



## 2021/22 – Watch List

*“Let it be, let it be, let it be, let it be  
There will be an answer, let it be”*

Paul McCartney / John Lennon

### Introdução

Mantendo a tradição, segue nossa “Watch List” anual, contendo um balanço sobre o ano que passou e nossa visão sobre as tendências, desafios e oportunidades para os diversos negócios ligados ao setor de investimentos.<sup>1</sup>

Para sermos coerentes com nossas previsões do ano passado, iniciaremos este boletim comparando nossas análises do ano anterior com o desenrolar dos acontecimentos na prática, a fim de verificarmos os nossos eventuais erros e acertos:

### Watch List 2020/21

**“Quem tinha um Plano de Contingência tradicional não tinha nada. Mas funcionou...”**

**Watch List 2020/21:** “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 é fundamental no “caos”: recomendamos a revisão de políticas ligadas à contingência e segurança da informação de forma pragmática.”

**Fato 2021:** O modelo de *home office* gradualmente veio dando lugar, no segundo semestre de 2021, a um modelo *misto*, com a presença no escritório apenas em alguns dias, eventuais reuniões em clientes, e até em eventos de pequeno e médio porte.

Ainda não houve mudanças regulatórias significativas com novas visões sobre o tema, porém, a prática mostrou os seguintes avanços: (i) nos processos de credenciamento de gestoras e consultorias, virou prática comum documentos com assinatura digital (com ou sem certificado digital); (ii) a estruturação tecnológica via redes em nuvem, fazendo o uso de soluções corporativas simples (e baratas), não é mais objeto de questionamento; (iii) a análise de planos de contingência virou tema secundário, haja vista a prova empírica da adequação do *home office*; e (iv) uso de *coworking* – desde que com estrutura devidamente segregada – também se tornou usual e aceita pelo

regulador (qual o próximo passo? “No office”?).

No geral, tais visões são positivas e reduzem barreiras econômicas para os empreendedores.

O movimento foi positivo, pois, até 2019, nossa impressão é de que os temas de “cybersegurança”, infraestrutura e contingência vinham sendo objeto de uma abordagem “enviesada” pelos modelos dos grandes grupos financeiros, o que representava barreiras de entrada para empresas nascentes (e, logicamente, bem menores).

A realidade e a prática demonstraram, portanto, que há soluções eficientes e baratas, sem prejuízo aos investidores e a segurança do mercado.

**“Os juros baixos vêm transformando cada vez mais o relacionamento com o investidor”**

**Watch List 2020/21:** “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 ao 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 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 AAI, consultores ou gestores, focados em investidores individuais; e (v) temos visto um novo fenômeno que são os sócios minoritários de empresas de AAI 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.”

**Fato 2021:** O movimento na verdade até se acelerou, mesmo com os juros em trajetória ascendente, e com a volatilidade e mau desempenho de diversos mercados em 2021.

Mais adiante, neste documento, exporemos os dados de credenciamentos de gestores e consultores em 2021, números bastante relevantes...

**“Modelo de Consultoria amadurece no ano de 2020”**

**Watch List 2020/21:** “O modelo de AAI continua crescendo expressivamente, e tem suas características em termos de replicabilidade e escala, porém, o modelo de consultoria começa a mostrar que vem para conquistar um espaço diferenciado no mercado.”

**Fato 2021:** Nossa visão vem se confirmando.

Não enxergamos uma “competição” entre modelos distintos (AAI, gestor, consultor etc.), apenas modelos com amadurecimento diferente.

<sup>1</sup> Foco: gestão de recursos de terceiros, consultoria de valores mobiliários e distribuição/AIAs.

O aspecto comum a eles? Todos são credores no movimento de desbancarização motivado pela tecnologia, mudança de hábitos, e falhas enormes dos bancos em se adaptarem a esse novo ambiente. 2022... o “massacre” continua.

Creemos ser errada a visão de que determinado modelo independente será “dominante” na prestação de serviço ao investidor (ex: AAI x consultor x gestor de carteiras): o que continuará ocorrendo é que (i) diversos modelos de negócios conviverão, à disposição para diferentes perfis de clientes, e (ii) se acelera também a tendência de formação de grupos independentes híbridos, com uma oferta completa de produtos e serviços (AAI, consultoria, gestão etc.) sob o guarda-chuva de uma mesma marca.

### “Agenda regulatória da CVM 2021”

**Watch List 2020/21:** “Observando a pauta de temas em discussão na CVM, disponível no website da autarquia, podemos perceber que há uma agenda ambiciosa.

A atuação se dá em 3 frentes/metapas: (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 AAIs.

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 AAIs, com grande impacto transformador no mercado.”

**Fato 2021:** Os destaques no ano de 2021 foram, sem sombra de dúvida, o bem-sucedido processo de AP da regulamentação de AAIs e a AP de aprimoramento da legislação de fundos de

investimento.

Ambas as Resoluções devem ser publicadas em 2022 (esperamos que ainda no primeiro semestre!), com enorme poder transformador nos mercados.

Comentaremos mais sobre este tema, ao falarmos de 2021/22.

### 2022, a Revolução Continua...

“You say you want a revolution  
Well, you know  
We all want to change the world”  
John Lennon / Paul McCartney

Após o grande “baque” do início da pandemia, em 2020, os hábitos de negócio se transformaram, e o mercado financeiro mostrou sua adaptabilidade.

Continuamos em um movimento de transformação na forma como o investidor lida com seu dinheiro, e sobre quais são os stakeholders relevantes nesse processo.

Em 2021, acreditamos que foram estabelecidos dois pilares com enorme potencial para alavancar ainda mais esta transformação no mercado, cujos frutos veremos em 2022: (i) a nova legislação CVM de AAIs; e (ii) a revisão completa da regulação da CVM sobre fundos de investimentos e responsabilidades dos administradores e gestores de recursos.

Os debates sobre os dois temas foram muito frutíferos em 2021, e aproveitamos o ensejo para parabenizar a CVM pela forma como vem conduzindo essas mudanças.

### Agenda Regulatória CVM 2022



**Agenda Regulatória CVM 2022**

Normas a serem editadas	Temas para Audiência Pública
1. AP 09/19: Reforma ICVM 461 + Autorregulador único	1. Transferência de Custódia
2. AP 02/20: Crowdfunding	2. Revisão de produtos destinados para investidores de varejo e do conceito de investidor qualificado
3. AP 08/20: Fundos de Investimento	3. Regulamentação específica do Fiagro
4. AP 01/21: Demandas Societárias (informações relativas à arbitragem, dentre outras)	
5. AP 02/21: Revisão do arcabouço de ofertas públicas	
6. AP 03/21: BDR	
7. AP 04/21: Ônus e Gravames	
8. AP 05/21: Agentes Autônomos	
9. AP 06/21: Investidor não residente	
10. AP 07/21: Inclusão de prazo para retorno de pedido de vista	
11. AP 08/21: Insider Fil	
12. AP 09/21: Doing Business	

**Estudos de AIR**

1. ICVM 481 (assembleias e boletim de voto a distância)
2. Influenciadores digitais
3. Marco legal das startups
4. Transparência de pré-negociação no mercado de balcão (debêntures)

**Regulamentação do Decreto 10.139:**  
Consolidação das normas de companhias abertas, ofertas públicas, fundos de investimento e mercados organizados

 CVM  
Comissão de Valores Mobiliários



Dos temas projetados para 2022 pela CVM, além das questões de AAIs e fundos (das quais trataremos a seguir), do ponto de vista de gestão, consultoria e distribuição, destacamos os seguintes tópicos que podem favorecer o ambiente específico desses negócios: (i) *crowdfunding*; (ii) ofertas públicas; (iii) BDRs; (iv) transferência de custódia; (v) revisão dos produtos destinados a investidores de varejo, e do conceito de investidor qualificado; e (vi) influenciadores digitais.

Sobre *crowdfunding*, ofertas públicas, BDRs e revisão de produtos destinados a investidores de varejo e do conceito de investidor qualificado, estes são relevantes para gestores, consultores e AAIs pela simples natureza de influenciarem o acesso a produtos que são relevantes em seus próprios processos e modelos de negócio. E, havendo maior fluidez e sofisticação de produtos e serviços, o ambiente como um todo se torna melhor para o desenvolvimento de suas atividades.

Já quanto aos temas relativos à transferência de custódia e influenciadores digitais, estes têm importância do ponto de vista de concorrência mercadológica. O primeiro item, usualmente, é utilizado por instituições como forma de retenção de clientes, e o segundo assunto tem trazido certo desconforto a entes regulados, dado que a fluidez das redes sociais tem tornado crucial um debate mais realista sobre o tema: trata-se de uma questão de organizar o mercado e evitar arbitragens regulatórias, entre as fronteiras do que é (de fato) educação financeira, jornalismo, entretenimento, ou efetivamente a prestação de serviços relativos à gestão, consultoria, análise ou distribuição de produtos. A legislação atual não foi redigida imaginando o mundo digital em que agora vivemos, de maneira que revisões de abordagens se tornam necessárias.

Creemos que a melhor forma mesmo de tratar do tema dos influenciadores digitais inicialmente será com a realização do estudo de impacto regulatório previsto na agenda da CVM, o que usualmente indica e precede uma revisão ou criação de normativo desse espectro.

Ainda sobre influenciadores digitais, vale lembrar que no fim de 2021 a CVM e a ANBIMA firmaram um importante convênio que permitiu a estruturação de uma ferramenta que vem monitorando o segmento. Tal monitoramento trará subsídios para entender essa indústria e formar uma posição sobre os rumos de como (e “se”) podem ser regulados ou fiscalizados adequadamente, sem restringir o empreendedorismo, a educação, informação adequada ao investidor etc.

**Conclusão:** Há temas em debate para 2022 pela CVM com enorme potencial transformador em produtos e serviços, para os mercados de gestão, administração, distribuição e consultoria. A agenda é talvez a mais significativas dos últimos anos, nesse sentido. Estamos bastante otimistas com o potencial catalizador destes *outputs* regulatórios.

## Regulação de AAIs Pequenos Ajustes Transformadores

Sobre AAIs, para 2022 a expectativa é que a liberalização para sócios capitalistas alavancará significativamente um mercado já efervescente.

Já quanto à questão de permitir que um AAI se vincule a mais de uma instituição financeira, não acreditamos que ela trará grandes revoluções. É positivo, mas, ao menos inicialmente, acreditamos que auxiliará mais na “barganha” quando se fala em negociações comerciais entre agentes e instituições financeiras, já que a exclusividade agora passa a ter preço, podendo ser estabelecida contratualmente.

No médio prazo, esta permissão certamente dará espaço para a criação de novos negócios, com AAIs “multiplataforma”, agindo de forma pulverizada. Mas, de imediato, o nome do jogo tem sido “escala”, e, nesse sentido, a exclusividade passa a ser não mais uma obrigação, mas uma estratégia.

O texto que foi objeto de AP pela CVM carece de alguns ajustes pontuais que podem tornar as novidades ainda melhores, porém, da forma como estava já lançava as bases para uma nova dinâmica desse mercado.

Inclusive, vimos percebendo que há AAIs que já têm estabelecido tratativas prévias para a implementação imediata do novo modelo de acionista capitalista, tão logo a norma seja sancionada, com diversas operações “na gaveta” já no novo formato.

E, além da regulação, acreditamos que as condições de mercado tornarão o ano de 2022 significativo em termos de operações societárias de AAIs (fusões, aquisições e entradas de novos sócios capitalistas). Não apenas pela questão da regulamentação, mas, em grande parte, pelo próprio cenário mercadológico: 2021 foi um ano de alta nos juros, volatilidade e diversas classes de ativos apresentando mau desempenho (ex: fundos multimercado, ações, NTN-B, FIIs etc.).

Mesmo nesse ambiente de incerteza, não se reverte o movimento de transferência de recursos dos bancos para os independentes. Isso, a nosso ver, não tem volta. Mas... *a dinâmica muda* - no seguinte sentido: o retorno médio de receita de uma carteira de AAI certamente encolheu (carteiras alocadas em posições mais conservadoras evidentemente tendem a render menos), e os ativos dos clientes também encolheram. Isso impacta duplamente a receita. Em um mercado em que operações de AAI em geral rodam muito alavancadas em termos operacionais - financiadas pelas instituições financeiras contratantes -, a consequência é óbvia: fusões e aquisições.

Acreditamos que essa tendência se efetivará principalmente em AAIs com operações que giram pouco abaixo ou pouco acima do *break even* (em geral AAIs com carteiras



próximas de R\$ 1 bilhão): nesses casos, o impacto das condições de mercado torna o caminho óbvio, já que reduz bruscamente custos administrativos - é natural buscar alguém de porte semelhante para não perder o controle da operação (ou seja, melhor compartilhar do que perder...).

Nesse mesmo raciocínio, as operações de menor porte tenderão a ser absorvidas, sem musculatura para, por si próprias, fazerem frente aos novos desafios do mercado.

Em operações de maior porte, diminui um pouco – no curto prazo - a ânsia por abrir dezenas de novas frentes de negócios (corretoras e DTVMs), já que muitos destes almejavam, com estas expansões, intensificar a atuação na estruturação de FIIs, ETFs, FIDCs, emissão de dívida, gestão de fundos e carteiras, consultoria, etc. E esses segmentos também são um pouco prejudicados pelo cenário atual. Logo, as grandes operações de AAI's devem manter sua expansão, mas, de forma um pouco mais orgânica no curto prazo, e mesmo mirando a aquisição e absorção de AAI's menores.

O mesmo cenário poderia se esperar também para consultores de valores mobiliários e gestores. Porém, tais mercados têm dinâmica um pouco distinta. Consultores ainda estão em estágio inicial de maturação, e não há operações com enorme grau de alavancagem. Perdem um pouco de fôlego, o que pode motivar algumas fusões e aquisições, porém, muito mais para antecipar resultados que, “nas CNTP”, levariam muito mais tempo para serem atingidos.

Já no caso de gestores independentes, é um negócio com enormes ganhos de escala, e pouco (ou nada) alavancados operacionalmente, mas, tudo depende do ponto de maturação do negócio. Se um gestor tem um longo *track record* e geria bilhões, e perdeu alguns milhões (ou mesmo bilhões), se teve apenas um ano ruim, irá sobreviver ajustando a estrutura. Agora, se ele era um “novato” (12 a 36 meses de existência) e já apresentou um ano de 2021 muito ruim, que tenha “arrebentado” com as janelas de 36 meses, em geral, estará fadado ao encerramento das atividades ou a uma fusão (comumente em 12 a 24 meses... depois do episódio...).

Este é o cenário em que apostamos para 2022. Veremos em nosso “*Watch List 2022/23*” se fomos assertivos...

**Conclusão:** 2022 continua sendo um ano de forte expansão para AAI's, gestores e consultores, mas o cenário mais duro de mercado em 2021 – que tem potencial de se manter em 2022 – abre novo campo para fusões e aquisições que irão proliferar.

Por outro lado, a nova regulamentação de AAI's, com seus aprimoramentos, pode ser um fator importante para neutralizar em parte eventuais efeitos negativos.

Ou seja, será um ano estratégico para adequação de estratégias empresariais a esses cenários, e de alavancagem para 2023 em diante.

## Novo Marco Regulatório de Fundos Maior Alinhamento ao Padrão Internacional?

No que diz respeito à legislação de fundos, a criação de classes de cotas e o deslocamento do modelo brasileiro para um formato mais próximo dos modelos internacionais é um novo advento.

Classes de cotas gerarão facilidades e fluidez na estruturação de produtos, e melhor segmentação de canais de distribuição (e têm potencial de gerar economia financeira). Mas, como a conta precisa fechar, esses ganhos certamente serão minimizados pela mudança da forma de cobrança de taxas e serviços - que certamente irá acontecer na sequência (ex: taxa de fiscalização da CVM, taxas cobradas pela ANBIMA etc.). Ou seja, o que se cobra hoje “por fundo”, certamente irá ser cobrado “por classe de cota”, de alguma forma gerando uma neutralidade na receita das entidades. Mas haverá certamente ganhos operacionais ao mercado.

Algo que nos chama mais atenção do que a classe de cotas, são os aprimoramentos relativos à divisão de responsabilidade entre gestor e administrador.

É necessário no Brasil reforçar a responsabilidade do gestor, e diminuir a responsabilidade do administrador, em nome da eficiência do próprio mercado. Gestores com mais responsabilidade legal e menos suportados pelos administradores resultarão em um mercado mais eficiente, serviços mais competitivos de administração e resultados finais superiores.

Essa mudança, dependendo da forma como se efetivar, reduzirá a concentração atual de serviços de administração fiduciária concentrados em poucas instituições financeiras.

Porém, lendo as manifestações do mercado sobre esse ponto, não ficou claro para nós o modelo que se pretende. Acreditamos que deve haver um balanceamento para que o cotista não saia prejudicado em relação ao cenário atual.

Hoje, há excesso de responsabilidade nas mãos do administrador, o que traz vantagens ao cotista na hipótese de ter de buscar a defesa de seus direitos na justiça, contra um mau gestor, já que é usual envolver o administrador e custodiante diretamente no processo.

Não é justo o cenário atual? Não, nem sempre. Porém, meramente transferir responsabilidade para os gestores, sem contrapesos ao modelo atual, nos parece um pouco radical. Afinal, não há exigência de patrimônio mínimo, os gestores não precisam ser instituições financeiras etc.

Acreditamos que deveria se buscar algo que gere um contrapeso. Um caminho pode ser algo próximo ao modelo de algumas jurisdições, onde os fundos precisam ter um conselho de administração profissional, gerando um terceiro contrapeso entre gestor e administrador, que pode ser também legalmente responsabilizado. Desta forma,



poderia se reduzir a responsabilidade do administrador, sem que esta recaia apenas em cima do gestor, que não tem, no modelo de hoje, “garantias” (além de sua reputação) a apresentar em contrapartida.

Enfim, acreditamos que o debate sobre o tema deve estar maduro na CVM, e será muito importante essa redistribuição de responsabilidades, que irá contribuir para a dinâmica dos negócios no setor de fundos.

**Conclusão:** A nova regulamentação de fundos de investimentos é um dos dispositivos legais *mais relevantes e transformadores para 2022*, e, terá enorme potencial na criação de modelos de negócios criativos, tanto em termos de produtos quanto de serviços de administração fiduciária, fundamentais para o acelerado ritmo de expansão de gestoras, que também se manterá elevado neste ano.

### Crescimento do Mercado Gestores e Consultores Mantêm Fôlego de Expansão?

Sendo bem objetivos, a resposta é **sim**. E como...

Primeiramente, vale salientar que, comparados aos gestores independentes, o mercado de consultoria ainda está em sua infância, enquanto gestores chegam agora à “puberdade”.

A métrica é muito simples: os primeiros gestores independentes datam do início dos anos 2000, e os consultores (dentro do novo modelo regulatório), datam de 2018.

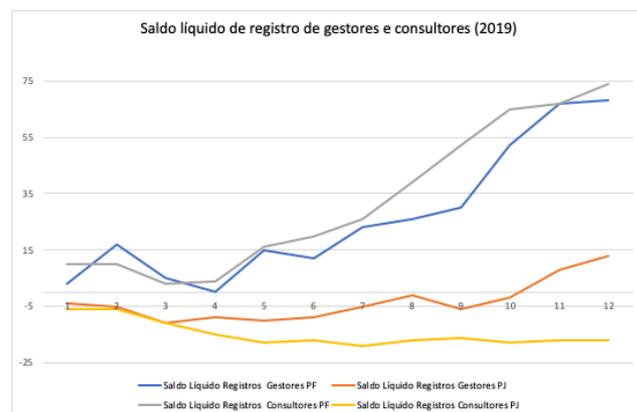
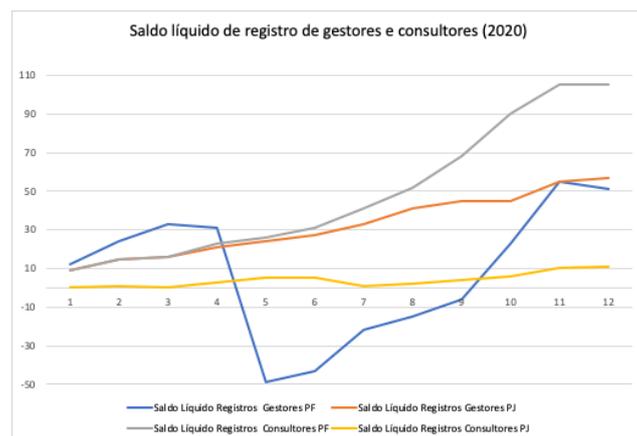
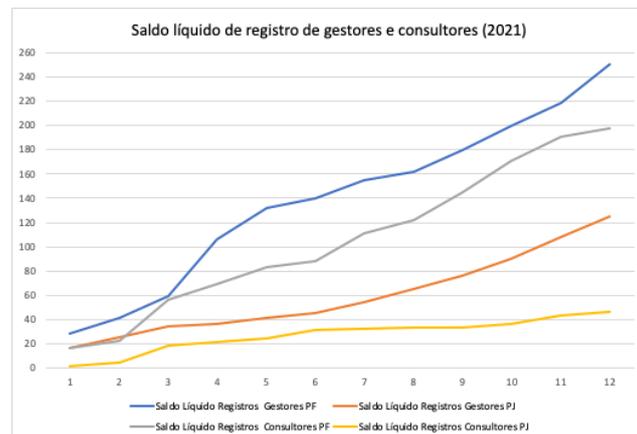
Ambos estão em forte curva de crescimento, e irão se manter assim por longos anos.

Os fatores estruturais para este crescimento são diversos, e não dependem no curto prazo se a Selic está mais alta ou se a Bolsa caiu. O contexto é que a tecnologia gera novas formas de interagir, vivemos um mercado de muito mais solidez regulatória (favorecendo negócios “independentes” e prejudicando bancos), temos uma “nova geração” de brasileiros que não tem traumas (distanciamento da hiperinflação, bancos quebrando, visão de rede de agências como “solidez”, juros estruturalmente menores etc.), e tudo isso em um cenário de arquitetura aberta de produtos e serviços. Nitroglicerina pura (ou “*perfect storm*”, conforme se preferir, dependendo do lado em que você está nesse mercado...).

Em paralelo (e motivado pelos mesmos *drivers*): (i) vivemos um ciclo de produtos criativos (ETFs, nichos de crédito, fundos quantitativos, fundos de cripto etc.); (ii) o mercado financeiro atrai empreendedores *outsiders* (*fintechs*, agro, empresários de *venture capital*, influenciadores sociais), e (iii) resultando em um amplo

ciclo criativo de produtos e serviços (consultores, gestores, AAI, *Multi Family Offices*, carteiras administradas automatizadas, *robô-advisory* etc.).

Isso se reflete nos números de 2021, com novos recordes históricos de credenciamentos de gestores e consultores, como podemos observar nos 3 gráficos abaixo, de 2021, 2020 e 2019 (dados coletados pela Br Invest):



Os números acima consideram os “credenciamentos líquidos”<sup>2</sup> de pessoas físicas e jurídicas, tanto como

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



consultores, quanto gestores de valores mobiliários.

Não temos os mesmos dados relativos aos AAIs, pois estes têm uma dinâmica vertiginosa de crescimento, por serem mais intensivos em capital humano.

Os números impressionam, e essa “disparada” no credenciamento de gestores e consultores certamente se manterá de forma acentuada em 2022, 23, 24...

Agora, há um grande desafio por trás: a regulação precisa focar em exigências adequadas para nichos de gestão, que têm características distintas, e, atualmente, uma única regra *one-size-fits-all*.

As regras de credenciamento deveriam ser não apenas mais segmentadas, mas também enxugadas e simplificadas. A pressão de expansão do mercado certamente vai gerar uma revisão e redimensionamento do processo.

O foco maior deveria estar na fiscalização dos entes já regulados, e na criação de obrigações adicionais graduais conforme um gestor ganha maturidade.

Seria muito mais eficiente tornar mais fácil o credenciamento inicial de um gestor, impondo-lhe novas obrigações conforme este vai crescendo e ganhando complexidade. Seria algo material, já que o gestor representa mais risco justamente conforme cresce e ganha complexidade.

Hoje temos um pretensioso jogo de se medir todos com a mesma régua, o que se tornará muito ineficiente para o mercado nos próximos anos, com a continuidade neste crescimento quase exponencial do número de gestores (e de consultores, AAIs etc.).

Precisamos de uma mudança nesse aspecto, com um regramento que balanceie os riscos de maneira adequada. Do jeito que está hoje, é tremendamente ineficiente para o regulador e para entidades como a ANBIMA.

Nosso entendimento é que o foco está no campo errado. Pretensamente achar que o “rigor” gera uma seleção na porta de entrada é um equívoco. Ademais, no momento do credenciamento, os gestores ainda estão em uma fase muito teórica de seus negócios, mas a norma pressupõe que primeiro “se compre o carro, para depois tirar a carteira de motorista”. O que ocorre é que muito do que é apresentado ao regulador, ao longo do tempo, acaba divergindo do que de fato é a prática. Vira um processo subjetivo, neste sentido.

Além disso, gestores “mal-intencionados” em geral conseguem superar essas barreiras de entrada (“o papel aceita tudo”), estabelecendo compromissos que não irão sustentar. Logo, é um rigor ineficiente. Não acreditamos que o processo atual gera a qualidade no longo prazo.

O ideal é simplificar as regras e segmentar, porém, gerar “etapas” para este gestor. Ou seja, ele se credencia, mas, precisaria, conforme for crescendo, “subir a barra” de seus controles e governança, de forma proporcional a seu tamanho, risco e a realidade da sua operação. E isto tudo seria

auditado e comprovado empiricamente, a cada etapa. Qualquer empresa de outros segmentos funciona desta forma, e, no mercado financeiro, não há como ser diferente.

Acreditamos que o regulador até mesmo pensa um pouco desta forma, e busca agir assim. Porém, na prática, o processo de credenciamento ainda é um só e muito similar para todos. Ideal seria que houvesse exigências distintas por nichos, e que ao longo do crescimento dos gestores, fossem se interpondo controles adequados a seu porte, e que isso fosse verificado gradualmente.

É inegável que o mercado ganharia em eficiência e segurança se rumássemos para este caminho.

**Conclusão:** O empreendedorismo no mercado financeiro veio para ficar, e continuará acelerado. Não há por que esperar que nos próximos anos as taxas de crescimento de gestores e consultores se altere. A expansão continuará sendo a taxas surpreendentes, já que os *drivers* se mantêm.

Enxergamos grandes oportunidades para prestadores de serviço, investidores e de estruturação de cadeias de produtos e distribuição.

Para os reguladores? O desafio é tornar o processo mais eficiente. O modelo de licenças, credenciamento e fiscalização precisa mudar estruturalmente para fazer frente a um mercado que será cada vez maior, e precisa se manter “saudável” e seguro.

### Outros temas para ficar atento

Alguns temas e agendas, já em andamento nos últimos anos, também demandam a atenção de setores específicos, e destacamos, pois renderão desdobramentos em 2022.

O primeiro tópico é o crescimento do mercado de carteiras administradas, e suas consequências regulatórias. Nos últimos dois anos a ANBIMA tem colocado o “foco” neste tema, criando regramentos inicialmente mais simples, mas, que tendem a gradualmente ir ganhando complexidade. Isso tem um lado positivo, de potencialmente melhorar a qualidade do serviço, mas, também apresenta um risco de encarecimento e pode gerar barreiras de entrada.

Como princípio, somos contra a forma como vem se atuando na auto regulação deste segmento, já que, diferente de um fundo, que é condominial, carteiras administradas são contratos de prestação de serviço em que um indivíduo contrata um gestor, logo, faz uma escolha pessoal.

Um fundo é um “produto vendido” (mesmo sendo um condomínio), e, uma carteira não apresenta os riscos de distribuição não equitativa de riqueza entre cotistas, e outros riscos coletivos que um fundo apresenta.

E, o conjunto de regras definidas aproximam bastante as



regras das carteiras às regras dos fundos, por exemplo, na questão de Marcação a Mercado. Curioso é que nem mesmo há iniciativa similar no aprimoramento do tema nas posições custodiadas por clientes em bancos e corretoras.

O investidor em geral deveria ser uma prioridade neste tema, já que tem grande dificuldade em avaliar quanto valem seus ativos em condições de mercado correntes (ex: CDBs, debêntures, CRIs, LFs, COEs, etc.).

Em 2022 a entidade começará a testar o envio de bases de dados, pelos gestores, sobre carteiras administradas. E, certamente, a análise destes dados, e o acompanhamento já das regras implantadas em 2021, irá se refletir, em novas regras. Sempre tememos pelo exagero...

Outro tópico relacionado a este, e que começa a ser uma tendência, é de a associação entender que novos gestores que pretendem atuar na gestão de recursos via carteiras administradas, ou fundos exclusivos, deveriam necessariamente aderir ao “selo” de “Gestão de Patrimônio”. Esta “indução” tem sido constante nos processos de credenciamento.

Inclusive em 2021 houve uma tentativa – via audiência pública – de que o Código de Auto Regulação da Entidade (de Administração de Recursos de Terceiros) estabelecesse como exclusivo de gestores habilitados com tal selo, de usar as terminologias “*Wealth Management*”, “Gestão de Patrimônio” e assemelhados em seu nome ou marca comercial. Tal ideia não prosperou, e, o texto não foi aprovado. Mas, acreditamos que continuará havendo a ideia de criar regimentos para estes segmentos em 2022, e, direcionar gestores para este “selo” específico de auto regulação.

Outros dois temas que nos chama a atenção para 2022 são os desafios de adaptação para novas práticas de: (i) LGPD e (ii) ESG.

O primeiro tema é recente, e, de impacto distinto em operações com portes e perfis diferentes. Não é óbvio que tipo de procedimento se criar, e o que é adequado ou não para cada perfil e operação. Mas, o tema ganhará mais força ainda nos anos pela frente, e o setor precisa aprofundar o debate sobre práticas comuns. E, fato é que a lei está em vigor... então é necessário entrar em campo.

O segundo tema – ESG - começa a sair da teoria para a prática com a definição de bases pela ANBIMA e CVM, principalmente com foco em produtos. Nossa sugestão, no que diz respeito às práticas da empresa, é que haja uma reflexão real sobre “o que fazer, o que mudar?”, do contrário, se cria políticas que são apenas *marketing* corporativo, e ineficientes. Não corra este risco. Crie bases simples, mas sólidas de ESG, e vá estabelecendo metas realistas ano a ano. Mudanças neste sentido tomam tempo,

mas precisam ser reais.

### 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 relativos ao exercício de suas atividades.

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

#### Atualização e Envio do 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 pessoas jurídicas quanto pessoas físicas nas condições abaixo:

#### Gestor/Administrador

Resolução CVM n.º 21

*“Art. 17. 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 D, se pessoa natural; ou*

*II – o Anexo E, 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

Resolução CVM n.º 19

*“Art. 15. 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 D, se pessoa natural; ou*



II – o Anexo E, 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.”

### Envio de Relatórios Anuais à Própria Administração

**Gestores, administradores, consultores e distribuidores têm até o último dia útil de abril de cada ano** para envio de relatórios anuais aos seus respectivos órgãos de administração nas condições abaixo:

#### Gestor/Administrador

Resolução CVM n.º 21

“Art. 25. O diretor responsável pela implementação e cumprimento de regras, políticas, procedimentos e controles internos e desta Resolução 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.”

#### Consultor/Distribuidor

Resolução CVM n.º 30 (suitability)

“Art. 8.º § 2º - O diretor a que se refere o inciso III do caput deve encaminhar aos órgãos de administração das pessoas referidas no art. 2º, **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.”

#### Distribuidor

Resolução CVM n.º 35

“Art. 5.º, § 6.º - O diretor de controles internos deve encaminhar relatório aos órgãos de administração do intermediário, **até o último dia útil do mês de abril de cada ano**, contendo, no mínimo:

I – descrição detalhada e atualizada:

a) dos controles internos implantados, informando os tipos de controles existentes e as atividades e operações abrangidas;

b) da metodologia aplicada para a escolha e realização dos exames, indicando, por exemplo, mecanismos de monitoramento, parâmetros utilizados para verificação de anormalidades ou falhas, bem como critérios estabelecidos para a seleção de amostras; e

c) dos procedimentos realizados para análise das deficiências encontradas;

II – detalhamento dos testes realizados e das conclusões obtidas quanto à eficiência e eficácia dos controles internos para garantir o cumprimento do disposto nos Capítulos IV a VIII e X a XIII desta Resolução envolvendo:

a) as atividades de cadastro de clientes, transmissão e execução de ordens, especificação de comitentes, operações com pessoas vinculadas, repasse de operações, pagamento e recebimento de valores, normas de conduta e manutenção de arquivos, abrangendo tanto a atuação do intermediário no mercado de bolsa quanto no mercado de balcão organizado; e

b) monitoramento da infraestrutura de tecnologia da informação, previsto nos Capítulos XI e XII, com destaque para o programa de segurança cibernética de que trata o art. 45;

III – recomendações quanto às eventuais deficiências que tenham sido identificadas no exercício de referência do relatório pelo intermediário, pela CVM, pela entidade administradora do mercado em que esteja autorizado a operar e pela entidade autorreguladora, com o estabelecimento de planos de ação e de cronogramas de saneamento para correção, quando for o caso;

IV – avaliação de riscos para o intermediário em relação aos seus controles internos e quanto à sua vulnerabilidade a ataques cibernéticos; e



V – manifestação do diretor responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Resolução a respeito das deficiências encontradas, contendo, no mínimo:

a) em relação a cada uma das deficiências que tenham sido identificadas no exercício anterior, incluindo as identificadas pela CVM, pela entidade administradora do mercado em que esteja autorizado a operar e pela entidade autorreguladora, informação sobre o andamento ou sobre a eventual conclusão das ações planejadas para saná-las;

b) em relação às deficiências apontadas nos relatórios anteriores, informar se os cronogramas de saneamento foram implementados e o resultado das ações adotadas para sanar as deficiências;

c) avaliação fundamentada sobre a evolução do intermediário no cumprimento das exigências desta Resolução durante o período de competência do relatório; e

d) avaliação sobre a adequação do plano de continuidade de negócios, indicando as necessidades de aperfeiçoamento, quando necessário.”

#### Gestor, Administrador, Consultor e Distribuidor

Resolução CVM n.º 50 (PLD)

“Art. 6º O diretor de que trata o **caput** do art. 8º deve elaborar relatório relativo à avaliação interna de risco de LD/FTP, a ser encaminhado para os órgãos da alta administração especificados na política de PLD/FTP, **até o último dia útil do mês de abril**, contendo além das informações requeridas nos incisos I e II do art. 5º, o que segue:

I – identificação e análise das situações de risco de LD/FTP, considerando as respectivas ameaças, vulnerabilidades e consequências;

II – se for o caso, análise da atuação dos prepostos, agentes autônomos de investimento ou prestadores de serviços relevantes contratados, bem como a descrição da governança e dos deveres associados à manutenção do cadastro simplificado, nos termos do Anexo C;

III – tabela relativa ao ano anterior, contendo:

a) o número consolidado das operações e situações atípicas detectadas, segregadas por cada hipótese, nos termos do art. 20;

b) o número de análises realizadas, conforme disposto no art. 21;

c) o número de comunicações de operações suspeitas reportadas para o Conselho de Controle de Atividades Financeiras – COAF, conforme disposto no art. 22; e

d) a data do reporte da declaração negativa, se for o caso, conforme disposto no art. 23;

IV – as medidas adotadas para o atendimento do disposto nas alíneas “b” e “c” do inciso II do art. 4º;

V – a apresentação dos indicadores de efetividade nos termos definidos na política de PLD/FTP, incluindo a tempestividade acerca das atividades de detecção, análise e comunicação de operações ou situações atípicas; e

VI – a apresentação, se for o caso, de recomendações visando mitigar os riscos identificados do exercício anterior que ainda não foram devidamente tratados, contendo:

a) possíveis alterações nas diretrizes previstas na política de PLD/FTP de que trata o art. 4º;

b) aprimoramento das regras, procedimentos e controles internos referidos no art. 7º, com o estabelecimento de cronogramas de saneamento;

VII – a indicação da efetividade das recomendações adotadas referidas no inciso VI em relação ao relatório respectivamente anterior, de acordo com a metodologia de que trata o inciso II do art. 4º, registrando de forma individualizada os resultados.

§ 1º O relatório referido no caput deve:

I – ser elaborado anualmente até o último dia útil do mês de abril e seu conteúdo deve se referir ao ano anterior à data de entrega;

II – ficar disponível para a CVM e, se for o caso, para a entidade autorreguladora, na sede da instituição.

§ 2º O relatório de que trata o caput pode ser único ou compor relatório abrangente de supervisão de regras, procedimentos e controles internos de implementação e cumprimento de políticas exigido pela regulamentação da CVM, observada a compatibilidade dos prazos de entrega, conforme aplicável.”

#### **Declaração Cadastral**

<p><b>Gestores, Administradores, Distribuidores e Consultores</b> têm até o <b>31 de março de cada ano</b> para confirmar perante a CVM as suas informações cadastrais.</p>
---

Resolução CVM n.º 51

“Art. 2º Os participantes indicados no Anexo A devem, por meio de sistema eletrônico disponível na rede mundial de computadores:

I – atualizar seu formulário cadastral sempre que qualquer informação nele contida for alterada, em até 7 (sete) dias úteis contados do fato que deu causa à alteração; e

II – até o dia 31 de março de cada ano, confirmar que as informações contidas no formulário continuam válidas, à



exceção dos participantes mencionados nos incisos V e VI do Anexo I, que devem confirmar as informações até o último dia útil do mês de abril.”

### Comunicação Negativa ao COAF

**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.

“Art. 23. As pessoas mencionadas nos incisos I a IV do art. 3º desta Resolução 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 o COAF.”

### Bons negócios!

José Brazuna

Raphael Castro