

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A ATIVIDADE DE FAMILY OFFICE NO BRASIL E OS EFEITOS DE SUA  
REGULAMENTAÇÃO

Rodrigo Fiszman Igrejas Lopes

No. de matrícula: 0712337

Orientador: Gino Olivares

Novembro de 2011

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A ATIVIDADE DE FAMILY OFFICE NO BRASIL E OS EFEITOS DE SUA  
REGULAMENTAÇÃO

Rodrigo Fiszman Igrejas Lopes

No. de matrícula: 0712337

Orientador: Gino Olivares

Novembro de 2011

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

## Agradecimentos

Agradeço a todos aqueles que de alguma forma contribuíram para que eu trilhasse esse caminho e chegasse ao final de um curso de graduação de excelência. Porém, existem algumas pessoas que devo agradecer em especial:

Aos meus pais e avós, que sempre me incentivaram a leitura e o estudo e puderam me proporcionar uma educação de qualidade até a minha formação profissional.

À minha irmã que suportou muitas ausências, momentos de dificuldade e sempre me apoiou e se orgulhou de mim.

À minha namorada, que aguentou finais de semana solitários e sempre me apoiou em todos os momentos.

Ao professor Gino Olivares, que me orientou nesse trabalho e me indicou o tema, que apesar de estar em baixo do meu nariz, não tinha sido considerado.

Aos sócios da Real Assets, Mauro Molchansky, Livia Mendes e Albert Saadia que muito me ensinaram sobre o tema deste trabalho e sobre minha profissão, sempre com princípios éticos e morais.

“ A coisa principal da vida não é o conhecimento, mas o uso que dele se faz.”

(Talmud)

## **SUMÁRIO**

Introdução .....	pág. 5
As atividades de um Family Office e o Multi Family Office .....	pág. 7
A atividade de Family Office nos EUA e a sua regulamentação.....	pág. 11
A atividade de Family Office no Brasil .....	pág. 16
Sugestão de regulamentação para a atividade de Family Office no Brasil...	pág. 26
Conclusão .....	pág. 30
Bibliografia.....	pág. 31

## Introdução

O Family Office é uma atividade dedicada à administração de bens de uma ou mais famílias. Seu escopo de atuação pode variar muito, entretanto, na sua essência vai desde a gestão de ativos líquidos, gestão imobiliária, planejamento sucessório, tributário, contabilidade, filantropia, até os chamados serviços de “concierge” como comprar ingressos de teatro.

Um Family Office que atende a somente uma família é denominado *Single Family Office*. Já aquele que atende a mais de uma família é denominado *Multi Family Office*. No caso, vamos abordar ambos, porém focando no núcleo de atuação dessa atividade que é a gestão de ativos líquidos, gestão de imóveis, planejamento sucessório e tributário, contabilidade e consultoria econômica financeira.

O termo Family Office remete ao século XVIII, com o modelo de administração dos bancos Europeus. Entretanto, o conceito se remete aos tempos das Cruzadas, e até mesmo à época da Dinastia Shang na China e no antigo Japão, aonde indivíduos e grupos de pessoas eram dedicados a servir, proteger e preservar famílias e seus membros por várias gerações<sup>1</sup>. Uma das pioneiras do modelo Europeu foi a família Rothschild que se perpetua a mais de dois séculos. Seu patriarca emprestou dinheiro para os cinco filhos e os enviou a cinco metrópoles distintas na Europa. Todos foram obrigados a devolver o capital acrescido de um pequeno juros a um banco da família, de forma que houvesse capital disponível para empréstimo à futuros membros. Além disso, cada filho deveria reportar informações financeiras de sua cidade, dividindo-as com o restante da família.

*“Exige uma grande dose de ousadia e de cautela para fazer uma grande fortuna, e quando você a possui leva-se dez vezes mais para mantê-la”.* (MAYER ROTHSCHILD; NATHAN 1777-1836. Tradução Livre)

---

<sup>1</sup> Ehlern, Dr. Steen. Family Offices in Europe and the United States – A different evolution with common objectives. Private, Jahrbuch, 2008. Disponível em: <[http://www.private.ag/media/2008/04/de/106\\_Family%20Offices.pdf](http://www.private.ag/media/2008/04/de/106_Family%20Offices.pdf)>. Acessado em: 20 de Out. 2011.

No século XIX, o modelo dos bancos europeus foi adotado por abastadas famílias americanas com o objetivo de gerir suas fortunas. Aos poucos, viram que seria interessante estender seus serviços a outras famílias, tornando a atividade um negócio.

O Brasil possui poucas empresas especializadas nessa atividade proporcionalmente ao número de milionários no país, que hoje são aproximadamente 155.000 indivíduos com mais de U\$1 milhão.

Atualmente, existe uma grande dificuldade por parte dos órgãos reguladores de definir o escopo de atuação de um Family Office, o que acarreta na inexistência de regulação específica para a atividade. Isso torna todos esses milionários brasileiros que são atendidos ou virão a ser, por um Family Office ou por empresas que se denominem dessa forma, sujeito a práticas antiéticas e diversos conflitos de interesse.

A atividade de Family Office é muito incipiente no país e ainda terá que se desenvolver muito, dado as expectativas exponenciais de crescimento do número de milionários e liquidez das famílias, um resultado do aquecimento econômico. Assim, como todo negócio ou instituição que cresce rapidamente, é necessária uma adaptação e regulação da mesma, de forma que externalidades negativas não sejam geradas para aqueles que usufruem dos serviços oferecidos.

O objetivo desse trabalho é expor os diversos campos em que um Family Office atua e analisar os pontos críticos de conflitos de interesse, de forma a sugerir o início de uma regulamentação específica, embasada em modelos internacionais como dos Estados Unidos.

Assim sendo iremos apresentar no primeiro capítulo o escopo de atividades de um Family Office, as discussões sobre a definição do mesmo e as diferenças de um Multi Family Office. No segundo capítulo será explorada a atividade de Family Office nos Estados Unidos e a recente mudança na regulamentação. No terceiro capítulo será exposta a atividade de Family Office no Brasil, assim como a falta de regulamentação e os diversos caminhos que podem ser seguidos. No último capítulo será feita uma proposta de regulamentação para a atividade local.

## **As Atividades de um Family Office e o Multi Family Office**

Um Family Office na grande parte das vezes é fundado após um evento de liquidez de uma família ou um indivíduo. Seja isso a venda de uma empresa, a venda de vários imóveis ou uma abertura de capital em bolsa de valores, por exemplo. Com isso, esse núcleo familiar passa a se deparar com questões antes não vistas, ou se foram vistas, não nessa magnitude. Podemos citar algumas dessas necessidades:

- Monitorar, revisar e consolidar o patrimônio da família;
- Independência na gestão do patrimônio familiar;
- Coordenação de todos os consultores da família de forma a trabalharem em conjunto e focados no objetivo familiar global;
- Possuir uma estrutura eficiente para o patrimônio de forma a atender os objetivos familiares;
- Envolver e educar as próximas gerações.

Visto isso, podemos entender melhor o escopo de atuação de um Family Office. Como dito anteriormente vamos nos ater somente aos mais relevantes para a análise em questão.

### **1.1 Gestão de Ativos Líquidos**

A gestão de ativos se assemelha a de um consultor de investimento. Em sua definição americana seria um indivíduo que ajuda instituições ou indivíduos com patrimônio considerável a atingir os objetivos financeiros familiares. Hoje em dia, a atuação de um consultor de investimento foi estendida para qualquer área que necessite de um conselho imparcial.

Logo, a gestão de ativos vai consistir em:

- Estabelecer em conjunto com a Família uma política de investimento;



- Alocar os ativos líquidos da Família de acordo com a política de investimento desenvolvida;
- Realizar o monitoramento de todos os investimentos, sempre os ajustando ao perfil de risco da Família;
- Consolidar todos os investimentos da Família;
- Clarificar o funcionamento da indústria financeira provendo transparência à Família de forma que possam tomar decisões conscientes.

Assim sendo, vemos que essa atividade requer independência por parte do consultor. Dito isso, a remuneração do mesmo deve ser feita de forma a não gerar conflitos de interesse. Mais adiante entraremos a fundo nesse aspecto.

## **1.2 Gestão de Imóveis**

A gestão de imóveis consiste no gerenciamento de todos os ativos imobiliários da família. Nesse sentido temos as atividades abaixo:

- Gerenciamento de aluguéis;
- Gerenciamento de inquilinos;
- Gerenciamento de tributos e outros;
- Gerenciamento de seguros.

Logo, vemos que é o trabalho semelhante ao de uma empresa imobiliária. Assim sendo, o Family Office pode realizar o serviço internamente ou terceirizá-lo, sendo sua função coordenar o serviço para que este seja feito de acordo com os objetivos e necessidades da família.

## **1.3 Planejamento Sucessório**

O objetivo do planejamento sucessório é baseado nos objetivos da Família, e deve estruturar a mesma de forma que o patrimônio seja herdado e controlado de acordo com tais objetivos. Assim sendo, esse planejamento deverá estar alinhado com o planejamento tributário, porém vai além, já que lida também com a sucessão. Ou seja, vai estabelecer um modelo no qual o (a) patriarca/matriarca vão ser sucedidos no decorrer do tempo. Isso consiste em:

- Análise da estrutura de gestão familiar;
- Estruturação de um conselho familiar;
- Desenho de modelo de sucessão indicando potenciais sucessores;
- Desenho e implementação de cronograma de sucessão.

#### **1.4 Planejamento Tributário**

O planejamento tributário deverá ser feito em conjunto com o modelo de sucessão e deverá buscar a maneira mais eficiente e de acordo com a legislação vigente (no escopo tributário) para implementá-lo. O planejamento será diferente em cada Família, porém consiste basicamente em:

- Analisar o pagamento de tributos atual e se possível modificar a estrutura das empresas e/ou fundos de investimento para diferir ou diminuir o pagamento de tributos;
- Analisar a estrutura da sucessão do patrimônio de forma que o mesmo seja transmitido entre as gerações com a menor tributação possível.

Por meio desses quatro campos de atuação podemos entender um pouco do que se trata a atividade de um Family Office. Também é importante constatar que todos esses serviços demandam especialistas de distintas áreas, podemos citar algumas delas como:

- Economia;
- Contabilidade;
- Advocacia;
- Imobiliária.

Assim sendo vemos que além da independência por parte do Family Office, os seus profissionais devem possuir conhecimentos em diversas áreas. Logo, vemos que a estrutura de um Family Office é dispendiosa e só fará sentido para famílias com um patrimônio acima de certo patamar. Não há como especificar esse patamar. No mercado, existe um consenso de que o patrimônio total varia entre R\$500 milhões a R\$1 Bi por família. Ou seja, qualquer valor menor não vale a pena possuir um Family Office dado

os elevados custos fixos dessa estrutura. Atendendo a demanda de famílias com menor patrimônio foi criada a estrutura do Multi Family Office, onde várias famílias são atendidas por um mesmo Family Office. Com isso há a diluição de custos entre as famílias, entre outros benefícios gerados pela estrutura de um Multi Family Office. Um dos mais importantes deles é a sinergia de informações. Onde por mais que exista uma separação e confidencialidade (*Chinese Wall*) entre as famílias atendidas, os profissionais estão lidando com casos diferentes e absorvendo uma expertise que dificilmente seria absorvida se estivessem atendendo somente a uma família. Após a crise de 2008 foi constatado um movimento nos EUA onde Single Family Office estão migrando para a estrutura de Multi Family Office. A razão mais comum alegada por eles é a diluição de custos, porém, muitos alegam outras sinergias como o poder de negociação com instituições, dado que o patrimônio total aumenta, ficando mais fácil negociar melhores taxas com instituições financeiras.

## **A atividade de Family Office nos EUA e a sua regulamentação**

No final do século 19 nos EUA, devido a falta de bancos privados, algumas dinastias familiares e famílias industriais começaram a criar seus próprios bancos de investimento que aos poucos estenderam seus serviços a outras famílias. O início da história dos Family Offices na América do Norte vem daí. Isso foi intensificado na década de 1930 quando o Glass-Steagall Act separa as atividades dos bancos comerciais, ficando esses proibidos de oferecer serviços de corretagem, de investimentos e de gestão de patrimônio, sendo ao mesmo tempo banco comercial e de crédito. Essa separação levou várias famílias e HNWI (High Net Worth Individuals), ou seja, indivíduos abastados, a terem uma arquitetura aberta com seus próprios consultores financeiros, advogados, etc. Assim sendo, estruturas de Family Offices acabaram sendo formadas, tendo muitas vezes o contador ou o advogado como coordenador do Family Office de determinada família.

Entretanto, a separação dos serviços bancários durou somente até 1999, onde a lei foi revertida pelo Gramm-Leach-Bliley Act e os bancos puderam voltar a oferecer todos os serviços conjuntamente:

*“[...] SEC. 101. GLASS-STEAGALL ACT REPEALS.*

*(a) SECTION 20 REPEALED.—Section 20 of the Banking Act*

*of 1933 (12 U.S.C. 377) (commonly referred to as the ‘Glass-Steagall*

*Act’)* is repealed. [...]” (Estados Unidos, *Gramm-Leach-Bliley Act*, de 12 de Novembro de 1999).

Isso gerou nos últimos anos vários escândalos de conflitos de interesse. Por exemplo: bancos aconselhando seus clientes na direção oposta a operação feita com o patrimônio do banco; consultores do banco vendendo produtos que não necessariamente eram recomendados para os clientes incentivados pela remuneração variável da venda do produto; entre outros. Nos próximos capítulos veremos como a arquitetura aberta é importante para a gestão eficiente e imparcial de um Family Office.

Hoje nos EUA, segundo documento expedido pela SEC<sup>2</sup>, estima-se que existam mais de 3.000 Family Offices gerenciando um patrimônio aproximado de U\$1,2 trilhões. Porém, sabemos que todas as estatísticas relacionadas aos Family Offices são muito passíveis de erro. Isso ocorre pelo fato de muitos Family Offices por questões de segurança e confidencialidade não participarem de pesquisas, não se registrarem nos órgãos competentes e muitas vezes não possuem o termo “Family Office” em seus registros.

Muitos Multi Family Offices nos EUA estão registrados na qualificação de RIA (Registered Investment Advisor) no órgão regulador do mercado de capitais americano, a SEC (Security Exchange Commission), assim como os gestores de patrimônio e agentes autônomos de investimento no Brasil estão registrados na CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Porém, muitos outros Family Offices não estão registrados, pois estão estruturados como *Trust Companies* (Uma entidade legal que age como agente fiduciário em nome de um indivíduo ou empresa com o propósito de administração, gestão ou eventual sucessão de ativos para beneficiário) ou firmas de contabilidade ou advocacia. Fora isso, muitos Family Offices estão isentos de registrarem-se na SEC devido a brechas na legislação. A principal dela é a que isenta de registro aqueles que possuem até 14 clientes:

*[...] (B) has, in total, fewer than 15 clients and investors in the United States in private funds advised by the investment adviser; [...] (Estados Unidos, Investment Advisor Act de 22 de Agosto de 1940).*

Porém, recentemente o Dodd-Frank Wall Street Reform, conhecido como Dodd-Frank Act, foi criado para mudar a legislação e retirar essa brecha dado que muitos *Hedge Funds*<sup>3</sup> fechados deixavam de se registrar.

---

<sup>2</sup> SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION – 17 CFR Part 275 Release N° IA-3098; File N°S7-25-10

<sup>3</sup> Hedge Fund In: Investopedia Online. Disponível em: <<http://www.investopedia.com/terms/h/hedgerefund.asp#axzz1f8AkhQUg>>. Acessado em: 20 de Out. 2011.

O Dodd-Frank Wall Street Reform e o Consumer Protection Act foram legislações desenvolvidas na gestão do Presidente Barak Obama após os escândalos revelados na última crise econômica mundial de 2008<sup>4</sup>. Dentro desses podemos citar as fraudes descobertas na falência do Lehman Brothers, assim como o caso Madoff. A nova legislação afeta a atividade de muitos Family Offices que não eram registrados na SEC obrigando-os a realizarem o registro. Isso implica em aumento de custos para os Family Offices, principalmente com diligências e *compliance – conjunto de disciplinas para impor legislação e regulamentação* – já que todos registrados deverão manter registros de ordens, manuais operacionais e estarão sujeitos a auditorias por parte da SEC. A lei também deixa por responsabilidade da SEC a definição e o escopo de atuação do Family Office de forma que ainda possam existir possibilidades de isenção de registro. Basicamente a SEC define o Family Office como entidades estruturadas por famílias abastadas para gerir seus ativos, realizar um planejamento financeiro para o futuro da família e prover outros serviços para membros familiares. Assim sendo, a SEC isenta de registro aqueles Family Offices que dentro dessa definição:

- Possuam como clientes somente membros da família:
  - Podem ser considerados membros da família aqueles que por razões de sucessão involuntária passem a exercer direito sobre parte ou totalidade do patrimônio;
  - Empregados envolvidos na gestão dos ativos dado que muitas vezes realizam investimentos conjuntos e entende-se que se os empregados possuem seu capital investido com seu cliente os interesses estão alinhados, diminuindo possibilidade de conflitos de interesse.
- Sejam controlados direta ou indiretamente por membros da mesma família;
- Não se definam para o público como um consultor financeiro.

---

<sup>4</sup> WAREH, R. Financial Reform Knocks on The Family Office Door. *Trusts & Estates*, Overland Park, v.149, n.8, p.47,49-51,53-54, August 2010.

De forma a diminuir a possibilidade de brechas, a SEC apresenta definição própria para a maioria dos termos utilizados nas suas normas. Porém, vale ressaltar que isso foi feito por uma audiência pública da SEC e muitas coisas ainda estão sem definição. Com isso, a indústria não está certa de todos os rumos e implicações que as recentes mudanças regulatórias vão gerar.

O importante para a SEC é que consultores financeiros não usem dessa isenção para prestar serviços sem se registrar. Isso gerou no passado e pode gerar futuramente dolo aqueles investidores menos informados ou até mesmo que confiam piamente em uma pessoa, como foi o caso Madoff.

Assim sendo, vemos que todos aqueles Family Offices que não se encaixem no perfil de isenção definido pela SEC terão que se ajustar para manter-se isentos de registro ou deverão se registrar. Como vimos anteriormente o processo de registro eleva os custos para os Family Offices, o que pode levar com que esses se juntem e formem Multi Family Offices de forma a diluir custos. Esse movimento foi visto após a crise financeira de 2008, que gerou muitas perdas e obrigou Family Offices a fecharem as portas ou migrarem para uma estrutura de Multi Family Office. Porém, como vimos perante a definição da SEC os Multi Family Offices não são isentos de registros, o que leva a crer que com o tempo haja um maior número de Multi Family Offices registrados na SEC.

Após tanto discorrer sobre o registro na SEC, órgão regulador, é também de extrema importância entender a necessidade de sua existência. A figura do regulador é necessária por causa de falhas de mercado, das quais podemos identificar problemas de agência, presença de monopólios ou oligopólios, entre outros dos quais um dos mais presentes na indústria financeira é a assimetria de informação. Isso ocorre, por exemplo, quando não há conhecimento por parte dos consumidores em relação aos produtores em mercados altamente técnicos.

De forma a ilustrar uma falha comum na indústria financeira, tomemos como exemplo o banco X e o cliente Fulano. Ao depositar uma quantia \$ no banco X, o cliente Fulano será abordado por seu gerente de conta, Siclano, que terá vários produtos financeiros, elaborados pelo Banco X, para oferecer a Fulano. Dado que Fulano é cabeleireiro e nada entende de mercado financeiro, estamos diante de um mercado

altamente técnico da qual Fulano não possui conhecimento algum. Assim sendo, Siclano que é remunerado por atingir a meta do mês em produtos específicos, irá oferecer a Fulano o produto que mais interessa ao Banco X e não necessariamente aquele que seja mais adequado para Fulano, dado que Siclano não possui incentivos para isso. Se Siclano fosse remunerado por Fulano, por exemplo, para escolher o melhor produto, a história seria diferente.

Com a evolução dos mercados financeiros nos últimos 20 anos houve também a evolução dos clientes que são atendidos e o aumento de suas demandas por produtos mais específicos, personalizados e sofisticados. Entretanto, muitos clientes ainda não estão preparados para pagar por um consultor independente, o que pode gerar extensos conflitos de interesse, como visto no exemplo acima, dado que o consultor é comissionado pelo banco na venda do produto. A evolução do mercado gerou a necessidade de que os consultores se especializem cada vez mais e mais, o que diminui o campo de produtos/ativos que podem cobrir com a eficiência necessária e demandada. Novas oportunidades aparecem em setores como de antiguidades, metais preciosos, private equity, entre outros e sabemos que é impossível um consultor cobrir todos os setores. Assim sendo, os investidores mais sofisticados contratam um consultor que gerencia todos os outros. Porém, o problema surge quando o consultor principal, teoricamente independente além de receber do seu cliente passa a receber comissões por trabalhar com um ou outro consultor específico. Esse é mais um exemplo em várias situações passíveis de conflitos de interesse na indústria financeira.

Assim sendo, vemos a necessidade e importância dos consultores financeiros serem registrados perante um órgão regulador, assim como que os contratos celebrados entre o cliente e o seu consultor restrinjam o recebimento de comissões sem a transparência necessária para com o cliente, de forma que este esteja ciente de possíveis conflitos de interesse.



## **A Atividade de Family Office no Brasil**

Não se sabe ao certo qual foi o primeiro Family Office Brasileiro. Muitos dizem que foi o Janos, Multi Family Office dos fundadores da Natura. Alguns outros dizem que foram os da família Gerdau, Votorantim, Monteiro de Carvalho, etc<sup>5</sup>. Independente, sabemos que são estruturas criadas há não mais de 20/30 anos. Alguns números não oficiais estimam que existam 40 Family Offices em operação no país, com um patrimônio sob gestão de R\$200 Bilhões. Porém esses números divergem, dado que alguns não consideram todo o patrimônio familiar (imóveis, participações, ativos líquidos, etc).

Estima-se que das 300 maiores companhias nacionais cerca de 260 sejam controladas por grupos familiares. Assim, Family Offices, além de garantir uma gestão profissional do patrimônio familiar, ajudam a diminuir os conflitos entre herdeiros e profissionalizar as empresas, perpetuando o patrimônio a cada geração.

Apesar disso, o conceito de Family Office no Brasil ainda é pouco difundido. Muitos confundem as atuações de Wealth Managements<sup>6</sup> (muitas vezes serviço oferecido pelos bancos), Private Banking<sup>7</sup> e consultores financeiros com a atividade de Family Office. Um limite que pode ser estabelecido é: Enquanto o Wealth Manager participa do planejamento, o Family Office além de planejar, participa e faz toda a implementação do planejamento. Além disso, os serviços bancários tradicionais preocupam-se apenas com a riqueza financeira. O Family Office entende a missão

---

<sup>5</sup> CARVALHO, D. ; NAIDITCH, S. Negócios de Família. Exame, São Paulo, 29 nov. 2007

<sup>6</sup> WU, C.-R. ET AL. Analysing alternatives in financial services for wealth management banks: the analytic network process and the balanced scorecard approach. IMA Journal of Management Mathematics, Oxford, v.20, n.3, p.303-321, May 2009.

<sup>7</sup> Private Banking In: Investopedia Online. Disponível em: <<http://www.investopedia.com/terms/p/privatebanking.asp#axzz1f8AkhQUg>>.

Acessado em: 20 de Out. 2011.

familiar e busca a realização pessoal de cada membro, preservando não só o patrimônio financeiro, mas também o capital humano e intelectual.

Por essa e outras razões, tampouco é bem definido o objeto social de empresas que atuam no ramo de Family Office. Dado que são escritórios com estruturas altamente qualificadas com advogados, administradores de carteira, contadores e pessoas com experiência em administração de fortunas. Assim sendo, em seguida serão expostas algumas estruturas empresariais utilizadas por pessoas que atuam nessa indústria.

Muitas vezes dada a ignorância das pessoas sobre o tema, existe uma preferência de não pagar pelo serviço e deixar que o Family Office seja remunerado por meio de rebates e comissões (o que vimos no capítulo anterior que leva a vários conflitos de interesse). Porém, existem pessoas mais qualificadas que estão preparadas para pagar pelos serviços e restringir o recebimento de rebates e comissões, de forma a garantir uma assessoria independente.

Levando em consideração que cada indivíduo e família possuem uma história e necessidades distintas, as empresas de Family Office necessitam ter uma estrutura que as permita atender a cada caso separadamente.

Assim sendo, essas estruturas empresariais possuem mais de uma empresa:

- Empresa de Distribuição: No Brasil conhecido como Agente Autônomo de Investimento (A.A.I.), sendo responsável por distribuir cotas de fundos de investimento, ações e produtos de renda fixa (valores mobiliários), como ressalta o artigo 1º da Instrução 497 da CVM:

*“Agente Autônomo de Investimento é a pessoa natural, registrada na forma desta Instrução, para realizar, sob a responsabilidade e como preposto de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários,[...]” (Brasil, Instrução CVM Nº 497, de 3 de Junho de 2011).*

Por essa mesma instrução, a figura do A.A.I. se restringe a passar ao investidor as informações referentes ao produto em questão e a decisão final deve ser tomada pelo próprio investidor. O A.A.I. não pode ser remunerado pelo investidor, e deve receber somente rebates pelos produtos

vendidos. Assim sendo, essa empresa é responsável na maioria das vezes por atender aqueles clientes que não querem pagar diretamente pela assessoria.

- Empresa de Gestão: No Brasil o Gestor é responsável por administrar uma carteira e possuem autorização para comprar e vender valores mobiliários por conta do investidor, como discorre o Art. 2º da Instrução 306 da CVM:

*[...] Art. 2º - A administração de carteira de valores mobiliários consiste na gestão profissional de recursos ou valores mobiliários, sujeitos à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda títulos e valores mobiliários por conta do investidor. (Brasil, Instrução CVM N° 306, de 5 de Maio de 1999, 1999).*

Além disso, estão autorizados a serem remunerados por essa atividade, conforme Art. 14º da Instrução CVM 306:

*[...] cumprir fielmente o contrato firmado com o cliente, prévia e obrigatoriamente por escrito, o qual deve conter as características básicas dos serviços a serem prestados, dentre as quais se incluem:*

- a. a política de investimentos a ser adotada, que deve estar de acordo com o perfil do investidor, a sua situação financeira e com os seus objetivos;*
- b. a remuneração cobrada pelos serviços; [...] (Brasil, Instrução CVM N°306, de 5 de Maio de 1999, 1999).*

- Empresa de Consultoria Financeira: Neste caso o consultor financeiro é responsável pela assessoria referente a valores mobiliários, podendo indicar ao investidor o que fazer com seu patrimônio e ser remunerado por isso. Entretanto, não lhe é concedida a autorização para comprar e vender ativos por conta do investidor. Ainda assim, a Instrução Normativa que regula tal atividade é bastante branda conforme a Instrução CVM N°43:

*[...] Os pretendentes à habilitação ao exercício das atividades acima mencionadas, enquanto não regulamentadas especificamente, deverão, além de possuir comprovada experiência em atuação no mercado de valores mobiliários, atender às exigências para ocupação de cargos de diretoria em sociedades corretoras e distribuidoras, previstas na RESOLUÇÃO N° 527, de 15.04.79 do Conselho Monetário Nacional. [...] (Brasil, Instrução CVM N°43 de 05 de Março de 1985, 1985).*

Todas as empresas acima e suas Pessoas Físicas participantes devem ser previamente registradas na CVM de forma a obter autorização para praticar suas atividades.

Com as estruturas apresentadas acima, vemos Family Offices e Multi Family Offices que se utilizam de diversas combinações de empresas, com regulações distintas, de forma a atender um público específico e extremamente exigente. Como vimos no capítulo anterior, dado que existe uma assimetria de informação, seja ela pelo fato dos clientes atendidos por Family Offices não conhecerem a fundo a forma de atuação e o escopo desse serviço, ou, seja pela complexidade de produtos financeiros específicos, existe uma necessidade de regulação.

A atividade do A.A.I., regulada pela CVM, foi modificada no último ano de forma a substituir a Instrução CVM n° 434 de 2006.

*[...] Art. 24. Ficam revogadas, a partir da entrada em vigor desta Instrução, a Instrução CVM n° 434, de 22 de Junho de 2006 [...] (Brasil, Instrução CVM N°497, de 3 de Junho de 2011, 2011).*

Isso foi feito, pois muitas vezes o A.A.I. é caracterizado como extensão de corretoras na medida que representam centros de distribuição de valores mobiliários, e estariam extrapolando as suas funções originais e atuando como analistas de investimento e até mesmo como gestores de carteira. Assim sendo, a nova regulação veio delimitar a atividade dos A.A.I. em três níveis: prospecção de clientes; prestação de informações sobre produtos e serviços do intermediário que estiver vinculado; registro e transmissão de ordens. Assim, com a nova regulação virão novos custos para a

adaptação às novas regras, provenientes da adoção de medidas de proteção, prevenção e controle, tais como auditorias e controles internos. Além disso, a nova regulação restringe o A.A.I., de forma que esse seja vinculado a somente uma instituição financeira, tornando-o exclusivo da mesma. Essa foi a medida mais contraditória da CVM e contestada por grande parte da indústria, dado que com isso o A.A.I. perde qualquer possibilidade de trabalhar com independência, como a própria nomenclatura propõem: Agente **Autônomo**. Na visão da CVM a exclusividade do agente autônomo foi necessária para uma maior fiscalização do seu preposto.

Além disso, a nova regulação mantém alguns pontos da antiga instrução, como o Artigo 7º abaixo, que é semelhante ao Art. 5º da Instrução 434 de 2006:

*[...] Art. 7º Para credenciamento de agente autônomo de investimento, as entidades credenciadoras devem exigir do candidato o preenchimento dos seguintes requisitos mínimos:*

*I - ter concluído o ensino médio no País ou equivalente no exterior;*

*II - ter sido aprovado nos exames de qualificação técnica aplicados pela entidade credenciadora; [...] (Brasil, Instrução CVM N° 497, de 3 de Junho de 2011, 2011).*

Logo, as mudanças levam a que muitos Family Offices que possuíam uma empresa de A.A.I. deixem de atuar como tal, ou sejam obrigados a modificar suas estruturas, como abrir mais de uma empresa de A.A.I. para poder se associar a mais de uma instituição financeira. Ou seja, aumento de custos. Vale ressaltar que no capítulo anterior, ao expor a mudança na regulação americana, vimos que também elevaria os custos das empresas do setor, o que poderia levar a um movimento de fusões para buscar diluição de custos.

A atividade de gestor também é regulada pela CVM. Porém, não houve modificações recentes na regulação, a última é datada de 2002, pela Instrução CVM N° 364. Vale ressaltar que um gestor Pessoa Física e a sua empresa (Pessoa Jurídica) deverão ser registrados na CVM para poder exercer a sua atividade. Para esse registro o Art. 4º da Instrução CVM 306 discorre sobre os requisitos mínimos, valendo ressaltar que o que foi riscado foram artigos revogados:

[...] Art. 4º - A autorização para o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários somente é concedida a pessoa natural domiciliada no País que tiver:

- I. *graduação em curso superior, em instituição reconhecida oficialmente, no País ou no exterior;*
  - ~~II. *experiência profissional de, pelo menos, três anos na área financeira e/ou no mercado de valores mobiliários na área de administração de recursos de terceiros ou experiência profissional de, no mínimo, cinco anos, diretamente relacionada com as atividades exercidas no mercado de valores mobiliários; e*~~
  - II. *experiência profissional de: (NR)*
    - a. *pelo menos três anos em atividade específica diretamente relacionada à gestão de recursos de terceiros no mercado financeiro; ou (NR)*
    - b. *no mínimo cinco anos no mercado de capitais, em atividade que evidencie sua aptidão para gestão de recursos de terceiros; e (NR)*
      - o *Inciso II, alíneas "a" e "b", com redação dada pela Instrução CVM nº 364, de 7 de maio de 2002.*
- reputação ilibada.*

~~Parágrafo único A CVM pode, excepcionalmente, dispensar o atendimento ao requisito previsto no inciso I deste artigo, desde que comprovada a experiência profissional especificada no inciso II de, no mínimo, sete anos.~~

§ 1º A CVM pode, excepcionalmente, dispensar o atendimento ao requisito previsto no inciso I deste artigo, desde que comprovada a experiência profissional exigida no inciso II deste artigo de, no mínimo, sete anos. (NR)

- o *Primitivo parágrafo único renumerado para § 1º pela Instrução CVM nº 364, de 7 de maio de 2002.*

§ 2º A CVM pode, excepcionalmente, dispensar o atendimento ao requisito previsto no inciso II deste artigo, desde que o interessado possua notório saber e elevada

*qualificação em área do conhecimento que o habilite para o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários. (NR)*

- *§ 2º acrescentado pela Instrução CVM nº 364, de 7 de maio de 2002.*

*§ 3º Não é considerada como experiência profissional, para fins do atendimento ao requisito previsto no inciso II deste artigo, a atuação do interessado como investidor no mercado de valores mobiliários ou a administração de recursos de terceiros de forma não remunerada. (NR) [...] (Brasil, Instrução CVM N°306 de 05 de Maio de 1999, 1999).*

Logo, vemos que aprovação de registro desse profissional passa muito por uma avaliação subjetiva do colegiado da CVM.

A atividade de consultoria financeira, como vimos anteriormente, segue os mesmos aspectos de registro do Gestor Financeiro, porém, um pouco mais branda. Além disso, é importante ressaltar que ambos o Gestor e Consultor Financeiro não podem ser ao mesmo tempo A.A.I.

Podemos concluir que apesar de cada uma das atividades utilizadas pelos Family Offices possuírem regulação específica, não existe uma regulação exclusiva para o escopo da atividade de Family Office. Com isso, acredito que a indústria e investidores demandam uma maior transparência, o que poderia levar a criação de um comitê da indústria, que represente o interesse e que aplique maior responsabilidade ao mercado e a ética da indústria. Nesse sentido, o que mais se aproxima é um Código de Regulação e Melhores Práticas para a Atividade de **Gestão de Patrimônio Financeiro** no Mercado Doméstico elaborado pela ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais), onde sua adesão é voluntária.

Segundo o Art. 1º do Código:

*“[...] “Atividade de Gestão de Patrimônio Financeiro” será considerada a atividade de prestação de serviços de seleção, alocação e realocação de Patrimônio Financeiro, com foco no perfil de investimento e nas necessidades financeiras do Investidor; [...]” (Brasil, Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para*

*Atividade de Gestão de Patrimônio Financeiro no Mercado Doméstico, de 01 de Janeiro de 2011, 2011).*

Segundo o Art. 2º o propósito do código é:

*“[...] I. manter os mais elevados padrões éticos e de qualidade no desenvolvimento e prática da Atividade de Gestão de Patrimônio Financeiro;*

*II. manter a transparência no relacionamento com os Investidores; e*

*III. exigir dos profissionais envolvidos na Atividade de Gestão de Patrimônio Financeiro qualificação mínima necessária para o exercício da referida atividade de acordo com os padrões estabelecidos neste Código. [...] “(Brasil, Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Atividade de Gestão de Patrimônio Financeiro no Mercado Doméstico, de 01 de Janeiro de 2011, 2011).*

É de extrema importância ressaltar que o Código não está acima das leis vigentes como atesta o Art. 5º do Inciso II que discorre sobre abrangência:

*“[...] Parágrafo único - O presente Código não se sobrepõe à legislação e regulamentação vigentes, ainda que venham a ser editadas normas, após o início de sua vigência, que sejam contrárias às disposições ora trazidas. Caso haja contradição entre regras estabelecidas neste Código e normas legais ou regulamentares, a respectiva disposição deste Código deverá ser desconsiderada, sem prejuízo das demais regras neste contidas. [...]”(Brasil, Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Atividade de Gestão de Patrimônio Financeiro no Mercado Doméstico, de 01 de Janeiro de 2011, 2011).*

Alguns pontos importantes contidos no Art. 10º do código, que discorrem sobre conflitos de interesse, seguem abaixo :

*“[...] XI. possuir política de exercício da Atividade de Gestão de Patrimônio Financeiro que:*



a) informe como será a existência ou não de recebimento, direto ou indireto, de remuneração por distribuição, bem como a destinação dos referidos recursos, preservadas as condições do negócio e as exigências contratuais, exemplificativamente, dever de confidencialidade;

b) defina procedimentos de “conheça o seu cliente” (“know your client”) relativos à atuação na prevenção à lavagem de dinheiro;

c) determine disponibilização do teor deste Código pela Instituição Participante aos seus Investidores.

XII. divulgar aos investidores que a Instituição Participante poderá receber remuneração de distribuição e apresentar qual será a destinação dos referidos recursos. [...]” (Brasil, Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Atividade de Gestão de Patrimônio Financeiro no Mercado Doméstico, de 01 de Janeiro de 2011, 2011).

O Artigo mais inédito seria o 12º, que discorre sobre as atividades de Gestão de Patrimônio Financeiro, e faz menção a atividades realizadas por Family Offices:

“Art. 12 - A Atividade de Gestão de Patrimônio Financeiro compreenderá cumulativamente:

I. o entendimento do perfil, das expectativas, das restrições e dos objetivos de investimento do Investidor de acordo com suas necessidades econômico-financeiras, presentes e futuras, observados os respectivos padrões de risco, a necessidade de liquidez e o prazo de retorno; e

II. a assessoria na seleção, alocação e realocação do Patrimônio Financeiro. [...]

§ 2º - A Atividade de Gestão de Patrimônio Financeiro pode compreender também, mas não se limitando a, uma ou mais das seguintes atividades, ainda que não reguladas pelo presente Código:

I.a análise dos ativos não financeiros dos Investidores;

II.a análise de risco das carteiras de investimento, composta por ativos financeiros e não financeiros, dos Investidores;

III.a assessoria na seleção de alocação e realocação em ativos não financeiros;

*IV.a consolidação da informação de ativos financeiros e não financeiros, ainda que não sob sua responsabilidade;*

*V.a execução das alocações e realocações em quaisquer ativos, via mandato específico, em consonância com os objetivos predefinidos em conjunto com o Investidor, e desde que esclarecidos a este último os limites de responsabilidade e risco da execução;*

*VI.a identificação das necessidades do Investidor relacionadas a outros mercados e a ativos não financeiros, tais como, mas não se limitando a, bens imóveis, semoventes, objetos de arte e antiguidades; e*

*VII.a identificação das necessidades do Investidor relacionadas à sucessão familiar e empresarial, bem como aos aspectos tributários, societários e/ou imobiliários, sendo certo que as questões relacionadas à sucessão familiar e empresarial, bem como aos aspectos tributários, societários e/ou imobiliários, ainda que abordadas de forma genérica pela Instituição Participante, deverão ser, caso implementados, avaliados pelo Investidor com base em opiniões de profissionais especializados e independentes.” (Brasil, Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Atividade de Gestão de Patrimônio Financeiro no Mercado Doméstico, de 01 de Janeiro de 2011, 2011).*

Vemos que esse código abrange muitos pontos semelhantes àqueles abordados nas discussões da legislação americana. Porém, além de ser voluntário, como o próprio código diz, seus artigos não podem se sobrepor a legislação e regulamentação vigente. Assim sendo, sua atuação é restrita.

Com isso, no próximo capítulo veremos como a experiência americana combinada com o teor do Código da ANBIMA e as instruções normativas da CVM poderiam levar a elaboração de uma regulamentação abrangente para a atividade de Family Office no Brasil.

## **Sugestão de Regulamentação para a Atividade de Family Office no Brasil**

Como vimos nos capítulos anteriores, a atividade de Family Office no Brasil, apesar de incipiente, vem crescendo substancialmente. Apesar dos números não serem confiáveis, existem fundamentos para acreditarmos no forte crescimento dessa indústria. Vimos anteriormente, que o Family Office é criado muitas vezes após um evento de liquidez. Logo, algumas tendências econômicas dos últimos 7 anos favorecem esse cenário, como por exemplo:

- Aumento do número de Oferta Pública de Ações – aonde donos de diversas empresas venderam suas participações ficando líquidos. Nos últimos 5 anos houve 135 Ofertas Públicas Primárias de Ações segundo a BM&F Bovespa<sup>8</sup>. Levando em consideração que 90% das empresas brasileiras são familiares (RICCA 2007)<sup>9</sup>, muitas pessoas físicas adquiriram liquidez.
- Aumento do número de fusões e aquisições geram liquidez. De 2006 a 2009 houve uma média anual de 645 Fusões ou Aquisições, segundo a PWC<sup>10</sup>.
- Aumento do número de Fundos Imobiliários. Isso é importante, pois devido à cultura brasileira de se investir em imóveis, muitos dos Fundos Imobiliários possuem imóveis que pertenciam a pessoas físicas que se tornaram líquidas. Hoje, segundo o site da CVM ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)) existem 107 Fundos Imobiliários no Brasil.

Assim sendo, acredita-se que com a profissionalização da gestão das empresas familiares que ocorreu muito nos últimos 15 anos, virá também a profissionalização da gestão das famílias. Logo, o número de Family Offices ou Multi Family Offices deverá aumentar substancialmente.

---

<sup>8</sup> [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br)

<sup>9</sup> RICCA, DOMINGOS. Empresas familiares: contexto. Disponível em <http://www.empresafamiliar.com.br/artigos/Empresas%20Familiares%20-%20Contexto.html>.

<sup>10</sup> Relatório PWC Fusões e Aquisições no Brasil – Dezembro de 2010 . Disponível em <http://www.pwc.com/br/pt/estudos-pesquisas/assets/relatorio-ma-dez2010.pdf>

Seguindo essa tendência, bancos estrangeiros buscam espaço nesse segmento. Prova disso, foi a recente aquisição de parte da GPS (um Multi Family Office), pelo Banco Julius Baer.

Apesar da regulamentação financeira brasileira ser uma das mais elaboradas do Mundo e em muitas vezes servir de balizador internacional, é clara a necessidade de se criar uma regulação específica para a atividade local, de forma a proteger os clientes que serão atendidos por empresas brasileiras, grupos mistos ou empresas estrangeiras.

Neste sentido, baseando-se nas recentes mudanças de regulação internacional e nas próprias medidas tomadas pela ANBIMA, sugiro agregar os conceitos e diretrizes de forma que a CVM possa implementar essa sinergia em uma Instrução Normativa.

O primeiro passo seria criar uma nova Instrução Normativa da CVM que trate exclusivamente do Gestor de Patrimônio (conhecido por Family Office). Essa instrução deverá definir o conceito de Gestor de Patrimônio, agregando as instruções que regulam as atividades de Gestor, Consultor Financeiro e Agente Autônomo de Investimento. Ou seja, a Instrução relacionada ao Gestor de Patrimônio pode ser objetiva, desde que as instruções das atividades já existentes que são utilizadas pelos Family Offices hoje em dia, sejam mais elaboradas. A seguir vou pontuar questões importantes para cada uma das instruções:

- Instrução do Gestor de Patrimônio:
  - Deve obrigar que aqueles que queiram atuar como tal, sejam registrados na CVM dentro dessa categoria, assim como há o registro das outras atividades.
  - Para obtenção de registro deve ser exigida, além de certificações específicas, experiência profissional mínima de 3 anos em áreas afins. Porém não há necessidade de criar novas certificações, logo, podendo utilizar certificações existentes como o CFP® (Certified Financial Planner). Essa certificação de distinção, concede padrão internacional de conduta ética e responsabilidade na prestação de serviços de planejamento financeiro pessoal, englobando: Investimentos e Gestão de Riscos; Previdência Complementar e

Seguros; Planejamento Sucessório e Fiscal; Planejamento Financeiro e Ética.

- No momento do registro na CVM o Gestor de Patrimônio deverá explicitar em quais áreas, dentro do escopo da atividade definida pela CVM, ele irá atuar. Assim como nomear as empresas que vão exercer tais atividades. Ou seja, se vai ser utilizada uma Gestora de Recursos, ou somente um Consultor Financeiro, ou ambos.
  - A CVM deverá fornecer modelos de contrato para que sejam utilizados pelos Gestores de Patrimônio com os seus clientes. O objetivo desses contratos será diminuir ao máximo a possibilidade de conflitos de interesse na atuação do Gestor de Patrimônio.
  - A Instrução deverá deixar clara a possibilidade de fiscalização dos contratos por parte da CVM, assim como os registros dos Gestores de Patrimônio, de forma que sejam mitigados ao máximo as possíveis externalidades geradas aos clientes.
- Instrução de Consultor Financeiro:
    - Deve obrigar que os contratos celebrados com os clientes devam conter cláusula que explicita a remuneração e a possibilidade ou não de recebimento de comissões além daquelas pagas pelo próprio cliente.
  - Instrução do Gestor:
    - A CVM deverá diminuir o grau de subjetividade no registro dos Gestores de Recursos. Assim sendo, certificações adicionais ou específicas poderão ser exigidas.
  - Instrução do Agente Autônomo:
    - Apesar da CVM ter modificado a Instrução que regula a atividade do A.A.I. como vimos anteriormente, sabemos que muitas questões ainda estão em aberto ou com dúvidas interpretações. Logo, no

ajuste de tais pontos, seria importante a criação de um artigo para regular quando tal atividade for utilizada por um Gestor de Patrimônio.

Acima vimos algumas ideias que podem ser utilizadas na redação de uma regulamentação específica para a atividade de Family Office. Entretanto estamos no início de um processo longo, demorado e burocrático.

## Conclusão

O objetivo deste trabalho foi mostrar um pouco da evolução da atividade de Family Office, e apesar do nome remeter a algo íntimo e pessoal, como a família, vimos que está inserido num contexto de uma indústria repleta de conflitos de interesse e atitudes que fogem dos preceitos éticos e morais.

A palavra “ética” é derivada do grego ἠθικός significa aquilo que pertence ao caráter. Já o caráter, em linguagem comum é o termo que descreve os traços da personalidade. Ou seja, é algo pessoal.

Assim sendo, a evolução desta indústria deverá ser acompanhada de um desenvolvimento e aprimoramento dos órgãos reguladores e da comunidade financeira nacional e internacional. Dado que não há regulação ou modelo perfeito. O importante é que o órgão regulador seja flexível, ágil e criativo como os segmentos de mercado que ele regula. Do contrário será impossível mitigar as possibilidades de prejuízo aos clientes atendidos pela indústria de Family Offices.

Isso feito, nos próximos anos no Brasil e no mundo, teremos não só uma atividade de Family Office extensa, com diversas famílias perpetuando seu patrimônio por gerações, mas teremos também uma indústria financeira mais transparente e virtuosa.

## **Bibliografia**

ANTONIAZI, Elcio Augusto. **A nova regulamentação da atividade do agente autônomo de investimento no Brasil**. Jus Navigandi, Teresina, ano 16, n. 2966, 15 ago. 2011.

CAPGEMINI ; MERRILL LYNCH. World Wealth Report 2011

CARVALHO, D. ; NAIDITCH, S. Negócios de Família. Exame, São Paulo, 29 nov. 2007

CVM Instrução N°497. Dispõe sobre a atividade do Agente Autônomo de Investimento, de 3 de Junho de 2011.

CVM Relatório de Análise, Processo n° RJ-2009-567 – Audiência Pública SDM n° 03/2010. Minuta de Instrução sobre Agentes Autônomos de Investimento (“AAI”).

DAY, J. D. The role of the investment consultant in the trustee world. Trusts & Trustees, Oxford, v.15, n.2, p.80-88, April 2009.

Ehlern, Dr. Steen. Family Offices in Europe and the United States – A different evolution with common objectives. Private, Jahrbuch, 2008. Disponível em: <[http://www.private.ag/media/2008/04/de/106\\_Family%20Offices.pdf](http://www.private.ag/media/2008/04/de/106_Family%20Offices.pdf)>. Acessado em: 20 de Out. 2011.

GRANHAM, C. The Growth of the Family Office and the Challenge for the Future. Trusts & Trustees, Oxford, v. 7, n.2, p. 8-14, April 2001.

Hedge Fund In: Investopedia Online. Disponível em: <<http://www.investopedia.com/terms/h/hedgefund.asp#axzz1f8AkhQUg>>. Acessado em: 20 de Out. 2011.

HERSCH, W. S. Multi-Family Offices: The Crown Jewels of the Planning World. National Underwriter Life & Health, Kentucky, v.114, n.16, p.16-17, August 2010.

Howells, P. ; Bain,K. (1998) Economia Monetária, moedas e bancos. Trad. Sob a direção de Christine Pinto Ferreira Studart. Rio de Janeiro, LTC, 2001.



LINCOLN, D. Strength in the Face of Adversity. *Trusts & Estates*, Cleveland, v.150, n.1, p.28-29, January 2011.

MAFUD, P. D. Regulamentação para o agente autônomo. *Valor Econômico*, São Paulo, 15 jun. 2010.

MASLINSKI, M. The Family Office: adapting to modern needs in a changing world. *Trusts & Trustees*, Oxford, v.12, n.6, p. 27-29, May 2006.

MAYER ROTHSCHILD; NATHAN. In: Jewish Virtual Library Disponível em: <<http://www.jewishvirtuallibrary.org/jsource/biography/RothschildN.html>>. Acesso em 20 de Out. 2011.

MC CARTHY, K. M. Is It Time To Close The Family Office. *Trusts & Estates*, Cleveland, v.148, n.8, August 2009.

MONTFORD, C. Family office type investment management services for trustees and high net worth investors. *Trusts & Trustees*, Oxford, v.10, n.3, p.27-28, February 2004.

NICHOLS, A. Risky Business. *Trusts & Estates*, Cleveland, v.147, n.8, p.53-58, August 2008.

Private Banking In: Investopedia Online. Disponível em: <<http://www.investopedia.com/terms/p/privatebanking.asp#axzz1f8AkhQUg>>. Acessado em: 20 de Out. 2011.

Relatório PWC Fusões e Aquisições no Brasil – Dezembro de 2010 . Disponível em <http://www.pwc.com/br/pt/estudos-pesquisas/assets/relatorio-ma-dez2010.pdf>

RICCA, DOMINGOS. Empresas familiares: contexto. Disponível em <http://www.empresafamiliar.com.br/artigos/Empresas%20Familiares%20-%20Contexto.html>.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION – 17 CFR Part 275 Release N° IA-3098; File N°S7-25-10

WAREH, R. Financial Reform Knocks on The Family Office Door. *Trusts & Estates*, Overland Park, v.149, n.8, p.47,49-51,53-54, August 2010.

WU, C.-R. ET AL. Analysing alternatives in financial services for wealth management banks: the analytic network process and the balanced scorecard approach. IMA Journal of Management Mathematics, Oxford, v.20, n.3, p.303-321, May 2009.

[www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br)

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)