiram excessivamente a liberdade negocial, e, irão inviabilizar modelos de negócio legítimos.”

**Fato 2020:** Tratávamos aqui principalmente do novo Capítulo relativo às Carteiras Administradas. Embora já válido, a ANBIMA ao longo de 2020/21 vem avaliando esse mercado, não tendo havido ainda sanções. Enxergamos um endurecimento à frente, e um evidente aumento no custo regulatório deste serviço, que não necessariamente se reverterá em benefícios aos contratantes do serviço.

Uma carteira não é um fundo condominial, em que é altamente relevante a proteção para que investidores em conjunto não sofram com a distribuição não equitativa de resultados, advinda, por exemplo, de falhas em marcação a mercado, ou deficiências em gestão de liquidez etc.

Já a carteira administrada – desempenhada no formato de prestação de serviço individualizada –, contratada a partir de uma negociação entre investidor e gestor, deveria ter liberdade de definir suas premissas de maneira mais ampla.

No caso das regras da ANBIMA, se, em vez da imposição (ao gestor de carteira) da criação de uma política de marcação a mercado e seus controles, houvesse a discussão sobre a padronização de extratos bancários desses investidores, com a marcação a mercado dos ativos de maneira uniforme em nível de custódia, boa parte da questão ficaria equacionada com menores custos, por exemplo.

**“Novo marco regulatório de PLD precisa ser implementado até julho”**

**Watch List 2019/20:** “O novo marco regulatório sofisticou um pouco os controles necessários, mas, ao mesmo tempo, traz conceitos mais claros e precisos que o normativo anterior. E, se já correntemente temos a percepção de que o mercado já precisaria concentrar maiores esforços no tema, o novo normativo é uma oportunidade interessante. Mas, atenção, o prazo para se adaptar vai até 01/07/2020. Fique atento!”

**Fato 2020:** Em nossa opinião, este foi um dos tópicos deixados de lado pelo mercado em função da pandemia. Não percebemos discussões e aprofundamento de processos dando mais robustez ao tema: o mercado parece seguir nas mesmas práticas “pré-ICVM 617.”

**Audiência Pública CVM sobre regras das bolsas e execução de ordens (Best Execution)**

**Watch List 2019/20:** “Todos os temas são de extrema relevância, e merecem ser aprofundados por todos os



*participantes do mercado. Porém, para o universo de clientes atendidos pela BR Invest, que compreende principalmente gestores de recursos, consultores de valores mobiliários, AAls, distribuidores e segmentos relacionados, recomendamos especial atenção à leitura da Minuta C, já que a ICVM 505 impacta de forma relevante as regras que devem ser obedecidas na ‘realização de negócios’ com clientes.”*

**Fato 2020:** Essa Audiência Pública também ficou para 2021. Porém, o mercado vem aprimorando os sistemas eletrônicos de envio de ordens, como a intensificação do uso de ferramentas de confirmação via *Push*, o que tem dado maior segurança a todos os segmentos envolvidos: a tendência deve ser a diminuição gradual de ordens por *e-mail* ou telefone (devendo se tornar mais rara a cada dia).

Ainda assim, os demais pontos são extremamente relevantes, tanto para intermediários, quanto para gestores e consultores de valores mobiliários.

### 2020, o ano que não acabou, e continua em 2021

Desnecessário fazer uma retrospectiva de 2020, até porque, ele “não acabou”: a métrica para início real de 2021 não é mais o ano calendário, mas o “ano vacinal”, e o abrandamento da crise do Covid-19.

Pois bem, de retrospectiva positiva, vale salientar o movimento eficiente de reação nos mercados regulados pela CVM, com destaque para aqueles relativos à intermediação/distribuição, gestão e consultoria de valores mobiliários.

Do ponto de vista regulatório, a CVM foi extremamente eficiente na percepção e gestão da crise: de imediato, diversos prazos regulatórios foram flexibilizados/dilatados, e processos e prazos foram suspensos, abrindo espaço para que os profissionais de mercado focassem no equacionamento de seus negócios.

Do ponto de vista de mercado, com tecnologia e resiliência profissional, ficou provado que é possível seguir de forma criativa - e, mesmo com a pandemia, o ambiente de volatilidade e juros baixos, aliado à tecnologia e mudanças de hábitos culturais e sociais, continuou tendo efeito transformador.

A seguir, trataremos um pouco desses temas, e, quando cabíveis, arriscaremos algumas projeções para o futuro.

### Quem tinha um Plano de Contingência tradicional, não tinha nada. Mas funcionou...

No quesito contingência, gestão de crise e segurança da informação, 2020 ensinou muito.

Os fins nem sempre justificam os meios, mas 2020 provou

que, na falta dos meios, a essência prevalece, e processos excessivamente burocráticos e formais não significam maior qualidade nessa hora. O que contou muito foi a agilidade e pragmatismo nas decisões de governança, contingência e segurança da informação.

O ano provou que os meios de hoje tornam plenamente possível – e aparentemente seguro e eficiente – ter como melhor contingência, os indivíduos *em suas próprias residências*, e não em sites de contingência (que muitas vezes não funcionam na “hora H”).

Acreditamos que se há 1 ou 2 anos uma gestora explicitamente colocasse em seu PCN o que efetivamente foi feito em 2021 (“*Fique em Casa*”), ela provavelmente teria sérios questionamentos dos reguladores. A realidade, entretanto, demonstrou que é possível ser mais pragmático, sem que isso traga riscos não controláveis.

O mesmo pode ser dito da abordagem tradicional de segurança da informação e tecnologia, em que grandes corporações às vezes viam com grande temor um funcionário acessar sua rede corporativa de casa: a pressão de 2020 demonstrou que isso é possível, *com grande eficiência*.

### Conclusões para o futuro:

- (i) A abordagem sobre segurança da informação e segurança tecnológica precisa ser vista de forma *mais pragmática, realista*, e, no final, até *mais barata*;
- (ii) As questões de boa governança e liderança *se sobrepõem a todas as outras* na tomada de decisões extremas, com racionalidade; e
- (iii) Ter processos claros e simples de tomada de decisão são fundamentais no “caos”: *recomendamos a revisão de políticas ligadas à contingência e segurança da informação de forma crítica*.

### Os juros baixos vêm transformando cada vez mais o relacionamento com o investidor

Entre 2017/18, quando fundamos nossa consultoria, nosso foco principal eram os gestores de recursos e demais prestadores de serviço de fundos de investimento (*i.e.*, administrador, custodiante e distribuidor).

Isto não significava que não enxergávamos potencial em segmentos como o de consultores de valores mobiliários e distribuição independente (AAIs), porém, acreditávamos que, nestes setores, o debate sobre governança e regulação iria ocorrer *um pouco mais adiante*, e que não haveria percepção da importância de nossos serviços.

Mas já em 2020 assistimos à confirmação de uma

tendência que esperávamos em 2019: o efetivo desenvolvimento do mercado de Consultoria de Valores Mobiliários e de gestores de recursos focados em indivíduos/*Wealth Management* ganhando forte tração, e mesmo AAIs enxergando a necessidade de investir mais em governança.

Vale notar que o movimento começa a ganhar forte abrangência nacional: ao longo de 2020, estruturamos consultorias de valores mobiliários e/ou gestoras de recursos em locais bastante diversas, como Recife, Caruaru, Florianópolis, Porto Alegre, Goiânia, Brasília e Curitiba - além, é claro, do tradicional eixo RJ-SP.

O que conseguimos apurar junto a esses novos clientes é que: (i) a busca por educação financeira e diversificação de portfólio pelo investidor *se ampliou bastante*; (ii) isso não se deve apenas aos juros baixos, mas esse fator *potencializou o movimento*; (iii) as acaloradas campanhas publicitárias de bancos e corretoras (criticando mutuamente seus modelos de negócios), discutindo temas como o conflitos de interesse, estrutura de remuneração, *suitability* etc. têm levado o investidor<sup>1</sup> a *questionar essas estruturas de remuneração e rebate*, e a pensar, por exemplo, *na consultoria como uma alternativa*; (iv) aumenta o fluxo de profissionais que deixam instituições financeiras para empreender como AAIs, consultores ou gestores, *focados em investidores individuais*; e (v) temos visto um novo fenômeno que são os sócios minoritários de empresas de AAIs que, em geral, após 3 a 5 anos nessas empresas, começam a se sentir *com obrigações semelhantes às que tinham nos bancos* (como funcionários), e passam a buscar *novos modelos de negócios, em geral via consultoria ou gestão de recursos*, saindo do escritório de AAI e estruturando seu próprio *business* em novas bases.

### Modelo de Consultoria amadureceu no ano de 2020

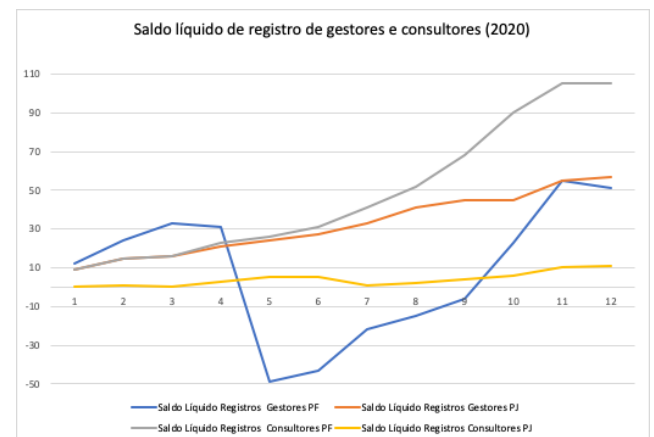
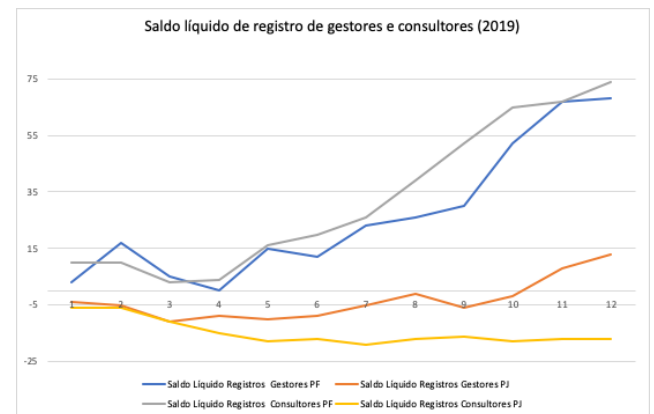
Como explicamos em nosso boletim 2019/20, 2019 foi praticamente o primeiro ano de validade *integral* do novo modelo normativo da CVM para a atividade de consultoria, já que a ICVM 592 foi publicada em 17/11/17, porém, com alguns meses de adaptação ao longo de 2018.

Em 2020 apontamos que havia um crescimento de credenciamentos de consultores pessoas físicas, sem o correspondente crescimento de consultores pessoas jurídicas. Um é “indicador antecedente” do outro, ou seja, primeiro se avoluma o crescimento de profissionais, e,

<sup>1</sup> Esse debate fluiu de maneira muito mais intensa fora do eixo RJ e SP: nas demais capitais, ou cidades de médio porte, clientes de bancos e AAIs têm percebido mais rapidamente os eventuais conflitos de interesse, o que tem motivado muitos profissionais a reverem seus modelos.

num segundo momento, de empresas.

Como mostraremos nos gráficos a seguir, de 2019 e 2020, nossa hipótese se confirmou, e o crescimento no número de consultores *vem se consolidando*:



Os números acima consideram os “credenciamentos líquidos”<sup>2</sup> de pessoas físicas e jurídicas, tanto como consultores, quanto gestores de valores mobiliários.

Como podemos perceber, se em 2019 o credenciamento líquido de consultores pessoas físicas foi similar ao de gestores, em 2020 o número foi superior. Já no caso de pessoas jurídicas, ainda é muito mais expressivo o credenciamento de gestores, porém, o número de consultores pessoas jurídicas em 2020 demonstrou *um avanço expressivo em relação a 2019*.

Claramente este movimento ganha tração em 2021, e veremos cada vez mais “firmas” focadas em consultoria de valores mobiliários.

O modelo de AAI continua crescendo expressivamente, e tem suas características em termos de replicabilidade e

<sup>2</sup> Credenciamentos líquidos = Novos Registros de Pessoa Física ou Jurídica – Cancelamentos Voluntários – Cancelamentos por Decisão Administrativa da CVM



escala, porém, o modelo de consultoria começa a mostrar que vem para conquistar um espaço diferenciado no mercado.

### Agenda regulatória da CVM 2021

Observando a pauta de temas em discussão na CVM, disponível no *website* da autarquia<sup>3</sup>, podemos perceber que há uma agenda ambiciosa.

A atuação se dá em 3 frentes/metast: (i) a conclusão de Audiências Públicas (“APs”) em aberto; (ii) a proposição de novas APs; e (iii) o lançamento de novos estudos de impacto regulatório (premissa de debate para se avançar ou não para uma nova regulação, que gera uma AP futura).

Sobre as APs que a CVM ambiciona concluir em 2021, podemos destacar os temas classificados nos seguintes tópicos:

- **Temas relacionados a serviços e estrutura do mercado**, destacando a AP SDM 09/20, que visa à criação de um autorregulador único (em um contexto de maior concorrência no ambiente de bolsas de negociação);

- **Negócios e prestação de serviços** no mercado – AP SDM 02/20, visando a aprimorar o *crowdfunding*; e AP SDM 05/20, sobre companhias securitizadoras; e

- **Aprimoramento de produtos** – Destaque total para a AP SDM 08/20, criando nova regulamentação para os fundos de investimento, com as inovações da Lei de Liberdade Econômica, e consolidação da norma de FIDCs.

Adicionalmente, a CVM pretende colocar em AP neste ano temas relevantes, dos quais destacamos:

- **Revisão do arcabouço regulatório de Ofertas Públicas;** e

- **Reforma da regulação de AAls.**

Sobre os estudos de impacto regulatório - que acabam sendo “embriões” de futuras APs - destaque para o debate sobre regras e operacionalização de transferência de custódia de ativos pelas corretoras, que poderá ser relevante para a portabilidade de investimentos de forma mais ampla e dinâmica.

Se formos classificar por grau de relevância, os dois temas centrais para 2021 certamente são as discussões de mudanças nos fundos de investimento e nos AAls, com

<sup>3</sup> <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/aperfeicoamentos-em-normas-de-fundos-companhias-e-ofertas-sao-os-destaques-da-agenda-regulatoria-2021-da-cvm-32a9c9ec25c74cbf8b40255964fa057d>

grande impacto transformador no mercado.

### Obrigações regulatórias de início de ano: fique atento aos prazos!

O período de janeiro a abril é intenso - principalmente para consultores de valores mobiliários, distribuidores, gestores e administradores de carteira - no que diz respeito a prazos/obrigações necessárias pela CVM relativa ao exercício de suas atividades.

A seguir listamos - de forma sintética – uma breve agenda de obrigações recorrentes aplicáveis a alguns segmentos:

#### Atualização e envio de Formulário de Referência

**Gestores, Administradores e Consultores têm até o dia 31/03** para envio da versão atualizada do Formulário de Referência (base 31/12) à CVM, por meio da página da autarquia na internet (bem como atualizarem em seus próprios *websites*). Válido tanto para pessoa jurídica quanto pessoa física nas condições abaixo:

#### Gestor/Administrador

*ICVM 558, Art. 15. O administrador de carteiras de valores mobiliários deve enviar à CVM, até o dia 31 de março de cada ano, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, formulário de referência, cujo conteúdo deve refletir:*

- I – o Anexo 15-I, se pessoa natural; ou  
II – o Anexo 15-II, se pessoa jurídica.*

*Parágrafo único. O administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa natural, que atue exclusivamente como preposto ou empregado de administrador de carteiras de valores mobiliários que se organize sob a forma de pessoa jurídica está dispensado do envio do formulário de referência a que se refere o inciso I.*

#### Consultor

*ICVM 592, Art. 14. O consultor de valores mobiliários deve enviar à CVM, até o dia 31 de março de cada ano, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, formulário de referência, cujo conteúdo deve refletir:*

- I – o Anexo 14-I, se pessoa natural; ou  
II – o Anexo 14-II, se pessoa jurídica.*

*Parágrafo único. O consultor de valores mobiliários, pessoa natural, que atue exclusivamente como preposto ou empregado de consultor de valores mobiliários, pessoa jurídica, está dispensado do envio do formulário de referência a que se refere o inciso I.*

#### Comunicação negativa ao COAF/UIF



**Gestores, Administradores e Consultores** (além de quem exerce as atividades de **custódia, emissão, distribuição, liquidação, negociação, intermediação e a auditoria independente**) têm até o **último dia útil do mês de abril** para realizar o aviso de “não ocorrência” de transações ou proposta de transações passíveis de comunicação ao COAF/UIF.

*ICVM 617, Art. 23. As pessoas mencionadas nos incisos I a IV do art. 3º desta Instrução devem comunicar à CVM, se for o caso, a não ocorrência, no ano civil anterior, de situações, operações ou propostas de operações passíveis de serem comunicadas.*

*Parágrafo único. A comunicação de que trata o caput deve ser realizada anualmente, até o último dia útil do mês de abril, por meio dos mecanismos estabelecidos no convênio celebrado entre a CVM e a Unidade de Inteligência Financeira.*

#### Relatório Anual de Compliance

**Gestores e Administradores** têm até o **último útil dia de abril** para encaminhar o relatório anual a seus diretores, conforme art. 22 da ICVM 558 abaixo:

*Art. 22. O diretor responsável pela implementação e cumprimento de regras, políticas, procedimentos e controles internos e desta Instrução deve encaminhar aos órgãos de administração do administrador de carteiras de valores mobiliários, até o último dia útil do mês de abril de cada ano, relatório relativo ao ano civil imediatamente anterior à data de entrega, contendo:*

- I – as conclusões dos exames efetuados;*
- II – as recomendações a respeito de eventuais deficiências, com o estabelecimento de cronogramas de saneamento, quando for o caso; e*
- III – a manifestação do diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários ou, quando for o caso, pelo diretor responsável pela gestão de risco a respeito das deficiências encontradas em verificações anteriores e das medidas planejadas, de acordo com cronograma específico, ou efetivamente adotadas para saná-las.*

*Parágrafo único. O relatório de que trata o caput deve ficar disponível para a CVM na sede do administrador de carteiras de valores mobiliários.*

#### Relatório Anual de Suitability

Instituições que atuem na **distribuição ou consultoria de valores mobiliários** têm até o **último dia útil do mês de abril** para encaminhar à sua diretoria o Relatório Anual relativo aos procedimentos de *Suitability*, conforme descrito na ICVM 539, abaixo:

*Art. 7º As pessoas mencionadas no art. 1º desta Instrução que*

*se organizarem sob a forma de pessoa jurídica ficam obrigadas a:*

*(...)*

*III – indicar um diretor estatutário responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Instrução.*

*§ 1º (...).*

*§ 2º O diretor a que se refere o inciso III do caput deve encaminhar aos órgãos de administração das pessoas referidas no art. 1º, até o último dia útil do mês de abril, relatório relativo ao ano civil anterior à data de entrega, contendo:*

*I – uma avaliação do cumprimento pela pessoa jurídica das regras, procedimentos e controles internos referidos no inciso I do caput; e*

*II – as recomendações a respeito de eventuais deficiências, com o estabelecimento de cronogramas de saneamento.*

*(...).”*

O futuro próximo deverá ser de bastante dinamismo e evolução no mercado brasileiro, contexto este no qual estaremos sempre prontos a atuar, seja para consolidação de atividades de nossos clientes, seja para abertura de novas frentes. E, certamente, quem chegar primeiro com uma melhor estrutura, colherá bons resultados, num contexto que vem se mostrando cada vez mais desafiador.

#### **Bons negócios!**

José Brazuna  
Raphael Castro