

# TEXTO PARA DISCUSSÃO

04

Dezembro de 2014

5º Seminário ANBIMA de  
Private Banking

**Private Banking:  
evolução e perspectivas**

Caroline Jorge





# TEXTO PARA DISCUSSÃO

## 04

Dezembro de 2014

A série "Texto para Discussão" aborda temas relacionados aos mercados financeiro e de capitais, além de reproduzir debates técnicos realizados em eventos ou fóruns da Associação.

5º Seminário ANBIMA de  
Private Banking

### Private Banking: evolução e perspectivas

#### Redação

Caroline Jorge

#### Coordenação

Enilce Melo

#### Superintendência de Representação Técnica

Valéria Arêas Coelho

#### Presidente

Denise Pauli Pavarina

#### Vice-Presidentes

Carlos Eduardo Andreoni Ambrósio,  
Carlos Massaru Takahashi, Gustavo Adolfo  
Funcia Murgel, José Olympio da Veiga  
Pereira, Pedro Lorenzini, Robert J. van Dijk,  
Sérgio Cutolo dos Santos e Valdecyr Gomes

#### Diretores

Alenir de Oliveira Romanello, Altamir Batista  
Mateus da Silva, Carlos Augusto Salamonde,  
Carolina Lacerda, Celso Scaramuzza,  
Jair Ribeiro da Silva Neto, Luciane Ribeiro,  
Luiz Sorge, Luiz Fernando Figueiredo,  
Otávio Romagnolli Mendes, Richard Ziliotto,  
Saša Markus, Sylvio Araújo Fleury e  
Vital Meira de Menezes Junior

#### Comitê Executivo

José Carlos Doherty, André Mello,  
Ana Claudia Leoni, Guilherme Benaderet,  
Patrícia Herculano, Valéria Arêas Coelho,  
Marcelo Billi, Soraya Alves e Eliana Marino

#### Rio de Janeiro

Avenida República do Chile, 230  
13º andar, CEP 20031-170  
Tel. + 21 3814 3800

#### São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8501, 21º andar  
CEP 05425-070  
Tel. + 11 3471 4200

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



## Resumo

Este quarto número da série Texto para Discussão reproduz os debates ocorridos no 5º Seminário ANBIMA de Private Banking, realizado em 04 de setembro de 2014, em São Paulo. Entre os principais temas, foram abordados os desafios associados à gestão de carteiras globais de investimento, o comportamento do investidor diante de suas decisões de composição de portfólio e o panorama econômico do país, fundamental para a definição das perspectivas para a indústria de Private Banking nos próximos anos.



# Conteúdo

Resumo.....	5
Sumário executivo .....	9
1. O Private Banking no Brasil e no mundo.....	11
2. O comportamento do investidor .....	17
3. Gestão de carteiras globais de investimento .....	21
4. Panorama econômico.....	26
Considerações finais .....	28



## Sumário executivo

O 5º Seminário ANBIMA de Private Banking discutiu desafios e perspectivas para o segmento, que, em junho de 2014, atingiu o patamar de R\$ 608 bilhões de ativos sob gestão. O seminário foi dividido em quatro painéis e contou com a participação de importantes profissionais de instituições financeiras, além de integrantes renomados da academia, que agregaram variados pontos de vista ao debate.

Desde dezembro de 2009, quando o patrimônio sob gestão era de R\$ 291 bilhões, o segmento cresceu, em média, 17,8% ao ano até junho de 2014, a despeito da desaceleração econômica em curso no país. O número de grupos econômicos detentores de contas de investimentos também aumentou, de 42,6 mil para 55,2 mil, no mesmo período. Esses números revelam uma indústria em expansão e, como resultado, a necessidade de uma gestão cada vez mais especializada e capaz de fazer frente às complexidades de um ambiente econômico mais globalizado e desafiador.

Neste contexto, foram tema central do seminário os desafios inerentes à gestão de carteiras globais de investimento e o interesse crescente dos investidores por aplicações de seus recursos no exterior. Foram discutidas as vantagens de se realizar essas aplicações via fundos locais, dada a maior expertise dos gestores sobre a dinâmica dos mercados globais e, conseqüentemente, as melhores condições para a definição e o acompanhamento de uma estratégia voltada para esses mercados.

*A gestão de carteiras globais de investimento e o interesse crescente dos investidores por aplicações de recursos no exterior são temas de destaque no 5º Seminário ANBIMA de Private Banking.*

*Num contexto de complexidade do sistema financeiro, compreender o comportamento do investidor na tomada de decisão pode se tornar um diferencial na orientação de investimento.*

Diante da complexidade da arquitetura financeira e dos produtos disponíveis, a avaliação é que compreender o comportamento do investidor na tomada de decisão pode se tornar um diferencial para a orientação de investimento. Assim, o seminário também abordou o tema em painel voltado para os determinantes psíquicos e emocionais da tomada de decisão de investidores, no qual foram discutidas pesquisas acadêmicas das áreas de finanças comportamentais e neurofinanças. Profissionais de instituições financeiras enriqueceram o debate com suas experiências sobre o relacionamento diário com seus clientes. De forma geral, a avaliação é que, embora o investidor Private seja mais qualificado, a educação financeira ainda é um elemento importante, bem como o reconhecimento do perfil dos clientes para o melhor atendimento às suas demandas.

Por fim, em um contexto pré-eleitoral e, portanto, de incerteza em relação às principais variáveis macroeconômicas do país, foram discutidas as alternativas de política econômica, que, em última instância, definem o ambiente sobre o qual se dará a evolução da indústria nos próximos anos.

Este ensaio visa reproduzir os debates realizados no Seminário e será composto por quatro seções, além desta introdução. A primeira apresentará os números da indústria e as principais tendências do segmento nos últimos anos, além de números de *wealth management* no mundo. As seções 2 e 3 tratarão, respectivamente, do comportamento do investidor e dos desafios associados à gestão de carteiras globais. A seção 4 trará um panorama econômico do país e é seguida pelas Considerações Finais.

# 1. O Private Banking no Brasil e no mundo

Com patrimônio sob gestão de R\$ 608 bilhões, o segmento de Private Banking cresceu a taxas bastante elevadas nos últimos anos, embora o ritmo de crescimento venha caindo significativamente, influenciado, em alguma medida, pela desaceleração econômica e maior volatilidade do mercado financeiro no período. Enquanto o crescimento anual entre 2010 e 2012 situou-se no patamar de 20% ao ano, em 2013 o segmento cresceu 9,5% e em 2014, até junho, 5,3%.

No que se refere à composição da carteira, em junho de 2014, a maior parte dos recursos estava aplicada em fundos de investimentos (45,7%), seguido por aplicações em renda fixa (32%), renda variável (14,5%), e previdência aberta (7%). Nos últimos anos, a participação das aplicações em renda fixa foi afetada pela trajetória dos juros, tendo saído de um patamar de 36,7%, em dezembro de 2011, para 30,9%, em dezembro de 2013, voltando a subir, na margem, para 32,0% em junho de 2014. Já as aplicações em renda variável têm apresentado tendência de queda, refletindo o desempenho menos favorável da Bolsa nos últimos anos. Em dezembro de 2009, esta participação situava-se em 20,9% e, em junho de 2014, caiu para 14,6%.

As aplicações em Previdência, por sua vez, apresentaram elevado ritmo de crescimento nos últimos cinco anos, passando de um total de R\$ 5,7 bilhões, em dezembro de 2009, para R\$ 42,4 bilhões, em junho de 2014. Com isso, a parcela da carteira do segmento alocada em previdência passou de 2% para 7% no período. Esse movimento parece refletir a preocupação

*O patrimônio sob gestão no segmento de Private Banking no Brasil atingiu R\$ 608 bilhões em junho de 2014 e é composto, majoritariamente, por aplicações em fundos de investimento (46%).*

*Aplicações em fundos de investimento têm perfil mais arrojado que o da indústria, menos concentrado nas categorias Curto Prazo, DI e Renda Fixa.*

crecente dos clientes Private com o planejamento financeiro de seu patrimônio no longo prazo e com o processo sucessório, mesmo em períodos de maior volatilidade e menor crescimento da economia.

Os recursos aplicados diretamente em títulos privados também apresentaram forte crescimento. Com R\$ 35,4 bilhões em dezembro de 2011, esses recursos alcançaram o patamar de R\$ 185,6 bilhões em junho de 2014, o que significou um crescimento médio de 23% por semestre. Os ativos isentos com lastro agrícola e imobiliário (LCA, LCI e LH) foram os principais responsáveis por este movimento e já representavam, em junho deste ano, 63,2% do total de títulos privados em carteira dos clientes Private. Em contrapartida, os demais<sup>1</sup> ativos de captação bancária diminuíram sua participação, de 62% em dezembro de 2011, para 32,9%, em junho de 2014, denotando uma realocação de recursos entre eles.

No que concerne às aplicações em fundos de investimentos, é notável o perfil mais arrojado do segmento em relação ao da indústria, menos concentrado nas categorias Curto Prazo, DI e Renda Fixa. Em junho de 2014, enquanto 21,4% da carteira da indústria estavam aplicados em fundos Curto Prazo/DI, no segmento Private este número correspondeu quase à metade, 10,9%. Do mesmo modo, os 34,5% aplicados em Renda Fixa na indústria como um todo corresponderam a 14,4% no segmento de Private. Em contrapartida, a categoria Multimercados atraiu muito mais recursos no Private: 54,8% face aos 23,1% da indústria. As categorias de Ações e Fundos Estruturados são as únicas a seguirem a concentração da indústria mais de perto. O segmento Private concentrou, respectivamente, 8,9% e 10,5% dos recursos totais aplicados nesses fundos, enquanto, na indústria, esses números foram de 9,6% e 11,4%.

<sup>1</sup> Inclui CDB, Letras Financeiras, operações compromissadas e DPGE.

Regionalmente, o volume de recursos é concentrado em São Paulo (55,1%) e Rio de Janeiro (17,2%), reflexo da maior concentração econômica da região. O último dado do IBGE sobre o PIB brasileiro segmentado por regiões apontou para uma concentração de 55,4% na região Sudeste, em dezembro de 2011. Como consequência deste perfil econômico, as regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste, embora tenham apresentado maior crescimento de captação de recursos no segmento Private nos últimos cinco anos, concentraram, respectivamente, apenas 0,5%, 5,8% e 2,7% do volume total sob gestão, ao final do primeiro semestre deste ano. A tendência é que a continuidade do desenvolvimento dessas regiões ampliem gradativamente suas parcelas no total de recursos do segmento Private no país.

Além dos recursos aplicados em títulos de dívida e fundos de investimento, notou-se também um crescimento bastante forte da posição de crédito entre 2009 e 2013, de 61,4%. Este ritmo moderou-se em 2014, resultando em uma variação de apenas 3,3%, até junho, ao que tudo indica, em função da elevação de juros na economia. Na segmentação por setores, a maior parte dos recursos captados destinou-se ao agronegócio (52,6%), fiança (18,6%) e capital de giro (6,4%).

Por fim, também cresceu o número de clientes e a estrutura de atendimento do segmento. Enquanto os grupos econômicos aumentaram 12% entre dezembro de 2009 e junho de 2014, o número de profissionais cresceu 70,8%, o que representou uma redução da relação de clientes por profissionais de atendimento e, portanto, uma estrutura mais personalizada para os investidores.

Além disso, também em junho de 2014, do total de 2026 profissionais do segmento, 32% já possuíam certificação CFP (Certified Financial Planner). Dentre os *bankers*, este número já

*O número de profissionais cresce em ritmo mais acelerado que o de clientes, constituindo estrutura de atendimento cada vez mais personalizada.*

*Crescimento acelerado do patrimônio sob gestão na região da Ásia-Pacífico deve impactar distribuição mundial de riqueza no médio e longo prazo.*

atingiu 52%, o que significa que a meta do Código ANBIMA de Melhores Práticas para o setor em 2015, de 50%, foi atingida com quase dois anos de antecedência, e a de 2014, de 40%, bastante superada.

Com relação à indústria mundial de *Wealth*, o relatório do Boston Consulting Group, em sua 14ª edição, denominada *Riding a Wave of Growth*, mostrou que, após um crescimento menos vigoroso de 2011 para 2012, de 8,7%, por conta dos efeitos da crise econômica mundial, o ano de 2013 refletiu o processo de recuperação econômica em alguns países, resultando em um crescimento da riqueza global de 14,6%. Este número indica que o menor crescimento da Europa e do Japão foi compensado pelo crescimento na América do Norte e da América Latina. O crescimento brasileiro, por seu turno, foi inferior à média mundial.

Segundo o Relatório, o crescimento da riqueza mundial, no entanto, foi um resultado mais da valorização de *equities*, particularmente no mercado norte-americano, do que da captação de novos recursos. Estima-se que a valorização de ativos tenha sido responsável por três quartos, em média, da variação da riqueza global em 2013.

Apesar disso, merece destaque, nos últimos anos, o crescimento da região da Ásia-Pacífico (exceto Japão), cuja riqueza passou de US\$ 24,4 trilhões, em 2011, para US\$ 37 trilhões, em 2013. Esse acelerado crescimento certamente trará implicações para a distribuição de riqueza ao redor do globo no médio e longo prazo. Até 2018, o Relatório estima que a região Ásia-Pacífico deva ultrapassar a América do Norte como região de maior riqueza, por meio de um crescimento anual médio estimado de 10,5%. A busca crescente pelo estabelecimento de posições do segmento Private nesta região, especialmente na China, já é um indicativo deste processo.

Em termos de custos e receitas, o Relatório concluiu que 2013 foi um ano positivo para a indústria globalmente. O crescimento das receitas, impulsionado por *fees* de gestão, foi superior ao crescimento dos custos, por sua vez influenciado pelos custos de vendas e *front-office*. De modo geral, os números evidenciam a busca da indústria por um gerenciamento adequado de sua estrutura de custos, o que resultou em um aumento de 1% da margem de lucro do segmento em 2013. Apesar disso, o patamar atual desta variável, de 22 bps, ainda é bastante inferior ao pré-crise, de 33 bps, resultado da recuperação ainda em curso na economia mundial. Os analistas afirmaram ter dúvidas quanto à possibilidade de retomada daquele patamar, em função do período de prováveis juros internacionais mais baixos, e da maior concorrência.

Na comparação do Brasil com as demais localidades no mundo, o estudo trouxe conclusões interessantes. Enquanto, no Brasil, a parcela dos recursos aplicada em títulos de renda fixa circunda próxima ao patamar de 30%, no mundo, esses ativos atraem cerca de 18% dos recursos. O mesmo ocorre com as aplicações em fundos de investimento, já que no Brasil correspondem a cerca de 45% da carteira e, no mundo, a apenas 22%.

Já o crédito apresenta tendência oposta, com uma participação muito inferior na carteira dos clientes brasileiros comparativamente às de outras regiões. Enquanto no Brasil a posição de crédito, em relação à carteira total de investimentos de 2013, correspondeu a 4%, a posição na Europa e na Ásia foi de 15% e 16%, respectivamente. Esses números refletem não apenas diferentes condições macroeconômicas de captação de crédito privado em outras jurisdições, como também a cultura de maior propensão ao endividamento nessas localidades.

*Na comparação com outros países, participação do crédito na carteira de clientes Private brasileiros é inferior, refletindo diferenças nas condições de captação e na propensão ao endividamento.*

*Relação cost-to-income do segmento Private no Brasil (42%) indica que nível de eficiência brasileiro é superior ao da média global (70%).*

No que se refere à rentabilidade, o segmento de Private brasileiro tem assistido a uma grande alteração do nível de retorno obtido. Em 2007, a rentabilidade líquida dos ativos brasileiros no segmento (em inglês, RoA – *Return on Assets*) era de 73%, tendo caído para 58% em 2012, bastante abaixo da média global, de 74%. Esse movimento é explicado, em parte, pelas diferenças no perfil de clientes, já que no Brasil há maior concentração nos segmentos *high-net-worth (hnw)* e *ultra-high-net-worth (uhnw)*, com rentabilidade mais baixa. Ajustando-se o perfil brasileiro de clientes ao global, o índice RoA doméstico sobe para 68%, mais próximo à média global.

Por fim, o Relatório concluiu que, em 2013, houve um aumento médio do nível de custos no Brasil, de 14%, variação muito acima da média da América Latina (6,1%) e mundial (2,6%). Apesar disso, a relação *cost-to-income* indica que a estrutura brasileira é mais eficiente que a global: 42%, frente a 70% no mundo.

Os números apresentados nesta seção mostram que o segmento de Private Banking no Brasil e no mundo foram afetados pela crise econômica internacional, mas ainda assim permaneceram em trajetória de crescimento. No Brasil, apesar de desafios em termos de custos e rentabilidade, o segmento está bem posicionado e apresenta um adequado nível de eficiência na comparação com a indústria mundial.

## 2. O comportamento do investidor

A importância da orientação do investimento e do entendimento das demandas do investidor traz relevância, em especial para os *private bankers*, à compreensão dos fatores comportamentais e das motivações no processo de tomada de decisão pelo investidor. As finanças comportamentais e, mais recentemente, as neurofinanças, são campos de pesquisa que vêm contribuindo para este entendimento. Enquanto as finanças comportamentais visam estudar a influência recíproca entre a economia e a vida dos indivíduos – sentimentos, pensamentos e comportamentos –, as neurofinanças, novo campo de pesquisa que combina conhecimentos em neurociência e tecnologia, buscam compreender o funcionamento cerebral na tomada de decisões, por meio de técnicas de mapeamento das redes neurais.

A interface entre psicologia e economia é objeto de estudo há bastante tempo, tendo já conquistado três prêmios Nobel de Economia. O primeiro deles, em 1978, foi destinado à Herbert Simon, que se dedicou ao estudo do processo de tomada de decisões nas organizações econômicas e concluiu que a racionalidade limitada dos indivíduos impossibilita a maximização de suas decisões. Em 2002, os estudos de Daniel Kahneman, com elementos de heurística e vieses dos indivíduos, lhe concederam o prêmio. Mais recentemente, em 2013, Robert Shiller, uma das mais proeminentes personalidades das finanças comportamentais, foi também reconhecido.

Conforme apresentado por Vera Rita, psicanalista e consultora independente de psicologia econômica, fatores como as limitações cognitivas e emocionais dos indivíduos, e as distorções

*Estudos das áreas de finanças comportamentais e neurofinanças ajudam a compreender fatores comportamentais e motivações do processo de tomada de decisão pelo investidor.*

*O entendimento do funcionamento da mente humana é fundamental, segundo as finanças comportamentais, para o desenvolvimento de diferentes estratégias de abordagem ao cliente.*

de percepção, lembrança e avaliação, podem gerar prejuízos, sobretudo, considerando-se a complexidade do mercado financeiro atual, marcado por risco e incerteza.

Através de simulações de escolhas e experimentos com diferentes grupos de indivíduos, os estudos apontam que a busca pela simplificação, inerente aos indivíduos, acaba resultando em foco no curto prazo e em comportamentos pautados por ilusões e vieses, como o excesso de otimismo, autoconfiança ou pessimismo. Além disso, a necessidade de referências para a realização de julgamentos e estimativas faz com que, por exemplo, rendimentos passados guiem as decisões de investimento, em detrimento de uma análise técnica e detalhada. Já a aversão à perda – e não ao risco –, leva o investidor, muitas vezes, a tomar decisões desfavoráveis, como a realização de perdas em períodos de desvalorização de ativos. O comportamento de manada também seria mais um exemplo de um padrão baseado em fatores psicológicos, como impulso e emoção, bastante típico em momentos de instabilidade.

Nesse contexto, o entendimento do funcionamento da mente humana é fundamental, segundo as finanças comportamentais, para o desenvolvimento de diferentes estratégias de abordagem ao cliente. Considerando esses elementos, os *private bankers* podem ser capazes de ir além da simples apresentação de informação técnica no processo de orientação, estimulando a reflexão e o planejamento de longo prazo, como também o controle de impulsos e emoções.

Diferentemente das finanças comportamentais, as neurofinanças estudam o processo de tomada de decisão através do mapeamento cerebral. Conforme explicado por Armando Rocha, professor titular de neurociências da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp), embora

com o mesmo objetivo de estudar o processo decisório, as neurofinanças têm como objeto a “caixa preta” que está fora do escopo das finanças comportamentais.

Como novo campo de pesquisa econômica, as neurofinanças combinam teorias e métodos das neurociências com a economia para estudar o processo de tomada de decisão. Por meio de equipamentos de ressonância magnética e/ou eletroencefalogramas, participantes voluntários têm sua atividade cerebral monitorada enquanto realizam escolhas financeiras sujeitas a risco, em variadas condições de mercado.

Segundo o professor, as decisões estão muito relacionadas com a reação emocional causada por experiências obtidas em negócios anteriores. O histórico de ganhos e perdas em eventos passados resulta em um processo de aprendizagem que estabiliza, ao longo do tempo, o padrão cerebral. Além disso, características da personalidade do indivíduo, como extroversão, cordialidade, dedicação e estabilidade emocional também influenciam os padrões de funcionamento cerebral e, segundo o professor, estão presentes em diferentes graus em cada um dos indivíduos, o que afasta da abordagem a existência de padrões únicos de comportamento.

Além das características de personalidade e das experiências passadas, a varredura cerebral também apontou para importantes diferenças entre homens e mulheres nos circuitos neurais utilizados na tomada de decisões financeiras.

Estes resultados mostram que, do ponto de vista neural, é a diversidade, e não padrões de comportamento, que orienta a tomada de decisão. Cada atividade cerebral varia de acordo com experiências passadas, sexo, traços de personalidade, condições socioeconômicas, dentre outras características. Os dados obtidos ajudam a criar modelos, que, segundo alguns analistas, tenderão

*As neurofinanças combinam teorias e métodos das neurociências com a economia, e concluem que é a diversidade de personalidade, as experiências passadas e as diferenças de sexo que determinam os circuitos neurais utilizados no processo decisório.*

*Embora não haja uma fórmula para a orientação de investimento, o aprimoramento e a incorporação de novos elementos que levam em conta fatores comportamentais já estão em curso.*

a ser relevantes no mundo financeiro do futuro. No Brasil, os modelos resultantes dos estudos do Professor Armando Rocha estão apresentados em seu livro, *Neuroeconomia e o processo decisório*.

Apesar das importantes diferenças, as finanças comportamentais e as neurofinanças contribuem para desvendar o complexo processo decisório e oferecem elementos que podem aprimorar a orientação do investimento pelos *private bankers*. Conforme argumentado por Martin Iglesias, Gerente de Alocação de Ativos e Produtos do Itaú Unibanco, moderar os vieses cognitivos e adaptar as recomendações aos vieses emocionais exigem de gestores e *private bankers* elevada *expertise*.

Nesse debate, Aquiles Mosca – Presidente do Comitê de Educação do Investidor da ANBIMA, Superintendente Executivo Comercial e Estrategista de Investimentos Pessoais do Santander Asset Management –, citou o estudo em andamento na Kellogg Scholl of Management, Western University, segundo o qual abrir mão de consumir hoje para guardar dinheiro para a aposentadoria equivale, do ponto de vista psíquico e neurológico, a dar dinheiro a um estranho, já que é a mesma região do cérebro que trata dessas informações. Ele citou ainda que, considerando-se a premissa de que o “eu hoje” está psicologicamente desconectado do “eu amanhã”, algumas instituições criaram um *software* que simula o próprio indivíduo com idade mais avançada, em uma tela de computador. Com esse procedimento, observou-se maior propensão a poupar no presente, o que comprova a hipótese do funcionamento cerebral desconectado da realidade futura do investidor.

Tendo em vista o pequeno número de casas com um amplo conhecimento sobre finanças comportamentais e neurociências, e num contexto de satisfação crescente dos clientes com seus *bankers*, os analistas concluíram que, embora não haja uma fórmula para a gestão, o aprimoramento e a incorporação

de novos elementos à orientação do investimento já está em curso. A dimensão emocional e cultural nesse processo é cada vez mais importante, diante da crescente complexidade de produtos e dos mercados. Esses fatores adicionam-se à educação financeira, mesmo entre os clientes Private, como fundamentais para o adequado alinhamento do perfil e das demandas dos investidores em termos de planejamento patrimonial.

### 3. Gestão de carteiras globais de investimento

Embora as taxas de juros no Brasil sejam muito atrativas, o interesse pelo investimento no exterior tem sido crescente entre os clientes do segmento de Private Banking, sobretudo na perspectiva de um cenário de recuperação econômica dos Estados Unidos e da Europa. Deste debate, participaram Joaquim Levy (CEO do Banco Bradesco Asset Management), Gustavo Murgel (CEO do Itaú Asset Management e vice-presidente da ANBIMA), Artur Wichmann (diretor do Credit Suisse Hedging-Griffo Private Banking e Wealth Management), e Luciane Ribeiro (CEO do Santander Asset Management e diretora da ANBIMA).

Profissionais experientes da indústria de gestão de recursos, os debatedores argumentaram que diversificar parte da carteira de investimentos no exterior não necessariamente constitui estratégia mais arriscada, dada a menor covariância dos ativos internacionais com os brasileiros e, conseqüentemente, a tendência à redução do risco total do portfólio com ganho de

*Para gestores, investir nos mercados globais pode reduzir o risco do portfólio e gerar ganho de eficiência, dada a menor covariância dos ativos internacionais com os brasileiros.*

*O investimento no exterior deve ser visto não como aproveitamento de janelas de oportunidade, mas sim como parte de uma estratégia mais ampla de diversificação na gestão de portfólio.*

eficiência. Entretanto, é necessário ter cautela com a qualidade do investimento, com o risco cambial e, ainda, com desvantagens tributárias.

Para acessar os mercados internacionais, além da aplicação direta em ativos, o investidor pode optar por fazê-lo através de fundos locais. Em relação a essas duas possibilidades, argumentou-se sobre a importância de se considerar o investimento não como janela de oportunidade e solução para a geração de rendimentos extraordinários, mas sim como parte de uma estratégia mais ampla de diversificação na gestão de portfólio, fundamentada em contínuo acompanhamento dos mercados em que se investe. Com isso, a aplicação via fundos traria a vantagem da gestão profissional especializada, com monitoramento permanente dos acontecimentos internacionais e do desempenho dos ativos adquiridos. Além desses aspectos, o investidor teria acesso contínuo à informação técnica sobre seus investimentos, adquirindo, com isso, dois serviços simultaneamente, *performance* e informação.

A especialização exigida para o gestor local, conforme argumentado pelos analistas, não requer necessariamente a busca por gestores de outras jurisdições. O número de profissionais brasileiros especializados neste segmento é crescente, impulsionado pela sofisticação das fontes de informação, dos meios de comunicação e da mídia. Além dessa maior inteligência local, a opção, pelos fundos, de aplicação em cotas de fundos de investimento de outros países traz a vantagem do acesso a gestores especializados em seus respectivos mercados.

Adicionalmente à gestão especializada, a aplicação no exterior via fundos locais também oferece vantagens ao investidor em termos de tributação, uma vez que a negociação de ativos da carteira do fundo pelo gestor não é tributada, diferentemente do investidor que o fizer diretamente.

Apesar das vantagens, a aplicação de recursos no exterior, pela indústria de fundos brasileira, ainda é baixa, o que se explica, em parte, pelas elevadas taxas de juros no país e por alguns entraves ainda existentes. Segundo dados da ANBIMA, dos R\$ 2,4 trilhões de recursos da indústria, em fevereiro de 2014, cerca de 2% estavam investidos no exterior, o que corresponde ao volume de R\$ 48 bilhões. Apesar dessa baixa participação no patrimônio total, o volume de recursos direcionados aos mercados globais cresceu aproximadamente 349% nos últimos dois anos, passando de um patamar de R\$ 7,3 milhões, em 2011, para R\$ 32,8 milhões em 2013.

Em número de fundos, dados da Economatica mostram que, em 2013, dos 13998 fundos locais, 498 possuíam parte de sua carteira com exposição direta no mercado externo, sendo 300 destinados a investidores superqualificados. Em relação à carteira desses fundos no mesmo ano, do total de R\$ 169 bilhões de ativos aplicados internacionalmente, 38% destinaram-se a aplicações em cotas de outros fundos, 18% a investimentos diretos em ativos, e 44% não foram discriminados.

Na comparação internacional, a diversificação de investimentos no exterior é característica mais presente na indústria de fundos de outras localidades. Países como Canadá, EUA, Suécia, Suíça e Reino Unido possuem cerca de 50% dos recursos alocados no exterior. Com a recuperação das economias desenvolvidas, ainda que gradual, a tendência é que a busca por ativos nos mercados globais se fortaleça como estratégia de diversificação, sobretudo no segmento de Private Banking, onde o interesse dos clientes por produtos sofisticados é maior.

*Dados da ANBIMA mostram que apenas 2% do total de recursos da indústria de fundos estavam, em fevereiro de 2014, investidos no exterior, mas a percepção dos gestores é que o crescimento acelerado dos últimos anos deve se manter.*

*Propostas de mudanças regulatórias pela CVM no sentido de flexibilizar os limites de concentração das carteiras e eliminar os tickets mínimos devem estimular o acesso de investidores a ativos no exterior.*

Um indicativo dessa tendência, no Brasil, seria a criação do primeiro fundo de índice estrangeiro (ETF), em maio de 2014. Destinado a investidores superqualificados com investimentos financeiros superiores a R\$ 1 milhão, esses fundos permitem ao investidor local acesso e exposição a uma carteira diversificada de ativos listados no exterior.

As propostas de alteração regulatória, colocadas em audiência pública pela CVM no primeiro semestre de 2014, também apontam na mesma direção. Dentre outros objetivos, as medidas visam facilitar o acesso de investidores a ativos no exterior, através da flexibilização dos limites de concentração das carteiras, impostos pela Instrução nº 409, da Autarquia. Hoje, os fundos Multimercados podem aplicar até 20% de seu patrimônio no exterior, enquanto as categorias Ações e Renda Fixa podem aplicar apenas 10%. A ideia é estender o limite de 20% também a estas categorias.

Mais especificamente com impactos sobre o segmento Private, as mudanças nas classes de investidores e nas regras de investimento mínimo tendem também a facilitar o acesso a recursos no exterior. A Minuta propôs alterações na classificação de investidores e a eliminação das regras de investimento mínimo. Para o investidor qualificado, o patamar de R\$ 300 mil em investimentos financeiros seria elevado para R\$ 1 milhão, e foi sugerida a criação da figura do investidor profissional, que deverá ter, no mínimo, R\$ 20 milhões. Embora as réguas tenham sido consideradas muito elevadas pelo mercado, a proposta de eliminação dos tickets mínimos é considerada bastante positiva, pois permite maior diversificação do portfólio do investidor.

Além dessas alterações, a Minuta também propõe a criação da categoria de fundo “Investimento no Exterior”, que poderá aplicar até 100% de seus recursos no exterior, sem exigência de investimento mínimo. Caso atinja o limite de 80%, deverá ser destinada exclusivamente a investidores profissionais.

O prazo para comentários e sugestões às propostas terminou em junho de 2014, e espera-se que, até o final do ano, as novas regras sejam publicadas e tendam a aprimorar o mercado.

Apesar dos avanços, alguns entraves ainda permanecem, como, por exemplo, os relativos aos fundos fechados de previdência complementar. Conforme art. 42 da Resolução nº 3.792/2009 do Banco Central, esses fundos podem aplicar 25% de seu patrimônio em recursos externos, mas apenas 10% em fundos de investimento local. Combinadas, essas regras impõem forte restrição ao acesso aos mercados globais, sobretudo para as fundações de menor porte.

Em suma, a busca por ativos internacionais como estratégia de diversificação de portfólios, embora incipiente, é tendência para os próximos anos, fomentada, sobretudo, pelo interesse crescente dos investidores Private, demandantes de produtos mais sofisticados. Há também um claro espaço para a criação de novos produtos no país, como, por exemplo, novos fundos ETFs de índices estrangeiros. A proposta da CVM no sentido de eliminar tickets mínimos e ampliar limites de concentração de carteira são exemplos de que essa estratégia de diversificação está no radar da entidade reguladora e deve se consolidar num sistema financeiro cada vez mais complexo e globalizado.

*Regras de concentração das carteiras dos fundos fechados de previdência complementar restringem acesso aos mercados globais, sobretudo para as fundações de menor porte.*

*Fatores domésticos, como a falta de investimentos, e internacionais, como a desaceleração chinesa, têm provocado o baixo dinamismo da economia brasileira.*

## 4. Panorama econômico

O crescimento do segmento Private nos últimos anos ocorreu a despeito da desaceleração econômica por que vem passando o país, em especial depois de 2011. Após um crescimento real de 7% em 2010, a economia brasileira cresceu apenas 2,7% em 2011, 1,0% em 2012 e 2,5% em 2013. Em 2014, o crescimento dos primeiros trimestres permite observar a não reversão da tendência de desaceleração.

Grande parte desse quadro pode ser explicada pelas mudanças no contexto econômico internacional, já que, no período pré-crise, o baixo patamar dos juros internacionais e, principalmente, o vigor econômico da China, que pressionou para cima o preço das *commodities* e estimulou nossas exportações, foram fatores muito favoráveis à economia brasileira. A reversão provocada pela crise traz, inevitavelmente, dificuldades para o crescimento da economia brasileira. A China já não cresce tanto, os países em desenvolvimento ainda apresentam uma recuperação muito lenta e a expectativa de elevação dos juros pelos Estados Unidos já vem provocando variações do dólar e no fluxo internacional de capitais, em especial em relação aos emergentes.

Na ausência do componente externo de impulso ao crescimento, fatores domésticos também não contribuíram para o dinamismo econômico. A falta de investimentos, sobretudo em infraestrutura, a pressão de custos oriunda do mercado de trabalho mais apertado e a ausência de uma política nacional para a indústria explicam, em parte, a baixa confiança do empresariado e a dificuldade de crescimento.

Esses fatores, conjugados com a incerteza subjacente ao período eleitoral, têm feito de 2014 um ano de instabilidade

nos mercados financeiros, sobretudo nos últimos meses. Para 2015, a expectativa é de um ano de ajustes, mas as alternativas disponíveis de política econômica resultam em incerteza em relação aos *graus* de ajuste das principais variáveis macroeconômicas.

De um modo geral, pelo lado fiscal, a expectativa é de aumento do superávit e contração do crédito público, principalmente face à possibilidade de um *downgrade* soberano. A elevação da taxa de juros pelo Federal Reserve, embora gradual e condicionada a sinais de recuperação da economia norte-americana, se efetiva, deve levar a uma desvalorização do Real. As dúvidas dos analistas recaem sobre a magnitude da variação cambial, que dependerá, em grande medida, da manutenção dos *swaps* cambiais do Banco Central junto ao mercado. Restam dúvidas, também, quanto ao ritmo de correção dos preços domésticos administrados. Considerando-se todos esses aspectos, a possibilidade de um ajuste monetário dependerá, ainda, do ambiente de confiança dos agentes econômicos.

A despeito das dúvidas em relação aos *graus* de ajuste da economia, a expectativa dos analistas é de que a instabilidade dos mercados financeiros seja mitigada e o ambiente econômico sobre o qual se dará a evolução do segmento de Private Banking nos próximos anos seja aprimorado, constituindo, conseqüentemente, boas perspectivas para o segmento.

*A expectativa é de menor instabilidade dos mercados financeiros e aprimoramento do ambiente econômico no médio prazo, constituindo boas perspectivas para o segmento de Private Banking.*

## Considerações finais

O crescimento do segmento de Private Banking nos últimos anos, a despeito da desaceleração econômica por que vem passando a economia brasileira e mundial, mostra o potencial do segmento e as estratégias bem-sucedidas de captação e gestão de recursos. Segundo dados da ANBIMA, o segmento cresceu, em média, 17,83% nos últimos quatro anos, ritmo muito superior ao crescimento econômico do país nesse período. Com isso, o segmento passou de um total de R\$ 291 bilhões de recursos sob gestão, em dezembro de 2009, para R\$ 608 bilhões em junho de 2014. Além do volume, cresceu também o número de clientes e, em ritmo mais acelerado, o número de profissionais, o que denota o esforço pelo atendimento cada vez mais personalizado.

Nos debates do 5º Seminário ANBIMA de Private Banking, mereceu destaque a gestão de carteiras globais como tendência de diversificação para o segmento no médio prazo, frente a um sistema financeiro cada vez mais globalizado e ao interesse crescente dos investidores por produtos mais sofisticados. Sobre esses aspectos, foi mencionada a necessidade de o investimento no exterior ser visto não como aproveitamento de janelas isoladas de oportunidade, mas sim como uma estratégia mais ampla de composição e diversificação de portfólio, fundamentada em profundo conhecimento e acompanhamento dos mercados e dos ativos em que se investe. Nesse sentido, a aplicação via fundos locais de investimento, em detrimento da aplicação direta em ativos, foi apontada como solução para uma opção mais segura para o investidor, ao contar com uma gestão profissional e especializada. As propostas de mudança pela

CVM, visando ampliar o acesso aos mercados externos, sinalizam que o tema está no radar da entidade reguladora e, a despeito de alguns desafios, fortalecem a estratégia como tendência no médio prazo.

No que se refere aos investidores, o debate ressaltou a necessidade de se conhecer os aspectos psicológicos, emocionais e culturais dos clientes como complemento à orientação puramente técnica de investimento. O reconhecimento da complexidade do processo de tomada de decisão, comprovada por estudos das áreas de finanças comportamentais e neurofinanças, pode agregar novos elementos à *expertise* de *private bankers* e aprimorar o relacionamento com os clientes.

Por fim, foram discutidas alternativas de política econômica para os próximos anos, que determinarão, em última instância, o ambiente sobre o qual se dará a evolução do segmento de Private Banking. A percepção é de continuidade do crescimento do segmento verificado nos últimos anos, com a incorporação de novos produtos às carteiras em resposta à busca por diversificação e retorno, sobretudo em um possível contexto de taxas de juros mais reduzidas no médio prazo. As transformações por que vem passando o mercado de capitais, e as iniciativas da ANBIMA no sentido de fortalecê-lo, são indicativos positivos para o futuro do segmento tanto em termos de volume de captação, como de número de clientes.

