

Relatório de Análise 001/2011

Determinação dos parâmetros para a caracterização da prática de *churning* no Brasil

Gerência de Análise e Estratégia

Julho de 2011

Sumário Executivo

Ao longo dos últimos anos, a BSM tem se deparado, no decorrer de suas atividades de supervisão e acompanhamento dos mercados administrados pela BM&FBOVESPA, com inúmeras irregularidades na gestão do patrimônio dos investidores¹.

Frequentemente, estas irregularidades são agravadas pela realização de sucessivas operações com o objetivo preponderante de gerar maiores receitas (taxas de corretagem e comissões).

Em diversas jurisdições, essa prática de efetuar negócios de maneira excessiva com o objetivo de gerar maiores receitas, denominada *churning* ou *overtrading*, está bem caracterizada nas normas, inclusive com indicadores precisos para apontar se o volume de negócios e de receitas gerados são indicativos da prática de *churning*.

No Brasil, essa prática pode ser tipificada como quebra do dever de lealdade em razão da atuação contrária ao melhor interesse do investidor (infração ao artigo 4º, parágrafo único, da Instrução Normativa CVM Nº 387/03) e como operação fraudulenta nos termos dos itens I e II, alínea “c” da Instrução Normativa CVM Nº 8/79. Contudo, as análises efetuadas até então carecem de indicadores objetivos por meio dos quais se possa afirmar que houve negociação excessiva e geração de receitas acima de níveis aceitáveis.

Neste trabalho, sugerem-se dois indicadores para subsidiar as análises e decisões da BSM quanto à caracterização da prática do *churning*. A exemplo do que ocorre em outras jurisdições, é proposta a utilização de um indicador para averiguar se o volume de negócios foi excessivo e de outro para aferir se o total de despesas incorridas pelo investidor foi demasiado.

O primeiro indicador, conhecido como *Turnover Ratio*, indica o número de “giros” efetuados com a carteira do cliente, comparando-se o patrimônio médio do cliente com o volume total de compras efetuado. Como *benchmark* para verificar se determinada *Turnover Ratio* é excessiva, sugere-se compará-la com a taxa de *turnover* dos fundos de investimento em ações, partindo-se do princípio de que é razoável supor que um investidor particular gire sua carteira a taxa inferior à de fundos geridos por profissionais. De acordo com os cálculos efetuados, taxas de *turnover* superiores a 8 seriam fortemente

¹ Como exemplos dessas irregularidades, pode-se citar a gestão de recursos realizada por pessoa não autorizada pela CVM a exercer a atividade de administrador de carteira e a realização de operações não autorizadas pelos clientes.

indicativas da prática de *churning*, não podendo-se descartar, contudo, a possibilidade de *churning* para taxas entre 2 e 8.

Para verificar a presença de uma excessiva despesa para os investidores, sugere-se a adoção do indicador denominado *Cost-Equity Ratio*, que compara o total de despesas que incidiu sobre a carteira do investidor com seu patrimônio médio. Este indicador reflete o retorno mínimo que seria necessário para cobrir as despesas que incidiram sobre a carteira do investidor em determinado período. Como base de comparação para verificar se determinada *cost-equity ratio* é elevada ou não, sugere-se compará-la com a rentabilidade histórica do Ibovespa, que, nos últimos 15 anos, foi de, aproximadamente, 21% ao ano. Ou seja, *cost-equity ratios* superiores a 21% ao ano seriam consideradas como indicativas da prática de *churning*, vez que reduziriam a probabilidade do investidor obter algum lucro a menos de 50%.

Estes indicadores serão formalmente adotados para analisar casos em que se perceba indícios da prática de *churning* e auxiliarão as decisões tomadas no âmbito da atividade de *enforcement* da BSM.

Índice

1. Introdução	1
2. Normas sobre <i>churning</i> nos mercados internacionais	2
3. Caracterização da prática de <i>churning</i>	6
4. Definição de indicadores e de seus <i>benchmarks</i> no Brasil	9
5. Estudo de caso	16
6. Conclusão	17
Referências bibliográficas	20
Anexos	21

Determinação dos parâmetros para a caracterização da prática de *churning* no Brasil

1. Introdução

A BM&FBOVESPA Supervisão de Mercado - BSM, no âmbito de seus trabalhos de supervisão dos mercados da BM&FBOVESPA e na condução de processos decorrentes de reclamações ao Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP), tem observado a recorrência de exercício irregular da atividade de administração de carteiras.

Nas análises efetuadas pela BSM, além dessa infração primária (atuação irregular como administrador de carteira), em muitos casos observa-se o “gestor” efetuando grande número de operações com o único e exclusivo propósito de gerar maiores taxas de corretagem e comissões e, dessa forma, aumentar a sua remuneração.

A prática de efetuar negócios em nome dos clientes de maneira excessiva com o objetivo de obtenção de receitas de corretagem e comissões é considerada irregular, por caracterizar atuação contrária ao melhor interesse dos clientes, e é conhecida na literatura internacional como *churning*.

“Churning occurs when a securities broker buys and sells securities for a customer's account, without regard to the customer's investment interests, for the purpose of generating commissions”

**US Securities and Exchange Commission
(SEC x Aura Financial Services, Inc. June/2009)**

No mercado americano, essa prática está extensivamente descrita e amparada pela jurisprudência e, como veremos mais adiante, há regras e parâmetros bem definidos para sua caracterização.

No Brasil, inexistente previsão expressa na norma sobre essa prática e, sequer, estudos que tratem de *churning*². Este trabalho procura dar subsídios para que os indícios de irregularidades detectados na BSM possam ser caracterizados como casos de *churning*.

² Na norma brasileira, a prática de *churning* pode ser enquadrada, à exemplo do que ocorre em outras jurisdições, como quebra do dever fiduciário e atuação contrária ao melhor interesse do cliente (infração ao Art. 4º, Par. Único da IN CVM 387/03). Pode ser enquadrada, ainda, como operação fraudulenta, nos termos dos itens I e II, alínea “c” da IN CVM 8/79.

Inicialmente, é feita uma análise de como a prática de *churning* é caracterizada em outras jurisprudências, com indicação das regras existentes em países como Austrália, Inglaterra, Canadá e, especialmente, Estados Unidos, onde existem parâmetros bem definidos e uma jurisprudência já formada a respeito dessa prática, com diversos casos no âmbito da *Securities and Exchange Commission* - SEC (o órgão regulador dos mercados de valores mobiliários) e da *Financial Industry Regulatory Authority* - FINRA (a entidade autorreguladora).

A segunda parte do estudo identifica os principais indicadores utilizados para caracterizar a prática do *churning* em outras jurisdições. Dois indicadores, em especial, são analisados: o giro da carteira (*turnover ratio*) e a relação entre as despesas incorridas pelo investidor e o seu patrimônio (*cost-equity ratio*).

Em seguida, busca-se trazer para a realidade do mercado brasileiro estes indicadores e, por fim, se analisa caso concreto, identificado nos trabalhos de supervisão da BSM, à luz dos conceitos discutidos ao longo do texto.

2. Normas sobre *churning* nos mercados internacionais

2.1. Estados Unidos

No mercado americano, a prática do *churning* normalmente é enquadrada como violação de normas relativas ao dever fiduciário ou à conduta de negócios. Inúmeros processos julgados indicam isso e criaram a jurisprudência (ver exemplos no **quadro I**).

As próprias bolsas, na qualidade de autorreguladoras, também possuem regras em que a prática do *churning* pode ser enquadrada, tais como regras relativas ao “*know your customer*” (NYSE Rule 405) e a preços justos de comissões (NASD 2440).

As regras da FINRA também dão tratamento à caracterização do *churning*. Segundo a regra vigente até 2010, o *churning* é definido da seguinte forma:

“(...) *excessive activity in a customer's account, often referred to as ‘churning’ or ‘overtrading’*. There are no specific standards to measure excessiveness of activity in customer accounts because this must be related to the objectives and financial situation of the customer involved”.

(FINRA Rule 2310-2(b)(2))

Em 2010, a FINRA colocou em audiência pública norma consolidando as regras de *Suitability* e *Know Your Customer*. Já no edital de audiência, nota-se uma preocupação específica com a prática de *churning*, por meio do conceito de “*quantitative suitability*”:

“There are three main suitability obligations:

- Reasonable basis: firms must have a reasonable basis to believe, based on adequate due diligence, that a recommendation is suitable at least for some investors;*
- Customer specific: firms must have reasonable grounds to believe a recommendation is suitable for the specific investor; and*
- Quantitative: firms must have a reasonable basis to believe the number of recommended transactions within a certain period is not excessive.”*

Abaixo, o texto da regra que entrará em vigor em outubro de 2011:

“Quantitative suitability requires a member or associate person who has actual or de facto control over a client account, the member firm must have a basis to believe that a series of recommended transactions, even if suitable when viewed in isolation, are not excessive or unsuitable for the customer when taken together. While no single test would define excessive activities, factors that might provide a basis for finding a violation of the quantitative suitability obligation would include the turnover rate, the cost-equity ratio, and the use of in and out trading in a customer’s account”.

(FINRA Rule 2111 (b))

2.2. Canadá

Referência expressa à prática de *churning* também é encontrada na regulamentação do mercado de valores mobiliários canadense, conforme evidenciado nas regras da *Investment Industry Regulatory Organization of Canada* – IIROC, entidade autorreguladora do mercado:

“Churning is a practice whereby a registrant trades excessively in the account in light of the character of the account and the customer’s objectives. Churning involves an intention to generate commissions in willful disregard of the interests of the client”.

(IIROC Disciplinary Sanctions Guidelines - By-law - 29.1 – Regulation 1300.1)

2.3. Reino Unido

A prática do *churning* também está enquadrada nas regras da *Financial Services Authority* – FSA, do Reino Unido.

“Churning and switching -

(1) A series of transactions that are each suitable when viewed in isolation may be unsuitable if the recommendation or the decisions to trade are made with a frequency that is not in the best interests of the client”

(2) A firm should have regard to the client’s agreed investment strategy in determining the frequency of transactions”.

(FSA Handbook - Conduct of Business Sourcebook - COBS 9.3 - “Guidance on assessing suitability”)

A regra britânica está em linha com a Diretiva Europeia, que estabelece:

“a transaction may be unsuitable for the client or potential client because of the risks of the financial instruments involved, the type of transaction, the characteristics of the order or the frequency of the trading. A series of transactions that are each suitable when viewed in isolation may be unsuitable if the recommendation or the decisions to trade are made with a frequency that is not in the best interests of the client.”

(Commission Directive 2006/73/EC - Exp. 57)

2.4. Austrália

O normativo da bolsa australiana que trata da prática do *churning* explicita a dificuldade em criar uma regra geral para sua caracterização e, por isso, estipula que a análise deve ser feita no caso concreto.

“Excessive transaction cannot be established by any precise formula and each situation must be judge on case-by-case basis regard to the investment objectives, financial situation and needs of the client and the relevant markets”

(ASX Market Rules – Guidance Note nº 29)

Contudo, estabelece um conjunto de fatores que podem ser utilizados para ajudar na caracterização da prática de *churning*. Basicamente, estes fatores estão relacionados à *suitability*, ao volume de transações efetuadas e aos custos que incidem sobre o investidor:

- *“Recording and review of the brokerage, commission or management fee earned during a quarter (...);*
- *Recording and review of the value of all market transactions for the quarter (...);*
- *Recording and review of the value of the market transactions for each Quoted Product for the quarter (...);*
- *Comparison of the size or frequency of trading with the investment objectives, financial situation and needs of the client.”*

Quadro I

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION

Litigation Release No. 21081 / June 12, 2009

(...) The Complaint alleges that (...) the Defendants used fraudulent sales practices (...). The Complaint also alleges that the Defendants rampantly "churned" these accounts of at least fifteen customers by causing numerous trades to be executed which enriched Defendants through brokerage commissions and, in some cases, mark-ups, while depleting the customers' balances through trading losses and excessive transaction costs. In addition, the Complaint alleges that many of the trades effected by Defendants were unauthorized by the customers. The Complaint alleges that during 2008, Defendants' churning generated total gross commissions of over \$1 million, while the accounts of the fifteen customers suffered a combined loss of over \$3.5 million.

The Complaint alleges that the Defendants have violated the antifraud provisions of the federal securities laws, Section 17(a) of the Securities Act of 1933, Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934, and Rule 10b-5 thereunder.

FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY LETTER OF ACCEPTANCE, WAIVER AND CONSENT NO. 2007007400504

(...) That misconduct included: (i) executing unauthorized trades in violation of NASD Conduct Rule 2110; (ii) churning and engaging in unsuitably excessive trading (the annualized cost to equity ratios ranged from 41 % to 488%; and the annualized turnover rates ranged from 8.83 to 108.14) in violation of Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934, Rule 10b-5 thereunder, NASD Conduct Rules 2310, 2120, 2110 and IM-2310-2; (...)

(...) FINRA found that between February 2006 and July 2007, the firm failed to establish and maintain an adequate system for supervising its brokers (...).

Como visto, a prática de *churning* é, em algumas jurisdições, tratada como violação de regras relativas ao dever fiduciário e/ou à *suitability*. Em outras, as normas tratam da prática de *churning* de forma mais direta (como no caso da nova regra da FINRA, que entrará em vigor proximamente).

Na próxima sessão, discutiremos como a prática de *churning* é caracterizada, ou seja, quais os parâmetros utilizados para definir se um agente incorreu ou não na prática. Especial destaque será dado aos parâmetros utilizados pelas entidades reguladoras e autorreguladoras americanas, que possuem “regras gerais” para caracterizar a prática do *churning*.

3. Caracterização da prática de *churning*

Duas características básicas precisam estar presentes para caracterizar a prática do *churning*.

A primeira, é o controle da conta do cliente. Isso pode se dar diretamente, com autorização expressa e formal do cliente, ou de maneira indireta, quando inexistente uma autorização formal por parte do cliente, mas existe um controle “de fato” por parte do *broker*.

A segunda característica diz respeito a volume exagerado de negociação, gerando custos excessivos para o cliente e receitas para o *broker*. Apesar da ausência de indicadores formais nas normas das diversas jurisdições, é comum a utilização dos seguintes indicadores:

Turnover Ratio: representa o giro da carteira do cliente, em determinado período, expressa em termos anuais.

$$TR = \frac{\text{Total de Compras}}{\text{Carteira Média}} \times \frac{12}{\text{nº de meses}}$$

Cost-Equity Ratio: indica o percentual de retorno anual necessário para cobrir as despesas que incidiram sobre a carteira do investidor em determinado período.

$$CE = \frac{\text{Total de Despesas}}{\text{Carteira Média}} \times \frac{12}{\text{nº de meses}}$$

Para aferir se os valores encontrados para casos específicos são indicativos da prática de *churning*, é preciso ter uma base de comparação, indicando faixas aceitáveis de taxa de *turnover* e de *cost-equity ratio* e valores a partir dos quais haveria fortes indícios de prática de *churning*. No mercado norte-americano, a jurisprudência definiu algumas “regras de bolso”, conforme descrito a seguir.

a) *Turnover Ratio*

A jurisprudência americana tem aceitado a regra apelidada de “2-4-6”, proposta originalmente por Stuart Goldberg em 1967 e que ganhou popularidade na medida em que a SEC e cortes americanas passaram a acatá-la. De acordo com essa regra, taxas de *turnover* superiores a 2 seriam sugestivas da prática de *churning*, valores superiores a 4 seriam presumíveis da prática e valores superiores a 6 seriam conclusivos.

Winslow & Anderson (1990) procuram verificar a taxa de *turnover* da indústria de fundos americana, ou seja, quantas vezes os gestores profissionais giram as carteiras dos fundos que administram. De acordo com o estudo, os fundos mais conservadores tinham taxa de *turnover* média inferior a 0,60 e os fundos considerados mais agressivos apresentaram taxa média de 1,18. A tabela abaixo resume o resultado do estudo.

Tabela I

Estatísticas de *turnover ratio* por categoria de fundo

Fund Category	Mean Turnover Rate	SD	Mean + 2 SD
Agressive Growth	1.18	0.72	2.62
Balanced	0.66	0.58	1.81
Equity Income	0.70	0.53	1.76
Growth	0.98	0.61	2.19
Growth-Income	0.53	0.55	1.64
International	0.55	0.42	1.38
Option-income	1.45	0.74	2.93
Small Company	0.54	0.39	1.32
Income	0.58	0.40	1.39
Average	0.80		

Fonte: Winslow & Anderson (1990)

Como se pode observar, 98% dos fundos considerados agressivos (representados pela média mais dois desvios padrões) apresentavam taxa de *turnover ratio* de até 2,62, enquanto que para os conservadores esse universo se situa na faixa de até 1,39. Esses dados corroboram a regra 2-4-6, vez que 98% dos gestores profissionais giram a carteira de seus fundos no máximo 2,62 vezes por ano.

Estudos posteriores seguiram a mesma linha de análise, atualizando os dados relativos à taxa de *turnover* dos fundos, como, por exemplo, McCann & Luo (2002), que calcularam a taxa de *turnover* dos fundos mútuos no ano de 1998.

Tabela II
Estatísticas de *turnover*
USA - 1998

Asset class	Number of Funds	Turnover Ratios		Probability of Turnover as high as		
		Average	SD	2	4	6
Equity	1.927	0,84	0,99	10,2	2,5	0,9
Bond	2.277	1,03	1,13	13,1	4,1	1,8
Mix	377	0,97	0,94	11,9	2,8	0,9
Overall	4.581	0,94	1,12	11,7	3,2	1,2

Fonte: McCann & Luo (2002)

Neste estudo, eles comparam as estatísticas obtidas na indústria de fundos com a regra 2-4-6, indicando a probabilidade de se verificarem taxas superiores aos limites da regra. Observa-se que, para o conjunto de fundos analisados, apenas 1,2% apresentou taxa de *turnover* superior a 6, mais uma vez corroborando a regra de que taxas superiores a esta são, para o mercado americano, fortemente indicativas (ou conclusivas) da prática de *churning*.

b) *Cost-Equity Ratio*

Assim como no caso da taxa de *turnover*, os reguladores e autorreguladores norte-americanos também costumam adotar uma “regra de bolso” para definir se o valor encontrado para a *cost-equity ratio* é indicativo da prática de *churning*.

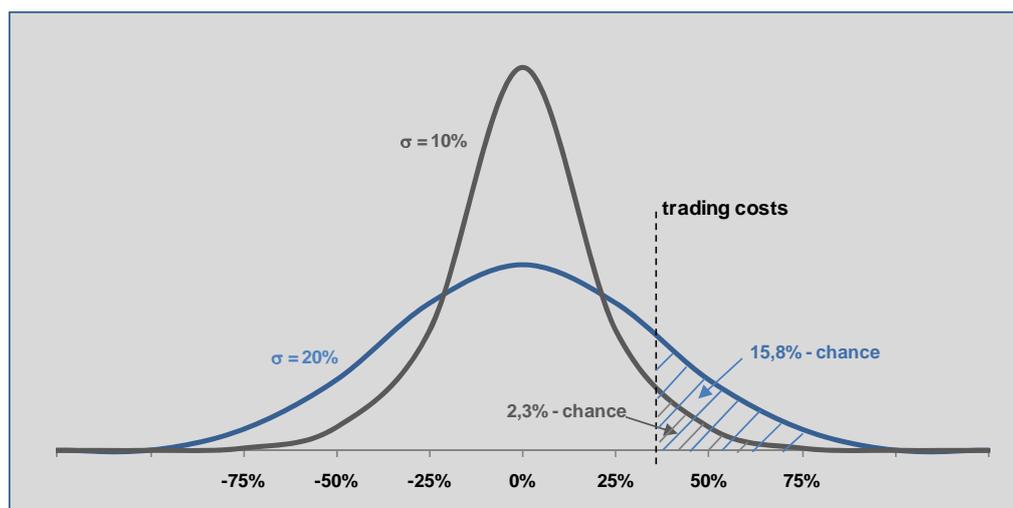
Baseado na rentabilidade histórica do mercado acionário norte-americano, Stuart Goldberg, criador deste indicador, sugere que valores superiores a 4% a.a. indicariam a possibilidade de *churning*, valores superiores a 8% a.a. seriam presumíveis da prática e superiores a 12% a.a. seriam conclusivos.

McCann (2001) apresenta esse indicador como a chance de o investidor, dada a estrutura de custos que gerou a *cost-equity ratio* calculada, obter rentabilidade não negativa. Em seu estudo, indica que a *cost-equity ratio* calculada para determinado investidor deve ser comparada com o retorno esperado do portfólio.

Demonstra, ainda, que quanto menor a volatilidade do retorno esperado, maior será a chance de uma determinada *cost-equity ratio* ser considerada indicativa de *churning*, como pode-se observar na figura I.

Figura I

Chance de superar os custos x Desvio padrão do retorno do portfólio



Fonte: McCann (2001)

Pela figura acima, percebe-se que, quanto menores a média e o desvio padrão da distribuição utilizada como *benchmark* (por exemplo, a rentabilidade histórica de um índice do mercado acionário ou de determinada carteira), menor a probabilidade de, dada uma determinada estrutura de custos (calculada pela *cost-equity ratio*), os investimentos efetuados darem retorno positivo ao investidor.

4. Definição de indicadores e de seus *benchmarks* no Brasil

Considerando o sucesso obtido, em outras jurisdições, com o uso dos indicadores acima descritos, sugere-se que eles sejam utilizados nas análises efetuadas pela BSM.

Algumas adaptações são necessárias para adequar os indicadores à realidade do mercado brasileiro, especialmente no que diz respeito ao *benchmark* utilizado para comparação dos valores obtidos nos casos concretos.

a) Taxa de Turnover

Para a taxa de *turnover*, a exemplo de Wislow & Anderson (*op. cit.*), sugere-se a comparação com a indústria de fundos de investimento. O indicador que servirá de

parâmetro foi elaborado com base na atuação dos gestores de fundos de investimento em ações - FIAs.

A hipótese adotada para este tipo de comparação entre a taxa de *turnover* de determinado investidor e o padrão da indústria de fundos de investimento é de que não é razoável supor que um investidor particular gire sua carteira a uma taxa superior à de um gestor profissional, que acompanha o mercado a todo instante procurando as melhores oportunidades para os fundos que administra.

No anexo A, encontra-se a análise efetuada a partir das operações realizadas pelos FIAs nos mercados da BM&FBOVESPA e o patrimônio líquido médio desses fundos ao longo do ano de 2010.

A tabela III indica as estatísticas de *turnover* para os fundos de ações em 2010, segregando-os por sub-categoria, de acordo com a classificação da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais - ANBIMA.

Dos 1.675 fundos que se encontravam ativos em 2010, foram excluídos 457 que não operaram nos mercados da BM&FBOVESPA no respectivo ano ou que apresentaram patrimônio líquido zerado ao longo do ano. Adicionalmente, foram excluídos os *outliers*, assim entendidos como os fundos que apresentaram as maiores e menores taxas de *turnover*³.

Tabela III

Estatísticas de *turnover* por categoria de fundo

Tipo de fundo *	Total de fundos	Média	Desv. Padrão	Md + 2 DP
Ações Dividendos	33	1,81	3,00	7,80
Ações FMP - FGTS	82	0,10	0,10	0,31
Ações IBOVESPA Ativo	292	3,63	5,92	15,47
Ações IBOVESPA Indexado	13	0,48	0,24	0,97
Ações IBrX Ativo	133	2,10	2,43	6,96
Ações IBrX Indexado	12	1,16	0,99	3,14
Ações Livre	498	2,73	5,04	12,81
Ações Setoriais	88	0,90	1,14	3,19
Ações Small Caps	24	1,70	1,76	5,22
Ações Sustentabilidade/Governança	16	1,16	0,84	2,84
Fundos de Índices - ETF	9	0,05	0,06	0,18
Fundos Fechados de Ações	6	0,87	0,56	1,98
Geral	1.206	2,43	4,60	11,62

Fonte: ANBIMA. Elaboração própria.

³ Foram excluídos os 6 fundos de maior taxa de *turnover* (o *turnover* médio desses fundos era de 349,794) e os 6 fundos com menores taxas de *turnover* (média de 0,001). Tais fundos representam 1% do total de fundos analisados.

Percebe-se que a taxa de *turnover* média para o universo de fundos de ações ao longo de 2010 foi de 2,43.

Na tabela IV, é feita análise similar para fundos caracterizados por uma gestão mais ativa⁴ e cujo público alvo seja composto por clientes de varejo ou private. Com isso, busca-se selecionar gestores que tenham um estilo de gestão mais próximo ao normalmente praticado pelos agentes do mercado objeto de reclamações ao MRP.

Para esse conjunto de fundos, a taxa de *turnover* média para o ano de 2010 foi de 2,87, com desvio padrão de 4,79. Com isso, chega-se à conclusão de que 98% dos fundos de investimento selecionados apresentaram taxa de *turnover* inferior a 12,45.

Tabela IV

Estatísticas de *turnover ratio* para fundos selecionados

Tipo de fundo	Total de fundos	Média	Desv. Padrão	Md + 2 DP
Fundos selecionados	527	2,87	4,79	12,45

Fonte: ANBIMA. Elaboração própria.

* Considera fundos com público alvo "varejo" ou "private" nas categorias "Ações Livre", "Ibovespa Ativo" e "IBrX Ativo"

A exemplo da análise efetuada no mercado americano, sugere-se a adoção de faixas de taxas de *turnover* indicando a ocorrência ou não de *churning* (em virtude de taxas de *turnover* consideradas demasiadamente elevadas ou em patamares aceitáveis). A definição das faixas (tabela VI) leva em consideração a distribuição de probabilidade das taxas de *turnover*, conforme indicado na tabela V.

Tabela V

Distribuição de probabilidade da taxa de *turnover*

Fundos de investimento em ações - 2010

Percentil (percentual da qtde de fundos)	Tx. Turnover
1%	0,01
5%	0,04
10%	0,10
50%	1,16
75%	2,51
90%	5,32
95%	8,04

Fonte: ANBIMA. Elaboração própria.

⁴ Na tipologia da ANBIMA, são os fundos classificados como "Ações Livre", "Ibovespa Ativo" e "IBrX Ativo".

Tabela VI

Taxa de *turnover* como indicativo da prática de *churning*

Tx. Turnover	Total de fundos (%)	Indicativo de <i>churning</i>
$TR \leq 2$	até 68%	Não
$2 < TR \leq 8$	68% - 95%	Inconclusivo (possível)
$TR > 8$	menos que 5%	Provável

Como destacado na tabela VI, para taxas de *turnover* inferiores a 2, descarta-se a possibilidade de ocorrência de *churning*, vez que estão em linha com o giro observado na indústria de fundos de investimento (68% dos fundos de investimento em ações giram a carteira dentro dessa faixa). Valores de *turnover* entre 2 e 8 são inconclusivos, não se podendo afirmar a ocorrência de *churning*, tampouco descartar a possibilidade. A análise da *cost-equity ratio* é fundamental nestas situações. Valores superiores a 8 são considerados conclusivos ou altamente prováveis da prática de *churning*, requerendo, entretanto, a análise do indicador de *cost-equity ratio* para corroborar essa conclusão. No período analisado, menos que 5% dos fundos de investimento em ações apresentaram taxas de *turnover* superiores a essa.

b) *Cost-Equity Ratio*

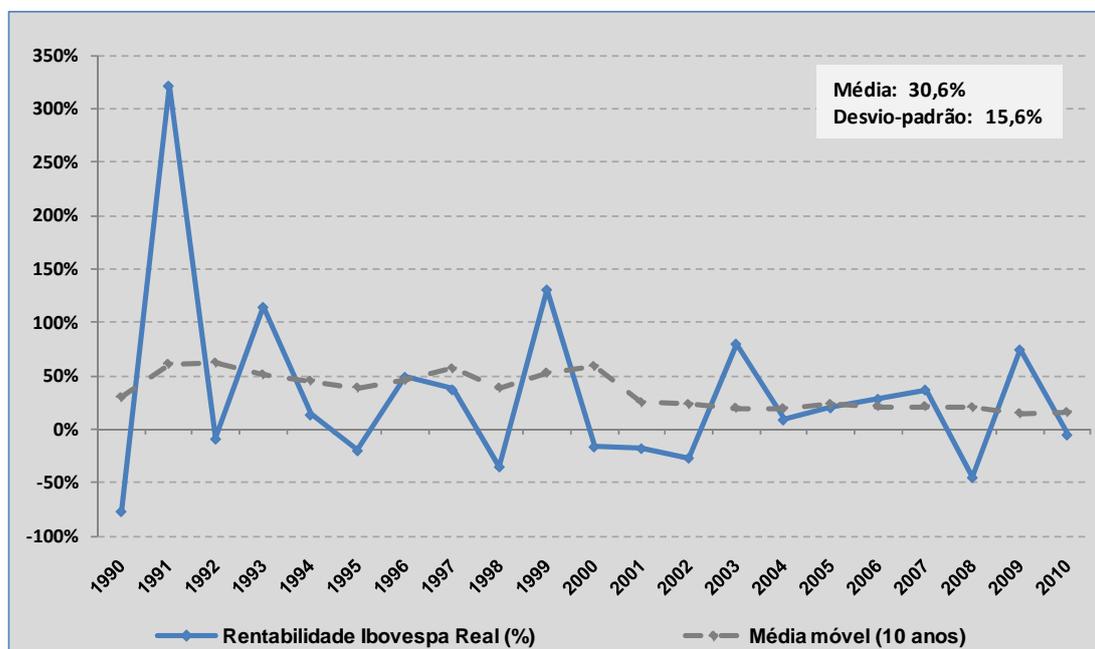
Para a *cost-equity ratio*, sugerimos dois *benchmarks*. O primeiro, a exemplo do que ocorre nos Estados Unidos, baseado na rentabilidade histórica do principal índice do mercado acionário, no caso brasileiro o Ibovespa. Com este indicador, procura-se demonstrar qual seria a expectativa de ganho do investidor, levando em consideração a rentabilidade histórica do Ibovespa e a estrutura de custos a que ele foi submetido.

O gráfico I mostra a evolução da rentabilidade real do Ibovespa no período de 1990 a 2010. O anexo B traz estatísticas mais detalhadas a este respeito.

O segundo *benchmark* proposto diz respeito à rentabilidade histórica da indústria de fundos de investimento em ações. Com este indicador busca-se uma referência que não se limite ao universo do mercado à vista de ações, vez que tais fundos podem aplicar parte de seu patrimônio em outros ativos. Essa referência pode ser importante na análise de alguns concretos que analisados pela BSM, especialmente em situações em que o patrimônio do investidor é investido não apenas em ações, mas também em outros produtos (opções e termo, por exemplo).

Gráfico I

Evolução histórica do Ibovespa



Fonte: BM&FBOVESPA e BACEN

As tabelas VII e VIII mostram a evolução da rentabilidade dos fundos de investimento em ações no período de 2006 a 2010.

Tabela VII

Evolução histórica da rentabilidade dos fundos de investimento em ações

Estatísticas	2006	2007	2008	2009	2010	2006-2010
Qtde. de fundos	585	680	895	1.140	1.317	1.598
Rentabilidade média (% a.a.)	33,70	49,65	-40,04	79,10	6,22	21,85
Desvio-padrão da rentabilidade (% a.a.)	14,77	32,51	20,82	29,78	19,25	26,65

Fonte: ANBIMA. Elaboração própria.

Tabela VIII

Evolução histórica da rentabilidade de fundos selecionados* (2006-2010)

Qtde de fdos *	Rentabilidade média (% a.a.)	Desvio Padrão (% a.a.)	Md + 2DP (% a.a.)
517	15,87	14,21	44,28

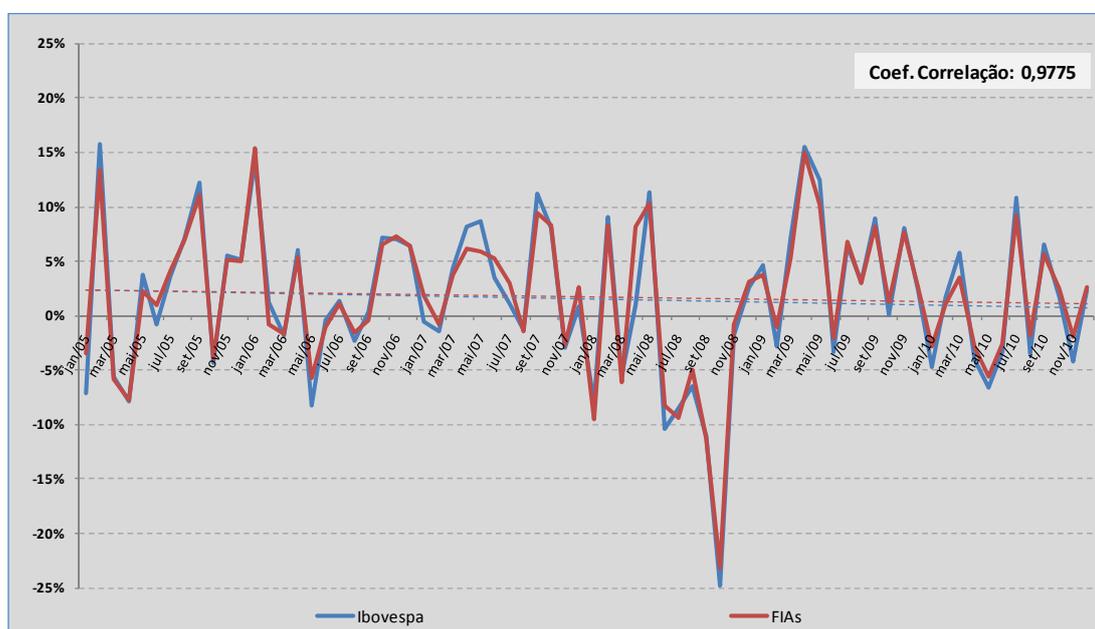
Fonte: ANBIMA. Elaboração própria.

* Considera fundos com público alvo "varejo" ou "private" nas categorias "Ações Livre", "Ibovespa Ativo" e "IbRX Ativo"

A despeito da relevância da análise da rentabilidade dos FIAs, percebe-se, no gráfico II, que há estreita correlação entre a evolução da rentabilidade dos fundos de ações e a rentabilidade do índice Ibovespa (o coeficiente de correlação de Pearson no período é de 0,9775). Desta forma, sugere-se que o Ibovespa seja utilizado como *benchmark*, pelo que deixaremos de realizar análise comparativa com a rentabilidade dos fundos de investimento.

Gráfico II

Ibovespa x Rentabilidade dos Fundos de Investimento em Ações



Portanto, como *benchmark* para definir se determinada estrutura de custo (definida pela *cost-equity ratio*) é excessiva, sugere-se, para todas as situações, a comparação com a rentabilidade histórica do Ibovespa.

Diferentemente do padrão norte-americano, em que a maior parte das análises leva em consideração a rentabilidade histórica de 30 anos, sugerimos análise baseada na rentabilidade histórica do período de 15 anos, vez que para períodos anteriores teríamos, no Brasil, grande instabilidade econômica, elevada inflação e diferentes padrões monetários, o que poderia prejudicar a análise. A tabela IX mostra a rentabilidade do índice Ibovespa no período de 1996 a 2010.

Tabela IX

Evolução do Índice Ibovespa (1996-2010)

Ano	Ibovespa (% a.a.)	IPCA (% a.a.)	Ibovespa real (% a.a.)
1996	63,8%	9,6%	49,5%
1997	44,8%	5,2%	37,6%
1998	-33,5%	1,7%	-34,5%
1999	151,9%	8,9%	131,2%
2000	-10,7%	6,0%	-15,7%
2001	-11,0%	7,7%	-17,4%
2002	-17,0%	12,5%	-26,2%
2003	97,3%	9,3%	80,5%
2004	17,8%	7,6%	9,5%
2005	27,7%	5,7%	20,8%
2006	32,9%	3,1%	28,9%
2007	43,7%	4,5%	37,5%
2008	-41,2%	5,9%	-44,5%
2009	82,7%	4,3%	75,1%
2010	1,0%	5,9%	-4,6%
Média do período			21,8%

Percebe-se que a rentabilidade real anual média no período foi de 21,8% a.a.⁵ e a rentabilidade real anual mediana foi de 20,8% a.a. Sugerimos adotar o valor de 21% a.a. como marco para determinar se uma dada *cost-equity ratio* é indicativa de prática de *churning*.

O racional para adotar esse parâmetro é bastante simples e objetivo: a rentabilidade esperada de um investidor médio que aplique na bolsa pode ser representada pela rentabilidade média do Ibovespa. Desta forma, entendemos que uma estrutura de custo que assuma valores superiores a este reduz a possibilidade de lucro a menos de 50%, ou seja, inferior ao simples lançamento de uma moeda (“cara ou coroa”)⁶.

Tabela X

Cost-equity ratio como indicativo da prática de *churning*

C/E ratio	Indicativo de <i>churning</i>
C/E < 21%	Não
C/E ≥ 21%	Sim

⁵ A escolha da média aritmética ao invés da geométrica (log-retorno) deve-se à simplicidade metodológica e ao fato da série ser relativamente curta (15 anos).

⁶ Em uma distribuição Normal, a mediana é igual a média.

5. Estudo de caso

Nesta seção, é analisado caso concreto identificado nos trabalhos de fiscalização da BSM. Pretende-se, a partir dos conceitos discutidos ao longo deste relatório e dos parâmetros propostos na seção anterior, verificar a ocorrência da prática de *churning*.

A tabela XI demonstra o resumo das operações efetuadas pelo investidor, o patrimônio médio ao longo do período de análise e as despesas incorridas no período. A tabela analítica, com as informações dia-a-dia, encontra-se no anexo C.

Tabela XI
Histórico de operações
02/06/09 – 31/12/09

Nº de dias	Total de compras	Patrimônio médio	Corretagem	Outras despesas	Custo total
144	2.770.361,52	22.245,27	16.710,40	3.708,52	20.418,92

Com base nestas informações, é possível calcular a taxa de *turnover* e a *cost-equity ratio* para este investidor, conforme segue:

$$\text{Taxa de Turnover} = 217,9$$

O investidor manteve, entre junho e dezembro de 2009, patrimônio médio de, aproximadamente, R\$ 22,2 mil. Nesse período, efetuou compras de, aproximadamente, R\$ 2,7 milhões. Ou seja, “girou a carteira” cerca de 124 vezes. Anualizando esse número, chegamos à taxa de turnover de 217,9, a qual indica que, ao longo do período de um ano, o patrimônio do investidor giraria cerca de 218 vezes em operações realizadas nos mercados da BM&FBOVESPA.

Comparando-se este resultado com o *turnover* médio dos fundos de investimento em ações selecionados, indicado na tabela IV, verifica-se que há um forte indício de *churning*.

$$\text{Cost-Equity Ratio} = 160,6\% \text{ a.a.}$$

Para cálculo da *cost-equity ratio*, divide-se o total de despesas pelo patrimônio médio, chegando ao percentual de, aproximadamente, 92% no período, ou 160,6% a.a. Ou seja, ao longo do período de um ano, o investidor pagaria mais do que manteve de patrimônio médio.

Conforme discutido anteriormente, com essa estrutura de custos, a rentabilidade da carteira do investidor teria que ser superior a este percentual para que os custos fossem cobertos e fosse obtido algum lucro.

Mas, como apresentado nos gráficos I e II e nas tabelas VII, VIII e IX, a expectativa de se obter tamanha rentabilidade é quase nula. Considerando, por exemplo, a rentabilidade histórica do Ibovespa no período de 1996 a 2010, a probabilidade de ganho acima de 160,6% seria de apenas 0,02%.

Portanto, superadas questões relativas ao controle da conta do investidor por terceiros (pré-requisito para a caracterização do *churning*), esses indicadores são fortemente indicativos da prática de *churning*. A taxa de *turnover* indica que realmente ocorreu uma excessiva negociação e a *cost-equity ratio* indica que esse grande volume de operações era feito não em benefício do investidor, mas com o propósito de gerar comissões a terceiros.

6. Conclusão

O *churning* é caracterizado pela presença de três principais fatores, quais sejam:

- (i) Controle sobre a conta do cliente;
- (ii) Negociação excessiva;
- (iii) Custos excessivos.

Esses requisitos estão presentes na maior parte dos textos (acadêmicos ou não) e decisões (administrativas ou judiciais) das jurisdições analisadas, em especial, nos Estados Unidos.

“a claim of ‘churning’ requires that three elements be established. Firstly, it must be established that the broker controlled the account, i.e. had the ability to initiate whatever trading took place. Secondly, it must be demonstrated that the volume of activity was excessive in light of the account’s objectives and goals. Finally, it must be proven that the broker’s motive for the underlying activity was selfish - to generate commissions for his own economic benefit - and not the customer’s best interests.”

**“Turnover in churning cases – an argument for abandoning the whole idea”
Matthew Farley**

O escopo deste relatório foi verificar como, a partir de indicadores objetivos, é possível verificar a existência de negociação excessiva (detectada por meio do indicador de *turnover ratio*) e a incidência de custos excessivos (detectado por meio do indicador de *cost-equity ratio*).

A questão do controle

Contudo, em boa parte dos casos analisados por reguladores e autorreguladores ou julgados por cortes americanas, a questão relativa ao controle da conta acaba se tornando crucial.

Essa questão é fundamental pois, nos Estados Unidos, a jurisdição é farta no sentido de prover o entendimento de que não pode haver alegação de *churning* por parte de um investidor que possuía o controle de sua conta ou tinha conhecimento das transações efetuadas e seria capaz de entender suas consequências.

O controle sobre a conta do cliente pode se dar de maneira direta ou indireta (“de fato”).

“Indications of churning exist when a registered representative exerts control over the customer’s account (explicitly in a discretionary account or implicitly in the relationship with the customer) ...”

(SEC x Aura Financial Services, Inc. June/2009)

Quando a corretora é responsável diretamente pelas ordens de operações, a questão do controle da conta é facilmente superada. Mas, mesmo quando ela não é diretamente responsável pelo controle da conta, este controle pode ser caracterizado (controle “de fato”).

“Control is established by showing either that the customer formally granted the broker-dealer discretionary authority over the account or that the broker-dealer’s salesperson exercised “de facto” control over it. De facto control requires a showing that the customer lacked sufficient investment or financial experience and sophistication to independently evaluate the broker’s recommendations and exercise investment decision-making or where the client habitually follows the broker’s advice. There can be no churning claim if the investor knowingly and intelligently consented to the frequent turnover.”

(Nelson x Weatherly Sec. Corp., 2006. U.S. Dist. LEXIS 11614, *9, S.D.N.Y. 2006)

Diversas informações ou evidências podem ser utilizadas para a comprovação desse controle “de fato”, especialmente as relacionadas à expertise do investidor, tais como sua idade, escolaridade, experiência com investimentos etc.

Mills & Oxley (2008) apontam alguns fatos e circunstâncias que têm sido considerados pelas cortes americanas na determinação do controle da conta.

“(a) the age, education, intelligence, and investment and business experience of the customer;

(b) whether the relationship between the customer and the registered representative was at arm’s length or, instead, a particularly close relationship;

(c) the customer’s knowledge of the market and the account;

(d) the frequency and regularity of discussions between the registered representative and the customer;

(e) whether the customer actually authorized most of the trade;

(f) whether the customer or registered representative initiated the trading in the account;

(g) whether the customer purchased stock not recommended by the registered representative; and

(h) whether the customer ever rejected any recommendations”.

Comprovado o controle da conta por parte do *broker*, são verificados, então, os indicadores relativos ao volume de operações (*turnover ratio*) e custos (*cost-equity ratio*) para a caracterização da prática de *churning*.

Referências bibliográficas

Brown, Stewart (1996)

“*Churning: Excessive trading in Retail Securities Accounts*”

Disponível em <http://www2.stetson.edu/fsr/abstracts2/v5-1a4.pdf>

Goldberg, Stuart (1978)

“*Fraudulent broker-dealer practices*”

McCann, Craig (2001)

“*Churning*”

Disponível em http://www.slcg.com/pdf/workingpapers/McCann_on_Churning.pdf

McCann, Craig & Luo, Dengpan (2002)

“*Churning Revisited: Trading Costs and Control*”

Disponível em

<http://investor.financialcounsel.com/Articles/Investment/ARTINV0000180-ChurningRevisited.pdf>

Mills & Oxley (2008)

“*The Customer Relationship: Suitability, Unauthorized Trading, and Churning*”

Disponível em

<http://www.klgates.com/files/Publication/58c1a4c0-410f-4336-ad62-5b8964641fc7/Presentation/PublicationAttachment/95759e46-d65c-4c7d-a808-66170d18d977/Mills5.pdf>

Winslow, Donald & Anderson, Seth (1990)

“*A Model for Determining the Excessive Trading Element in Churning Claims*”

Disponível em

<http://heinonline.org/HOL/LandingPage?collection=journals&handle=hein.journals/nclr68&div=20&id=&page>

ANEXOS

- A. Benchmark para a taxa de *turnover*:
Turnover dos fundos de investimento em ações (2010)

- B. Benchmarks para a *cost-equity ratio*:
Rentabilidade do Ibovespa (1990-2010)
Rentabilidade dos fundos de investimento em ações (1996-2010)

- C. Estudo de caso
Dados sobre operações, patrimônio e custo de investidor

**Por conterem informações restritas e confidenciais
os anexos não serão publicados**