

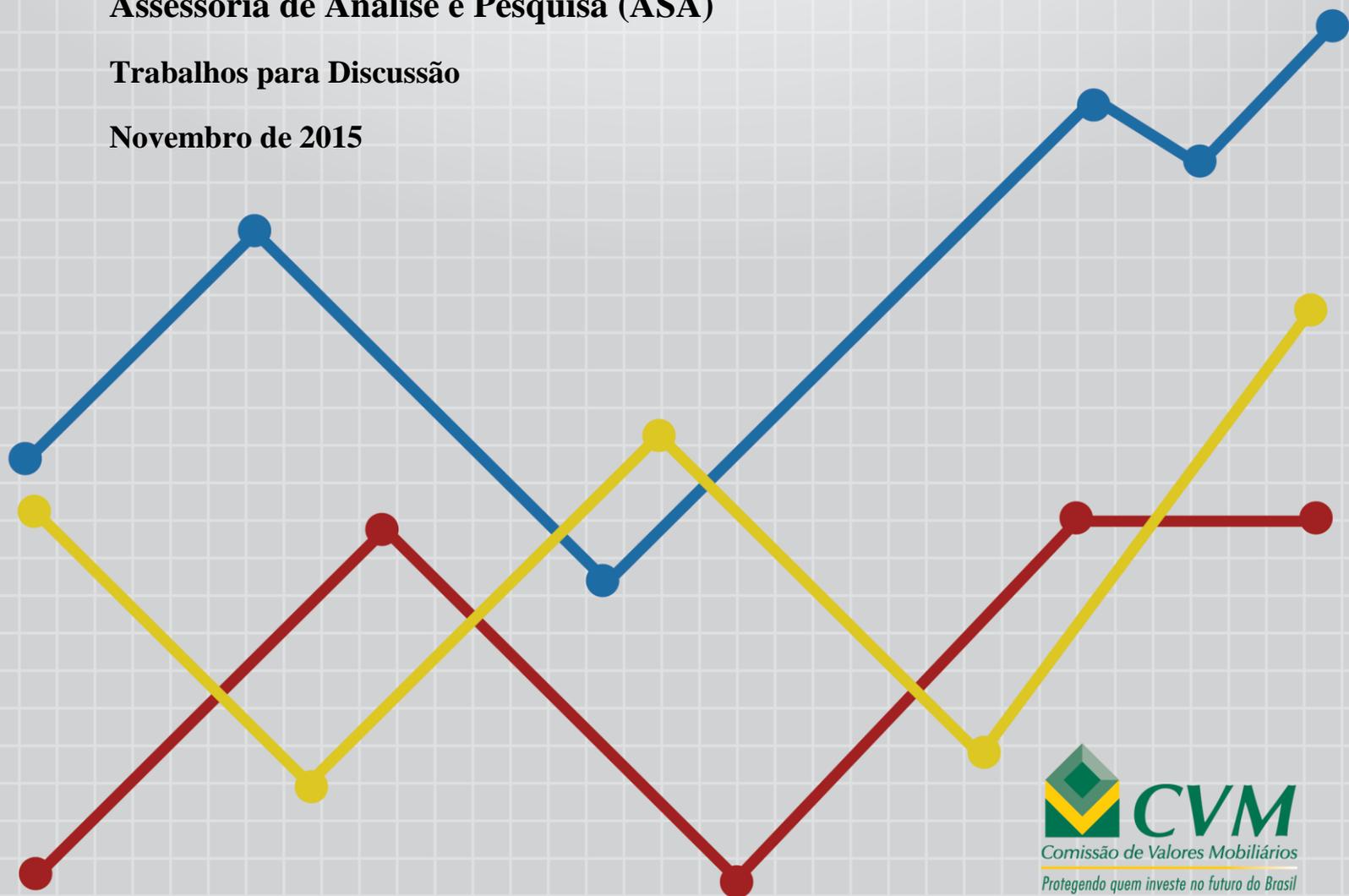
Modelo de negócios dos administradores fiduciários: uma análise de custos e benefícios de sua incorporação no requisito de capital operacional

Este estudo faz parte de um trabalho mais amplo e, como ocorre naturalmente em exercícios de AIR – análise de impacto regulatório, não abrange todas as considerações relativas ao processo decisório.

Assessoria de Análise e Pesquisa (ASA)

Trabalhos para Discussão

Novembro de 2015



Elaboração: Equipe ASA

Este estudo expressa as opiniões e conclusões de seus autores e não necessariamente as da Comissão de Valores Mobiliários.

Contato: asa@cvm.gov.br

1. Sumário Executivo	5
2. Introdução	11
3. Metodologia	13
3.1. Regulamentações e racional em outras jurisdições	14
3.2. Questionário sobre o perfil dos administradores fiduciários no Brasil no que refere à estrutura e riscos operacionais	14
3.3. Entrevistas de profundidade	15
4. Risco Operacional	16
5. Administração Fiduciária no Brasil	21
5.1. O Administrador Fiduciário na ICVM 558	21
5.2. A atividade de administração fiduciária no Brasil	23
6. Requisitos de recursos financeiros e de capital operacional em outras jurisdições	29
6.1. Austrália	30
6.1.1. Requisitos financeiros para REs	31
6.1.2. Requisitos financeiros para <i>investment managers</i>	32
6.2. Hong Kong	32
6.3. Cingapura	33
6.3.1. Capital base	34
6.3.2. Capital baseado em risco	34
6.4. União Europeia - Reino Unido	35
6.4.1. Regras de requisito de capital – União Europeia	35
6.4.2. UCITS	37
6.4.3. Reino Unido	38
7. Definição do modelo de capital operacional	42
7.1. Parcela fixa do capital (base ou inicial)	43
7.1.1. Critérios	43
7.2. Parcela variável do capital – fator tamanho e complexidade das operações, variáveis, testes e análise dos resultados	44
7.2.1. Fator de tamanho e complexidade	44
7.3. Variáveis relevantes	46
7.4. Testes	46

7.5.	Análise dos resultados.....	50
7.5.1.	Mensuração das variáveis relevantes da parcela variável do capital.....	50
7.5.2.	Parcela do capital em ativos líquidos	52
7.6.	Modelo	53
8.	Análise de custos e benefícios.....	55
8.1.	Indústria.....	55
8.2.	Cotista.....	56
8.3.	CVM	56
8.4.	Concorrência.....	56
9.	Conclusão	58
	Referências.....	60
	Anexo I.....	63

1. Sumário Executivo

- 1 A ICVM 558 entrará em vigor no próximo ano e entre as novidades desta instrução encontra-se o requisito de capital operacional para administradores fiduciários. Capital operacional para administradores de carteira (fiduciário e gestor) em outras jurisdições é fato comum e visa a endereçar que, do ponto de vista operacional, essas instituições potencialmente possuam estruturas adequadas para prestação de serviços desde o seu registro e que tenham condições de atenderem as exigências normativas e operarem efetivamente enquanto estiverem administrando recursos.
- 2 No intuito de aprofundar as análises e de explorar continuamente novas perspectivas, este estudo desenvolve outros meios de se determinar o capital operacional para administradores fiduciários (modelo de determinação de capital), com o objetivo de incorporar as diferenças na forma de atuação dessas empresas (modelo de negócios).
- 3 Adicionalmente, o estudo também faz um exercício de análise de impacto, comparando o modelo encontrado no trabalho com o modelo de um cenário base (*status quo*), avaliando-se os custos e benefícios incrementais de um modelo que busque diferenciar os próprios administradores. Nesse sentido, foi escolhido como cenário base o modelo de determinação de capital operacional previsto na ICVM 558.
- 4 Salienta-se que, de acordo com os critérios do modelo encontrado no trabalho, haveria uma redução expressiva do requisito de capital operacional, especialmente com referência ao capital alocado em ativos líquidos. Apesar desse fato, de uma forma geral, ainda seria superior aos requisitos estabelecidos em vários dos países e regiões estudados.
- 5 O trabalho conclui que, apesar do “modelo do trabalho” ter incorporado diversas características de diferentes modelos de negócios de administração, ele não conseguiu fazer a distinção entre administradores fiduciários e administradores gestores, uma vez que a vasta maioria dos administradores fiduciários também exercem, de forma relevante, atividades de gestão. O trabalho sugere que seja analisada no futuro a aplicação de requisito de capital também a administradores puramente gestores, indicando inclusive que o próprio modelo encontrado já ser aplicável em grande medida a essas firmas.
- 6 O Capítulo 3 aborda a metodologia utilizada para a determinação do modelo do trabalho de capital operacional. Pode-se dizer que os modelos de capital operacional próprio de administradores de carteira contêm 2 elementos: uma parcela fixa, algumas vezes chamada de capital base ou inicial, e outra parcela variável, que pode ser entendida como capital adicional, variando de acordo com a evolução e/ou o perfil dos negócios da empresa.
- 7 Muitas vezes, a parcela fixa de capital próprio tem por objetivo assegurar melhores condições para que a empresa esteja minimamente preparada e estruturada para cumprir os requisitos regulatórios, mesmo estando em estágio inicial de funcionamento, quando ainda não há geração de caixa ou quando a geração de caixa ainda não é suficiente para cobrir os investimentos e as despesas operacionais. Por essa razão, a exigência de capital inicial tem sido estabelecida como uma condição para a obtenção de registro pelo administrador de carteiras em diversas jurisdições.
- 8 Por sua vez, a parcela variável geralmente busca ser uma representação do capital necessário em função da escala e complexidade dos negócios do administrador, o que implicam aumento e sofisticação da estrutura e dos processos para que os riscos operacionais permaneçam controlados.

- 9 Como subsídios para a definição do modelo deste trabalho foram utilizados os modelos em outras jurisdições; informações quantitativas e qualitativas obtidas por meio de um extensivo questionário (Questionário) respondido por administradores de carteiras que possivelmente serão classificados como administradores fiduciários (de acordo com a ICVM 558); entrevistas de profundidade; e análise dos deveres e responsabilidades de administradores fiduciários no Brasil, além do perfil atual da indústria.
- 10 Em relação ao Questionário, este foi enviado a 85 administradores, tendo sido obtido elevado índice de respostas: 63 dos administradores responderam sobre tópicos tais como atividades terceirizadas e o grau de terceirização; despesas e custos com sistemas, recursos humanos, estrutura física e terceirização, receitas com taxa de administração; alocação de recursos humanos na atividade de administração fiduciária e em outras atividades; sistemas desenvolvidos internamente, contratados de terceiros e outros, despesas anuais, investimentos anuais e imobilizados em TI; percepção sobre os principais riscos operacionais na indústria de administração fiduciária (escala relativa); perdas históricas e seguros. Considerando os dados de dez/2014, a administração fiduciária desses 63 administradores cobria aproximadamente 95% do total do número de fundos e 98% do total do PL dos fundos existentes (incluindo FIs e FICs). A lista completa das questões do Questionário encontra-se no Anexo I.
- 11 Em complemento, foram realizadas entrevistas com 8 administradores fiduciários, buscando-se a diversificação dos entrevistados em termos de perfil. Entre outras questões, foi explorada em detalhe a percepção dos entrevistados sobre: o *modus operandi* da entidade; os principais riscos operacionais dado o modelo do administrador; as necessidades de investimentos, despesas e perdas, dado a sua forma de atuação; principais fatores explicativos do tamanho e da complexidade; processo de *due diligence* na contratação de terceiros; e capital operacional.
- 12 No Capítulo 4, no qual são apresentadas algumas considerações conceituais sobre riscos operacionais e, em que pese a existência de diversas definições, há uma ideia básica comum. Uma das definições mais comumente utilizada é a do BIS: “risco de perda, resultante de inadequações ou falhas de processos internos, pessoas e sistemas, ou de eventos externos. Essa definição inclui o risco legal, mas exclui o risco estratégico e de reputação”.
- 13 De acordo com a percepção dos respondentes do Questionário, erros humanos e falhas em sistemas de TI constituem-se nos riscos com maior probabilidade de materialização na indústria e na própria firma; enquanto que os que poderiam causar maior impacto financeiro seriam a fraude interna e falha de sistemas de TI no que diz respeito à indústria, e erros humanos e falhas no cumprimento de obrigações regulamentares no que refere à própria empresa.
- 14 Uma parte da exigência de capital operacional busca lidar com as perdas inesperadas. Na literatura, é apontado que perdas esperadas são mais frequentes, porém com menores impactos e são suportadas por meio de provisões (passam por simples despesas). Por sua vez, as inesperadas e as catastróficas ocorrem com muito menos frequência, entretanto, podem envolver prejuízos muito mais significativos para a instituição, sendo que as últimas são tratadas por meio de seguros. Com base nas respostas ao Questionário, pode-se afirmar que o nível histórico de perdas operacionais na indústria tem sido baixo.
- 15 O Capítulo 5, apresenta as obrigações e as responsabilidades dos administradores fiduciários, assim previstas nas ICVMs 555 e 558, destacando-se a existência de requisitos mínimos de estrutura para obtenção de registro na CVM. Tal fato implica que, mesmo que o administrador esteja iniciando as suas atividades, ele possui deveres de conformidade, o que por sua vez implica na necessidade de capital para a manutenção de tal estrutura desde o seu registro.

- 16 Para compor uma fotografia sobre os diferentes modelos de negócio existentes na indústria, o mesmo capítulo traça uma fotografia da indústria. Entre outras características, pode-se afirmar que 80% dos administradores fiduciários também são instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central – IFs, que 87% exercem atividades de gestão também, que 74% administram tanto fundos voltados a investidores qualificados quanto fundos voltados ao público de varejo e que 86% possuem ao menos 2 categorias de fundos administrados.
- 17 O capítulo seguinte expõe o levantamento realizado sobre requisitos de capital operacional determinados por reguladores em algumas jurisdições, bem como o racional e os critérios utilizados para o cálculo. São abordadas as jurisdições de Austrália, Cingapura, Hong Kong e União Europeia/Reino Unido. Percebe-se que há diferenças entre elas nos critérios e na magnitude dos requisitos, que certamente refletem os deveres e responsabilidades dos administradores naquelas jurisdições.
- 18 Em quase todas essas jurisdições, existe uma parcela de capital próprio como capital base (ou inicial) e uma outra parcela como capital operacional variável.¹ De forma simplificada, capital próprio pode ser entendido como patrimônio líquido ajustado (por exemplo, exclusão de intangíveis). Pôde ser constatada a existência de regras detalhadas a respeito e diferentes bases de cálculo – com uso de receitas brutas, receitas líquidas (lucro bruto), despesas fixas e/ou montante de recursos administrados. No entanto, não é consenso a alocação de capital próprio em ativos líquidos. A Tabela VIII, página 40 deste relatório, apresenta de forma resumida e genérica os requisitos de capital operacional nessas jurisdições.
- 19 Ressalta-se que, embora o nosso interesse inicial tenha sido as atividades de administração fiduciária, às vezes referida em inglês como *administration*, todos os modelos e os racionais encontrados incluem as atividades de gestão (algumas vezes chamada de *management*). Dessa forma, não foi feita nenhuma distinção a respeito e o capítulo específico focou em questões relacionadas à administração de fundos de investimentos como um todo (*administration e management*).
- 20 Destaca-se também que, ao buscar os principais elementos para a definição de modelos de capital operacional, o grande desafio na apresentação de outras jurisdições foi conciliar a facilidade de leitura/compreensão do texto e a quantidade excepcional de situações particulares. Optou-se por uma apresentação simples, com maior foco nos conceitos do que nos detalhes técnicos, por exemplo, foram omitidas discussões sobre características das ações, tipos de reservas e parcela de resultados intermediários na composição do capital.
- 21 Na definição do “modelo do trabalho”, o objetivo foi o de verificar a existência de um único modelo para todos os administradores fiduciários, sem a necessidade de segmentações e subsegmentações, mas que ao mesmo tempo incorporasse aspectos de diferentes modelos de negócios.
- 22 Também, a definição de capital operacional para administradores buscou endereçar a adequação dos serviços a serem providos, o que implica em estrutura e em capacidade de continuidade de negócios durante o período em que estiver administrando recursos. Por essa razão, considerou-se razoável o estabelecimento de:
- um montante de capital base, que ao menos viabilize o funcionamento e o cumprimento das normas regulatórias por parte do administrador, mesmo quando estiver apenas na fase de captação de clientes ou quando tiver apenas um nível reduzido de atividades;

¹ Em Hong Kong, a parcela variável só é aplicável se a firma do administrador também exercer a guarda dos ativos.

- uma parcela variável de capital operacional, reconhecendo que a exposição a riscos operacionais guarda relação com o volume e a complexidade das atividades do administrador; e
 - uma terceira parcela de capital próprio em ativos líquidos para garantir o funcionamento da empresa em momentos de extremo estresse (redução drástica de suas receitas), de forma que tenha recursos financeiros ao menos por um período suficiente em que a administração dos fundos seja transferida a outro administrador.
- 23 Em relação à incorporação de diferentes modelos de negócios, em primeiro lugar, é necessário destacar que nas jurisdições estudadas, os modelos abrangem não somente as atividades de *administration*, mas também as atividades de *management*, e eventualmente outras responsabilidades. No entanto vale notar que são raríssimos os casos no Brasil em que uma firma exerça somente administração fiduciária para terceiros como negócio, por exemplo, dos 63 respondentes, apenas 8 deles exercem apenas administração fiduciária, e mesmo assim a maioria dos casos para atender situações particulares.
- 24 Ainda, em alguns locais há diferenças de tratamento para administradores de carteiras cujos fundos administrados são direcionados para investidores “qualificados”. Em nosso trabalho, optamos por não definir um modelo específico apenas para administradores que atuam com fundos cujos cotistas sejam investidores qualificados ou profissionais, uma vez que, na vasta maioria dos casos, os administradores fiduciários possuem fundos administrados de investidores qualificados e de investidores não qualificados, conforme apresentado no Capítulo 5 (74% dos administradores e mesmo nos casos em que apenas administre fundos para qualificados há várias situações particulares). Porém, esse fato foi considerado indiretamente no modelo.
- 25 Como capital base (ou inicial) do modelo, optou-se por adotar o mesmo valor do modelo atual da ICVM 558, ou seja, R\$ 550 mil, com base em estimativas a partir dos dados obtidos por meio do Questionário, conforme explicado no Capítulo 7 (R\$ 528 mil). As jurisdições estudadas variam muito na definição dessa quantia, dependendo da estrutura mínima requerida por leis ou regulamentação dos próprios reguladores, assim como obrigações derivadas de gerenciamento de risco, com reportes tais como controles e projeção de fluxos de caixa do próprio administrador e da capacidade de pagamento. No caso do administrador de fundos de varejo e que não execute a guarda dos ativos, tem-se desde R\$ 51 mil em Hong Kong até R\$ 2,8 milhões em Cingapura, sendo que na Europa o valor é de aproximadamente R\$ 550 mil e na Austrália, de R\$ 410 mil.
- 26 Quanto à parcela variável do capital operacional, ressalta-se que ela incorpora as diferenças de tamanho e complexidade entre os administradores, isto é, o trabalho buscou uma variável (ou mais) que pudesse expressar essas duas diferenças entre administradores e, conseqüentemente, evitar a necessidade de estabelecer segmentações e subsegmentações.
- 27 Na sua determinação, foi verificada a aderência de diversas variáveis (receita bruta/ taxas de administração; despesas e patrimônio dos fundos administrados) às diferenças de tamanho e complexidade entre os administradores, usando-se os dados da situação brasileira.
- 28 Foram realizados diversos testes (correlação e BoxPlot) entre as variáveis e um fator construído para expressar os elementos representativos de tamanho e complexidade, reflexos do modelo de negócios de cada administrador. Conforme explicado no Capítulo 7, todas essas variáveis podem ser utilizadas (com alguma combinação), e optamos pela utilização de receita bruta e patrimônio líquido.

- 29 Dessa forma, foram estimados os percentuais de magnitude dessas variáveis. Para tal foram empregadas a somatória das perdas ocorridas nos anos 2013 e 2014, as despesas do ano de 2014 e o estoque de investimentos (imobilizado e intangíveis) ao final de 2014, informações essas reportadas no Questionário.
- 30 De acordo com a construção, no modelo encontrado, os administradores devem manter como capital próprio o maior valor entre:
- R\$ 550 mil (capital base ou capital inicial igual à previsão atual da ICVM 558);
 - 12% das receitas com taxas de administração (média dos 3 últimos exercícios para prover certa estabilidade); e
 - 0,05% do patrimônio dos fundos administrados (média dos 3 últimos exercícios para prover certa estabilidade).
- Sendo que, no mínimo, 25% do capital próprio devem ser mantidos em ativos líquidos (caixa, títulos públicos federais e fundos de curto prazo subtraídos de passivos).
- 31 Um ponto a ser mencionado sobre o modelo refere-se a receitas brutas e receitas líquidas. Ao utilizar as receitas brutas como referência (taxa de administração total), não se segregou no modelo os administradores que basicamente administram fundos de outros gestores em relação àqueles administradores que também exercem a gestão. Para tal, teria sido necessário utilizar as receitas líquidas referentes apenas à administração fiduciária (sem gestão), valores que seriam inviáveis de serem obtidos no que refere àqueles administradores que fazem administração fiduciária para fundos geridos por eles próprios (esta situação ocorre na vasta maioria dos casos). Assim, o modelo encontrado já, em boa extensão, considera o administrador fiduciário que faz gestão. Para incorporar completamente a parte de gestão seriam necessários alguns poucos ajustes, que tenderiam impactar basicamente a parcela em ativos líquidos e possivelmente, em menor medida, o capital base (ver as razões na nota de rodapé nº 57).
- 32 Por fim, como em qualquer análise de custos e benefícios, compara-se um cenário base (*status quo*) com um cenário alternativo. Para este exercício, foi utilizada a previsão da ICVM 558 para o cenário base de comparação e o modelo encontrado no trabalho para o cenário alternativo.
- 33 O modelo desenvolvido nesse trabalho implica em valores substancialmente menores que aqueles previstos na ICVM 558, muito embora, seja superior de uma forma geral aos requisitos em outras jurisdições estudadas (exceto para REs em Austrália). A análise de impactos e de custos e benefícios é apresentada no Capítulo 8, onde considerações são feitas em relação à indústria, aos cotistas, à CVM e questões concorrenciais. A Tabela XV mostra o montante de capital de ambos os cenários e a Tabela XVI apresenta o resumo da avaliação de impacto do cenário alternativo.

Tabela XV - Comparativo- Administradores não IFs: capital operacional cenário base X cenário alternativo (situação hipotética ao final de 2014)

	Cenário base	Cenário alternativo
Capital próprio	197 milhões	60 milhões
Parcela em ativos líquidos	197 milhões	15 milhões

Tabela XVI – Impactos do cenário alternativo

Administradores não IFs	Positivo
Quotistas (investidores)	Neutro ou Positivo
Regulador (CVM)	Negativo
Concorrência	Positivo

- 34 Por último, tem-se a Conclusão, ressaltando que o “modelo do trabalho”, embora tenha incorporado algumas características de diferentes modelos de negócios, não conseguiu fazer a distinção entre administradores fiduciários e administradores gestores, uma vez que a vasta maioria dos administradores fiduciários também exercem, de forma relevante, atividades de gestão. O trabalho sugere que seja analisada no futuro a aplicação de requisito de capital também a administradores puramente gestores, sugerindo inclusive que o próprio modelo encontrado já ser aplicável em grande medida a essas entidades.

2. Introdução

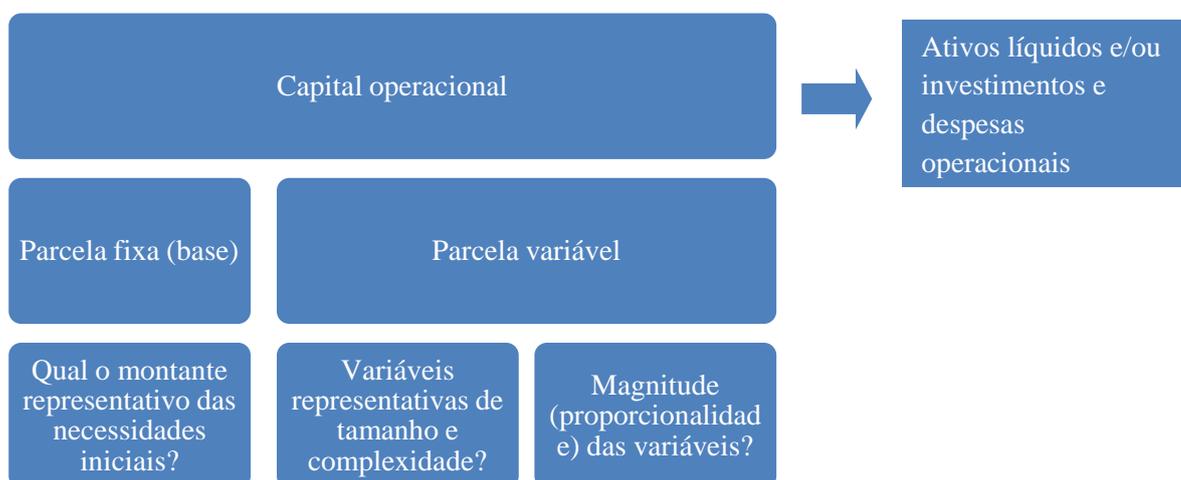
- 35 A ICVM 558 entrará em vigor no próximo ano e entre as novidades desta instrução encontra-se o requisito de capital operacional para administradores fiduciários. Capital operacional para administradores de carteira (fiduciário e gestor) em outras jurisdições é fato comum e visa endereçar que potencialmente, do ponto de vista operacional, essas firmas possuam estruturas adequadas para prestação de serviços desde o seu registro e tenham condições de atenderem as exigências normativas e operarem continuamente, enquanto estiverem administrando recursos.
- 36 No intuito de aprofundar as análises e de explorar continuamente novas perspectivas, este estudo desenvolve outros meios de se determinar o capital operacional para administradores fiduciários (modelo de determinação de capital), com o objetivo de incorporar as diferenças na forma de atuação dessas firmas (modelo de negócios).
- 37 Adicionalmente, o estudo também faz um exercício de análise de impacto, comparando o modelo encontrado no trabalho (cenário alternativo) com o modelo do cenário base (*status quo*), avaliando-se os custos e benefícios incrementais de um modelo que busque diferenciar os próprios administradores. Nesse sentido, foi escolhido como cenário base o modelo de determinação de capital operacional previsto na ICVM 558.
- 38 O trabalho é dividido em 7 capítulos, além desta Introdução e do Sumário Executivo:
- O Capítulo 3 aborda a metodologia utilizada para a determinação de modelos de capital operacional. Assim, o capítulo explica conceitos de capital base (ou capital inicial), capital variável e alocação de capital em ativos líquidos. O capítulo menciona também que foram utilizadas como fontes de subsídios: modelos de determinação de capital operacional em outras jurisdições; informações quantitativas e qualitativas obtidas por meio de um extensivo questionário (Questionário) respondido por administradores de carteiras que possivelmente serão classificados como administradores fiduciários (de acordo com a ICVM 558); entrevistas de profundidade; e análise dos deveres e responsabilidades dos administradores fiduciários no Brasil, além do perfil atual da indústria.
 - O Capítulo 4, Risco Operacional, apresenta algumas considerações conceituais sobre riscos operacionais e falhas, bem como fornece uma fotografia da percepção dos respondentes do Questionário em relação a essas questões: quais são os riscos mais prováveis de se materializarem e as de maior impacto caso se materializem. Destaca-se nesse capítulo a relação entre capital operacional e tipo de riscos e perdas que se deseja endereçar com exigências de capital operacional.
 - O capítulo seguinte expõe os deveres e as responsabilidades dos administradores fiduciários, assim previstos nas ICVMs 555 e 558, inclusive os requisitos mínimos de estrutura para obtenção de registro na CVM, o que significa que, mesmo que o administrador esteja iniciando as suas atividades, ele possui deveres de conformidade. Esse mesmo capítulo mostra a estrutura dessa indústria em termos de natureza jurídica do administrador (instituições financeiras (IFs) ou não); da categoria dos fundos administrados, tipo de investidores dos fundos administrados, etc. para compor uma fotografia sobre os diferentes modelos de negócio.
 - Na sequência, o próximo capítulo traz um levantamento sobre requisitos de capital operacional determinados por reguladores de mercado de outras jurisdições, bem como o racional e os critérios empregados para o cálculo.

- O Capítulo 7, trata da definição do “modelo do trabalho”, explicando as referências utilizadas para definição de capital base (ou inicial), capital variável e alocação de capital em ativos líquidos. Particularmente, mostra como algumas características de diferentes modelos de negócio foram incorporadas.
- A análise de impactos e de custos e benefícios é apresentada no Capítulo 8. Como em análise de custos e benefícios, compara-se o cenário alternativo (modelo de capital encontrado no trabalho) com o cenário base (*status quo* – ICVM 558), avaliando-se os efeitos incrementais quanto a administradores fiduciários que serão submetidos à requisitos de capital operacional da ICVM 558, aos investidores (quotistas) e à própria CVM, além de fazer algumas considerações sobre barreira de entrada e questões concorrenciais.
- Por último, tem-se a Conclusão, ressaltando que o “modelo do trabalho”, embora tenha incorporado algumas características de diferentes modelos de negócios, não conseguiu fazer a distinção entre administradores fiduciários e administradores gestores, uma vez que a vasta maioria dos administradores fiduciários também exercem, de forma relevante, atividades de gestão. O trabalho sugere que seja analisada no futuro a aplicação de requisito de capital também a administradores puramente gestores, sugerindo inclusive que o próprio modelo encontrado já ser aplicável em grande medida a essas entidades.

3. Metodologia

- 39 Pode-se dizer que os modelos de capital operacional próprio de administradores de carteira contêm 2 elementos: uma parcela fixa, algumas vezes chamada de capital base ou inicial, e uma outra parcela variável, que pode ser entendida como capital adicional, variando de acordo com a evolução e/ou o perfil dos negócios da empresa.
- 40 Muitas vezes, a parcela fixa de capital próprio tem por objetivo garantir que a empresa esteja minimamente preparada e estruturada para cumprir os requisitos regulatórios, mesmo estando em estágio inicial de funcionamento, quando ainda não há geração de caixa ou quando a geração de caixa ainda não é suficiente para cobrir os investimentos e as despesas operacionais. Por essa razão, a exigência de capital inicial tem sido estabelecida em várias jurisdições como uma condição para a obtenção de registro de administrador de carteiras.
- 41 Por sua vez, a parcela variável geralmente busca ser uma representação do capital necessário em função da escala e da complexidade dos negócios do administrador, o que implicam aumento e sofisticação da estrutura e dos processos para que os riscos operacionais permaneçam controlados. Uma vez que os riscos operacionais dependem do modelo de negócios, seja pelo grau de terceirização, seja pelo perfil dos quotistas dos fundos operados ou ainda pelo tipo de ativos nas carteiras, os modelos utilizam diferentes variáveis como referência de risco operacional, tais como receita bruta, lucro bruto, patrimônio dos fundos administrados e despesas.
- 42 A Figura 1 abaixo apresenta esquematicamente os elementos a serem avaliados em cada uma das parcelas do capital operacional, incluindo também a questão de alocação desse capital, se em investimentos no negócio e/ou em ativos líquidos. Em ambos os casos, a alocação pode impactar a qualidade e a continuidade dos serviços oferecidos.

Figura 1



- 43 Neste trabalho, diversos métodos foram combinados na definição desses elementos para se chegar a um modelo que levasse em consideração a diferenciação dos administradores em termos de tamanho e da complexidade de suas atividades, porém empregando dados da indústria no Brasil. Para tal, diversas fontes foram utilizadas:

- o racional de alguns reguladores de mercado de capitais em outros países na adoção de requisitos de capital operacional, bem como os seus critérios – a pesquisa sobre outros países proporcionou importantes referências para o nosso trabalho;
- as respostas ao Questionário respondido por administradores de carteiras que serão classificados como administradores fiduciários a partir de janeiro de 2016 – essas respostas quantitativas e qualitativas, além de terem fornecido uma visão ampla sobre essa indústria, permitiram a realização de diversos testes, inclusive aqueles que buscaram relacionar variáveis representativas de tamanho e complexidade dos negócios (receita, recursos administrados e despesas) com elementos representativos dessas variáveis (tipo de fundo administrado, perfil dos cotistas, etc.);
- entrevistas de profundidade com alguns administradores fiduciários – o que, entre outros subsídios, ajudou na compreensão sobre as variáveis mais importantes, de acordo com a dinâmica operacional de seu modelo de negócios e segundo a sua visão e experiência; e
- aspectos específicos da nossa regulamentação.

3.1. Regulamentações e racional em outras jurisdições

- 44 Foi realizada uma pesquisa extensiva sobre as regulamentações e o racional na definição de capital operacional para administradores de fundos de investimentos na Europa e nos principais mercados da região Ásia-Pacífico, cujos resultados são apresentados no Capítulo 6 adiante.
- 45 Vale mencionar que, nas jurisdições e regiões estudadas, o capital do administrador abrange tanto as atividades de administração fiduciária (*administration*) quanto as de gestão (*management*) e que, muitas vezes, há uma variação em termos de responsabilidade, particularmente quando a administração de carteiras compreende também o papel de trustee (*trustee*).

3.2. Questionário sobre o perfil dos administradores fiduciários no Brasil no que refere à estrutura e riscos operacionais

- 46 No final de setembro de 2015, foi enviado um questionário a 85 administradores de fundos que, possivelmente, serão classificados como administradores fiduciários em janeiro de 2016. Obteve-se elevado índice de respostas ao questionário, na ordem de 74%, ou seja, dos 85 administradores, 63 responderam. Considerando os dados de dez/2014, a administração fiduciária desses 63 administradores cobria aproximadamente 95% do total do número de fundos e 98% do total do PL dos fundos existentes (incluindo FIs e FICs).
- 47 O principal objetivo do Questionário, que abordou 15 tópicos, foi a coleta de dados sobre a indústria no Brasil, com vistas à identificação de eventuais relações entre o modelo de negócios do administrador e o nível de investimentos, despesas e perdas operacionais; e de variáveis relevantes em relação ao tamanho e à complexidade das operações.
- 48 Em termos de modelos de negócios, estes podem ser avaliados sob diversos ângulos, por exemplo: serviço oferecido (é oferecido preponderantemente para os fundos geridos pela própria entidade, é oferecido preponderantemente a fundos geridos por terceiros, e modelo misto), perfil

dos cotistas dos fundos administrados, tipo de ativos das carteiras ou grau de terceirização das atividades que compõem a administração fiduciária.

49 O Questionário com o conjunto das questões quantitativas e qualitativas encontra-se no Anexo I. A título ilustrativo, entre os tópicos que foram abordados, têm-se:

- Atividades terceirizadas e o grau de terceirização.
- Despesas e custos com sistemas, recursos humanos, estrutura física e terceirização.
- Receitas com taxa de administração.
- Alocação de recursos humanos na atividade de administração fiduciária e em outras atividades.
- Sistemas desenvolvidos internamente, contratados de terceiros e outros.
- Despesas anuais, investimentos anuais e imobilizado em TI.
- Percepção sobre os principais riscos operacionais na indústria de administração fiduciária (escala relativa).
- Perdas ocorridas e seguro.

3.3. Entrevistas de profundidade

50 Em outubro e início de novembro foram realizadas entrevistas com 8 administradores fiduciários, buscando-se a diversificação dos entrevistados em termos de perfil. As entrevistas complementaram o Questionário, e, entre outras questões, foi explorada em detalhe a percepção dos entrevistados sobre:

- o *modus operandi* da entidade;
- os principais riscos operacionais dado o modelo do administrador;
- as necessidades de investimentos, despesas e perdas, dado a sua forma de atuação;
- principais fatores explicativos do tamanho e da complexidade;
- processo de *due diligence* na contratação de terceiros; e
- capital operacional.

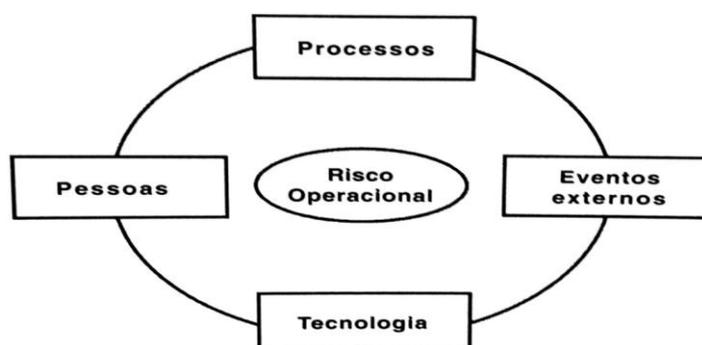
4. Risco Operacional

- 51 O Risco operacional é um tema que tem sido tratado nas organizações do sistema financeiro, por exemplo, bancos, administradores de carteiras e seguradoras, que buscam estabelecer políticas de gerenciamento de risco capazes de sustentar a efetiva prestação de serviços ao longo do tempo. A implantação dessas políticas visa a identificar, mensurar, avaliar, mitigar, controlar e monitorar os fatores de riscos operacionais inerentes às atividades da empresa. Coimbra (2007, p. 32) ressalta que reduções na exposição do risco operacional normalmente acarretam aumento de eficiência e diminuição de custos.
- 52 O presente Capítulo não pretende abordar especificamente os contornos do trabalho de cada tipo de instituições financeiras. No entanto, pretende-se abordar a definição de risco operacional e identificar os principais fatores operacionais que devem ser objeto de atenção para indústria de administração fiduciária. Em função de sua amplitude, há diversas definições de risco operacional, porém todas trazem semelhança a uma ideia básica comum:
- Jorion (2010, p. 17) define risco operacional como aquele oriundo de erros humanos, tecnológicos ou acidentes. Isso inclui fraudes, falhas de gerência e controles e procedimentos inadequados, como uma falha no processo de liquidação, por exemplo;
 - Duarte Jr. (2003, p. 459) apresenta-o como uma medida numérica de incerteza dos retornos de uma instituição, caso seus sistemas, práticas e medidas de controle não sejam capazes de resistir a falhas humanas, danos à infraestrutura de suporte, utilização indevida de modelos matemáticos ou produtos, alterações no ambiente dos negócios ou situações adversas de mercado; e
 - Crouhy et. al. (2004, p. 283 ss.) descreve-o como uma série de possíveis falhas na operação de uma empresa sem que tenham relação direta com questões de mercado ou crédito. Segundo o autor, tais falhas incluem quebra de computadores, falhas nos sistemas de TI, erros de julgamento, fraude deliberada, e muitos outros contratemplos.
- 53 No ambiente regulatório, uma das definições mais utilizadas sobre o tema é aquela proposta pelo Comitê de Supervisão Bancária da Basileia, do Bank for International Settlements (**BIS**)², que afirma que risco operacional é o “risco de perda, resultante de inadequações ou falhas de processos internos, pessoas e sistemas, ou de eventos externos. Essa definição inclui o risco legal, mas exclui o risco estratégico e de reputação”.³ Coimbra (2007, p. 31) ressalta que um dos grandes destaques da definição do BIS é indicar quais são os 4 fatores originadores de risco operacional, conforme Figura 2 abaixo.

² Bank for International Settlements, 2005, (P. 140).

³ Risco legal inclui, mas não se limita a, exposição a multas, penalidades ou danos resultantes de ações dos órgãos reguladores, bem como de entidades privadas.

Figura 2 - Fatores de Risco Operacional



Fonte: COIMBRA (2007, p. 31)

- 54 Para cada um dos fatores pode-se relacionar alguma potencial falha operacional, tais como: **processos** - erros de modelo/metodologia, de execução e documentação/contrato, **pessoas** - incompetência, fraude, erro, negligência, ausência de qualificação, **tecnologia** - falhas de hardware e software, instalações, sistema de energia e comunicações; e **eventos externos** – mudanças no ambiente.
- 55 Quanto à indústria brasileira de administração fiduciária, pode-se traçar uma fotografia sobre os riscos operacionais mais relevantes por meio das respostas dos administradores à questão 12 (Q12) do Questionário. Neste item, os respondentes foram incitados a responder, de acordo com a sua percepção, acerca dos fatores de riscos operacionais com maior probabilidade ocorrência e com maior pontencial de causar prejuízos.
- 56 Os fatores listados no Questionário foram: fraude interna, crime cibernético, falhas em sistemas de TI, roubo de informações, subornos / corrupção, falhas em hardware, erro humano, problemas trabalhistas, falhas em cumprir obrigações regulamentares e falhas em atividades terceirizadas. Foi solicitado aos respondentes que classificassem cada um dos fatores mencionados, começando por “1” para o fator percebido como sendo o mais crítico (no relativo) e terminando com “10” para o fator de menor risco.
- 57 Com base nessas respostas, foi possível verificar a frequência de vezes em que os fatores apareciam como mais “críticos”. As Tabelas I, II, III e IV dispõem ordenadamente a percepção dos respondentes em relação a cada um dos fatores de risco apresentados pelo Questionário. As duas primeiras tabelas apresentam as opiniões dos respondentes em relação à indústria e as duas seguintes relativamente as suas próprias atividades.

Tabela I - Risco com maior probabilidade de ocorrer, em relação à indústria de administração fiduciária

	Erro Humano	Falhas em Sistemas de TI	Falhas em Atividades Terceirizadas	Falhas em cumprir obrigações regulamentares	Outros
Frequência em que o fator aparece como mais crítico	35,48%	24,19%	12,10%	11,29%	16,94%
Fonte: Questionário					

Tabela II - Risco que pode gerar maiores perdas, em relação à indústria de administração fiduciária

	Fraude Interna	Falhas em Sistemas de TI	Erro humano	Falhas em cumprir obrigações regulamentares	Outros
Frequência em que o fator aparece como gerador de maiores perdas	19,83%	14,88%	13,22%	13,22%	38,84%
Fonte: Questionário					

Tabela III - Risco com maior probabilidade de ocorrer, em relação ao próprio administrador

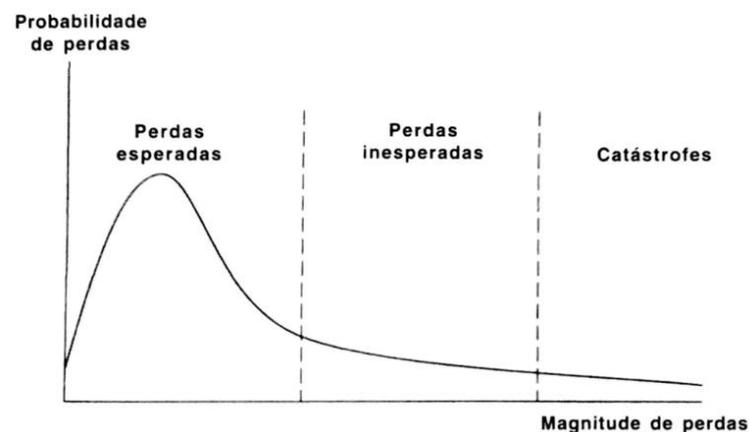
	Erro Humano	Falhas em Sistemas de TI	Falhas em Atividades Terceirizadas	Falhas em cumprir obrigações regulamentares	Outros
Frequência em que o fator aparece como mais crítico	34,92%	28,57%	13,49%	12,70%	10,32%
Fonte: Questionário					

Tabela IV - Risco que pode gerar maiores perdas, em relação ao próprio administrador

	Erro Humano	Falhas em cumprir obrigações regulamentares	Fraude Interna	Falhas em Sistemas de TI	Outros
Frequência em que o fator aparece como gerador de maiores perdas	17,46%	15,87%	15,08%	15,08%	36,51%
Fonte: Questionário					

- 58 Em relação à probabilidade de ocorrência/concretização do risco, tanto em relação à indústria quanto em relação às suas próprias atividades, foram citados com maior frequência os fatores erro humano e falhas de TI como os mais críticos, ou seja, segundo a percepção do mercado esses dois riscos operacionais possuem maior probabilidade de se materializarem no funcionamento ordinário das atividades.
- 59 A mesma sensibilidade foi manifestada durante as entrevistas com administradores fiduciários, que afirmaram que erros humanos e falhas de TI são os fatores de risco com a maior probabilidade de se verificar no curso das atividades de administração fiduciária.
- 60 Essa mesma visão é compartilhada na literatura, por exemplo, Coimbra (2007, P. 30) descreve que o fator pessoas tende a ser a origem da maioria dos riscos operacionais, que inevitavelmente surgem a partir de decisões questionáveis, seja por erro ou intenção. Por sua vez, Michel Choury (2004, P. 424) foca a questão de TI, afirmando que a crescente complexidade dos instrumentos e sistemas de informação aumentaria o potencial de risco operacional. Complementarmente, o autor diz que os erros no lançamento de dados podem causar sérias distorções.
- 61 Para o controle e a mitigação desses riscos, os administradores fiduciários entrevistados indicaram empregar parte significativa dos recursos destinados ao gerenciamento de riscos operacionais em treinamento e contratação de pessoas qualificadas, além de substanciais investimentos em sistemas da informação.
- 62 A literatura também aborda as perdas causadas por falhas operacionais. Estas perdas podem ser divididas em: perdas esperadas, inesperadas e catastróficas. A Figura 3 a seguir apresenta a relação entre a probabilidade de ocorrência e a magnitude das perdas.

Figura 3 - Curva de probabilidade versus severidade de eventos relacionados ao risco operacional



Fonte: COIMBRA (2007, p. 33)

- 63 Como se pode inferir da leitura da ilustração, perdas esperadas são mais frequentes, porém com menor magnitude de perdas. As inesperadas e as catástrofes têm menor frequência, entretanto, podem envolver graves prejuízos para a instituição. Baseado nos estudos de Marshall, Coimbra (2007, p. 32) ressalta que são as perdas inesperadas decorrentes de eventos associados a risco operacional que devem ser suportadas por requerimentos mínimos de capital.⁴

⁴ Relaciona-se que as perdas esperadas, mais frequentes, devem ser suportadas por meio da constituição de provisão e as catastróficas com a exigência de utilização de seguros.

- 64 Assim, é de fundamental importância quantificar a exposição a riscos operacionais a fim de estabelecer um valor para exigências de capital, não só levando em consideração o histórico das perdas operacionais concretizadas (inesperadas), mas também a estrutura existente para evitar a concretização dos riscos.
- 65 Para esse fim, e em relação às perdas históricas, foram compiladas as respostas do item “Q13” do Questionário, onde se solicitava às instituições que informassem os valores das perdas associadas a determinados fatores de riscos. A Tabela V apresenta as respostas de 31 administradores⁵ sobre as perdas ocorridas ao longo de dois anos (período das duas últimas demonstrações financeiras) em relação à receita anual do último exercício (taxas de administração).

Tabela V – Perdas referentes ao período das duas últimas demonstrações financeiras x Receita no período da última demonstração financeira

Percental de perdas em relação a receita da última demonstração financeira	Número de Administradores Fiduciários
Informaram a inexistência de perdas	13
0% até 1%	13
1,01% até 5%	3
5,01% até 10%	2

Fonte: Questionário

- 66 É possível verificar com a leitura da tabela anterior que a vasta maioria dos administradores afirmaram a inexistência de perdas com riscos operacionais em suas atividades de administração fiduciária ou informaram perdas bastante reduzidas no período das duas últimas demonstrações financeiras. Em entrevistas realizadas com algumas destas instituições, questionadas acerca dos valores em suas respostas, informaram que estes valores não são expressivos devido à adoção das seguintes práticas:
- As instituições contam com estrutura de gestão e controle de risco operacional.
 - A terceirização de atividades críticas, como custódia e controladoria, é habitualmente exercida por empresas pertencentes a grandes conglomerados financeiros, que contam com uma boa estrutura de gerenciamento de risco.
 - O mercado não possui uma grande oferta de sistemas de TI e os que estão disponibilizados mostram-se robustos e já testados por um longo período de tempo.
 - Há um grande investimento em TI e treinamento.
 - Todas alegam possuir uma metodologia de *due diligence* na contratação de serviços.
- 67 Por fim, o Questionário enviado aos administradores identificou que a maioria absoluta das instituições não contrata o serviço de seguros para esta atividade. Nas entrevistas, questionados acerca do resultado, foi simplesmente informado que não é prática em nosso país a oferta ou procura por este tipo de serviço, não sendo possível valorar tal operação.

⁵ Para essa tabela específica foram excluídas 32 respostas devido, por exemplo, a dados repetidos informados por instituições do mesmo conglomerado financeiro e inconsistências em relação a receitas.

5. Administração Fiduciária no Brasil

5.1. O Administrador Fiduciário na ICVM 558

- 68 A ICVM 558 criou duas categorias de registro para os administradores de carteira de valores mobiliários: o administrador fiduciário e o gestor de recursos. Deste modo, a CVM reconheceu a existência de duas especializações distintas, cujas atividades se diferenciam em sua natureza e obrigações com o cotista.
- 69 No entanto, vale ressaltar que o administrador de carteiras pode requerer o registro em uma ou em ambas as categorias, devendo, nesse caso, manter a separação das atividades de custódia e controladoria de ativos e passivos daquelas de gestão.
- 70 A instituição que requerer o registro como administrador fiduciário se torna responsável pelo fundo de investimento perante os cotistas e a CVM, sendo competente por um conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e manutenção do fundo, conforme resumido a seguir:
- a) Constituir e, no mesmo ato, aprovar o regulamento do fundo.
 - b) Manter o registro do fundo atualizado e em perfeita ordem e à disposição do cotista e da CVM.
 - c) Fornecer informação tempestiva e com exatidão a reguladores e cotistas.
 - d) Contratar e fiscalizar o serviço de custódia de ativos, tomando todas as providências úteis ou necessárias à defesa dos interesses dos seus clientes.
 - e) Supervisionar diligentemente a da higidez da gestão⁶ contratada.
 - f) Zelar pela observância dos limites de composição e concentração de carteira e de concentração em fatores de risco estabelecidos na Instrução e no regulamento – Enquadramento.
 - g) Contratar e fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados em nome do fundo ou do titular da carteira administrada, na qualidade de interveniente anuente.⁷
 - h) Em relação aos contratos firmados pelo administrador para gestão da carteira do fundo, atividades de tesouraria, de controle e processamento dos ativos financeiros e escrituração da emissão e resgate de cotas, independente de cláusula contratual, responde solidariamente

⁶ O gestor de recursos possui alçada de decisão sobre as aplicações dos recursos dos fundos de investimento. Suas responsabilidades estão descritas em toda a ICVM 558, mais especificamente na seção I, do Capítulo II e Capítulo VI. De forma mais resumida, podemos citar também o Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas, no seu § 3º do Art. 27, que dispõe da seguinte forma acerca do gestor: (i) decisões de investimento e desinvestimento, segundo a política de investimento estabelecida nos documentos de cada Fundo de Investimento, conforme aplicável; (ii) respectivas ordens de compra e venda de ativos financeiros e demais modalidades operacionais, incluindo direitos creditórios; (iii) envio das informações relativas a negócios realizados pelo Fundo de Investimento ao administrador do Fundo ou ao prestador de serviço contratado para tal; (iv) gerenciamento da liquidez das carteiras dos Fundos de Investimento; e (v) garantir que as operações realizadas pelo Fundo de Investimento tenham sempre propósitos econômicos compatíveis com sua política de investimento, sobretudo aquelas referentes a empréstimos de títulos e valores mobiliários.

⁷ Esta qualidade é dada ao administrador pelo § 1º, do art. 79 da ICVM 555 e significa que o mesmo, na qualidade de representante do fundo, intervém em sua causa, ou seja, é o terceiro que interfere na lide, quer como parte, quer como terceiro. A ele visa assistir uma das partes por ter interesse que a sentença seja favorável a esta. Por sua vez, anuente é que anui, ou seja, que concorda com o negócio.

por prejuízos decorrentes de atos e omissões próprios a que der causa, sempre que agir de forma contrária à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM.⁸

- 71 Afora as previsões mencionadas no item anterior, o requerente deve atender uma série de requisitos de estrutura para o seu registro na CVM, tais como: indicar um diretor dedicado exclusivamente para a atividade de administração fiduciária, indicar um diretor responsável pela implementação e cumprimento da ICVM 558, bem como de regras, políticas, procedimentos e controles internos (*Compliance*), constituir e manter recursos computacionais adequados a seu porte de atuação, além de cumprimento de fornecimento de informações.
- 72 Relativamente ao tema proposto por este estudo, merece destaque a fixação do regramento de requerimento mínimo de patrimônio de referência para administradores fiduciários⁹, conforme disposto no inciso II do art. 2º da ICVM 558. O requisito que tem por objetivo garantir que a empresa tenha recursos financeiros mínimos para dar continuidade à sua atividade de forma adequada e o valor estabelecido pela instrução teve como referência as regras já existentes e aplicáveis às instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil (BACEN).¹⁰
- 73 Essa regra impõe à instituição registrada na categoria de administrador fiduciário, exceto àquelas que são instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN¹¹, a obrigatoriedade de manter, continuamente, valores equivalentes a no mínimo 0,20% dos recursos financeiros sob administração de que trata o item 6.3.c do Anexo 15-II¹² ou R\$ 550 mil¹³, o que for maior, em cada uma das seguintes contas do Balanço Patrimonial: patrimônio líquido; e disponibilidades, em conjunto com os investimentos em títulos públicos federais.
- 74 Em todo o caso, o art. 4º da ICVM 558 ressalta que o administrador deve manter recursos humanos, computacionais e estruturais adequados a seu porte e área de atuação, indicando claramente que, desde o momento de sua constituição, a instituição deve ter investido em seu negócio um valor mínimo de recursos financeiros, cujo valor, muito provavelmente, se aproximaria do valor mínimo de patrimônio exigido pelo normativo.

⁸ ICVM 555, §§ 2º e 3º do art. 79.

⁹ A regra foi denominada desta forma no Edital de Audiência Pública SDM Nº 10/14. Todavia, pode ser encontrado com outras denominações pela literatura, tais como “Requerimento Mínimo de Capital”, “Capital Regulatório”, “Patrimônio de Referência” ou “Capital próprio”.

¹⁰ A Resolução CMN nº 2.099, de 1994, define que o patrimônio líquido das distribuidoras de títulos e valores mobiliários deve ser de, no mínimo, R\$ 550 mil. A Circular BACEN nº 3.640, de 2013, por sua vez, determina que as instituições autorizadas a funcionar pela autarquia devem apresentar patrimônio de referência, por causa de riscos operacionais, segundo a Abordagem do Indicador Básico, referente a 15% das receitas com a administração de recursos de terceiros. Tendo em vista que a taxa de administração média da indústria de fundos de varejo brasileira é, atualmente, aproximadamente de 1,2% (segundo dados da ANBIMA de novembro de 2014), tem-se a exigência de capital, com arredondamento do valor, de 0,20% em relação aos ativos sob administração (do Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 10/2014 – Processo CVM nº RJ-2014-10543).

¹¹ Vale ressaltar que a imensa maioria dos administradores de carteira é formada por Instituições Financeiras (IFs) e, portanto, já possuem os requerimentos mínimos de patrimônio de referência.

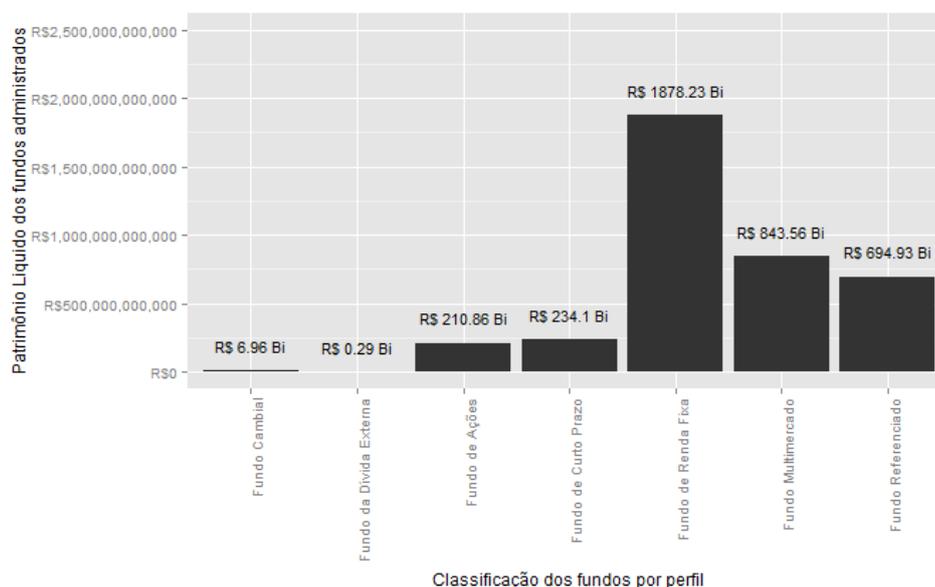
¹² Recursos financeiros sob administração (total e dividido entre fundos e carteiras destinados a investidores qualificados e não qualificados) - item 6.3.c do Anexo 15-II, da Instrução CVM Nº 558/15.

¹³ Para aumentar a segurança de que esta regra será efetivamente cumprida, criou-se também a previsão de que o administrador fiduciário que obtiver o registro de acordo com a regra de capital mínimo deverá enviar para a CVM, anualmente, demonstrações financeiras auditadas e relatório emitido por auditor independente de que o administrador manteve, de fato, o capital mínimo requerido continuamente durante todo o ano.

5.2. A atividade de administração fiduciária no Brasil

- 75 Como já descrito, o administrador fiduciário é o principal responsável por representar um fundo de investimentos perante os cotistas e a CVM, e suas responsabilidades estão descritas nas ICVMs 555 e 558.
- 76 Conforme a definição da ICVM 555, o fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, aberto ou fechado, destinado à aplicação em ativos financeiros. É registrado em uma das quatro categorias: Renda Fixa; Ações; Cambiais; e Multimercado, que por sua vez podem ser acrescidas de diversos sufixos.
- 77 Esse veículo é o principal veículo de investimento no Brasil, tendo o patrimônio líquido total dos fundos atingido o patamar de R\$ 2,5 trilhões ao final de 2014 (apenas FIs), colocando-se entre as 11 maiores indústrias de gestão de recursos do mundo ¹⁴.
- 78 Este patrimônio está dividido entre as diversas categorias de fundos, porém, conforme Gráfico 1 abaixo – utilizando ainda a classificação da ICVM 409, que foi substituída pela ICVM 555 em outubro de 2015 - há forte concentração nas carteiras de fundos de renda fixa, ou seja, aqueles cujo principal fator de risco é a variação da taxa de juros, de índice de preços, ou ambos.

Gráfico 1 – Patrimônio Líquido X Classificação



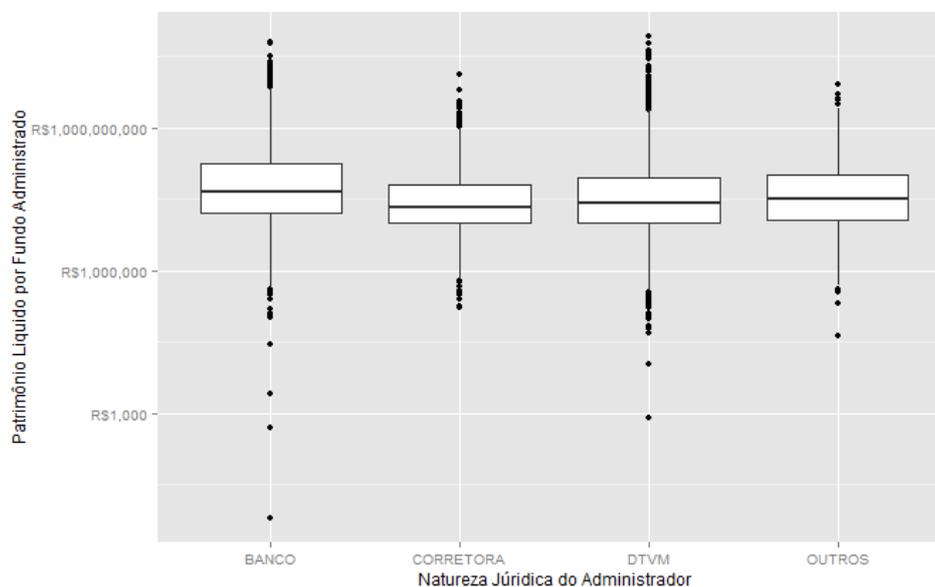
Fonte: CVM

- 79 Uma característica importante no que se refere a exigências de capital é o fato de aproximadamente 80% dos administradores fiduciários também serem instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN (IFs). Outros 17 administradores não são IFs, sendo que 10 deles estão relacionados a algum conglomerado prudencial (porém não consolidados para efeitos de capital).

¹⁴ de acordo com dados do ICI – Investment Company Institute - Worldwide Public Tables, 2015:Q2. Disponível em < https://www.ici.org/research/stats/worldwide/ww_q2_15>.

80 O Gráfico 2 apresenta a distribuição de patrimônio dos fundos segundo a natureza jurídica dos administradores, sendo possível observar que há uma concentração nas IFs.

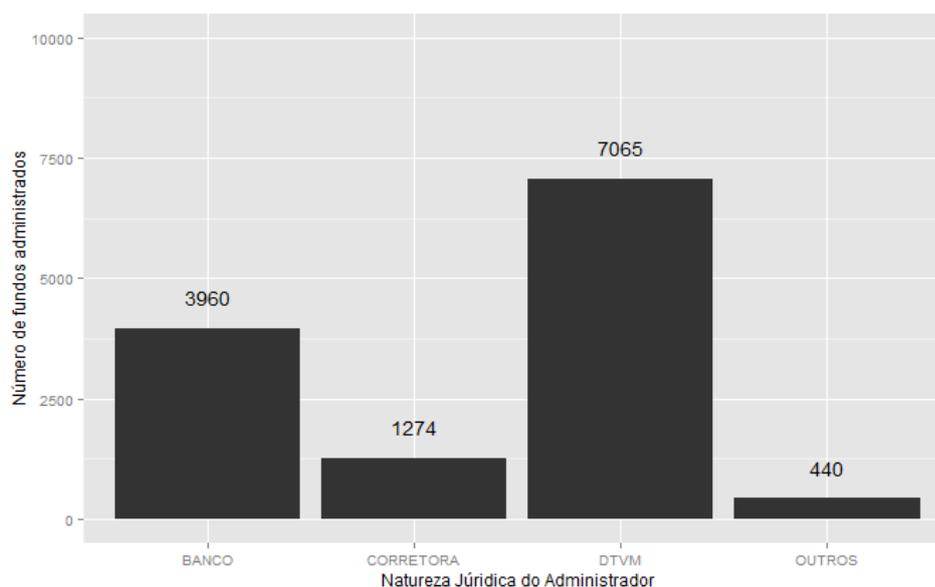
Gráfico 2 – Patrimônio Líquido X Natureza Jurídica dos Administradores Fiduciários



Fonte: CVM

81 De outra forma, pode-se verificar uma concentração ainda maior, observando-se o número total de fundos administrados, conforme o Gráfico 3 seguinte.

Gráfico 3 – Número de Fundos X Natureza Jurídica dos Administradores Fiduciários



Fonte: CVM

82 Em relação a custos e despesas pertinentes à administração fiduciária, considerando-se o mesmo CNPJ, as empresas foram solicitadas a responder no Questionário sobre a alocação de despesas nos diversos tipos de recursos da empresa. No entanto, a informação fornecida por várias delas, por fazerem parte de conglomerado financeiro e compartilharem recursos com outras entidades, não se limitou ao mesmo CNPJ.

- 83 A tabela abaixo apresenta o percentual das despesas alocado em cada um dos itens de despesas quanto às atividades permitidas ao administrador registrado como fiduciário, conforme a ICVM 558.

Tabela VI – Alocação de custos/despesas por item

Itens de despesa	Percentual Alocado
Sistemas	10,42%
Recursos Humanos	37,23%
Estrutura Física	4,91%
Contratação das atividades que você terceiriza na qualidade de administrador fiduciário	9,93%
Outros	37,51%

Fonte: Questionário

- 84 É patente que a maior parcela com os custos do administrador refere-se às despesas com recursos humanos (37,23%). Novamente, as entrevistas foram fundamentais para o entendimento deste retrato. Segundo os entrevistados, estes gastos têm relação com o salário de mercado oferecido em função da qualificação e especialização dos profissionais contratados e treinamento contínuo do corpo técnico.
- 85 Em relação às despesas de sistemas de informática, foi verificado, nas entrevistas, que o gasto inicial para contratação de um software é significativamente alto, porém, no decorrer das atividades da empresa, o custo para manutenção e contratação de módulos adicionais não é tão expressivo em comparação aos gastos com recursos humanos. No entanto, não é um valor que se possa desconsiderar.
- 86 De acordo com os dados do Questionário, 76,20% dos administradores fiduciários possuem área interna de tecnologia de informação e somente 19,05% terceirizam todas as atividades de TI, desenvolvimento de sistemas e suporte. Estes dados reforçam a importância da tecnologia da informação para a indústria de administração fiduciária.
- 87 Em relação aos modelos de negócios, como já exposto no Capítulo 3, estes podem ser avaliados sob diversos ângulos, por exemplo: serviço oferecido (é oferecido preponderantemente para os fundos geridos pela própria entidade, é oferecido preponderantemente a fundos geridos por terceiros, e modelo misto), perfil dos cotistas dos fundos administrados, tipo de ativos das carteiras ou grau de terceirização das atividades que compõem a administração fiduciária.
- 88 A este respeito, a fim de se averiguar o tipo de atividades exercidas pela firma do administrador fiduciário como, por exemplo, gestão, custódia e distribuição de cotas, além da administração puramente fiduciária, foi solicitado aos respondentes do Questionário que informassem as atividades desenvolvidas pela firma.

Tabela VII – Atividades também exercidas pelo administrador fiduciário

Atividades exercida pelo Administrador fiduciário, no mesmo CNPJ	% dos respondentes
Gestão de Recursos	87,10%
Distribuição de Cotas	69,35%
Custódia de ativos	53,23%
Outros	51,61%

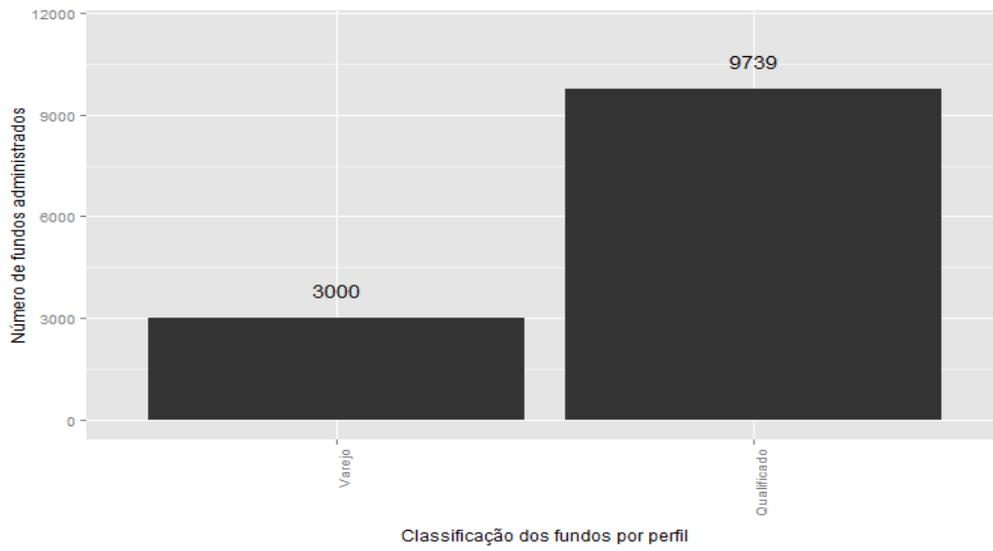
Fonte: Questionário

- 89 De acordo com os dados da tabela, é possível inferir que a maioria absoluta dos administradores fiduciários também exercem atividades de gestão de recursos no mesmo Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ), assim como custódia e distribuição de cotas.
- 90 Além disso, foi verificado durante as entrevistas que a terceirização do serviço de custódia de ativos muitas vezes é exigida pelo próprio cliente, que busca a garantia da guarda de seus ativos financeiros a instituições consideradas por ele como de credibilidade.
- 91 Julga-se também relevante apresentar uma fotografia sobre os fundos de investimento destinados a investidores qualificados ou mercado de varejo, por número de fundos e patrimônio líquido. Este retrato merece destaque devido a análises relacionando o tamanho e a escala de suas operações. Se por um lado argumenta-se que o administrador que mantém suas operações focadas no mercado de varejo deve manter maior capital que aquele com foco em investidores qualificados, conforme a prática em alguns países, por outro lado, argumenta-se que aqueles que administram fundos focados em investidores qualificados podem apresentar maior exposição ao risco operacional, uma vez que as operações desses fundos podem ser bem mais complexas.
- 92 Embora seja difícil fornecer tal fotografia em função de distorções que podem ser causadas por estruturas de *master feeders*, somente a título ilustrativo, em termos da indústria como um todo e considerando os FIs e FICs, o Gráfico 4 mostra que aproximadamente 75% dos fundos é direcionado a investidores qualificados; enquanto que o Gráfico 5 indica que os fundos de investidores qualificados respondem por aproximadamente 60% do patrimônio dos fundos.
- 93 No que tange a administradores fiduciários, pode-se dizer que a atuação é diversificada. Aproximadamente 74% deles administram tanto fundos voltados a investidores qualificados quanto fundos voltados ao público de varejo, conforme pode ser visto no Gráfico 6.¹⁵ Além disso, apresentam diversificação em termos de categorias de fundos administrados, sendo que 86% dos administradores possuem ao menos 2 categorias de fundos administrados (Gráfico 7).¹⁶

¹⁵ Total de 74 administradores considerados. Foram excluídos os administradores que possuem apenas 1 fundo administrado e 3 casos de falhas de informações.

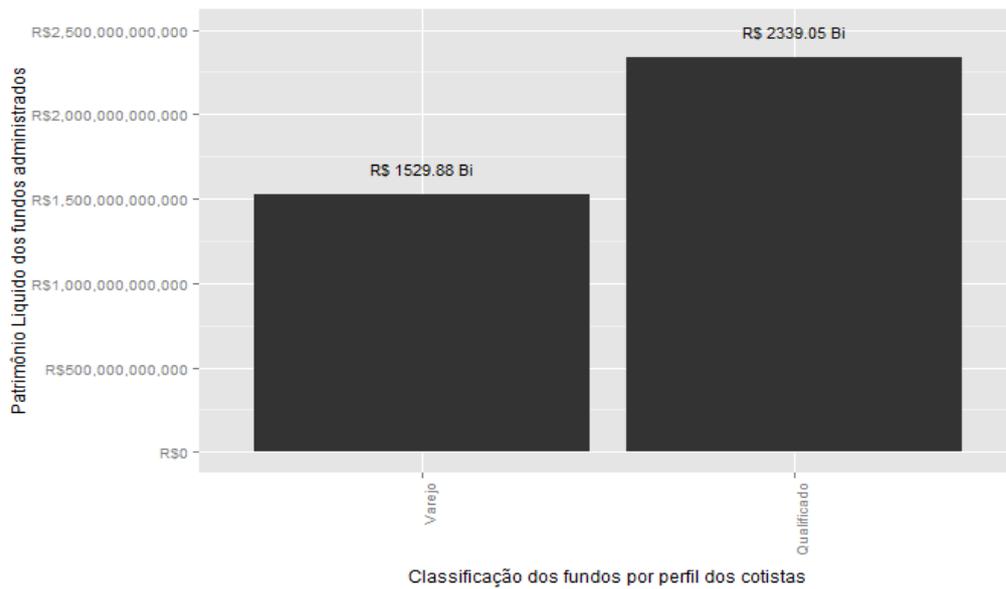
¹⁶ Total de 73 administradores considerados. Foram excluídos os administradores que possuem apenas 1 fundo administrado e 4 casos de falhas de informações.

Gráfico 4 – Número de Fundos X Perfil de Cotista



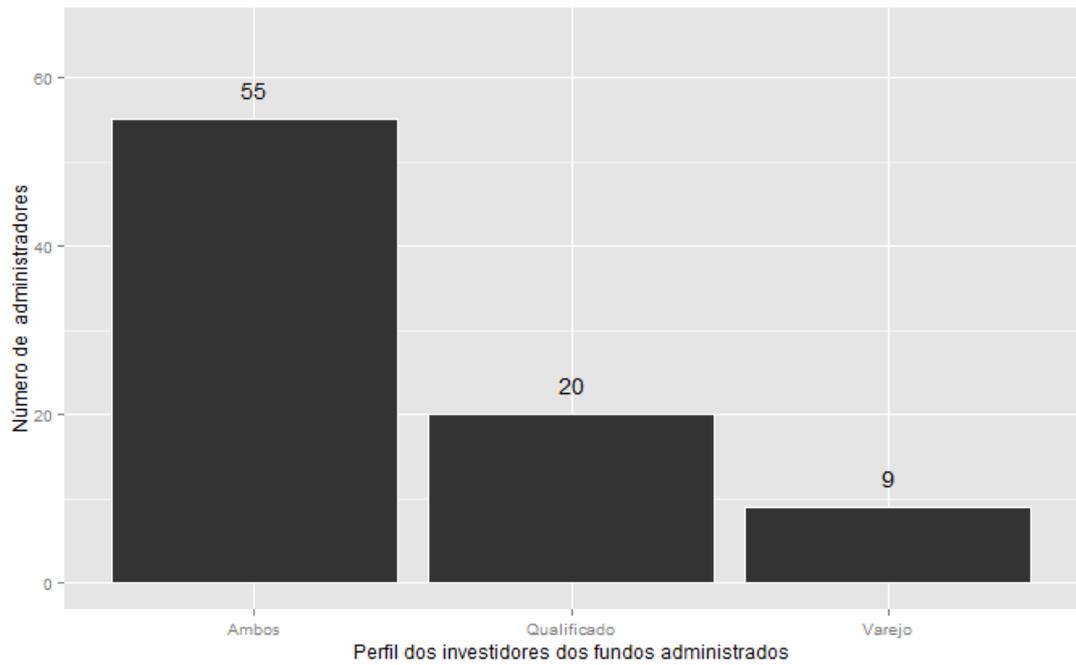
Fonte: CVM

Gráfico 5 – Patrimônio Líquido X Perfil de Cotista



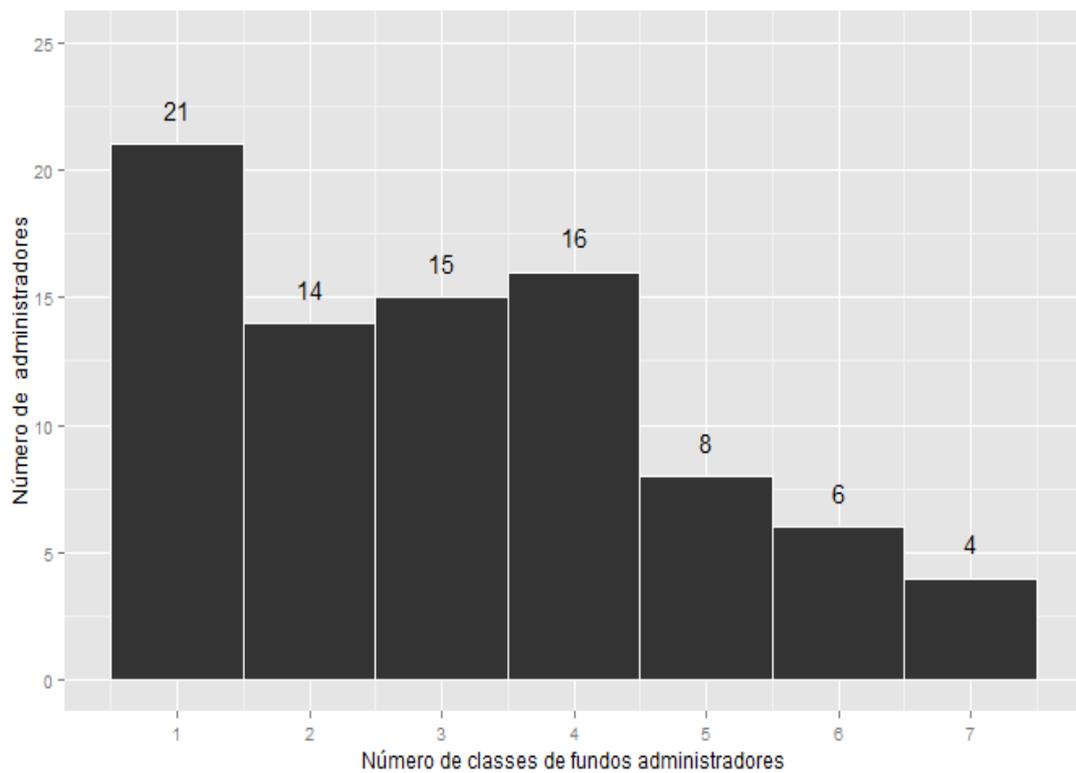
Fonte: CVM

Gráfico 6 - Número de administradores X perfil do cotista



Fonte: CVM

Gráfico 7 - Número de administradores X número de classes de fundos



Fonte: CVM

6. Requisitos de recursos financeiros e de capital operacional em outras jurisdições

- 94 A determinação de capital operacional próprio (ou recursos financeiros) é comum por parte de reguladores de mercado de capitais em outros países. De fato, segundo um comparativo do PWC com um número limitado de países¹⁷, em dez deles havia alguma forma de requisito de capital para administradores de carteiras.
- 95 Esse Capítulo fornece um apanhado geral dos requisitos de capital operacional em algumas jurisdições da região Ásia/Pacífico (Austrália, Cingapura e Hong Kong) e da União Europeia (mais especificamente do Reino Unido).¹⁸ A seleção das jurisdições levou em consideração o tempo disponível para a finalização do presente estudo, a suficiência de material em inglês divulgado pelos reguladores e a relevância da indústria.
- 96 Ressalta-se que, embora o nosso interesse inicial tenha sido as atividades de administração fiduciária, às vezes referida em inglês como *administration*, todos os modelos e o racional encontrados incluem as atividades de gestão (algumas vezes chamada de *management*). Dessa forma, não foi feita nenhuma distinção a respeito e o Capítulo focou em questões relacionadas à administração de fundos de investimentos como um todo (*administration e management*).
- 97 Ao buscar os principais elementos para a definição de modelos de capital operacional, o grande desafio nesse capítulo foi conciliar a facilidade de leitura/compreensão sobre esses elementos e a quantidade excepcional de situações particulares. Optou-se por uma apresentação simples e genérica, com maior foco nos conceitos do que nos detalhes técnicos. Por exemplo, foram omitidas discussões sobre características das ações, tipos de reservas e parcela de resultados intermediários na composição do capital.
- 98 Em função da simplicidade da exposição, fazem-se necessárias algumas considerações:
- em geral, os regimes de capital operacional próprio são bastante detalhados, incluindo determinações específicas para situações particulares. Por exemplo, os *investment managers*, *investment firms*, *management companies*, etc. podem exercer diferentes atividades, o que, em princípio, poderia afetar os critérios e a magnitude dos requisitos (*investment firms* muitas vezes exercem outras atividades além daquelas relacionadas à administração de fundos de investimentos, por exemplo, administração de fundos de pensão ou então *trading*). Nesse sentido, o presente trabalho buscou identificar as situações aplicáveis à administração de carteiras e mais especificamente à de fundos;
 - uma diferença refere-se às responsabilidades imputadas aos administradores. Nas jurisdições estudadas, é comum a constituição de fundos na forma de *unit trust* (caso em que os cotistas são chamados de *unitholders*), embora em alguns deles possa haver estruturas na forma de *corporation* (caso em que os fundos são chamados de fundos mútuos e os cotistas de *shareholders*). Mesmo no caso de *unit trusts*, as responsabilidades do administrador de carteiras que também desempenham o papel de *trustee* variam de país para país – nesse particular, essas responsabilidades adicionais são evidenciadas no texto, quando foi possível identificá-las;

¹⁷ <http://www.fundjurisdictions.com/comparison-tool/setting-up-a-fund/what-are-the-capital-requirements-for-a-management-company> (acesso 22/10/2015).

¹⁸ Não foi abordado nenhum país na região das Américas em função do tempo disponível para a finalização do trabalho. No entanto, pela abrangência de países estudados, consideramos que os principais pontos de interesse ao estudo foram contemplados.

- em algumas jurisdições, o administrador de carteiras pode fazer a guarda dos ativos do fundo, mesmo sem registro de custodiante – nesse caso, também buscamos evidenciar o fato;
- há diferenças de termos e, embora possam ter sentidos diferentes, eles são utilizados no texto com o mesmo significado para evitar complexidades que não contribuiriam para o entendimento particular do objeto do estudo: por exemplo, não foi feita distinção entre fundos de investimento e CIVs (*collective investment vehicles*) e nem distinções sobre termos como reconhecimento, licença, registro e autorização, que foram empregados com o sentido das entidades estarem sujeitas à regulamentação e à supervisão;
- os critérios utilizados para cálculo de capital (ou recursos financeiros) contêm inúmeros detalhes de cômputo e de ajustes, cuja explicação fugiria do escopo desse Capítulo que é de prover uma referência. Assim, no Capítulo, considerando a simplificação necessária, foram mencionados apenas o conceito e a lógica gerais, sem nenhuma abordagem sobre os detalhes. Porém, vale o alerta e, para aqueles interessados nos detalhes técnicos, há indicações no decorrer do texto de onde consultá-los; e
- por último, a taxa de câmbio utilizada na conversão das moedas foi a de 30/09/2015.

6.1. Austrália

- 99 Na Austrália, os fundos que podem ter a presença de investidores de varejo necessitam de registro junto à *Australian Securities and Investment Commission* (ASIC), enquanto que não há essa exigência para os fundos de investidores profissionais. Por sua vez, os fundos registrados são operados por uma figura chamada Entidade Responsável (RE), que é registrada como *public company* (portanto, seguem também as previsões contidas no *Corporation Act*) e tem licença de operador de fundos. Ambos os registros, de *public company* e licença de operador de fundos, são concedidos pela ASIC. A autorização para atuar como RE implica certas obrigações, inclusive a manutenção de recursos financeiros.
- 100 A RE pode terceirizar a administração diária do fundo, por exemplo, a um *investment manager*, que também deve ser registrado na ASIC. Porém, na prática pode ocorrer o contrário, isto é, um *investment manager* que não tem condições ou que não quer a autorização para ser RE “contrata” a RE, que opera o fundo de acordo com a estratégia de investimentos definido por ele.
- 101 Duas características são importantes. Primeiro, de acordo com o relatório de discussão de um comitê do governo australiano¹⁹, a RE exerce também o papel de trustee, estando sujeito em vários aspectos à legislação sobre trustes.²⁰ Além disso, o mesmo relatório acrescenta que, de acordo com os arranjos naquele país, um fundo não tem personalidade legal, e, portanto, não pode negociar em seu nome (e nem os ativos do fundo são custodiados em seu nome): nesse sentido, a RE pode responder com os próprios bens, ressaltando-se que pode haver acordos entre as REs e as contrapartes (dos fundos) que limitem essa responsabilidade.²¹

¹⁹ Australian Government – Corporations and Markets Advisory Committee (CAMAC).

²⁰ *The RE holds scheme property on trust for scheme members. It has been held that, in consequence, an RE is a ‘trustee’ for the purposes of the court’s jurisdiction to provide judicial advice and direction to an RE under relevant state trustee legislation.* (CAMAC, 2014, p.14).

²¹ *A scheme is not a separate legal entity and therefore cannot enter into agreements in its own right. In a pooled scheme, the RE acts as principal in operating the scheme and is personally liable under each agreement into which it*

102 A ASIC estabeleceu vários requisitos financeiros detalhados e extensos no que concerne às REs. Segundo o regulador, os requisitos mínimos não objetivam prevenir a falência de uma RE, mas pretendem (ASIC, CP 140 p.7, 2010):

- assegurar que, durante a vida dos fundos operados, uma RE tenha recursos financeiros adequados em relação aos custos operacionais, inclusive os custos derivados de conformidade com as obrigações regulatórias;
- garantir que a RE seja uma entidade com substância e que tenha recursos próprios suficientes para incentivar o seu interesse no sucesso do negócio e assim alinhar os seus interesses com os interesses dos investidores;
- limitar o risco de a RE se tornar insolvente por ter assumido dívidas de outros, inclusive dívidas de outros membros do seu grupo econômico;
- assegurar que a proteção a investidores na Austrália esteja à altura de outros centros financeiros e de países com regime regulatório comparável; e
- fornecer algum nível de asseguuração que, caso a RE falhar, haja caixa disponível para o encerramento dos fundos que opera ou para a transição ordeira desses a outra RE.

6.1.1.Requisitos financeiros para REs

103 De acordo com as normas da ASIC, entre outras obrigações, as REs devem (ASIC, RG 166, 2015):

- manter-se solvente (capacidade de pagar as dívidas em dia) e apresentar ativos totais superiores aos passivos nas demonstrações financeiras;
- documentar se terá acesso a recursos para honrar pagamentos no período de um ano, de acordo com projeção de fluxo de caixa dos próximos 12 meses, bem como documentar a capacidade de manter caixa ou quase-caixa durante esse período que seja igual ou maior do que o montante existente atualmente;²²
- ter capital de acordo com o cálculo do indicador *Net Tangible Assets* (NTA – ativos ajustados menos passivos ajustados). De forma muito simplificada, pode-se entender o NTA como patrimônio líquido da RE menos os ativos intangíveis. No caso da RE optar pela contratação de um custodiante para fazer a guarda dos ativos (ao invés dela própria fazê-lo)²³, o NTA mínimo deve ser o maior entre:
 - a. A\$ 150 mil (R\$ 418 mil);
 - b. 0,5% do valor médio dos ativos dos fundos sob administração, limitado a A\$ 5 milhões (R\$ 14 milhões); e

enters in that capacity, except where the counterparty agrees otherwise. Scheme members are not parties to those agreements. Likewise, in common enterprise schemes, the RE transacts as principal in operating the scheme (and is personally liable, unless the counterparty agrees otherwise), except where the members themselves enter into agreements as principals, using the RE as their agent for this purpose. To assist the RE in acting as agent for scheme members, it has been the practice with some common enterprise schemes for the application form signed by any person seeking to become a scheme member to contain a grant of a power of attorney to the RE.

A counterparty to an agreement where the RE acts as principal may agree to limit its rights of recovery against the RE to the amount for which the RE can be indemnified from the property of the scheme (limited recourse rights), thereby excluding rights of recovery against the personal assets of the RE. It is common for limited recourse rights clauses to be incorporated in agreements drawn up by an RE as operator of a scheme. (CAMAC, 2014, p. 18)

²² RG 166.209 – RG 166.235.

²³ Se a RE fizer a guarda dos ativos, o NTA base passa a ser de A\$ 5 milhões(R\$ 14 milhões).

- c. 10% do valor médio das receitas, sendo considerados como receitas: a) os valores registrados contabilmente como receitas; e b) os valores que não são registrados como receitas da RE, mas que sejam despesas pagas com os recursos dos fundos administrados, desde que elas tenham conexão com as responsabilidades da RE, ainda que essas obrigações tenham sido executadas por uma outra entidade.²⁴
- manter, na forma de caixa ou caixa equivalente, A\$ 150 mil (R\$ 418 mil) ou 50% do NTA requerido, dos dois o maior; e ter ativos líquidos no montante do NTA requerido (realizáveis em 6 meses, de acordo com projeção de fluxo de caixa); e
 - Ter os requisitos financeiros auditados.

6.1.2. Requisitos financeiros para *investment managers*

104 Conforme comentado anteriormente, um *investment manager* também necessita da autorização da ASIC para operar. Os requisitos financeiros são muito mais simples, caso não faça a guarda dos ativos dos clientes e nem negocie como principal. Aplicam-se basicamente:

- manter-se solvente (capacidade de pagar as dívidas em dia) e apresentar ativos totais superiores aos passivos nas demonstrações financeiras. (RG 166.32– RG 166.34, 2015); e
- manter recursos suficientes para as despesas, baseadas em projeção de fluxo de caixa para os 3 próximos meses ou, então, com base na existência de suporte financeiro por parte de outras entidades pertencentes ao mesmo grupo econômico. (RG 166.35–RG 166.61, 2015).

6.2. Hong Kong

105 Os fundos de varejo, abertos e fechados, precisam da autorização da *Hong Kong Securities and Futures Commission* (SFC) para funcionarem em HK. Aqueles fundos de investimentos domiciliados em HK constituem-se na forma de *unit trusts*, não possuindo personalidade legal; enquanto que os fundos constituídos no exterior e distribuídos em HK, geralmente, utilizam do formato de *corporation* (eles são chamados de fundos mútuos).

106 Um *Management Company* (registrado na SFC) deve ser indicado no ato da solicitação de registro. Há exigência também de que a guarda de ativos do fundo seja realizada por um trustee (*unit trusts*) com capital acima de HK\$ 10 milhões (R\$ 5,1 milhões) ou por um custodiante (no caso de fundo mútuo), com os quais a SFC esteja de acordo.²⁵

107 O papel de trustee vai além de guarda de ativos, uma vez que ele representa os *unitholders*. Assim, ele decide sobre a mudança do *Management Company*, quando preciso. Além disso, segundo as leis em Hong Kong, o trustee pode administrar fundos (ou seja, exercer papel de *Management*

²⁴ RG 166.176.

²⁵ 4.2 *A trustee/custodian must be:-*

(a) *a bank licensed under section 16 of the Banking Ordinance (Chapter 155 of Laws of Hong Kong); or*
(b) *a trust company which is a subsidiary of such a bank; or*
(c) *a trust company registered under Part VIII of the Trustee Ordinance; or*
(d) *a banking institution or trust company incorporated outside Hong Kong which is acceptable to the Commission.* (SFC, Handbook for Unit Trust and Mutual Funds, 2015, Seção I-6).

Company), sem a necessidade de obter uma autorização específica da SFC, desde que no âmbito das suas as funções de trustee.

108 O tipo de registro de *Management Company* depende das atividades que ela queira exercer. Para o exercício da atividade de “*asset management*”, que inclui a gestão de portfólios, entre outros as carteiras de fundos de investimentos, a entidade deve obter registro Tipo 9 junto à SFC, que determina alguns requisitos financeiros para os detentores dessa categoria de registro.

109 Claramente, a preocupação da SFC relaciona-se com a guarda dos ativos do fundo, pois há uma diferenciação nos requisitos financeiros, dependendo do fato da entidade registrada para a atividade de *asset management* exercer a guarda dos ativos do fundo ou não. No caso dos administradores que não guardam recursos de seus clientes, há apenas o requisito de que o capital líquido requerido seja de HK\$ 100 mil (R\$ 51 mil).²⁶

110 Se nas atividades de administração de portfólio, os ativos dos clientes forem guardados no administrador, os requisitos financeiros a serem observados passam a ser:

- capital base em ações integralizadas e reservas de HK\$ 5 milhões, (R\$ 2,6 milhões); e
- capital líquido requerido, dos dois o maior²⁷:
 - a) valor fixo de HK\$ 3 milhões (R\$ 1,5 milhões), considerando os ativos líquidos menos os passivos; ou
 - b) valor variável de 5% dos passivos ajustados, dos dois o maior.²⁸

6.3. Cingapura

111 Os fundos e seus administradores são regulados e supervisionados pela *Monetary Authority of Singapore* (MAS).²⁹ Em geral, para funcionamento tanto dos fundos quanto dos administradores (*Fund Management Companies – FMCs*), há necessidade de registro/ autorização junto ao regulador. Uma FMC (MAS, Response, 2010, p. 3 e 4) exerce o papel de *fund management* e de *administration* e, embora a estrutura mais comum seja a de *unit trust*, em geral a MAS requer que os ativos sejam guardados em custodiantes registrados e que não sejam partes relacionadas da FMC.

112 De forma simplificada, a MAS (Guidelines on Licensing, 2012, p.3) classifica as FMCs em 3 categorias quanto ao registro e quanto aos requisitos financeiros, de acordo com o perfil dos investidores:

- LFMC Retail: permissão para exercer atividade de administração de fundos com todos os tipos de investidores;

²⁶ *In the case where in relation to Type 9 regulated activity, the corporation is subject to the licensing condition that it shall not hold client assets.* (SFC, Licensing Information Booklet, 2013, p.19).

²⁷ Securities and Futures (Financial Resources) Rules, páginas diversas.

²⁸ O documento prescreve regras bastante detalhadas para o cômputo de ativos líquidos, passivos e passivos ajustados, com tratamento para cada categoria de ativos, incluindo diferentes derivativos, operações compromissadas, empréstimos de títulos, *haircuts*, transações com outras entidades do mesmo grupo e, principalmente, em relação a ativos e passivos que pertencem aos clientes, etc. (para esses administradores, pressupõe-se que ativos e passivos de, ao menos, alguns de seus clientes transitam nas firmas). Basicamente, a ideia é que os ativos (caixa e investimentos próprios, isto é os investimentos em imobilizado ou intangíveis são excluídos do cômputo) e passivos expressem apenas a posição do próprio administrador.

²⁹ MAS é um regulador integrado para os setores bancário, de seguro e de mercado.

- LFMC A/I: permissão para exercer atividade de administração de fundos com investidores qualificados, sem limitação de número; e
- RFMC: permissão para exercer atividade de administração de fundos com, no máximo, 30 investidores qualificados, dos quais não mais de 15 sejam fundos, e que ao mesmo tempo o valor dos ativos administrados não exceda S\$ 250 milhões (R\$697 mil).

113 Ainda de forma simplificada, e no que diz respeito a fundos de investimentos, há exigência de capital base (capital inicial) e de capital baseado em risco (*risk based capital*) para as FMCs que os administram (MAS, Guidelines on Licensing, 2012, p.5).

6.3.1. Capital base

114 De acordo com a MAS, o capital base serve para assegurar que os administradores tenham capital suficiente para as suas operações. É exigido como condição de registro e deve ser mantido ao longo da vida da entidade. O cômputo do capital base é baseado no capital integralizado (ações não resgatáveis dentro de certo período) e em algumas reservas, não havendo nenhuma restrição quanto à sua alocação, se em ativos fixos/ intangíveis ou em outros tipos de ativos (MAS, Appendix, 2010, p 2-3):

- LFMC *Retail* – CIS³⁰: S\$ 1 milhão (R\$2,8 milhões);
- LFMC A/I (qualificado) – CIS: S\$ 250 mil (R\$697 mil); e
- RFMC – CIS: S\$ 250 mil (R\$697 mil).

6.3.2. Capital baseado em risco

115 Por sua vez, os requisitos de capital baseado em risco são inspirados nos Acordos de Basileia e visam a fornecer uma defesa para potenciais passivos que possam surgir no curso normal do negócio da FMC. Dadas as restrições para a atuação de RFMCs, esse tipo de requisito aplica-se apenas a LFMCs.

116 Sinteticamente, tem-se que (MAS, Notice, 2014, 3.1.1.a) o capital baseado em risco deve ser igual ou superior ao valor calculado de risco total, onde:

- capital³¹ pode ser entendido como patrimônio líquido menos alguns ativos, tais como intangíveis, despesas antecipadas, valores a receber de diretores, etc. (MAS, Notice, 2014, 3.2.1 e 3.2.2); e
- risco total é a somatória dos valores de risco operacional e quaisquer outros que a MAS vier a demandar por escrito³², sendo o risco operacional o maior valor entre (MAS, Notice, 2014, 4.1.2):

³⁰ Há uma outra categoria de FMC de varejo, voltado a investidores que não sejam CIS (Collective Investment Schemes), que não foi objeto desse trabalho.

³¹ Ver Securities and Futures (Financial and Margin Requirements for Holders of Capital Markets Services Licences) Regulations, MAS, 2014, p. 12-13.

³² Essa é a situação típica de um administrador/gestor puro. Na realidade há que se fazer um teste. Se os seus ativos ajustados superarem o menor entre: S\$ 10 milhões (R\$27.893.000,00) ou 5 vezes os seus recursos financeiros (de forma simplificada, equivalente a PL), então o risco total do administrador/gestor torna-se a somatória do risco operacional, risco de contraparte, risco de mercado, risco de *underwriting*, risco de grande exposição e quaisquer outros que o MAS vier a demandar por escrito (MAS, Notice, 2014, 3.3.2 e 3.3.3). Basicamente, a ideia é que se os derivativos e

- a. S\$ 100 mil (R\$279 mil); e
- b. 5% do lucro bruto anual³³ até S\$ 10 milhões de lucro bruto (R\$27,9 milhões) e, a partir desse teto, 2% sobre o lucro excedente.

117 De qualquer forma, caso os recursos financeiros caírem abaixo de 120% do risco operacional, a entidade deve notificar a MAS (MAS, Notice, 2014, 3.1.1.b), que tem poderes para tomar diversas medidas.

6.4. União Europeia - Reino Unido

118 O exercício da atividade de administrador de carteiras pressupõe o atendimento a diversos requisitos financeiros. Dados os arranjos dentro da União Europeia, de uma forma geral, os administradores são submetidos a diferentes camadas de regulamentação regional ou nacional. As normas quanto a requisito de capital são extremamente detalhadas e específicas no que refere a seus critérios e formas de cálculo, além de preverem situações diferentes dependendo, por exemplo, do tipo de serviços oferecidos pela firma toda, dos instrumentos financeiros negociados, da atuação geográfica, etc.

119 No que diz respeito ao nosso trabalho, os requisitos financeiros relevantes estão previstos na Directive 2009/65/EC – sobre UCITS³⁴ e seus administradores; Regulation (EU) No 575/2013 e Directive 2013/36/EU³⁵, sendo que as duas últimas são regulamentações guarda-chuva para todas as instituições de crédito e firmas de investimento (administradores de portfólios são considerados firmas de investimento), que consolidam e substituem diversas diretivas anteriores. Além disso, vale destacar que essas regulamentações interagem também com as MiFIDs³⁶, o que aumenta a complexidade e a confusão sobre o assunto.

120 Uma “*regulation*” é de adoção direta por todos os países membros, enquanto que as disposições de uma diretiva precisam ser transpostas para a legislação local. Independentemente disso, as autoridades e os reguladores dos países da União Europeia, dependendo das disposições contidas numa diretiva ou numa “*regulation*”, têm alguma flexibilidade na definição das normas em termos de regulamentação doméstica. Nessa seção, primeiro são apresentados os requisitos de capital a nível regional e depois a sua implementação no Reino Unido.

6.4.1. Regras de requisito de capital – União Europeia

121 Conforme mencionado anteriormente, Regulation (EU) No 575/2013 e Directive 2013/36/EU governam os procedimentos a serem observados pelos regulados em relação a requisitos de capital, entre outras normas prudenciais, como por exemplo, requisitos de liquidez e testes de estresse. São inspiradas nos Acordos de Basileia e contêm dispositivos detalhados em relação a diferentes situações de regulados, bem como à forma de cômputo das exposições a riscos, incluindo riscos operacionais.

investimentos financeiros não líquidos da própria entidade superarem S\$ 10 milhões (R\$ 27.893.000,00) ou 5 vezes o PL, então a entidade deve ter também requisitos de riscos de contraparte, etc.

³³ *Gross income* - contando sempre como média de 3 anos.

³⁴ UCITS - *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*.

³⁵ Ambas foram emitidas em 26 de junho de 2013.

³⁶ *Markets in Financial Instruments Directive*.

122 Como regulamentações guarda-chuva e inspiradas nos acordos de Basileia, elas focam principalmente bancos, ou seja, grande parte de seus dispositivos não são aplicáveis a firmas de investimentos e, menos ainda, ao subgrupo administradores de carteiras, do qual os administradores de fundos de investimentos é um dos sub-subconjuntos.³⁷ Porém, tanto a Directive 2013/36/EU quanto a Regulation (EU) No 575/2013 contêm diversas disposições específicas sobre requisitos de capital para a categoria de firmas de investimento com licenças limitadas³⁸, na qual a atividade dos administradores de fundos se insere (*portfolio management – administration, management and marketing*):

- capital inicial de EUR 50 mil (R\$ 222 mil) ou de EUR 125 mil (R\$ 554 mil), dependendo do fato do administrador fazer a guarda de ativos dos clientes (Directive 2013/36/EU, Artigo 29, § 1 e 3); e
- capital baseado em risco/ recursos próprios superior à exposição a risco-total (Regulation (EU) No 575/2013, Artigos 92, 95 e 97).

Onde:

- capital inicial significa o montante e tipos de recursos próprios especificados no Título IV da Directive 2013/36/EU, que de forma bastante simplificada é basicamente o capital próprio representado por ações não resgatáveis e algumas reservas³⁹; e
- exposição a risco-total significa o maior valor entre:
 - a. a soma da exposição da firma a riscos de crédito, de contraparte, e de mercado; e
 - b. o montante de 25% dos custos fixos da firma, tomando por base o valor do ano anterior.

123 É importante notar que não há especificações de exigência quanto à alocação dos recursos próprios (capital) em ativos líquidos, muito embora haja, na regulamentação, exigências de os administradores se assegurarem de que possuem liquidez suficiente na operação das suas atividades e de reporte sobre essa condição.⁴⁰

124 Uma observação importante é o fato da EU, para a categoria de administradores com licença limitada, ter optado por utilizar “custos fixos” como *proxy* ao invés de ter se baseado nos dispositivos da *Regulation* sobre o cálculo da exposição ao risco operacional. Se esses dispositivos tivessem sido utilizados, seguindo-se a abordagem básica para o cálculo do indicador

³⁷ Mesmo assim, há várias diferenças, por exemplo, dependendo de algumas características, alguns administradores de CIVs podem não estar sujeitos a requisitos de capital.

³⁸ Licença limitada nesse contexto é a firma de investimentos que pode exercer as atividades 2 ou 4 listadas na Seção A do Anexo I da Directive 2004/39/EC (MiFID) - *portfolio management* e negociação em nome de clientes. Contudo, licença limitada não inclui o exercício de atividades 3 ou 6 - *trading on own account (market making* e internalização) ou *underwriting* e colocação com garantia firme. A Seção A do Anexo I da Directive 2004/39/EC (MiFID) lista os serviços e atividades que caracterizam uma firma de investimentos (1) *Reception and transmission of orders in relation to one or more financial instruments*. (2) *Execution of orders on behalf of clients*. (3) *Dealing on own account*. (4) *Portfolio management*. (5) *Investment advice*. (6) *Underwriting of financial instruments and/or placing of financial instruments on a firm commitment basis*. (7) *Placing of financial instruments without a firm commitment basis* (8) *Operation of Multilateral Trading Facilities*. Para maior detalhamento sobre “*trading on own account*”, ver a publicação da Financial Conduct Authority (FCA – UK) *The Perimeter Guidance Manual – Chapter 13 – Guidance on the scope of MiFID and CRD IV*, Questão 16.

³⁹ Há algumas deduções, tais como ativos intangíveis e investimentos em empresas relacionadas.

⁴⁰ Para a questão de liquidez, ver a publicação da FCA-UK *The Perimeter Guidance Manual – Chapter 13 – Guidance on the scope of MiFID and CRD IV*, Questões 56 e 64, que tratam de *limited licenced firms*.

(Regulation (EU) No 575/2013, Artigos 315 e 316), o montante de recursos próprios seria de 15% do lucro bruto, de forma similar ao cálculo em Cingapura.

6.4.2. UCITS

125 Paralelamente, há uma camada de requisitos financeiros prevista na Directive 2009/65/EC, sobre UCITS e seus administradores.⁴¹ UCITS é um tipo de veículo de investimento coletivo aberto que pode ser destinado ao público de varejo, estando sujeito ao registro junto ao regulador de um dos países da UE. Para esses veículos, há normas de concentração de carteira, e, mandatoriamente, para a guarda dos ativos do fundo de investimentos, a indicação de um depositário (custodiante) que seja diferente do administrador.

126 Ao administrador (*management company*) de UCITS também é exigido o registro, podendo, segundo a Diretiva, desempenhar funções de *investment management* (gestão), *administration* (administração fiduciária) e *marketing* (distribuição)⁴², independentemente de o UCITS (fundo) ser estruturado na forma de *unit trust, company* ou de acordo com algum outro arranjo. Embora a Diretiva permita que os administradores exerçam outras funções enquanto firmas de investimento, explicitamente ela proíbe a guarda de ativos dos clientes (ou seja, exercer a função de depositária/custodiante) e “*trading on own account*” como atividade regular (por exemplo, exercer função de *market maker* ou de internalização de ordens de clientes).

127 Com essa Diretiva, a UE visou a fornecer um passaporte para que os administradores/ gestores registrados em um país (e os fundos administrados por eles) pudessem atuar/ captar em outros países da região, sem a necessidade de duplo registro e supervisão.

128 De acordo com a exposição de motivos (parágrafos 3, 4, 8 e 9), as exigências de capital fazem parte do objetivo de aproximar as condições de competição na indústria, e ao mesmo tempo, assegurar proteção mais efetiva e uniforme aos investidores. Ainda segundo a exposição de motivos, a emissão de regras básicas comuns em toda a região para autorização, supervisão e estrutura de atividades de UCITS e de seus administradores implicaria que o seu registro (sob regras comuns) em um país membro já asseguraria o mesmo grau de proteção ao investidor e de solvência dos administradores registrados em outros países. As regras comuns de exigência de

⁴¹ Para facilitar o entendimento, no trabalho tratamos apenas de administradores de UCITS. Embora haja um tratamento similar aos administradores de fundos alternativos, que compreendem fundos não registrados (fundos fechados, *hedge funds* e *private equity funds*), por meio da *Alternative Investment Fund Managers Directive* (AIFMD), os requisitos de recursos financeiros diferenciam-se em alguns casos.

⁴² Atualmente é a Directive 2009/65/EC (com as alterações subsequentes) que está em vigor. Ela substituiu diversas diretivas anteriores. A original é de 1985 e a que introduziu disposições sobre *management company*, inclusive os requisitos de recursos financeiros, é de 2001/2002. O Anexo II da Diretiva lista as funções incluídas em *collective portfolio management*:

- *Investment management.*
- *Administration:*
 - (a) *legal and fund management accounting services;*
 - (b) *customer inquiries;*
 - (c) *valuation and pricing (including tax returns);*
 - (d) *regulatory compliance monitoring;*
 - (e) *maintenance of unit-holder register;*
 - (f) *distribution of income;*
 - (g) *unit issues and redemptions;*
 - (h) *contract settlements (including certificate dispatch);*
 - (i) *record keeping.*
- *Marketing.*

capital inicial e adicional, particularmente em relação a riscos operacionais, contribuiriam para a segurança de que os administradores cumprissem as obrigações decorrentes das suas atividades, para a sua própria estabilidade e para a estabilidade do sistema financeiro.

129 Requisito de capital (Directive 2009/65/EC, Artigo 7)⁴³ – o capital do administrador deve ser superior ao maior valor entre:

- capital inicial de EUR 125 mil (R\$ 554 mil) e capital adicional de 0,02% sobre os recursos administrados que excederem EUR 250 milhões (R\$ 1,1 bilhão), estando a soma de capital inicial e de capital adicional limitada a EUR 10 milhões (R\$ 44 milhões); e
- montante de 25% dos custos fixos da firma, tomando por base o valor do ano anterior.

Onde:

- termos como capital inicial e recursos próprios têm o mesmo significado anterior, ou seja, basicamente o capital próprio representado por ações não resgatáveis e algumas reservas, não havendo disposições sobre a alocação desse capital.

6.4.3. Reino Unido

130 No Reino Unido, a *Financial Conduct Authority* (FCA) é o regulador das firmas que desempenham as atividades de administrador de carteiras enquanto principal atividade (*administration, management and marketing*). De acordo com as normas da FCA, os administradores com licença limitada e os de UCITS são classificados na categoria de BIPRU⁴⁴, para efeitos de regras prudenciais. Embora no passado, a FCA já tenha imposto regras prudenciais adicionais em relação a recursos financeiros, atualmente as regras de requisito de capital são praticamente as mesmas da União Europeia.

131 Assim, para os administradores que não são *underwriters* (ou que não fazem colocação com garantia firme), que não têm com atividade *trading on own account*, que não exercem guarda de ativos e dinheiro dos clientes e que não atuam em outros países usando o registro obtido na FCA, o requisito de capital é o maior valor entre:

- EUR 50 mil (R\$ 222 mil);
- a soma da exposição da firma a riscos de crédito, de contraparte, e de mercado; e
- o montante de 25% dos custos fixos da firma, tomando por base o valor do ano anterior.

132 Para aqueles que têm passaporte para atuar em outros países, o requisito de capital passa a ser o maior valor entre:

⁴³ ... *The management company has an **initial capital** of at least EUR 125 000, taking into account the following :*

- when the value of the portfolios of the management company exceeds EUR 250 000 000, the management company must be required to provide an additional amount of own funds which is equal to 0,02 % of the amount by which the value of the portfolios of the management company exceeds EUR 250 000 000 but the required total of the initial capital and the additional amount must not, however, exceed EUR 10 000 000;*
- (...)*
- irrespective of the amount of those requirements, the own funds of the management company must at no time be less than the amount prescribed in Article 21 of Directive 2006/49/EC; [nota: substituído pelo Artigo 97 da Regulation (EU) No 575/2013].*

⁴⁴ *Prudential Sourcebook for Banks, Building Societies and Investment Firms.*

- capital inicial de EUR 125 mil (R\$ 554 mil) e capital adicional de 0,02% sobre os recursos administrados que excederem EUR 250 milhões (R\$ 1,1 bilhão), estando a soma de capital inicial e de capital adicional limitada a EUR 10 milhões (R\$ 44 milhões);
- a soma da exposição da firma a riscos de crédito, de contraparte, e de mercado; e
- o montante de 25% dos custos fixos da firma, tomando por base o valor do ano anterior.

133 Devido à exigência de reporte sobre a adequação de capital, é possível encontrar na internet muitos exemplos de reporte por parte dessa categoria de administradores. Verifica-se que a exposição a riscos de crédito, de contraparte e de mercado é irrisória, uma vez que os administradores atuam como agentes. Por exemplo, os riscos de crédito e de mercado, geralmente, resumem-se na remuneração ainda não paga pelos clientes e na variação da moeda relativa à remuneração no caso de clientes no exterior.

Tabela VIII – Comparativo simplificado de requisitos de capital operacional (recursos financeiros) – em R\$ (taxa de conversão 30/09/2015)

Tópico	Austrália – <i>Responsible Entity</i> (RE)	Austrália – <i>Investment Manager</i>	Cingapura – <i>Fund Management Company</i> (LFMC)	HK – <i>Management Company</i>	UK – <i>Management Company</i> – <i>limited license</i> e com UCITS
Regulado/atividades Administração de carteiras = administração fiduciária + gestão	Além de atuar como trustee, faz administração de carteiras, sendo que as atividades de administrador podem ser terceirizadas para um <i>investment manager</i> . Os requisitos abaixo são para uma RE que contrata um custodiante para a guarda dos ativos ao invés de fazer ela própria (os ativos custodiados ficam no nome da RE).	Administração de carteiras. Não faz guarda dos ativos e nem estes ficam em seu nome.	Administração de carteiras.	Administração de carteiras. Uma firma trustee pode exercer atividades de <i>Management Company</i> sem necessidade de registro específico.	Administração de carteiras.
Requisitos de capital (simplificando, capital equivalente a PL ou a ações não resgatáveis + algumas reservas)	Net tangible assets mínimo (NTA) – o maior valor entre: <ul style="list-style-type: none">• R\$ 418 mil• 0,5% dos ativos sob administração limitado a R\$ 14 milhões; e• 10% da receita (incluindo quaisquer despesas do próprio fundo, exceto algumas de auditoria).		<u>Capital base</u> <ul style="list-style-type: none">• LFMC de fundos de varejo e outros: R\$ 2,8 milhões;• LFMC apenas de fundos de qualificados: R\$ 697 mil. <u>Capital baseado em risco - dos dois o maior:</u> <ul style="list-style-type: none">• R\$ 279 mil; e• 5% do lucro bruto anual de até R\$ 27,9 milhões (após esse valor de lucro bruto, adicional de 2% sobre o lucro excedente)	Capital mínimo <ul style="list-style-type: none">• <i>Management Company</i> que não guarda os ativos dos fundos: R\$ 51 mil.• <i>Management Company</i> que guarda os ativos dos fundos: R\$ 2,6 milhões.	Capital – o maior valor entre: <ul style="list-style-type: none">• Capital inicial de R\$ 554 mil e capital adicional de 0,02% sobre os recursos administrados que excederem R\$ 1,1 bilhão, estando a soma de capital inicial e de capital adicional limitada R\$ 44 milhões;• a soma da exposição da firma a riscos de crédito, de contraparte, e de mercado; e• o montante de 25% dos custos fixos da firma, tomando por base o valor do ano anterior.
Alocação do capital, solvência e requisitos de liquidez em relação ao capital	<ul style="list-style-type: none">• Manter caixa ou caixa equivalente de R\$ 418 mil ou 50% do NTA.• Manter ativos líquidos	Manter recursos suficientes para as despesas de 3 meses, baseado em projeção de fluxo de caixa.	Não há	<i>Management Company</i> que guarda os ativos dos fundos - capital líquido, dos dois o maior:	Não há

	<p>(realizáveis em 6 meses) equivalentes a 100% do NTA requerido (projeção de fluxo de caixa).</p> <ul style="list-style-type: none"> • Projeção de caixa para os próximos 12 meses, documentando a capacidade de acesso a recursos. 			<ul style="list-style-type: none"> • valor fixo de R\$ 1,5 milhão, considerando os ativos líquidos menos os passivos; e • 5% dos passivos ajustados. 	
--	---	--	--	--	--

7. Definição do modelo de capital operacional

- 134 No capítulo 6, foram apresentados diferentes modelos em outras jurisdições para determinação de capital operacional próprio, tendo em vista a adequada estrutura operacional para o exercício de atividades dos administradores, inclusive no que refere à exposição ao risco operacional.
- 135 O nosso objetivo foi o de verificar a existência de um único modelo para todos os administradores, sem a necessidade de segmentações e subsegmentações, mas que ao mesmo tempo incorporasse aspectos de diferentes modelos de negócios.
- 136 Segundo mencionado no Capítulo 3 (Metodologia), a definição de capital operacional para administradores busca endereçar a adequação dos serviços a serem providos, o que implica em estrutura e em capacidade de continuidade de negócios durante o período em que o administrador estiver administrando recursos. Por essa razão, é razoável o estabelecimento de:
- um montante de capital base, que ao menos viabilize o seu funcionamento e o cumprimento das normas regulatórias, mesmo quando ele estiver na fase de captação de clientes ou que tenha um nível reduzido de atividades;
 - uma parcela variável de capital operacional, que reconhece que a exposição a riscos operacionais guarda relação com o volume e a complexidade das atividades do administrador; e
 - uma terceira parcela de capital próprio em ativos líquidos para garantir o funcionamento da empresa em momentos de extremo estresse (redução drástica de suas receitas), de forma que tenha recursos financeiros suficientes ao menos por um período suficiente em que a administração dos fundos seja transferida a um outro administrador.
- 137 Em relação à incorporação de diferentes modelos de negócios, em primeiro lugar, é necessário notar que em todas as jurisdições estudadas, os modelos abrangem não somente as atividades de *administration*, mas também as atividades de *management*, e eventualmente outras responsabilidades. Essa questão é discutida no final deste Capítulo. Contudo, vale notar que são raríssimos os casos em que uma firma exerça somente administração fiduciária para terceiros como negócio, por exemplo, dos 63 respondentes, apenas 8 deles exercem apenas administração fiduciária, e mesmo assim a maioria dos casos para atender situações muito particulares.
- 138 Ainda em relação ao modelo de negócios, foi visto que em alguns locais há diferenças de tratamento para administradores de carteiras cujos fundos administrados são direcionados para investidores “qualificados”. Em nosso trabalho, optamos por não definir um modelo específico apenas para administradores que atuam com fundos cujos cotistas sejam investidores qualificados ou profissionais, uma vez que, na vasta maioria dos casos, os administradores fiduciários possuem fundos administrados de investidores qualificados e de investidores não qualificados, como foi visto no Capítulo 5 (74% dos administradores e mesmo nos casos em que apenas administre fundos para qualificados, há várias situações muito particulares). Porém, como será discutido adiante, esse fato foi considerado indiretamente no modelo.
- 139 Por último, a parcela variável incorpora as diferenças de tamanho e complexidade entre os administradores, isto é, o trabalho buscou uma variável (ou mais) que pudesse expressar essas duas diferenças entre administradores e, conseqüentemente, evitar a necessidade de estabelecer segmentações e subsegmentações.

140 Abaixo, seguindo a metodologia de análise apresentada no Capítulo 3, dividimos este capítulo em 5 seções:

- parcela fixa do capital (base ou inicial);
- parcela variável do capital – fator tamanho e complexidade das operações, variáveis, testes e análise dos resultados;
- mensuração das variáveis relevantes da parcela variável do capital;
- parcela do capital em ativos líquidos; e
- modelo final e considerações sobre administradores fiduciários que somente oferecem serviços a terceiros, administradores fiduciários que somente trabalham para fundos geridos pelos próprios e os que fazem os dois.

7.1. Parcela fixa do capital (base ou inicial)

141 Em todos os casos analisados em outras jurisdições, há a existência de uma parcela fixa de capital operacional, representado por recursos próprios (de forma simplificada, ações não resgatáveis e algumas reservas, menos ativos intangíveis). Esse montante é requerido como condição de registro e é considerado necessário para evitar a entrada de firmas despreparadas para o desempenho adequado das funções.

7.1.1. Critérios

142 As jurisdições estudadas variam muito na definição dessa quantia, dependendo da estrutura mínima requerida por leis ou regulamentação dos próprios reguladores, assim como obrigações derivadas de gerenciamento de risco, com reportes tais como controles e projeção de fluxos de caixa do próprio administrador e da capacidade de pagamento.

143 No caso do administrador de fundos de varejo e que não execute a guarda dos ativos, tem-se desde R\$ 51 mil em Hong Kong até R\$ 2,8 milhões em Cingapura, sendo que na Europa o valor é de aproximadamente R\$ 550 mil e na Austrália, de R\$ 410 mil.

144 Essa parcela é de difícil determinação, uma vez que depende do plano de negócios de cada administrador. Porém, a ICVM 558 estabelece algumas obrigações para o administrador fiduciário quanto à sua estrutura e reportes, desde o momento do registro, conforme exposto no Capítulo 5. Assim, necessariamente, para o cumprimento desses requisitos, certo grau de investimentos e despesas ocorrerá mesmo que a empresa esteja ainda buscando clientes ou então que a escala de operações seja reduzida.

145 Olhando-se sob o ângulo das despesas operacionais durante a fase inicial, pode-se fazer um paralelo com as despesas daqueles administradores que apresentam uma escala reduzida de atividades atualmente, obtendo-se uma referência simplificada: com base nas respostas do Questionário por parte dos administradores com recursos administrados abaixo de R\$ 200 milhões⁴⁵, verifica-se que a média de despesas anuais de 2014 girou em torno de R\$ 528 mil.

146 Acreditamos que a manutenção de um capital base que cubra despesas de um ano do administrador é uma medida razoável. Se de um lado pode-se argumentar sobre a adequação do

⁴⁵ Excluindo-se aqueles cujas respostas aparentemente continham alguma inconsistência.

período, por outro é preciso notar que esse valor refere-se apenas a despesas, isto é, não estão computados os investimentos.⁴⁶ Além disso, destaca-se que esse valor refere-se às práticas atuais e não necessariamente àquelas previstas no ICVM 558.

7.2. Parcela variável do capital – fator tamanho e complexidade das operações, variáveis, testes e análise dos resultados

147 Também foi visto em outras jurisdições estudadas que, exceto por Hong Kong⁴⁷, existe a imposição de uma segunda parcela de capital. Essa segunda parcela tem por objetivo endereçar que a empresa, enquanto em funcionamento, forneça serviços de qualidade a seus clientes mesmo em situações de estresse.

148 A premissa é que quanto maior o nível de atividades da empresa e quanto mais complexa forem as suas atividades (por exemplo, precificação dos ativos, conformidades quanto à composição da carteira, verificação sobre a liquidez etc.), mais o administrador estará exposto a riscos operacionais, necessitando, portanto de uma estrutura maior e mais sofisticada em termos de sistemas, recursos humanos e controles.

149 Na análise de outros países, foi visto que diversas variáveis são utilizadas para representar a exposição ao risco operacional. Ao mesmo tempo, essas variáveis buscam capturar as diferenças de tamanho e complexidade das operações dos administradores:

- ativos sobre administração (Austrália e União Europeia para UCITS);
- custos fixos (União Europeia);
- receitas do administrador (contabilizadas como receita) e despesas ainda que pagas diretamente dos recursos dos fundos (não contabilizadas como receita do administrador) (Austrália); e
- receitas do administrador menos as despesas diretas, particularmente os fees pagos a terceiros (Cingapura, com base na mensuração de risco operacional inspirada em Acordo de Basileia e Regulation da EU para firmas de investimentos).

150 Para a verificação da aderência de diversas variáveis (explicadas adiante) às diferenças de tamanho e complexidade entre os administradores, tomando por base as condições brasileiras, foram realizados diversos testes entre as variáveis e um fator construído para expressar os elementos representativos de tamanho e complexidade, reflexo do modelo de negócios de cada administrador.

7.2.1. Fator de tamanho e complexidade

151 O tipo de ativos das carteiras (perfil) e o tipo do cotista dos fundos administrados (qualificado) podem ser utilizados como *proxies* de sofisticação das carteiras; enquanto que o número de cotistas e o número de fundos administrados são comumente citados como elementos do tamanho

⁴⁶ Não foi possível computar esse valor por meio das respostas ao Questionário, uma vez que a segregação entre o que é compartilhado com outras atividades da empresa, tais como intermediação, limitaria muito o número da amostra para o propósito de definição de capital inicial.

⁴⁷ A parcela variável só é aplicável caso o administrador exerça também a guarda dos ativos.

das firmas (ou volume). Porém, na prática, quaisquer desses elementos possuem, em algum grau, relação com volume e com complexidade.

152 De fato, nas entrevistas, uma entidade citou que o número de cotistas influencia diretamente nas atividades de emissão de comunicados e na realização de assembleias, podendo impactar a estrutura operacional. Outra entidade entrevistada ponderou que os ativos da carteira são fundamentais, pois o acompanhamento de determinadas categorias de ativos como títulos de crédito privado, ativos no exterior e derivativos apresentam maior dificuldade de precificação, acompanhamento da liquidez e da custódia, principalmente em casos onde a gestão dos ativos é realizada por um gestor terceirizado. A contratação de gestores terceirizados também é considerada um fator de complexidade e volume de trabalho, pois gera um dever de diligência com a entrada e acompanhamento de cada gestor cliente do administrador.

153 Neste trabalho, foram construídos 2 fatores (denominados de fator único e fator alternativo) a partir de *scores* atribuídos a cada elemento. A Tabela IX apresenta os elementos, os critérios e os *scores* utilizados para o fator único.⁴⁸

Tabela IX – Fator único de tamanho e complexidade

Elemento	Critério geral	Critério de atribuição de <i>scores</i>
Tipo de cotista dos fundos administrados (representação de qualificado)	% do número de fundos administrados, com 20 ou menos cotistas.	% > 75%: (score 10) % ≤ 75% e > 50% (score 5) % ≤ 50%: (score 0)
Tipo de ativo dos fundos administrados (perfil)	% do número de fundos classificados como multimercado; renda fixa ou cambial.	Multimercados > 75%: (score 10) Multimercados ≤ 75% e somatória multimercados, renda fixa ⁴⁹ e cambial ≥ 75%: (score 5) Somatória multimercados, renda fixa e cambial < 75%: (score 0)
Número total de cotistas dos fundos administrados		Cotistas > 100 mil: (score 10) 1000 < cotistas ≤ 100 mil: (score 5) Cotistas ≤ mil: (score 0)
Número de gestores terceirizados		Gestores > 20: (score 5) Gestores ≤ 20: (score 0)

154 Seguindo os critérios acima, para cada administrador que respondeu o Questionário foi atribuído um *score* de fator único de tamanho e complexidade, sendo este a média dos *scores* dos 4 elementos apresentados na tabela acima. Alternativamente, outros critérios de *scores* foram utilizados na construção do fator alternativo, com maior peso para “tamanho”.

⁴⁸ O número de fundos administrados não foi utilizado por expressar a mesma ideia de número de cotistas.

⁴⁹ Uma alternativa era ter utilizado apenas os fundos de renda fixa crédito privado, o que refletiria melhor a complexidade. Porém, a coleta dessa informação teria demandado mais tempo.

7.3. Variáveis relevantes

155 Baseado nas variáveis encontradas em outros países, nas entrevistas e em dados disponíveis, foram selecionadas para teste as seguintes variáveis:

- despesas/custos totais;
- receitas do administrador (taxa bruta de administração); e
- patrimônio líquido dos fundos administrados.

156 Vale mencionar o racional empregado na seleção dessas variáveis para a realização de testes de aderência:

- despesas/custos totais e despesas/custos fixos – sob a perspectiva da aderência ao fator único (tamanho e complexidade), a variável despesas/custos totais foi considerada mais adequada do que a variável despesas/custos fixos, já que a primeira varia conforme o volume e complexidade das operações da empresa e a última, como o próprio nome diz, é relativamente fixo. Adicionalmente, embora tenha sido solicitada informação sobre despesas/custos fixos no Questionário, foram poucos os administradores que conseguiram fornecer esse dado (ver a seção sobre capital em ativos líquidos);
- receitas brutas e Receitas líquidas do administrador (taxa de administração menos as taxas repassadas para gestão) - embora considerássemos importante testar a variável receitas líquidas como representação de exposição ao risco operacional, não foi possível incorporá-las nos testes, uma vez que não dispúnhamos dessa informação (a única pergunta do Questionário sobre despesas de terceirização referia-se apenas àquelas despesas do próprio administrador fiduciário na forma do registro previsto na ICVM 558)⁵⁰. Dessa forma, foi utilizada nos testes apenas a variável “receita bruta” (taxa de administração); e
- recursos administrados (patrimônio dos fundos) – essa variável certamente tem forte relação com elementos do fator único que direta ou indiretamente expressem volume, tais como número de cotistas. Porém, pode ter menor relação quanto à complexidade.

157 Embora tenha sido encontrada também exposição ao risco de contraparte, mercado, crédito, etc. (União Europeia), desconsideramos essa variável, primeiro porque o interesse do estudo é no aspecto operacional e, segundo, e mais importante, por ser irrelevante no contexto das atividades de administradores. De fato, pesquisando reportes de administradores de Reino Unido, foi verificado que risco de crédito e de mercado resumem-se a *fees* ainda não pagos pelos fundos de investimentos (e eventualmente em moeda estrangeira) – ver Capítulo 6.

7.4. Testes⁵¹

158 Foram utilizados 2 tipos de testes para a verificação da aderência: correlação e BoxPlot. Na correlação, as variáveis receitas, despesas e patrimônio dos fundos administrados de cada administrador foram correlacionados com os dois fatores de tamanho e complexidade atribuídos a cada um deles. Os resultados para o índice de correlação são apresentados na Tabela X abaixo.

⁵⁰ Além disso, teria sido muito difícil responder essa questão quando o administrador também faz gestão de carteiras.

⁵¹ Foram excluídos da amostra os administradores que não forneceram informações sobre as variáveis e os dados necessários para a construção do fator único.

Tabela X – correlação scores dos fatores tamanho e complexidade X receitas, despesas e patrimônio dos fundos administrados

	Fator único	Significância	Fator alternativo	Significância
Receitas	0,4254147	0,9829613	0,3141905	0,9148123
Despesas	0,3499432	0,9463747	0,4696268	0,9923127
Patrimônio Líquido	0,6450805	0,9999107	0,6886819	0,9999816

159 Os resultados da correlação mostram que todas as 3 variáveis estão relacionadas com o fator, com elevado nível de significância estatística.

160 Para os testes de BoxPlot, os administradores foram classificados em 3 categorias, de acordo com a nota do fator: A, B, C. Os *scores* e as classificações são apresentados na Tabela XI.

Tabela XI – Scores do fator e categorias

Fator	Categoria	Score do fator
Fator único (Fu)	A	$Fu > 6,125$
	B	$4,375 < Fu < 6,125$
	C	$Fu < 4,375$
Fator alternativo (Fa)	A	$Fa > 7$
	B	$5 < Fa < 7$
	C	$Fa < 5$

161 As Figuras 4, 5, 6, 7, 8 e 9 a seguir mostram os resultados das categorias plotadas em relação a receitas, despesas e patrimônio dos fundos administrados em 2014.

Figura 4 – Fator único X receitas

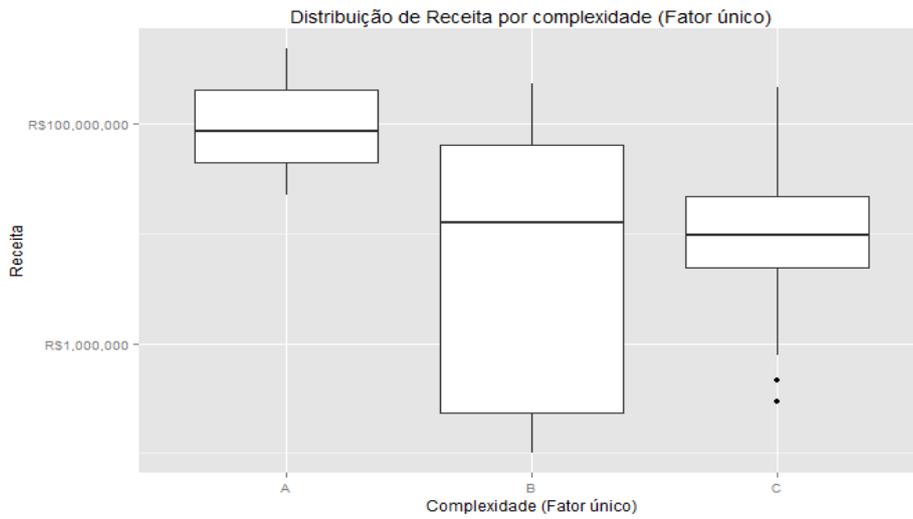


Figura 5 – Fator único X despesas

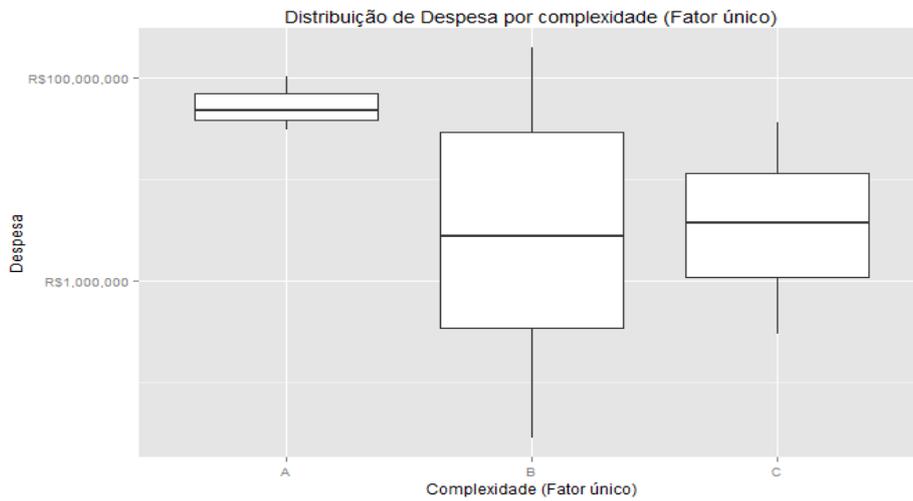


Figura 6 – Fator único X PL

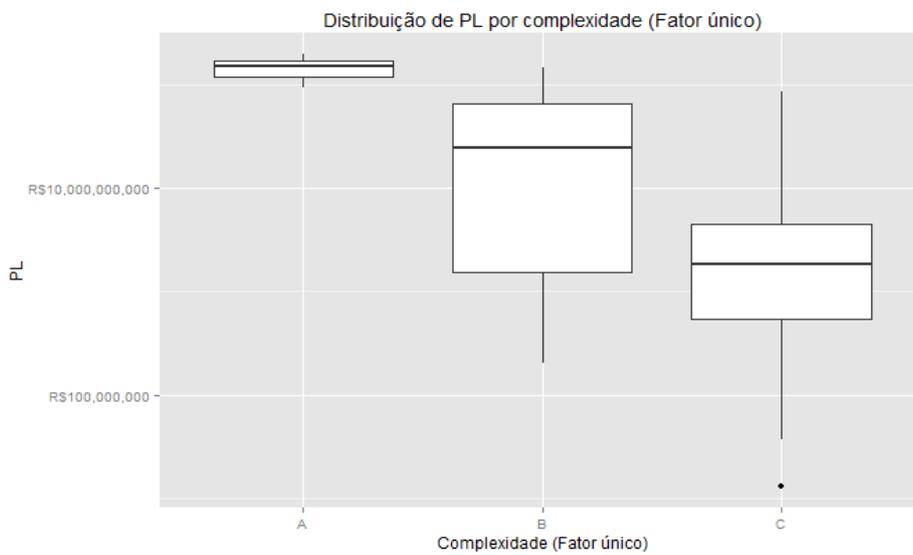


Figura 7 – Fator alternativo X receitas

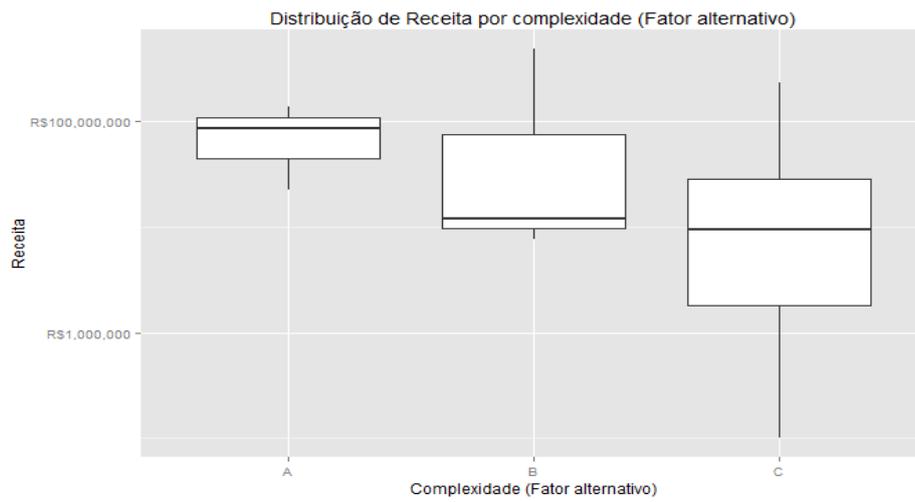


Figura 8 – Fator alternativo X despesas

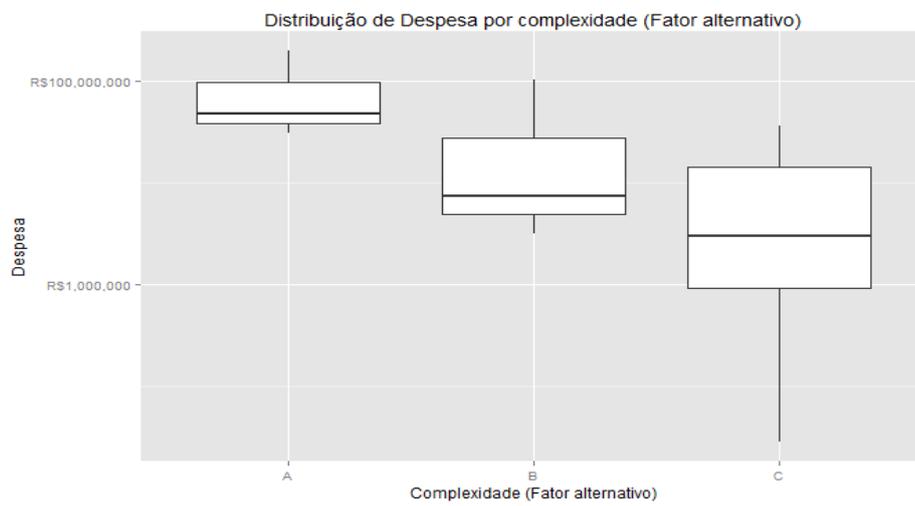
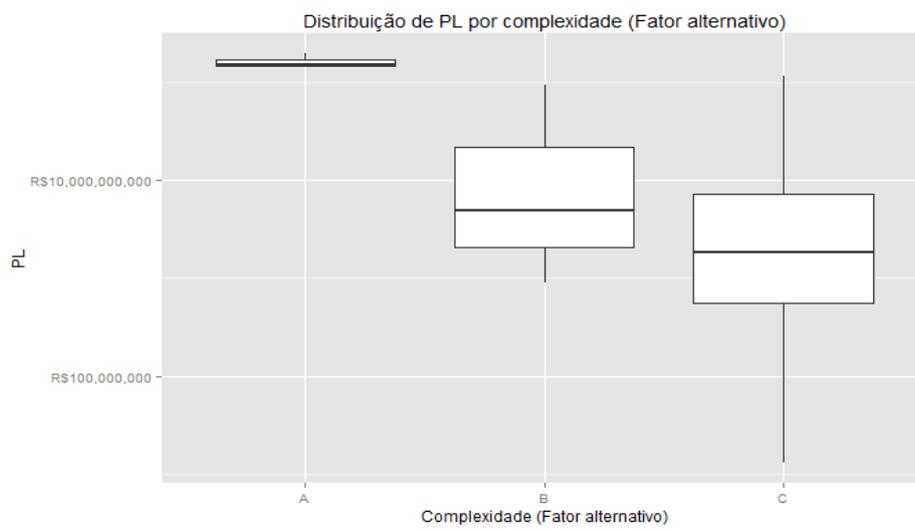


Figura 9 – Fator alternativo X PL



7.5. Análise dos resultados

- 162 Os resultados de ambos os tipos de testes indicam que receitas, despesas totais dos administradores e patrimônio dos fundos administrados, em geral, têm uma relação com a combinação do número de cotistas, de gestores, da sofisticação dos cotistas e do tipo dos fundos administrados, que foram utilizados como elementos do volume e complexidade no que refere ao trabalho operacional do administrador. As 3 variáveis, no entanto, apresentam diferenças entre si.
- 163 Em tese, as despesas totais poderiam ser até uma variável mais representativa da exposição ao risco operacional, uma vez que traduz o trabalho operacional em valores monetários (embora exposição ao risco operacional nem sempre esteja ligado diretamente ao valor de cada tipo de despesa), além do fato de possuir uma parcela fixa, o que proporciona certa estabilidade ao montante de capital. Por outro lado, para uso como variável na definição de capital operacional, a despesa apresenta duas desvantagens: é de difícil verificação, já que é uma medida gerencial e é comum uma firma exercer outras atividades além de administração de carteiras (pode haver compartilhamento de estruturas) e pode, até mesmo, incentivar a sua redução naqueles casos em que o administrador deseja reduzir o seu capital próprio.
- 164 Em relação às receitas brutas, esta variável não segrega as atividades puras de administração fiduciária e as atividades de gestão, embora em nosso caso como foi visto a grande maioria dos administradores de carteiras exercem as 2 funções, isto é, representa em alguma medida as duas atividades. A variável pode flutuar fortemente em função da saída de cotistas e em razão da variação de preços dos ativos da carteira. Apresenta vantagens no sentido de capturar diferenças de modelo de negócios entre administradores (quanto mais complexas as carteiras e quanto maior o volume, supõe-se maior receita), porém, ainda assim deixa de fora diversas diferenças, como, por exemplo, estratégias concorrenciais agressivas, baseadas em redução de taxas; é uma variável de fácil obtenção, o que ajuda o cálculo por parte dos regulados, facilita a supervisão por parte da CVM e o entendimento por parte do público. Além disso, receitas (bruta e líquida) já é uma variável amplamente utilizada para exposição ao risco operacional por parte de instituições financeiras nos países cuja legislação/ regulamentação é inspirada nos Acordos de Basileia.
- 165 O patrimônio dos fundos é a variável com melhor índice de correlação. Uma explicação para tal acontecimento é que, em certa extensão, todos os elementos utilizados para construção do fator guarda alguma proporção com o volume de recursos administrados. No entanto, não captura complexidade (isto é, dois administradores com mesmo volume de recursos administrados podem apresentar riscos operacionais bastante diferenciados), porém captura por exemplo estratégias concorrenciais agressivas. Tal como a receita bruta, a variável também não consegue diferenciar as atividades de administração fiduciária daquelas de gestão e apresenta forte flutuação, porém é de fácil verificação.
- 166 Com base no exposto, considerou-se que a combinação de receitas brutas com recursos administrados poderia representar melhor o conjunto dos casos de exposição a riscos operacionais.

7.5.1. Mensuração das variáveis relevantes da parcela variável do capital

- 167 Esta etapa consistiu em estimar o quanto de capital próprio seria adequado considerando o comportamento das receitas e os recursos administrados. Uma alternativa seria utilizar como

referência os exemplos externos: como foi visto, em Cingapura, o percentual foi fixado em 10% das receitas líquidas (lucro bruto), enquanto que na Regulation (EU) No 575/2013, a exposição a risco operacional é fixado em 15% da receita líquida.⁵² Por outro lado, a Austrália determina 10%, porém sobre o valor que poderia ser considerado como receita bruta no nosso contexto. No entanto, a regulação australiana determina 0,5% dos recursos administrados, enquanto que a EU determina 0,02%.

168 A magnitude (%) de receitas ou patrimônio pode depender da estrutura particular de cada mercado quanto a responsabilidades e ganhos. Assim, buscou-se, com os dados disponíveis, verificar qual o nível de perdas operacionais ocorridas mais os investimentos (imobilizado e intangível) correspondentes a receitas brutas e ao patrimônio dos fundos administrados.

169 Se, por um lado, as perdas operacionais correspondem à parcela de riscos operacionais concretizados, por outro lado, o estoque de imobilizado e intangíveis pode ser visto como o que foi investido operacionalmente na empresa para dado patamar de receitas ou recursos administrados, de forma a evitar a materialização de riscos operacionais.

170 A magnitude das variáveis receitas brutas e patrimônio dos fundos administrados foram estimados da seguinte forma e os resultados encontram-se na Tabela XII:

- magnitude de perdas não esperadas em relação à receita e aos recursos administrados - os valores históricos de perdas foram obtidos por meio do Questionário e eles representam a somatória das perdas não esperadas ocorridas nos últimos dois exercícios sociais. Conservadoramente, foi utilizada a somatória de 2 anos de perdas e excluídos da amostra os administradores que reportaram zero de perdas nos dois anos⁵³; e
- magnitude de imobilizado e intangíveis em relação à receita e aos recursos administrados - foram utilizados apenas dados de administradores que responderam à questão do Questionário e sem outras atividades relevantes exceto aquelas ligadas à administração de carteiras. Isso foi necessário, pois os valores de imobilizado e intangíveis foram reportados conforme os constantes das demonstrações financeiras, que no caso de administradores cuja firma também exerce outras atividades abrange o imobilizado da empresa como um todo, o que superestimaria em demasia essa parcela de capital. Esse fato reduziu substancialmente o número de administradores na amostra, porém mesmo assim, os valores encontrados podem servir como referência.

Tabela XII – Capital variável – Parcela de perdas e estoque de investimento⁵⁴

	% das receitas brutas (mediana)	% do patrimônio dos fundos (mediana)
Perdas operacionais concretizadas (somatória 2 anos)	0,52	0,0011
Estoque de imobilizado e intangíveis	8,68	0,0331

⁵² Para administradores a exposição a risco operacional é definida como 25% das despesas fixas. Porém, para outras atividades, a exposição ao risco operacional é definida como 15% das receitas líquidas – ver o Capítulo 6.

⁵³ Além das inconsistências já comentadas anteriormente, também foram excluídos da amostra, por conservadorismo, aqueles administradores que reportaram perda zero nos dois anos.

⁵⁴ Também foi utilizada a média nos cálculos, sendo que em geral os resultados foram menores.

7.5.2. Parcela do capital em ativos líquidos

- 171 Alguns reguladores não estabelecem diretamente um valor, enquanto que outros preferem definir um valor mínimo (ou melhor, uma porcentagem). Os que não estabelecem um valor colocam normas de conduta a respeito, estabelecendo que o administrador deve a qualquer tempo manter ativos líquidos o suficiente para o pagamento de seus compromissos, por exemplo, por um certo período de estresse (perda de receitas).
- 172 Dessa forma, uma parcela de ativos líquidos seria um fator de maior segurança de que nos momentos em que a geração de caixa é afetada, o administrador poderá continuar a exercer adequadamente as suas atividades. Teoricamente, o tipo de despesas a serem cobertas são as despesas fixas, que não variam com o nível de atividades. Adicionalmente, também faz sentido que a parcela de capital estimada na seção anterior no que refere a perdas não esperadas seja mantida em ativos líquidos.
- 173 Conforme mencionado, não há dados sobre despesas fixas para que se possa obter uma referência da estrutura da indústria, uma vez que quase nenhum administrador conseguiu responder essa questão no Questionário. Ainda assim, pode-se utilizar os dados sobre despesas totais fornecidos no Questionário, que incluem as despesas fixas, para que se tenha alguma referência.
- 174 No entanto, também apontado na seção anterior, informações sobre despesas são gerenciais e de difícil verificação para que façam parte de um modelo. Uma forma de contornar essa dificuldade é relacioná-las com a própria receita. De acordo com os dados disponíveis⁵⁵, a mediana das despesas anuais de 2014 representaram 21,58% das receitas anuais e 0,0971% dos recursos administrados.⁵⁶ Dois ajustes foram necessários: primeiro, a definição do período de estresse e, segundo, a parcela de despesas totais que corresponderia às despesas fixas.
- 175 A respeito do período, o nosso interesse não é evitar o insucesso de um administrador por causa de eventuais momentos de estresse, mas sim que os fundos possam ser transferidos para outro administrador de forma ordeira, mesmo em momentos de estresse. Nas entrevistas foi indicado que, em geral, um período de 3 meses é mais que suficiente não só para o processo de transferência em si (convocação e realização de assembleias), mas também para que o administrador para o qual o fundo foi transferido possa fazer todo o processo de conciliação e verificação de eventuais problemas.
- 176 Em relação à parcela de despesas totais correspondente a despesas fixas, não há nenhuma base que possa ser empregada. Assim, arbitrariamente em nosso modelo, atribuímos o percentual de 50% do total das despesas.
- 177 Na Tabela XIII, é mostrado as estimativas sobre o capital variável adicional referente à parcela do capital em ativos líquidos, considerando as estimativas de despesas fixas para 3 meses. Em adição, também é apresentada a parcela das perdas (já calculada na seção anterior), que também comporia o capital em ativos líquidos.

⁵⁵ Excluindo da amostra os administradores que não reportaram essa informação e aqueles que apresentaram dados aparentemente inconsistentes.

⁵⁶ Despesas de 2014, receitas de 2014 e patrimônio médio dos fundos administrados em 2013 e 2014.

Tabela XIII – Capital em ativos líquidos

	% das receitas brutas (mediana)	% do patrimônio dos fundos (mediana)
Despesas fixas estimadas para 3 meses	2,70	0,0121
Perdas operacionais concretizadas	0,52	0,0011

7.6. Modelo

178 Na Tabela XIV são apresentados o capital base; o capital variável total referente a receitas brutas e patrimônio dos fundos administrados, e a porcentagem do capital em ativos líquidos em relação ao capital variável.

Tabela XIV – Capital total, incluindo capital em ativos líquidos

	Base	Receitas brutas	PL dos fundos
Capital “total” ¹	550 mil	11,89.%	0,0464%
Capital em ativos líquidos em relação ao capital total ²		27,05%	28,64%

1. Para receitas brutas e PL dos fundos: perdas + despesas + investimentos (imobilizado e intangíveis), na forma calculada anteriormente.
2. % de perdas e despesas “fixas” em relação à % de receitas brutas e de patrimônio.

179 Um último ponto a ser mencionado sobre o modelo refere-se a receitas brutas e receitas líquidas. Ao utilizarmos as receitas brutas como referência, não foram segregados no modelo os administradores que basicamente administram fundos de outros gestores daqueles administradores que também exercem a gestão. Para tal, teria sido necessário utilizar as receitas líquidas referentes apenas à administração fiduciária (sem gestão), valores que seriam inviáveis de serem obtidos no que refere àqueles administradores que fazem administração fiduciária para fundos geridos por eles próprios (esta situação ocorre na vasta maioria dos casos). Assim, o modelo encontrado já, em boa extensão, considera o administrador fiduciário e o gestor.⁵⁷

180 O modelo seria a manutenção de capital próprio considerando o maior valor entre:

- R\$ 550 mil (capital base ou capital inicial igual à previsão atual da ICVM 558);

⁵⁷ Um dos itens mais relevantes na composição do capital próprio do modelo é o estoque de investimentos (imobilizado mais intangíveis). Este item já incorpora todos os investimentos, inclusive aqueles referentes às atividades de gestão, quando há (como mencionado, são raros os casos em que o administrador fiduciário não faz gestão também). Adicionalmente, as despesas “fixas” que formam a base da parcela do capital em ativos líquidos também tenderia a não aumentar, ao menos significativamente, apesar das despesas reportadas no Questionário referirem apenas às atividades de administração fiduciária (na forma prevista na ICVM 558) e as receitas incluírem toda a taxa de administração. Isso porque foram excluídos da amostra todos os administradores que reportaram receitas brutas 5 vezes maior que as despesas. Assim, mesmo que as despesas de gestão fossem acrescidas, seria possível que administradores que não entraram na amostra passassem a fazer parte e a magnitude não se modificasse.

- 12% das receitas com taxas de administração (Calcular com base na média dos 3 últimos exercícios para prover certa estabilidade); e
- 0,05% do patrimônio dos fundos administrados (Calcular com base na média dos 3 últimos exercícios para prover certa estabilidade).

Sendo que, no mínimo, 25% do capital próprio devem ser mantidos em ativos líquidos (estes entendidos como disponível + títulos federais + investimentos em fundos de curto prazo subtraídos os passivos).

8. Análise de custos e benefícios

181 Como em qualquer análise de custos e benefícios, compara-se um cenário base (*status quo*) com um cenário alternativo. Para este exercício, foi utilizada a previsão da ICVM 558 como cenário base de comparação. De acordo com a ICVM 558, os administradores fiduciários não IFs devem apresentar, no mínimo, PL e ativos líquidos no maior valor entre:

- R\$ 550 mil; e
- 0,2% do patrimônio dos fundos administrados.

182 No cenário alternativo (modelo encontrado no Capítulo anterior), o requisito de capital também seria aplicável somente a administradores fiduciários (inclusive às suas atividades de gestão) não IFs, conforme a ICVM 558.

183 Na análise de custos e benefícios, os principais elementos são a indústria, os investidores e a supervisão da própria CVM. Atualmente, há 17 administradores que não são IFs (alguns deles têm ligação com grupos financeiros, porém, não fazem parte de conglomerado prudencial para cálculo de capital). Não foram projetados aumentos ou reduções do número de administradores em função dos dois modelos, porém considerações foram feitas no item Concorrência abaixo. Na Tabela XV, têm-se os dados de capital para o cenário base e o cenário alternativo⁵⁸.

Tabela XV - Comparativo⁵⁹ - Administradores não IFs: capital operacional cenário base X cenário alternativo

	Cenário base	Cenário alternativo
Capital próprio	197 milhões	60 milhões
Parcela em ativos líquidos	197 milhões	15 milhões

8.1. Indústria

184 Na avaliação deste trabalho, os impactos do modelo alternativo para o agregado dos administradores não IFs seriam positivos: haveria uma redução da exigência de capital próprio em torno de R\$ 137 milhões, enquanto que a parcela em ativos líquidos seria reduzida em R\$ 182 milhões. A nível individual, não haveria redução do capital total para 8 dos administradores, considerando a posição estática de final de 2014, uma vez que o maior valor seria o do capital base em ambos os cenários. Em outros 7 casos, haveria redução. Em relação à parcela do capital líquido, haveria redução para todos.

185 Ressalte-se ainda que para esses administradores, em quase todos os casos, ou prevaleceu o capital base de R\$ 550 mil ou os 12 % das receitas brutas. Porém, se fosse considerado o conjunto dos administradores, incluindo as IFs, haveria diversos casos em que o patrimônio dos fundos

⁵⁸ A Tabela XV apresenta os resultados para 15 administradores fiduciários não IFs, uma vez que 2 deles foram excluídos por ausência de dados. Ainda que a inclusão tivesse sido possível, o efeito nos resultados teria sido irrelevante em função do porte desses administradores.

⁵⁹ PL e receita de 2014.

administrados teria sido a referência, dado que há casos de administradores com baixas taxas de administração e elevado montante de recursos administrados, conforme os dados reportados e o cruzamento com dados de patrimônio dos fundos administrados.

- 186 Os impactos dessa economia dependeriam das alternativas de investimento de cada um dos acionistas das firmas de administração ou do custo de obtenção de recursos de cada um deles. Nesse sentido, embora possa ser relevante, o valor da economia de um modelo para outro seria de difícil mensuração. No entanto, teoricamente, a liberação de recursos investidos em títulos públicos para que os próprios acionistas investissem nas suas escolhas tenderia a aumentar a eficiência de alocação de recursos dentro do sistema econômico.

8.2. Cotista

- 187 Em relação aos cotistas dos fundos administrados, consideramos que os impactos seriam neutros ou, até mesmo, poderiam ser positivos. Embora possa ser argumentado que haveria uma redução de proteção, já que no modelo alternativo ocorreria a redução de capital próprio, particularmente a parcela de ativos líquidos, pelas estimativas deste trabalho, os valores seriam suficientes para a cobertura das despesas fixas por um período de estresse (3 meses) e das perdas não esperadas. Reforça-se que não é intenção do modelo alternativo estabelecer valores para cobertura de perdas catastróficas – estes precisariam de um tratamento diferente. Por outro lado, teoricamente, poderia haver um efeito positivo quanto aos impactos na taxa de administração em virtude de menor do custo de capital.

8.3. CVM

- 188 Em relação à CVM, haveria custo adicional, uma única vez. Dois tipos de custos foram avaliados: em primeiro lugar, um modelo alternativo implicaria em custos referentes à alteração da ICVM 558, incluindo a solicitação de informações sobre os valores **absolutos** de taxa de administração recebida (inclusive de performance) e preferencialmente as taxas repassadas a gestores, caso haja fundos geridos por terceiros. Sob a perspectiva de custos de supervisão, uma vez em se havendo os dados, não haveria diferenças de custos na supervisão sobre o requisito de capital.

8.4. Concorrência

- 189 Vale também notar alguns efeitos potenciais, avaliando a questão sob o ângulo concorrencial. Do ponto de barreira de entrada, embora o número de administradores não IFs seja pequeno atualmente, seria positivo para os investidores e a própria economia um ambiente em que favorecesse a existência de um número maior de *players*, desde que estivessem potencialmente adequados para a prestação de serviços.
- 190 A questão principal não é a entrada de *players* que somente ofertassem serviços de administração fiduciária, uma vez que esse serviço específico demanda escala. A preocupação reside naqueles administradores fiduciários que exercem gestão: estes sim podem ser administradores de menor

porte (e podem querer manter administração fiduciária como forma de não revelar a outros *players* a identidade de seus clientes, por exemplo).

- 191 Nos dois cenários, o capital base é de R\$ 550 mil. Atualmente, esse valor equivale a aproximadamente R\$ 275 milhões e R\$ 1,1 bilhão de recursos sob administração, respectivamente, no cenário base e no cenário alternativo. Adicionalmente, equivale a aproximadamente R\$ 4,6 milhões de receita bruta no cenário alternativo. Em outras palavras, já há certa previsão para entrada de administradores de menor porte em ambos os cenários, embora o cenário alternativo seja mais positivo nesse sentido. No entanto, o valor base (ou inicial) de R\$ 550 mil pode ser corroído rapidamente, dependendo da evolução da taxa de inflação, prevalecendo basicamente a parte variável de ambos os modelos.
- 192 Ademais, é importante notar que há uma vantagem competitiva no que refere a administradores/gestores considerados no cômputo de capital de conglomerados prudenciais em relação a outros administradores, já que o cômputo de capital para os primeiros refere-se ao grupo todo, isto é, a entidade de administração na prática pode ter um capital menor do que o dos últimos. Por exemplo, numa amostra de 4 grandes administradores ligados a grupos financeiros, a média da taxa de capital próprio (PL do administrador) em relação ao patrimônio dos fundos administrados é na ordem de 0,048%. Em relação a ativos líquidos, a situação para esses mesmos administradores é de 0,018% do patrimônio dos fundos administrados. Assim, consideramos que no cenário alternativo haveria uma redução de assimetrias.

9. Conclusão

193 Como afirmado na Introdução, o objetivo desse trabalho foi a verificação da possibilidade de se desenvolver um modelo de capital operacional para administradores fiduciários que pudesse incorporar as diferentes formas de atuação desses administradores.

194 Para tanto, foram pesquisados e analisados o significado de capital operacional e riscos operacionais, ou seja, o que se deseja cobrir com esse montante e os critérios utilizados por alguns outros reguladores de mercado. Como parte do trabalho também foi aplicado um Questionário aos 85 administradores que possivelmente serão classificados como administradores fiduciários, realizadas 8 entrevistas e análise das funções e do perfil dos administradores no Brasil.

195 Seguindo a metodologia apresentada no Capítulo 3 e os testes apresentados no Capítulo 7, foi verificado que a incorporação de diferentes formas de atuação dos administradores seria factível, ao menos em certa medida. O modelo desenvolvido foi baseado em dados obtidos no Questionário e em outros já solicitados pela CVM, inspirando-se no racional de outras jurisdições e nas entrevistas.

196 O modelo encontrado prevê a manutenção de capital próprio considerando o maior valor entre:

- R\$ 550 mil (capital base ou capital inicial igual à previsão atual da ICVM 558);
- 12% das receitas com taxas de administração (média dos 3 últimos exercícios para prover certa estabilidade); e
- 0,05% do patrimônio dos fundos administrados (média dos 3 últimos exercícios para prover certa estabilidade).

Sendo que, no mínimo, 25% do capital próprio devem ser mantidos em ativos líquidos:

- a. a parcela de capital em ativos líquidos seria para a cobertura de 3 meses de despesas “fixas” em situação de estresse (redução drástica de receitas), além da cobertura de perdas não esperadas; e
- b. ativos líquidos entendidos como disponível + títulos federais + fundos de curto prazo subtraídos os passivos.

197 Em complemento, foi realizada uma análise de impacto, tomando a previsão da ICVM 558 como cenário base. De acordo com a análise de impacto (custos e benefícios), o cenário alternativo (modelo desenvolvido) traria impactos positivos para o conjunto dos participantes, exceto para a própria CVM, que teria que incorrer em custos relativos à alteração normativa.

Tabela XVI – Impactos do cenário alternativo

Administradores não IFs	Positivo
Quotistas (investidores)	Neutro ou Positivo
Regulador (CVM)	Negativo
Concorrência	Positivo

198 Vale ressaltar que o modelo basicamente já incorpora as atividades de gestão, uma vez que suas 2 variáveis (receita bruta e patrimônio dos fundos) não distinguem administração fiduciária e

gestão. De fato, nas jurisdições estudadas neste trabalho, o capital operacional refere-se tanto à administração fiduciária (*administration*) quanto à gestão (*management*).

- 199 Assim, nessa conclusão, sugere-se para análise futura a extensão do requisito de capital para os administradores de carteira que somente exerçam as atividades de gestão. Como mencionado, basicamente os gestores que exercem administração fiduciária já estão em grande medida computados no capital, de acordo com o modelo desenvolvido e explicado no Capítulo 7. Para incorporar completamente a parte de gestão, seriam necessários alguns poucos ajustes, que tenderiam a impactar basicamente a parcela em ativos líquidos e possivelmente, em menor medida, o capital base (ver a nota de rodapé n.º 57).
- 200 Com esse fato, há uma assimetria entre esses gestores e outros que não exercem nenhuma atividade de administração fiduciária. Porém, a sugestão não somente considera a assimetria, mas principalmente o fato de que os gestores estão sujeitos a riscos operacionais.
- 201 Por fim, a última observação é que, embora o requisito de capital operacional no modelo alternativo seja menor que o do cenário base (ver Capítulo 8), ele permanece de uma forma geral mais elevado que os requisitos das jurisdições estudadas.

Referências

- ANBIMA. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Anuário 2015 - Indústria de Fundos de Investimentos**. Disponível em <<http://www.anbima.com.br/anuariodefundos/2015/arqs/anuario2015.pdf>>. Acesso em 10/11/15.
- ANBIMA. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas**. Disponível em <<http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/regulacao/codigo-de-fundos-de-investimento/Documents/Codigo-ANBIMA-de-Regulacao-e-Melhores-Praticas-de-Fundos-de-Investimento.pdf>>. Acesso em 10/11/15.
- ANBIMA. **Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas – Fundos de Investimentos**. Disponível em <<http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/regulacao/codigo-de-fundos-de-investimento/Pages/codigo-e-documentos.aspx>>. Acesso em 10/11/15.
- Australian Securities and Investments Commission (ASIC), **Licensing: Financial requirements**, Regulatory Guide 166, Austrália: Julho de 2015.
- Australian Securities and Investments Commission (ASIC), **Responsible entities: Financial requirements**, Consultation Paper 140. Austrália: Setembro de 2010.
- BCB. Banco Central do Brasil. **Resolução CMN nº 2.099/94**. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=1994&numero=2099>>. Acesso em 10/11/15.
- BCB. Banco Central do Brasil. **Resolução nº 4.193/13**. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/49006/Res_4193_v3_P.pdf>. Acesso em 10/11/15.
- BIS. Bank for International Settlements. **Basel II**. Disponível em <<http://www.bis.org>>. Acesso em 10/11/15.
- COIMBRA, Fábio, Riscos operacionais: estrutura para gestão em bancos – São Paulo: Saint Paul, 2007.
- Corporations and Markets Advisory Committee (CAMAC), Australian Government, **The establishment and operation of managed investment schemes**, Discussion paper. Austrália: Março de 2014.
- CROUHY, Michel, ... [ET. AL.], Gerenciamento de risco: abordagem conceitual e prática: uma visão integrada dos riscos de crédito, operacional e de mercado – Rio de Janeiro: Qualitymark: São Paulo: SERASA, 2004.
- CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Edital de Audiência Pública SDM Nº 14/11**. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2011/sdm1411.html>. Acesso em 10/11/15.
- CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Edital de Audiência Pública SDM Nº 10/14**. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm1014.html>. Acesso em 10/11/15.
- CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 555/14**. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst555.html>>. Acesso em 10/11/15.
- CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 558/15**. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst558.html>>. Acesso em 10/11/15.

DUARTE Jr, Antônio M., GYORGY, Varga. **Gerenciamento de Riscos no Brasil** – Rio de Janeiro: Finacial Consultoria, 2003.

European Parliament and the Council of the European Union **Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council. União Europeia**, on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision for credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC. União Europeia: Junho de 2013.

European Parliament and the Council of the European Union, **Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council. União Europeia**, on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS). União Europeia: Novembro de 2009.

European Parliament and the Council of the European Union. **Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council**. On markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC. União Europeia: Abril de 2004

Financial Conduct Authority (UK). **The Perimeter Guidance Manual**, Guidance on the scope of MiFID and CRD IV, Agosto de 2015

Investment Company Institute (ICI). **Afternoon Keynote Speech Brazilian Association of Financial Capital Markets - 8th Investment Funds Congress**. Disponível em <https://www.iciglobal.org/iciglobal/news/speeches/15_dw_anbima>. Acesso em 10/11/15.

JORION, Philippe, Value at Risk: a nova fonte de referência para a gestão do risco financeiro – São Paulo: BM&FBovespa, 2010.

Marshall, C. L., Medindo e Gerenciando Riscos Operacionais em Instituições Financeiras. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

Monetary Authority of Singapore (MAS), **Guidelines on Licensing, Registration and Conduct of Business for Fund Management Companies**, Securities and Futures Act (CAP. 289). Cingapura, Agosto de 2012.

Monetary Authority of Singapore (MAS), **Notice on Risk Based Capital Adequacy Requirements for Holders of Capital Markets Services Licences**, Securities and Futures Act (CAP. 289). Cingapura, Março de 2014

Monetary Authority of Singapore (MAS), **Policy Consultation on Review the Regulatory Regime for Fund Management Companies and Exempt Financial Intermediaries**, Appendix, Cingapura, Abril de 2010.

Monetary Authority of Singapore (MAS), **Response to Feedback Received – Consultation on Review of the Regulatory Regime for Fund Management Companies and Exempt Financial Intermediaries**. Cingapura, 2010.

Monetary Authority of Singapore (MAS), **Securities and Futures (Financial and Margin Requirements for Holders of Capital Markets Services Licences) Regulations**, Securities and Future Act (Chapter 289, Sections 86 (3), 95 (1)(c), 100, 3337, 341, AND 343). Cingapura, 2004

PricewaterhouseCoopers, **Fund Domicile Web Tool – Q5. What are the capital requirements for a Management Company?** Disponível em < <http://www.fundjurisdictions.com/comparison-tool/setting-up-a-fund/what-are-the-capital-requirements-for-a-management-company>>. Acesso em 22/10/2015.

Securities and Futures (Financial Resources) Rules. Hong Kong: Abril de 2003.

Securities and Futures Commission (SFC), **Licensing Information Booklet**, Hong Kong: Abril de 2013.

Questionário para administradores fiduciários, de acordo com a ICVM 558/15

1. Perfil

Q1. Informações de Contato	
Nome da empresa	
CNPJ	
Responsável pelo preenchimento	
Email de contato	

Q2. Caso a empresa, considerando-se o CNPJ informado , exerça outras atividades além da atividade de administração fiduciária de fundos de investimento, favor marcar com "x" as opções abaixo (assinale todas as opções aplicáveis).	
Gestão de carteiras	
Distribuição de cotas	
Custódia de ativos financeiros	
Outros	
Comentários (Especificar os itens incluídos no campo Outros):	

Q3. Favor informar, em números aproximados, sobre as atividades que você terceiriza na qualidade de administrador fiduciário. Quando for o caso, preencher com "0" (zero).

	% do número dos fundos administrados (terceirizada – empresas fora do CNPJ informado)	% do número dos fundos administrados (terceirizada – empresas fora do mesmo grupo econômico)	% do PL dos fundos administrados (terceirizada – empresas fora do CNPJ informado)	% do PL dos fundos administrados (terceirizada – empresas fora do mesmo grupo econômico)
Atividades de tesouraria, de controle e processamento dos ativos financeiros				
Contabilidade dos fundos				
Gestão da carteira do fundo				
Consultoria de investimentos				
Escrituração da emissão e resgates de cotas				
Custódia de ativos financeiros				
Distribuição de cotas				
Outros				

Comentários (Listar os itens mais relevantes incluídos no campo Outros):

Q4. Dos custos e despesas totais da empresa, **considerando-se o CNPJ informado**, favor informar a parcela aproximada dos itens abaixo que é **alocada especificamente às atividades de administração fiduciária**. Adicionalmente forneça as informações em relação às despesas¹ fixas. Considere o período da última demonstração financeira anual. Quando for o caso, preencher com "0" (zero).

1 - Neste questionário, despesas significam "custos e despesas".

	% do total	Valor em R\$ milhares
Sistemas		
Recursos Humanos		
Estrutura Física		
Contratação das atividades que você terceiriza na qualidade de administrador fiduciário		
Outros		
Total de despesas		
Informações adicionais – despesas fixas		

Q5. Favor informar o valor cobrado relativo à taxa de administração dos períodos abaixo. Quando for o caso, preencher com "0" (zero).

	Valor em R\$ milhares
Antepenúltima demonstração financeira anual	
Penúltima demonstração financeira anual	
Última demonstração financeira anual	

2. Recursos Humanos

Q6. Favor informar sobre recursos humanos (quantidade aproximada). Quando for o caso, preencher com "0" (zero).	

Pessoas que trabalham na empresa (considerando o CNPJ informado)	
Pessoas que trabalham diretamente na atividade de administração fiduciária	
Pessoas que trabalham indiretamente na atividade de administração fiduciária	

Q7. Favor informar sobre o valor dos programas de formação/treinamento destinados à atividade de administração fiduciária referente ao período da última demonstração financeira. Quando for o caso, preencher com "0" (zero).	

	Valor em R\$ milhares
Programas internos	
Cursos de pós-graduação	
Cursos de curta duração	
Seminários e eventos	
Outros	

3. Sistemas de Informação

Q8. Favor informar sobre a área interna de tecnologia de informação (TI - desenvolvimento e suporte) da empresa, considerando o CNPJ informado . Marcar com "x" mais de uma opção, se aplicável.	

Possuo área de T.I.	
Não possuo área interna da T.I.	
Todas as atividades de T.I. são terceirizadas	
As atividades de T.I. são parcialmente terceirizadas	

Q9. Favor informar sobre os sistemas utilizados para cada uma das atividades abaixo (não considerar ferramentas de planilhas e/ou de edição de textos como sistemas). Marcar com “x” mais de uma opção, se aplicável.

	Utiliza sistemas desenvolvidos internamente (empresas do mesmo grupo econômico)	Utiliza sistemas contratados de terceiros	Não utiliza sistemas para essa atividade porque não há necessidade	Não utiliza sistemas porque a atividade é terceirizada (fora do grupo econômico)
Contabilidade				
Controladoria de ativos e passivos				
Cálculo de cotas				
Precificação de ativos				
Obrigações informacionais (reguladores e aos cotistas)				
Conformidade em relação a enquadramento de carteiras				
Conformidade em relação a riscos				
Supervisão de liquidez				
Documentação de fundos				
Custódia				
Distribuição				
Gestão de Carteira				
Consultoria de Investimento				
Atividades administrativas (Ex.: Recursos humanos)				

Q10. Favor informar o valor das despesas¹ em tecnologia de informação (TI) da **empresa, considerando o CNPJ informado**. Quando for o caso, preencher com "0" (zero).
 1- Neste questionário, despesas significam "custos e despesas"

	Valor em R\$ milhares
Despesas anuais (média dos últimos 5 anos)	
Investimentos anuais (média dos últimos 5 anos)	
Ativo imobilizado (última demonstração financeira)	
Ativo intangível (última demonstração financeira)	

4. Riscos Operacionais

Q11. Favor informar sobre capital próprio e risco de capital. Quando a pergunta não for aplicável, indique "não aplicável".

Qual o valor calculado do seu capital para risco operacional, segundo Basileia II, se aplicável (considerando-se o CNPJ informado)?	
Qual o valor calculado do seu capital para risco operacional, segundo Basileia II, se aplicável (considerando apenas as atividades de administração fiduciária)?	
Qual a metodologia de cálculo do capital para risco operacional?	
Comente sobre a adequação das atuais regras de requisito de capital. Caso IF, regras do Bacen. Caso não IF, regras da ICVM 558 (indique Sim ou Não. Comente se desejar).	
Apenas se a empresa (considerando o CNPJ informado) for DTVM: comentar se há algum estudo em andamento para deixar de ser DTVM e concentrar todas as atividades em administração e gestão e distribuição de fundos (indique Sim ou Não).	

Q12. De acordo com a sua opinião, favor classificar os riscos operacionais listados abaixo, considerando **as atividades de administração fiduciária**.

	Em relação à indústria de administração fiduciária, em geral. Comece por "1" (risco com maior probabilidade de ocorrer)	Em relação à indústria de administração fiduciária, em geral. Comece por "1" (risco que pode gerar maiores perdas)	Em relação às suas atividades de administração fiduciária. Comece por "1" (risco com maior probabilidade de ocorrer)	Em relação às suas atividades de administração fiduciária. Comece por "1" (risco que pode gerar maiores perdas)
Fraude Interna				
Crime cibernético				
Falhas em Sistemas de TI				
Roubo de Informações				
Subornos / Corrupção				
Falhas em hardware				
Erro humano				
Problemas trabalhistas				
Falhas em cumprir obrigações regulamentares				
Falhas em atividades terceirizadas				

Comentários (comente quaisquer outros riscos que não estejam listados acima e que você julgue que possam ser relevantes nas atividades de administração fiduciária):

Q13. Favor informar o valor das perdas relacionadas a cada um dos riscos operacionais listados abaixo **nas suas atividades de administrador fiduciário**. Responda a maior quantidade de itens possível. Mesmo que não consiga responder a nenhum item, não deixe de responder a última linha - "total", que será útil (valores em R\$ milhares).

	Maior perda ocorrida no período da penúltima demonstração financeira	Maior perda ocorrida no período da última demonstração financeira	Total de perdas ocorridas no período da penúltima demonstração financeira	Total de perdas ocorridas no período da última demonstração financeira	Contratação de seguro (Sim ou Não)
Fraude Interna					
Crime cibernético					
Falhas em Sistemas de TI					
Roubo de Informações					
Subornos / Corrupção					
Falhas em hardware					
Erro humano					
Problemas trabalhistas					
Falhas em cumprir obrigações regulamentares					
Falhas em atividades terceirizadas					
Total de perdas operacionais (incluindo perdas não listadas acima)					

Q14. Favor informar o valor das perdas para cada um dos itens listados abaixo que tenha sido impactado pela materialização de riscos operacionais, **na sua atividade de administração fiduciária** (valores em R\$ milhares).

	Período da penúltima demonstração financeira	Período da última demonstração financeira
Perdas com ativos imobilizados e não imobilizados		
Multas e sanções pecuniárias		
Ressarcimento a clientes		
Ressarcimentos (exceto clientes)		
Outros		
Total geral		
Número de reclamações em relação a ressarcimentos		

Q15. Favor informar sobre contratação de seguros para a **atividade de administração fiduciária** (valores em R\$ milhares).

	Cobertura	Prêmio	Franquia/ coobrigação
Seguros para ressarcimentos de fundos e cotistas			
Seguro para riscos operacionais			
Total de seguros contratados			