



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000

SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Ofício Interno nº 7/2021/CVM/SIN/GAIN

Rio de Janeiro, 04 de maio de 2021.

De: SIN

Para: SGE

Assunto: Recurso contra decisão da SIN/GAIN - Processo CVM nº 19957.003391/2021-86

Senhor Superintendente Geral,

A) CONSIDERAÇÕES INICIAIS

1. Trata-se de Recurso para o Colegiado da CVM, apresentado por SAFRA SERVIÇOS DE ADMINISTRAÇÃO FIDUCIÁRIA LTDA, doravante denominados "SAFRA", em face de decisão da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN), nos termos da Deliberação CVM nº 463.

2. O SAFRA SERVIÇOS DE ADMINISTRAÇÃO FIDUCIÁRIA LTDA, apesar de não ser instituição financeira, está habilitado a exercer a atividade de administração fiduciária de fundos de investimentos regulados pela Instrução CVM nº 555 ("ICVM 555") com base no art. 1º, § 2º, inciso II, da Instrução CVM nº 558 ("ICVM 558").

Art. 1º A administração de carteiras de valores mobiliários é o exercício profissional de atividades relacionadas, direta ou indiretamente, ao funcionamento, à manutenção e à gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor.

[...]

§ 2º Podem ser registrados na categoria administrador fiduciário:

[...]

II - pessoa jurídica que mantenha, continuamente, valores equivalentes a no mínimo 0,20% dos recursos financeiros sob administração de que trata o item 6.3.c do Anexo 15-II ou mais do que R\$ 550.000,00 (quinhentos e

cinquenta mil reais), o que for maior, em cada uma das seguintes contas do Balanço Patrimonial elaborado de acordo com a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e com as normas da CVM:

a) patrimônio líquido; e

b) disponibilidades, em conjunto com os investimentos em títulos públicos federais.

[...]

§ 5º O administrador de carteiras de valores mobiliários registrado na categoria administrador fiduciário de acordo com o inciso II do § 2º deve encaminhar à CVM, até o dia 31 de março de cada ano:

I - demonstrações financeiras elaboradas de acordo com a Lei nº 6.404, de 1976, e com as normas da CVM, com a data base de 31 de dezembro do ano anterior, auditadas por auditor independente registrado na CVM; e

II - relatório sobre a efetividade da manutenção contínua dos valores exigidos pelo inciso II do § 2º, referente ao ano anterior, emitido por auditor independente registrado na CVM.

3. O presente processo foi instaurado após analisarmos as demonstrações financeiras (1242775 da instituição com data base de 31/12/2020, juntamente com o relatório (1242776) do auditor externo (“Relatório”) e identificarmos insuficiência nas contas de patrimônio líquido e de disponibilidades para atender o disposto no art. 1º, § 2º, inciso II, da Instrução CVM 558.

4. A razão para essa insuficiência, na visão da SIN, decorreu do fato do SAFRA, ao calcular o montante de recursos financeiros sob administração, ter excluído do cálculo para requerimento de capital os recursos investidos em fundos de investimento que investem em outros fundos de investimento administrados pelo próprio SAFRA.

5. Identificada tal situação, a SIN por meio do Ofício nº 246/2021/CVM/SIN/GAIN (1242778), de 19 de abril de 2021, solicitou ao participante um plano para adequação do capital exigido pela norma já que o entendimento desta área técnica é de que devem ser considerados na base de cálculo dos recursos financeiros sob administração todos os fundos administrados, independentemente de eventual interconexão entre eles, como, neste caso, fundos que investem em outros fundos administrados pela mesma instituição, entendimento contra o qual a instituição manifestou seu inconformismo, como se verá adiante.

6. Por conseguinte, este Ofício Interno tem como objetivo apresentar o recurso interposto pelo recorrente contra o posicionamento desta SIN, bem como as contrarrazões desta superintendência que a levam a defender a manutenção da decisão de que o SAFRA deve apresentar plano de adequação.

B) RECURSO

7. Em seu recurso (1254560), o SAFRA inicialmente alega que a exigência de Patrimônio Líquido mínimo para os Administradores foi introduzida pela Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015 e tem por objetivo garantir que as administradoras fiduciárias não-financeiras tenham recursos financeiros suficientes para exercer suas atividades. Assim, cita trecho do relatório de análise da audiência pública daquela regra:

Com a regra acima, a CVM alcança o seu principal objetivo com a Minuta - o de garantir que o administrador fiduciário tenha recursos financeiros mínimos para exercer sua atividade - sem fazer com que os administradores de carteira tenham necessariamente que incorrer em custos de compliance com o BACEN. Tendo em vista a novidade dessa

atividade de supervisão de exigência de capital pela CVM, todavia, a autarquia planeja constante avaliação sobre os efeitos da regra no mercado e se dispõe a aprimorá-la no futuro próximo, se necessário.

8. Ainda, argumenta que em linha com tal objetivo e com a opinião do auditor externo de suas demonstrações, o SAFRA considerou que o montante total de recursos financeiros sob administração deve considerar o total efetivo de recursos financeiros alocados pelos investidores nos fundos administrados, o que *"implica desconsiderar os recursos representados pelos investimentos em cotas de outros fundos também administrados pela entidade"*. Segundo o recurso, a razão seria de que os recursos financeiros alocados pelos investidores que estão sob administração ficam duplicados quando um fundo administrado pelo Administrador investe em outro fundo administrado pelo mesmo Administrador, o que pode, inclusive, *"configurar informação distorcida ao mercado"*, distorção essa que poderia levar o *"montante ao infinito, com a possibilidade de fundos aplicando em outros fundos"*.

9. De outro lado, considera que a "dupla contagem" para apuração do Patrimônio Líquido mínimo gera um suposto *"efeito multiplicador inexistente"*, se o Ativo representado por cotas de outros fundos do próprio administrador compuser a base de cálculo para apuração do referido Patrimônio Líquido, refletindo, superestimando *"o montante de recursos financeiros efetivamente administrados pela entidade"* e, por conseguinte, o montante de Patrimônio Líquido necessário.

10. Apesar de reconhecer que a regra não traz nenhum detalhamento ou definição sobre o método de cálculo a ser utilizado para apuração do volume de recursos sobre administração, o entendimento da instituição baseia-se também no procedimento adotado pelo mercado na *"prestação de informações à ANBIMA relativas a ranking de administradores de recursos de terceiros onde o investimento em cotas de fundos do próprio administrador são desconsiderados, com a aplicação do conceito de 'dupla contagem'"*.

11. Diante dos argumentos apresentados o SAFRA solicita, assim, (i) a reavaliação do entendimento indicado no Ofício Ofício nº 246/2021/CVM/SIN/GAIN quanto à apuração do capital mínimo; bem como (ii) a reconsideração do pedido de apresentação de um plano para adequação do capital exigido pela norma.

C) MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA

12. Como se vê do recurso, o argumento central do SAFRA contra a decisão da área técnica e o que de a contagem do patrimônio líquido dos fundos investidores e também dos fundos por ele investidos, ainda que ambos administrados pela instituição, representaria uma "dupla contagem" para os efeitos do cálculo do capital mínimo que ela deveria manter para atender o requisito previsto no art. 1º, § 2º, inciso II, da Instrução CVM nº 558.

13. E fato que, para certos efeitos, levar em consideração fundos investidores e fundos investidos, em especial em estruturas coesas como no caso a dos master-feeders, pode gerar redundâncias desnecessárias, ate mesmo em certos temas de supervisão. Mas não parece ser esse o caso para o cálculo do capital mínimo de administradores fiduciários, como se verá.

14. Vale lembrar, como mencionado no Edital de Audiência Pública SDM nº 10/14, que culminou com a edição da Instrução CVM nº 558, qual foi o objetivo do estabelecimento do requisito de capital mínimo previsto na regulação vigente:

Na Audiência Pública SDM nº 14/2011, foram recebidos diversos comentários sobre a necessidade de a CVM reconhecer a existência de

administradores de carteira de valores mobiliários com duas especializações distintas:

- (i) administração fiduciária, com responsabilidades diretas ou indiretas pela custódia, controladoria de ativos e passivos e, de maneira geral, pela supervisão da higidez da gestão; e
- (ii) gestão de recursos, responsável pela tomada de decisão de investimentos.

A CVM acatou tais comentários e decidiu criar duas categorias de registro para os administradores de carteira de valores mobiliários: (i) administrador fiduciário; e (ii) gestor de recursos. Nesse sistema, o administrador de carteira poderá requerer o registro em uma ou em ambas as categorias.

Em relação à categoria “administrador fiduciário”, foi identificado o risco de aumento do número de administradores responsáveis por esta atividade que não sejam instituição autorizada a funcionar pelo BACEN. Esse cenário parece provável, tendo em vista a possibilidade prevista na futura norma de administradores de carteira de que os administradores registrados na categoria “administrador fiduciário” poderão distribuir cotas dos fundos que administrem mesmo se não forem instituição financeira.

A proposta apresentada neste Edital de que o administrador fiduciário deverá ser banco múltiplo, banco comercial, a Caixa Econômica Federal, banco de investimento, sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários tem três finalidades principais.

Todo administrador fiduciário passaria a ter requerimentos mínimos de patrimônio de referência, acompanhado pelo BACEN, de acordo com as regras já existentes e aplicáveis às instituições autorizadas a funcionar pela referida autarquia. Esse patrimônio seria importante em caso de eventuais prejuízos em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento e aos atos normativos expedidos pela CVM.

Os requerimentos mínimos de patrimônio de referência trariam ainda o benefício de serem complementares à análise feita pela CVM, quando do pedido de registro como administrador de carteira, sobre a suficiência dos recursos humanos e tecnológicos do requerente. EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 10/14 3

A estrutura operacional e tecnológica das instituições financeiras é muito similar àquela necessária ao administrador fiduciário para exercer suas atividades de tesouraria, controle e processamento dos ativos financeiros sob administração. Nesse sentido, seria saudável para a supervisão da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários que os administradores fiduciários tivessem que respeitar as regras aplicáveis às instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN, que tratam também sobre sua estrutura operacional.

Segundo dados de agosto de 2014, 99,8% do patrimônio líquido dos fundos regulados pela Instrução CVM nº 409 (Fundos 409), de 18 de agosto de 2004, é administrado por administrador de carteira que é, também, instituição autorizada a funcionar pelo BACEN ou sociedade integrante de conglomerado econômico-financeiro. No 0,2% restante, incluem-se menos de 10 administradores de carteira.

É fácil concluir, pelos números apresentados acima, que o impacto da regra proposta neste Edital seria bastante reduzido no setor da indústria que administra Fundos 409 [Fundos 555]. Tais números corroboram a conclusão da CVM de que é mais do que natural que as instituições financeiras se predisponham a oferecer serviços de administração fiduciária de fundos, tendo em vista sua estrutura operacional especializada na escrituração e na custódia de ativos financeiros.

15. Em função dos comentários e sugestões trazidas no âmbito dessa audiência, a CVM concluiu, em resumo, que:

No caso da proposta apresentada na Minuta, a CVM está convencida que a exigência de capital mínimo de administradores fiduciários apresenta maiores benefícios para o funcionamento eficiente e regular do mercado do que custos. Tendo em vista que a imensa maioria dos administradores de fundos de investimento já são instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN e já possuem, portanto, requerimentos mínimos de patrimônio de referência, a regra de capital mínimo seria potencialmente onerosa para poucos desses prestadores de serviços.

A grande vantagem da regra proposta na Minuta é que o BACEN tem larga competência e experiência no acompanhamento de regras de exigência de capital, poupando à CVM os custos necessários para serem criadas novas regras e estrutura de fiscalização sobre o tema. Por isso, à época da divulgação do Edital de Audiência Pública, preferiu-se exigir o registro dos administradores fiduciários no BACEN, e não a criação de regras de capital mínimo pela própria CVM.

Os comentários recebidos na Audiência Pública, no entanto, fizeram com que a CVM criasse uma regra de capital mínimo para o administrador fiduciário que não seja instituição autorizada a funcionar pelo BACEN: ele deve ter, continuamente, patrimônio líquido que represente mais do que 0,20% dos recursos financeiros sob administração, não podendo esse patrimônio ser menor que R\$ 550 mil. Esse valor mínimo deverá ter correspondente também em ativos com alta liquidez: mais especificamente, em disponibilidades e investimentos em títulos da dívida pública federal.

Em termos práticos, esse valor de capital mínimo é similar àquele necessário para uma distribuidora de títulos e valores mobiliários que exerce exclusivamente atividades de administração de recursos de terceiros².

*Com a regra acima, a CVM alcança o seu principal objetivo com a Minuta - o de garantir que o administrador fiduciário tenha recursos financeiros mínimos para exercer sua atividade -, sem fazer com que os administradores de carteira tenham necessariamente que incorrer em custos de **compliance** com o BACEN. Tendo em vista a novidade dessa atividade de supervisão de exigência de capital pela CVM, todavia, a autarquia planeja constante avaliação sobre os efeitos da regra no mercado e se dispõe a aprimorá-la no futuro próximo, se necessário.*

16. Assim, melhor contextualizada a discussão havida naquela audiência, faz-se necessário aqui rechaçar o argumento do recurso de que essas discussões, de alguma forma, validem o entendimento da SAFRA de que os fundos não devam ser individualmente considerados no cálculo do patrimônio líquido. Na verdade, e como seria mesmo de se esperar, a audiência não adentrou em tamanho detalhe sobre a correta e melhor aplicação da norma.

17. Sem prejuízo disso, rememorar o ali discutido é de grande importância para se chegar a uma melhor conclusão sobre a interpretação do dispositivo, pois dali se pode extrair o objetivo perseguido pela CVM quando da imposição de sua regra, e assim, qual seria o entendimento que de forma mais adequada atenderia esse objetivo.

18. Nesse sentido, como se pode perceber do exposto tanto no Edital quanto no Relatório da audiência, as exigências no requerimento de capital mínimo buscaram (i) equalizar no contexto da CVM as exigências similares desde muito feitas pelo BACEN para atividades de escopo e natureza muito similares (pois envolvem, ao menos em parte, a geração, processamento, divulgação e controle

de informações de natureza financeira) e que sempre demonstraram, pela experiência daquele outro regulador, ser pertinentes e convenientes; (ii) a própria evidência prática de que a indústria de administração fiduciária sempre se posicionou nesse serviço, de forma quase que exclusiva, com sua prestação por instituições financeiras sujeitas a esse requisito.

19. É verdade que na versão original proposta pelo Edital a atividade de administração fiduciária seria exclusiva de instituições financeiras e, ao final, tal possibilidade foi também estendida para as que atendessem o já citado requisito previsto no art. 1º, § 2º, inciso II, da Instrução CVM nº 558. Mas, como bem lembrado pelo mencionado trecho do Relatório da Audiência, a única diferença relevante desse reposicionamento da regulação foi a de atribuir para a própria CVM a fiscalização do atendimento de um requisito que, de outra forma, seria fiscalizado indiretamente pelo BACEN.

20. Isso tudo exposto, é possível perceber que o estabelecimento de capital mínimo serviu de proxy para definir, de maneira mais objetiva e direta, um nível igualmente mínimo de (i) comprometimento do regulado com a prestação do serviço que oferece ao mercado de interesse (*skin in the game*), assim como, de (ii) uma estrutura para prestá-lo (afinal, ele contaria com pelo menos recursos básicos para um modelo de negócios que, sabe-se, exige investimentos fixos relevantes). Isso tudo de uma forma viável e escalável de fiscalizar.

21. Nesse contexto, difícil alcançar o argumento do recurso de que contar os fundos investidores e também os fundos investidos pela mesma instituição representaria alguma redundância. Ora, tanto esses fundos investidores quanto os investidos oneram a estrutura do prestador de serviços, demandam investimentos em tecnologia, pessoas, controles e estrutura de forma geral, e oferecem, mesmo que eventualmente em medidas diferentes, riscos operacionais na prestação do serviço.

22. Aliás, tanto os fundos investidores quanto os fundos investidos oferecem riscos operacionais cuja materialização pode levar o administrador fiduciário a consumir esse capital (outro motivo relevante para que o BACEN sempre tenha estabelecido essas exigências a seus regulados). A abordagem do próprio BACEN ao estabelecer seus requisitos de capital mínimo para as instituições financeiras prestadoras de serviços de administração fiduciária define, conforme visto na Circular BACEN nº 3.640, de 2013, que elas devem apresentar patrimônio de referência para fazer frente a esses riscos operacionais (sob a Abordagem do Indicador Básico), sob um percentual de 15% das receitas com a administração de recursos de terceiros.

23. Ora, nesse contexto, se o recorrente instituição financeira fosse e assim estivesse sujeita aos requisitos do BACEN, teria ela que se sujeitar a um critério marcado pela base da efetiva prestação do serviço. Assim, para convencer aquele regulador de seu argumento, o SAFRA teria que demonstrar que nenhum serviço de "administração de recursos de terceiros" seria prestado numa ou noutra ponta desses fundos, o que, claro, não se sustentaria.

24. Não que se pretenda dizer aqui que a CVM estaria vinculada a conferir o mesmo tratamento dado pelo BACEN aos regulados sob sua jurisdição. Mas, considerando os propósitos perseguidos e critérios adotados pela CVM quando do estabelecimento desse requisito de capital mínimo, a leitura daquele regulador prudencial sobre o mesmo tema se afigura como mais do que relevante para guiar a melhor interpretação da CVM. Inclusive, para evitar a possibilidade de tratamentos assimétricos entre ambos que leve regulados a adotar um ou outro regime apenas por esse motivo, o que não nos parece de toda forma conveniente

permitir.

D) CONCLUSÃO

25. Em face do exposto, entendemos que a exigência formulada por meio do Ofício nº 246/2021/CVM/SIN/GAIN não merece ser reformada, motivo pelo qual sugerimos o envio do presente processo à apreciação do Colegiado da CVM, com proposta de que relatoria do caso seja da SIN/GAIN.

Atenciosamente,

DANIEL WALTER MAEDA BERNARDO

Superintendente de Supervisão de Investidores Institucionais - SIN.



Documento assinado eletronicamente por **Daniel Walter Maeda Bernardo, Superintendente**, em 11/05/2021, às 23:58, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **1254564** e o código CRC **7FFC39**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1254564** and the "Código CRC" **7FFC39**.*