

TEXTO PARA DISCUSSÃO

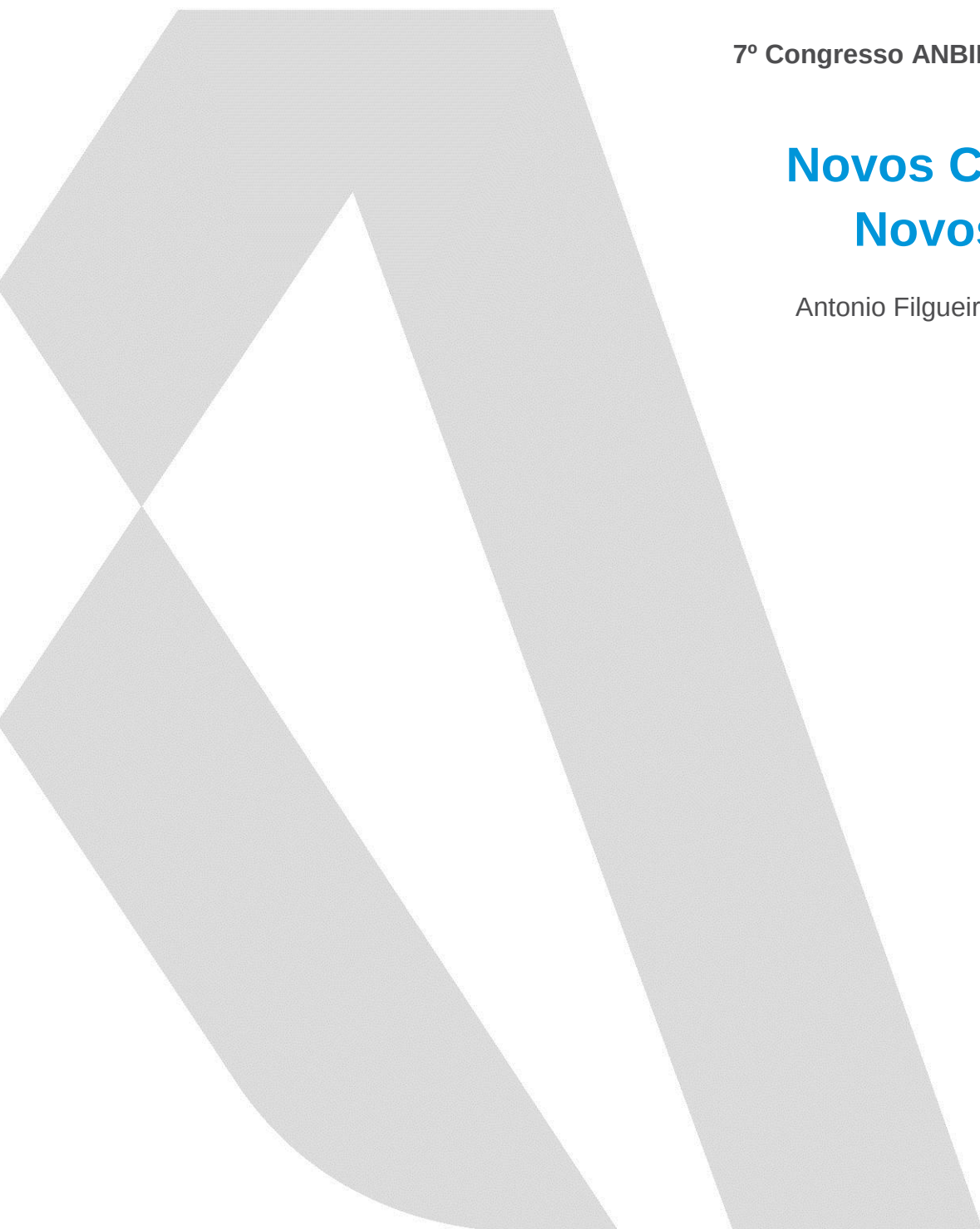
01

Setembro de 2013

7º Congresso ANBIMA de Fundos de
Investimento

Novos Caminhos, Novos Olhares

Antonio Filgueira e Caroline Jorge



TEXTO PARA DISCUSSÃO

01

Setembro de 2013

A série “Texto para Discussão” abordará temas relacionados aos mercados financeiro e de capitais. Além de reproduzir debates técnicos realizados em eventos ou fóruns da Associação.

7º Congresso ANBIMA de Fundos de Investimento

Novos Caminhos, Novos Olhares

Redação

Antonio Filgueira e Caroline Jorge

Colaboração

Ana Abidor, Carolina Bernardo, Dalton Boechat, Itamar Tartaglioni, Marcelo Kucuruza e Tatiana Itikawa

Coordenação

Enilce Melo

Superintendência de Representação Técnica

Valéria Arêas Coelho

Presidente

Denise Pauli Pavarina

Vice-Presidentes

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

Diretores

Alberto Elias Assayag, Alenir de Oliveira Romanello, Carlos Eduardo Andreoni Ambrósio, Carolina Lacerda, Jair Ribeiro da Silva Neto, José Hugo Laloni, Luciane Ribeiro, Luiz Sorge, Luiz Fernando Figueiredo, Marcio Guedes Pereira Junior, Pedro Augusto Botelho Bastos, Regis Lemos de Abreu Filho, Saša Markus e Sylvio Araújo Fleury

Comitê Executivo

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

Rio de Janeiro

Avenida República do Chile, 230

13º andar CEP 20031-170 + 21 3814 3800

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8501 21º andar

CEP 05425-070 + 11 3471 4200

www.anbima.com.br

Resumo

Este primeiro número da série “Texto para Discussão” reproduz os debates ocorridos no 7º Congresso ANBIMA de Fundos de Investimento, realizado em maio de 2013, em São Paulo. Entre os principais temas abordados, destacam-se as inovações em curso e os desafios que a indústria de fundos de investimento vem enfrentando em face ao ambiente macroeconômico, com taxas de juros em patamar historicamente mais baixo, e que têm mobilizado os fóruns de representação do segmento.

Sumário

1. Sumário Executivo.....	6
2. Cenário Macroeconômico	8
3. Desafios para Gestão.....	11
4. Investidor	16
5. Regulação	19
6. Diversificação e Surgimento de Novos Instrumentos	23
6.1 Fundos de Índices (ETFs).....	23
6.2 Fundos de Investimento em Participações – FIP.....	27
6.3 Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDCs.....	30
6.4 Fundos de Investimento em Infraestrutura	32
6.5 Fundos de Investimento Imobiliário.....	34
7. Desafios para a Previdência Complementar.....	38
7.1 Previdência Fechada.....	38
7.2 Previdência Aberta	40
8. Conclusão.....	43

O baixo patamar da taxa de juros no Brasil trouxe desafios para a indústria de fundos de investimento brasileira, e deverá induzir mudanças estruturais e culturais, com o redimensionamento do trinômio rentabilidade, liquidez e risco financeiro.

1. Sumário Executivo

O baixo patamar da taxa de juros no Brasil, resultado de um longo processo de estabilização e de mudanças estruturais na economia, trouxe novos desafios para a indústria de fundos de investimento brasileira. A discussão sobre os impactos desse novo cenário, que vem mobilizando os fóruns de representação da indústria, norteou os debates no 7º Congresso ANBIMA de Fundos de Investimento, realizado em maio de 2013, em São Paulo. O tema ganha relevância com a avaliação de que o patamar historicamente mais baixo da taxa de juros no Brasil deve prevalecer nos próximos anos. Essa avaliação foi ratificada no painel sobre os cenários econômicos nacional e internacional, mesmo considerando o ambiente de curto prazo, em que ajustes de política monetária estão sendo realizados para assegurar o cumprimento da meta inflacionária.

Se confirmado, o cenário de médio e longo prazo deve atuar como catalizador de mudanças na indústria de fundos de investimento doméstica. De forma geral, a avaliação é que o ambiente econômico deverá induzir mudanças estruturais e culturais, com o redimensionamento do trinômio rentabilidade, liquidez e risco financeiro. Investidores e gestores serão estimulados a alongar prazos, assumir mais riscos e aumentar a diversificação de suas carteiras. Do ponto de vista da gestão de recursos, o principal indutor será a necessidade de rentabilizar os portfólios. Esse movimento também exigirá aprimoramento na gestão de liquidez, de forma a compatibilizar ativos e passivos, além de maior especialização, para a incorporação de novos produtos às carteiras. Os investidores, por sua vez, também serão

As mudanças esperadas na indústria de fundos poderão exigir aperfeiçoamentos e adequações na legislação do segmento, na medida em que o alongamento de prazos e o aumento da parcela de títulos privados deverão adicionar desafios para a gestão de liquidez.

levados a reavaliar sua demanda por liquidez e sua tolerância ao risco na busca por maiores retornos para suas aplicações, o que exigirá planejamento e um processo mais amplo de educação financeira.

Todas essas mudanças poderão exigir aperfeiçoamentos e adequações na legislação do segmento, na medida em que o alongamento de prazos e o aumento da parcela de títulos privados deverão adicionar desafios para a gestão de liquidez. A maior diversificação e a criação de novos produtos, por sua vez, deverão requerer o monitoramento de riscos adicionais, além de alguma especialização de gestores e maior transparência para investidores. O aumento do peso relativo dos custos operacionais sobre a rentabilidade dos fundos de investimento, em um ambiente de baixa taxa de juros, também alimentou o debate sobre a eficiência da indústria, motivando a avaliação de estruturas alternativas predominantes em outras jurisdições. Este é o caso dos fundos de classe, que potencialmente permitem a redução de custos por meio de ganhos de escala, ou dos fundos de índices (ou ETFs), que têm sido crescentemente utilizados como forma alternativa de gestão de recursos, especialmente nos Estados Unidos.

Este ensaio tem por objetivo sistematizar os temas discutidos no 7º Congresso de Fundos de Investimento ANBIMA. O evento, que se realizou nos dias 14 e 15 de maio de 2013, contou com a participação de gestores, distribuidores, investidores, representantes do governo, de entidades reguladoras nacionais e internacionais, além do Tesouro Nacional, do BNDES e do Banco Mundial. A partir da exposição dos desafios para gestores e investidores, será apresentado o debate em torno das necessidades de adequação do arcabouço regulatório, inclusive no que se refere aos fundos estruturados e novos produtos.

A avaliação é de que, no Brasil, a estabilidade de preços reduziu uma importante fonte de incerteza para os investimentos financeiros.

2. Cenário Macroeconômico

A compreensão dos desafios e perspectivas para a indústria de fundos requer a avaliação do cenário econômico, nacional e internacional, que, em última instância, baliza o ambiente em que se dá a evolução da indústria. Assim, mudanças econômicas vivenciadas pelo país e o cenário vislumbrado pelos agentes nos próximos anos também foram tema de debate no Congresso ANBIMA.

A avaliação é de que, no Brasil, a estabilidade de preços reduziu uma importante fonte de incerteza para os investimentos financeiros e criou um ambiente de negócios mais previsível para os investidores. O tripé de política econômica baseado em câmbio flutuante e em metas de superávit primário e de inflação propiciou êxitos no controle de preços e na redução da trajetória dívida/PIB, abrindo espaço para a promoção de uma significativa melhora do perfil da dívida pública. Esses fatores ajudaram a fortalecer o país como destino de investimentos estrangeiros, o que, conjugado à melhora dos termos de troca, contribuiu para reduzir a vulnerabilidade externa do país, permitindo maior perenidade à política econômica ao longo do tempo.

O resultado deste processo foi o desenvolvimento de um mercado financeiro sólido e pautado em um aparato regulatório consistente. Assim, a indústria de fundos brasileira foi capaz de enfrentar a crise financeira internacional com as menores perdas de patrimônio líquido comparativamente a seus pares em outras jurisdições, o que permitiu uma recuperação rápida e sustentada. A robustez macroeconômica, adicionalmente, favoreceu a redução dos juros da economia em direção a patamar mais próximo ao praticado no cenário internacional. O novo ambiente de juros

A percepção da elevada correlação do atual nível dos juros domésticos às baixíssimas taxas internacionais é apontada como fator de risco para o médio prazo.

baixos, ao mesmo tempo em que contribuiu para o enfrentamento dos efeitos da crise econômica que se seguiu à financeira, criou oportunidades e trouxe novos desafios para a indústria de fundos no Brasil.

No que se refere ao cenário internacional e conforme exposição de Martin Feldstein, professor da Universidade de Harvard e presidente emérito do *National Bureau of Economic Research*, os indicadores são bastante desfavoráveis e indicam baixo crescimento econômico para Europa, China e Estados Unidos. Somado à lenta reação da economia brasileira aos estímulos econômicos do governo em 2012, o ambiente internacional acaba reforçando a perspectiva de que os juros se mantenham baixos no país.

A maior preocupação com a inflação no curto prazo, contudo, levou o Banco Central a iniciar um ciclo de elevação dos juros, na reunião do Copom de abril, alimentando dúvidas quanto ao tamanho do aperto monetário. A percepção da elevada correlação do atual nível dos juros domésticos com as baixíssimas taxas internacionais, que em algum momento devem se normalizar, é apontada como fator de risco para o médio prazo, ainda que a avaliação seja de que os juros domésticos não devam retornar ao elevado patamar de anos anteriores.

De qualquer forma, todas essas mudanças parecem representar o encerramento do período de conforto, quando era maior a possibilidade de compatibilizar ativos com alta rentabilidade, liquidez e baixo risco nas carteiras. Para a indústria de fundos, essas mudanças representam a necessidade de diversificação, assunção de maiores riscos e alongamento das carteiras de ativos para a obtenção de maior retorno. A redução gradual da parcela de títulos públicos indexados à Selic (LFT) e outras medidas de estímulo à desindexação, como as mudanças nas regras dos fundos de previdência aberta, intensificaram esse processo.

Além da redução dos juros, a distribuição de renda e a mudança demográfica da população brasileira também tendem a gerar impactos para o segmento de fundos.

Além da redução dos juros, a distribuição de renda e a mudança demográfica da população brasileira também tendem a gerar impactos para a indústria de fundos. A primeira pela ascensão social e econômica que, embora em um primeiro momento resulte em ampliação do consumo, num segundo tende a gerar maior capacidade de poupança e, por consequência, necessidade de aplicação de recursos. Para a indústria de fundos, esse processo representa uma oportunidade em termos de potenciais novos investidores nos próximos anos, reforçando a tendência recente de crescimento. Já a segunda mudança refere-se ao “bônus demográfico”, historicamente singular, como ressaltou Eduardo Giannetti, em que a maior parte da população encontra-se economicamente ativa, gerando renda e com capacidade de acúmulo de capital. O desdobramento deste bônus é a tendência à inversão da pirâmide demográfica, impulsionada pela redução da taxa de fecundidade e ampliação da expectativa de vida desta população. Num contexto de juros mais baixos, essas mudanças reforçam a necessidade de se repensar as formas de alocação da poupança, em especial, as de caráter previdenciário, tendo em vista o desafio em se manter os padrões de qualidade de vida da população envelhecida.

Assim, a perspectiva é de que neste novo e complexo contexto macroeconômico, a indústria de fundos precisará construir novos caminhos e ajudar o investidor a adotar novos olhares e soluções para sua vida financeira. Isso significa desafios e oportunidades tanto para a gestão de portfólios, cada vez mais sofisticada, quanto para os investidores, que deverão estar preparados para entender os diferentes produtos e alocar com maior eficiência os seus recursos.

O principal desafio trazido pelo novo cenário de juros para a indústria parece ser o de compatibilizar a busca por maior rentabilidade com a ainda elevada demanda por liquidez.

3. Desafios para Gestão

Apesar do nível mais baixo dos juros e da perspectiva de que o atual patamar se mantenha nos próximos anos – mesmo considerando os ajustes de política monetária –, o longo período de inflação e o importante papel desempenhado pela indústria no financiamento da dívida pública fazem com que a composição da carteira dos fundos ainda privilegie a liquidez e que os títulos públicos e/ou as operações compromissadas com esses títulos sejam predominantes. De fato, a média móvel do giro (ou *turnover*) da indústria é de 140%, resultado comparável apenas aos fundos Money Markets americanos, os mais líquidos naquele mercado. Tal indicador, medido pelo volume de resgates em relação ao patrimônio líquido total da indústria no período de 12 meses, mostra o quanto a estrutura do ativo reflete a liquidez requerida pelos investidores.

O principal desafio trazido pelo novo cenário de juros para a indústria parece ser o de compatibilizar a ainda elevada demanda por liquidez com a busca por maior rentabilidade, dadas as alternativas para a obtenção de maiores retornos. Ativos com maior *duration*, por exemplo, adicionam volatilidade à carteira, enquanto ativos de risco de crédito privado podem dificultar sua precificação, uma vez que, em geral, apresentam baixa liquidez, além de ser pequena a oferta desses títulos no mercado.

Em qualquer dos casos, há uma alteração do perfil de risco dos fundos, o que vai de encontro à aversão a risco e à preferência por liquidez do investidor brasileiro. Adicionalmente, a participação reduzida dos fundos de ações no patrimônio total da indústria brasileira, que representa um quarto da média mundial, juntamente com questões de

*A avaliação dos
gestores é de que, em
função da elevada
intolerância do
investidor à
volatilidade, a transição
para aplicações de
maior prazo e risco
deve ser gradual.*

natureza tributária, também reflete essa maior aversão a risco.

De toda forma, com a captação líquida média nos últimos anos da ordem de R\$ 100 bilhões, a perspectiva é de que a demanda por ativos deve permanecer elevada. A participação de títulos privados nas carteiras, em especial das debêntures, ainda é pequena em função do mercado secundário pouco desenvolvido e da consequente dificuldade de precificação desses ativos. Além disso, e pela restrita oferta em mercado, os títulos com boa rentabilidade tendem a ser mantidos até o vencimento, o que também não estimula o mercado secundário.

A avaliação dos gestores é de que, em função da elevada intolerância do investidor à volatilidade, a transição para aplicações de maior prazo e risco deve ser gradual, mas já está em curso, inclusive em função de estímulos regulatórios. Em função da menor liquidez dessas aplicações, foi ressaltada a necessidade de um maior cuidado com a venda de produtos, processo ao qual não apenas os distribuidores, mas também o regulador e o autorregulador devem estar atentos.

Apesar de o aumento da demanda por ativos de prazo mais longo ser um processo natural no cenário de juros mais baixos, os gestores ressaltam a necessidade de se respeitar os mandatos, lembrando que cerca de 90% dos passivos dos fundos de investimento ainda são de apenas um dia, isto é, a liquidez das cotas é diária. Neste cenário, vale notar que a educação do investidor faz parte do dever fiduciário dos distribuidores e que aos administradores compete dar suporte necessário ao aumento do crédito privado nas carteiras, mantendo o elevado nível de transparência do mercado brasileiro, e com preços que efetivamente reflitam essas posições. A busca por maior transparência para ativos pouco líquidos ou mesmo ilíquidos é o que tem motivado a

*Um resultado
possível da redução
dos juros e do
consequente aumento
da diversificação das
carteiras é a maior
especialização dos
gestores.*

ANBIMA a ampliar o espectro da precificação dos ativos privados de renda fixa.

Mais um resultado possível da redução dos juros e do consequente aumento da diversificação das carteiras é a maior especialização dos gestores. Embora as diferentes estratégias já utilizadas em fundos das categorias multimercados e ações reflitam os avanços alcançados pela indústria de fundos nos últimos anos, o direcionamento de gestores para diferentes ativos ilíquidos se apresenta como uma tendência, o que deve requerer, também, uma maior especialização desses profissionais. A existência da figura do administrador na indústria brasileira, por sua vez, permite que o gestor possa concentrar seus esforços em nichos de ativos, fortalecendo essa tendência.

Outra questão em pauta é a concentração de clientes em fundos de investimento oferecidos pelos bancos, o que se aproxima do modelo europeu. Para os gestores, o quadro atual é reflexo das diferentes possibilidades de acesso à base de clientes entre os canais de distribuição. Na medida em que o mercado se sofisticava, com maior utilização da internet na distribuição e na oferta de produtos de diferentes gestores, a expectativa é de que essa concentração diminua e caminhe na direção do modelo americano, no qual a gestão é mais pulverizada. No entanto, vale lembrar que essa mesma concentração ajudou no desenvolvimento do arcabouço institucional e operacional da indústria de fundos de investimento brasileira. Além disso, no passado, a distribuição dos produtos de gestores independentes era realizada somente pelo *private banking*. Hoje esse quadro mudou e os bancos parecem cada vez mais abertos à adoção de plataformas, em um processo que tende a ser gradual e atingir inclusive o varejo, o que aumenta a responsabilidade dos gestores na adequação dos produtos ao ritmo da educação continuada do investidor.

*A eficiência da
gestão, medida pela
relação entre o volume
de ativos sob gestão e
o número de
empregados, à primeira
vista, coloca os
maiores gestores
nacionais muito bem
posicionados em
relação à média
mundial.*

Pesquisa realizada pela ANBIMA em conjunto com a Consultoria Casey Quirk, especializada em *asset management*, apontou alguns fatores que estão afetando a indústria mundial de gestão de recursos. Entre eles: o baixo crescimento demográfico, que resulta em baixo crescimento do patrimônio sob gestão; a globalização, que favorece o crescimento de gestoras com produtos internacionais; os mercados voláteis e a erosão da distribuição cativa, que favorecem as gestoras independentes, bem como a adoção de estratégias alternativas e passivas na gestão.

Nos últimos anos, fundos globais e de gestores independentes cresceram mais. América Latina e Oriente Médio são as regiões de maior crescimento. No Brasil, a pesquisa apontou que o maior desafio é, sem dúvida, a adaptação ao cenário de juros baixos, que também traz oportunidades. Neste sentido, 77% dos gestores nacionais pretendem expandir suas estratégias, inclusive, internacionalizar suas carteiras. A maior parte dessa tendência de internacionalização deverá compreender a venda de fundos brasileiros no exterior (54%). Outra parcela relevante pretende desenvolver fundos no exterior para alocação de fundos brasileiros (31%).

A eficiência da gestão, medida pela relação entre o volume de ativos sob gestão e o número de empregados, à primeira vista, coloca os maiores gestores nacionais muito bem posicionados em relação à média mundial, uma vez que alocam proporcionalmente menos empregados na distribuição e nas áreas operacionais. A utilização quase exclusiva de ativos locais, o chamado “Kit Brasil”, simplifica a gestão e pode explicar parte desse resultado. À medida que a indústria se diversificar, ou se globalizar, é possível que essa estrutura tenha de ser revista.

A consultoria prevê que o patrimônio líquido da indústria deverá continuar crescendo (32% de 2013 a 2017) e que o

*A maior utilização
de produtos
alternativos e a
diversificação global se
apresentam como
tendências,
especialmente quando
se pensa em uma
fronteira global
eficiente.*

motor deverá ser a previdência aberta, estimulada pelo bônus demográfico que o país continuará a usufruir nos próximos anos. Em segundo lugar, apontou-se que a globalização deverá ser o principal desafio e oportunidade para os gestores nacionais, impulsionados pela redução dos juros no país. Por fim, a pesquisa prevê a adoção de uma arquitetura “guiada” e menos fechada na distribuição de fundos, responsável pela maior parcela de custo dos fundos. Todas essas inovações deverão vir por oferta – iniciativa da própria indústria – e não por demanda, como ocorre nos Estados Unidos.

Alguns gestores, no entanto, acreditam que essas mudanças também serão demandadas pelos investidores, em um contexto de busca por maiores rentabilidades. Neste caso, a maior utilização de produtos alternativos e a diversificação global se apresentam como tendências, especialmente quando se pensa em uma fronteira global eficiente para os investimentos. Para os investidores institucionais, por exemplo, a busca por melhores oportunidades é parte do seu dever fiduciário e não fazê-lo pode representar uma falha no cumprimento deste dever. Na avaliação de alguns gestores, a criação de novos ativos domésticos também se apresenta como alternativa, além da gestão ativa de carteiras, que já vem apresentando resultados positivos quando se compara o desempenho de fundos de ações em relação ao desempenho do Ibovespa nos últimos 12 meses.

Para se preparar para essas mudanças, a indústria deverá aumentar o foco no cliente, identificar suas necessidades, sobretudo na adequação da venda (*suitability*), o que inclui, também, um aprimoramento da educação do investidor e uma mudança de cultura que permita olhar para o longo prazo.

A cultura da liquidez e aversão a risco constitui um grande entrave para a diversificação e alongamento das carteiras, necessários para a garantia de maior rentabilidade.

4. Investidor

Sob o ponto de vista do investidor, o grande desafio para a indústria de fundos é a transformação da cultura da preferência pela liquidez e aversão a risco. A zona de conforto propiciada pelo elevado patamar de juros resultou num perfil de investidor conservador, acostumado com liquidez diária, baixa volatilidade e rentabilidade elevada. Neste sentido, as transformações pelas quais a indústria de fundos deve passar, em face ao novo cenário macroeconômico, envolvem também um amplo processo de educação financeira dos investidores brasileiros.

Em primeiro lugar, a cultura da liquidez constitui um grande entrave para a diversificação e alongamento das carteiras, necessários para a garantia de maior rentabilidade. A liquidez diária na magnitude existente, incomum nas indústrias internacionais, foi apontada pelos gestores como uma anomalia da indústria de fundos brasileira, incompatível com uma tendência de sofisticação do mercado pautada em carteiras de maior *duration*. Um segundo *locus* de transformação seria a intolerância com a volatilidade. Atualmente, variações no valor das cotas causam forte insegurança nos investidores, que respondem rapidamente a rentabilidades negativas com resgates de suas aplicações. Além de prejudicar a composição das carteiras, este comportamento prejudica o próprio investidor, pois o leva a incorrer em perdas que poderiam ser neutralizadas ou ainda revertidas no caso de uma aplicação mais duradoura.

Pesquisa do professor Wei Xiong, da Universidade de Princeton, mostrou resultados em linha com o comportamento do investidor brasileiro. A pesquisa, baseada na Teoria das Finanças Comportamentais, tratou das razões e emoções que tendem a prejudicar a tomada de decisão

Segundo o professor Wei Xiong, entre as razões e emoções que podem prejudicar as decisões do investidor está a confiança exacerbada, a atenção limitada, o excesso de negociação em momentos de perda de capital e a tendência em extrapolar o passado recente para o futuro.

pelo investidor. Entre elas elencou o excesso de confiança, a atenção limitada, o excesso de negociação – sobretudo em momentos de perda de capital – e a tendência em extrapolar o passado recente para o futuro, sem uma análise mais aprofundada da aplicação. Citou, ainda, a existência de um excesso de “patriotismo”, que se expressa na preferência desses investidores por aplicações no próprio país, resultando em portfólios pouco internacionalizados e, por consequência, deixando de incorporar oportunidades potenciais de rentabilidade em outros mercados.

O enfrentamento dessas questões requer um processo de educação financeira e transformação cultural que resulte na reavaliação das demandas individuais de liquidez e na compreensão da volatilidade como elemento inerente a uma carteira diversificada e de longo prazo. Com o novo patamar de juros, os investidores gradualmente perceberão a necessidade de assumir mais risco e diversificar suas carteiras em direção a novos produtos, em troca de maior rentabilidade. Para tanto, é fundamental a compreensão de que seus objetivos de vida não são fungíveis e, por consequência, não devem ser empacotados numa só aplicação. Esta estratégia deve paulatinamente ser substituída pela estratégia de alocação de portfólio com base em diferentes combinações de prazo, risco e retorno em função de um planejamento financeiro mais sofisticado.

Embora não sejam imediatas, essas mudanças já estão em curso, sobretudo entre os investidores mais sofisticados, que têm buscado novas alternativas em produtos diferenciados, com base em informação e com independência. Os gestores alertaram que esse deve ser um processo gradual, sem surpresas para o investidor, ressaltando, ainda, a importância da imprensa neste sentido. O papel da indústria de fundos como catalizadora deste processo passaria, então, pela transparência de informações e pelo aconselhamento qualificado e customizado às necessidades de cada

Mesmo entre os investidores com mais conhecimento há demanda por aconselhamento e, ainda, disposição em pagar por este serviço.

investidor, com ênfase em *asset allocation*. Pesquisa da McKinsey mostrou que mesmo entre os investidores com mais conhecimento há demanda por aconselhamento e, ainda, disposição em pagar por este serviço.

Assim, caberia aos distribuidores a tarefa de apresentar os produtos mais adequados às necessidades de seus clientes, sempre alertando sobre os riscos e vantagens subjacentes. A ampliação do acesso privilegiado a produtos diferenciados e novas classes de ativos de maior rentabilidade deve se constituir como uma resultante natural deste novo cenário. Os efeitos da redução da rentabilidade da poupança e do CDI, e a conseqüente maior preocupação com a manutenção da qualidade de vida durante a aposentadoria já são indicativos de que, embora desafiantes, o conhecimento de investidores e a disposição em diversificar as carteiras e assumir mais riscos tendem a se ampliar. A introdução da educação como um dos pilares da agenda estratégica da ANBIMA, neste sentido, tende a impulsionar este processo e contribuir para um cenário prospectivo ainda mais favorável para a indústria de fundos nos próximos anos.

5. Regulação

Uma das principais preocupações do regulador se refere à questão de como aumentar a performance da indústria sem, contudo, abrir mão da segurança.

Conforme já mencionado, a redução do patamar de juros da economia brasileira também traz a necessidade de adaptação do arcabouço regulatório, em função da incorporação de novos riscos às carteiras, sejam eles decorrentes do alongamento de prazos ou da aquisição de novos ativos. Além disso, a consequente redução da rentabilidade acaba trazendo para o debate o tema “custos da indústria”. Dessa forma, uma das principais preocupações do regulador se refere à questão de como aumentar a performance da indústria sem, contudo, abrir mão da segurança.

Na avaliação pessoal de representante da CVM, o elevado número de classificações de fundos no Brasil gera distorções para o investidor e perda de escala, o que resulta em menor eficiência. Embora o arcabouço atual possa oferecer maior segurança e transparência aos investidores, a distribuição concentrada em bancos e o grande número de categorias de fundos limitam os ganhos de eficiência da indústria. Assim, os desafios da regulação estariam na racionalização do número de categorias de fundos; na discussão sobre o arcabouço legal, uma vez que seu alicerce – a figura jurídica de condomínio – impede a adoção de fundos de classes que poderiam permitir a obtenção de ganhos de escala; e no aperfeiçoamento do sistema de distribuição¹, que inclui, entre outros, a faculdade de o gestor vender diretamente suas cotas.

O papel dos diversos participantes da indústria também foi avaliado. A regulação tem como pilar o administrador que, de acordo com a norma vigente (art. 56 da ICVM nº 409), pode

¹ Em novembro de 2011, a CVM colocou em audiência pública uma proposta de regulamentação em substituição à ICVM 306/99, que trata da administração de carteiras e distribuição de cotas. A Instrução, entretanto, ainda não foi publicada.

*De acordo com a
Finra, entre as
principais tendências
em curso nos EUA
estão o rápido
crescimento dos ETFs
(Fundos de Índice) e a
criação de fundos de
investimento
alternativos.*

contratar prestadores de serviços para desempenhar as demais atividades dos fundos, inclusive a gestão de recursos. O reconhecimento da importância dos gestores de recursos independentes, todavia, pode ensejar uma regulamentação diferenciada que, no entanto, pode adicionar custos à indústria. Além das atividades de gestão e de custódia, a proteção ao investidor, assim como as taxas de administração e de performance permanecem na agenda do regulador brasileiro.

De acordo com o regulador norte-americano, a Finra (Financial Industry Regulatory Authority), as principais tendências em curso naquele mercado são o rápido crescimento dos ETFs (Fundos de Índice) e a criação de fundos de investimento alternativos; as mudanças nos canais de venda; as mudanças potenciais nos fundos Money Market; a redução de custos e comissões; além do uso mais frequente de mídias sociais e do *crowdfunding* com base no JOBS Act², editado em abril de 2012 e que pode abrir uma porta para fraudes nas emissões privadas de ativos. Especificamente no que se refere aos ETFs, no mercado norte-americano os custos operacionais mais baixos, a maior eficiência tributária e a possibilidade de negociação intradia foram apontados como os principais motivadores do seu crescimento.

Já o representante da Alfi (Association of the Luxembourg Fund Industry), segunda maior indústria de fundos no mundo em volume sob administração e domicílio de fundos de mais de 70 países, discorreu sobre os desafios para adaptação às

² Sigla de Jumpstart Our Business Startups Act, que objetiva fomentar a capitalização de pequenas empresas por meio da flexibilização da regulamentação de *securities*.

A maior exposição das carteiras a ativos internacionais deve exigir um olhar atento para o controle de riscos, assim como para as responsabilidades na distribuição.

diretivas europeias UCITS³ e AIFMD⁴, bem como sobre a regulamentação norte-americana (FATCA⁵), que passou a exigir informações sobre investimentos realizados fora do território americano, com efeitos extraterritoriais. De forma mais ampla, embora essas regras aumentem o grau de controle sobre a indústria, em sua opinião, nem sempre promovem maior eficiência.

Na opinião dos gestores, o elevado número de fundos e de categorias no Brasil é, de fato, um grande desafio a ser enfrentado, que já vem sendo debatido por grupo de trabalho especialmente constituído pela ANBIMA com essa finalidade. A principal questão que permeia este desafio é o *trade-off* entre transparência e simplicidade. Em relação à transparência, a grande diversidade de categorias e tipos de fundos ajuda o investidor a entender o principal fator de risco do fundo. Por outro lado, um menor número de categorias poderia proporcionar maior simplicidade e escala.

Entre outros desafios para a regulação, estão a adoção de fundos de classe no Brasil, que envolve alteração da legislação em vigor, e a sofisticação da gestão, que envolve o aumento da internacionalização. A maior exposição das carteiras a ativos internacionais deve exigir um olhar atento para o controle de riscos, assim como para as responsabilidades na distribuição.

No que se refere à possibilidade de criação de novas regras para os gestores de carteiras, essencialmente em contrapartida a um aumento de suas responsabilidades, considerou-se que a introdução de exigência de capital mínimo para essas instituições poderia restringir a

³ Sigla de Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directives, conjunto de diretivas que autorizam estruturas de investimento coletivo a operarem livremente fora da União Europeia com base em autorização de um único Estado membro.

⁴ Alternative Investment Fund Managers Directive, regulamentação de gestores de Fundos de Investimento Alternativos (essencialmente *hedge funds* e fundos de *private equity*).

⁵ Foreign Account Tax Compliance Act, regulamentação que exige informação das contas financeiras fora dos Estados Unidos por pessoas físicas, e prestação de contas de instituições financeiras estrangeiras sobre as receitas dos clientes norte americanos.

Os gestores apontaram questões tributárias entre os desafios para o desenvolvimento da indústria. Entre essas, o come-cotas, que ao antecipar o imposto sobre rendimento ainda não auferido, reduz a rentabilidade final para o investidor, distorcendo a comparação com os demais ativos.

competição, que hoje é bastante saudável e tem ajudado a indústria a se diversificar. Já a segregação de funções na indústria de fundos foi considerada importante para o maior grau de especialização, de sofisticação e de controle, especialmente para o *back-office*.

Os gestores também citaram questões tributárias entre os desafios para o desenvolvimento da indústria. Entre eles, a incidência do imposto de renda semestral sobre os fundos de investimento (exceto os fundos cuja carteira seja composta por, no mínimo, 67% em ações), o chamado come-cotas, que, ao antecipar o imposto sobre o rendimento ainda não auferido pelo cotista, reduz a rentabilidade final para o investidor, distorcendo a comparação com os demais ativos. Outra questão mencionada foi a assimetria no tratamento tributário entre o investimento direto em ações ou via fundo de ações por parte do investidor não residente. A regra atual, que isenta o ganho de capital auferido no investimento direto em ações de não residentes, mas tributa o mesmo investimento quando realizado através do fundo de ações, representa, na prática, a exportação da gestão nacional, com perda da transparência proporcionada pelo arcabouço regulatório e operacional, presentes na legislação brasileira, sem ganho adicional de arrecadação.

Embora ainda não haja clareza sobre a melhor forma de se adaptar o arcabouço legal ao novo ambiente econômico, diante dos significativos desafios à frente, o consenso reside na necessidade de se estreitar ainda mais a cooperação entre o regulador e o autorregulador, com o objetivo de se encontrar as melhores soluções. Neste sentido vêm caminhando a ANBIMA e a CVM.

Os desafios para gestores e investidores incluem a incorporação de novos produtos às carteiras dos fundos de investimento, como os fundos estruturados.

6. Diversificação e surgimento de novos instrumentos

Neste período de transformação da indústria de fundos, os desafios para gestores e investidores, como mencionado, incluem a incorporação de novos produtos às carteiras dos fundos de investimento, como os fundos estruturados. O grau de desenvolvimento destes mercados é variado em face às suas especificidades e janelas de oportunidade. A seguir serão apresentados os principais temas, no radar dos agentes, abertos ao debate no Congresso.

6.1 Fundos de Índices (ETFs)

No painel sobre os Fundos de Índice ou ETF (Exchange Traded Funds), como frequentemente esses fundos são chamados, além do diagnóstico sobre a utilização do produto no Brasil e no mundo, também foi apresentado e debatido o projeto de criação do primeiro ETF de renda fixa no Brasil, que conta com o apoio do Banco Mundial e que terá o Tesouro Nacional como patrocinador.

Embora o maior número de ETFs esteja localizado na Europa, os Estados Unidos respondem pela maior parcela do volume mundial, com cerca de 75% do patrimônio líquido total. Devido à elevada taxa de crescimento registrada nos

*Há um claro
espaço para o
desenvolvimento de
novos produtos no
país, sobretudo no que
se refere à estruturação
de ETFs de índices
estrangeiros e de renda
fixa.*

últimos anos, o patrimônio líquido total dos ETFs supera US\$ 2 trilhões, ou seja, mais de duas vezes o volume total da indústria de fundos de investimento brasileira que, por sua vez, representa 3,19% do patrimônio líquido da indústria de fundos global. No que se refere à distribuição do produto por classe de ativo, destaca-se a concentração em ações (59%), seguida por 19% em *commodities* e 15% em renda fixa.

No Brasil, onde são regulamentados apenas os ETFs referenciados em índices de renda variável, atualmente existem 15 fundos listados na Bolsa. Enquanto nos Estados Unidos o volume de ETFs corresponde a cerca de 10% do volume total de recursos administrados naquela indústria, no Brasil esse percentual não passa de 0,15%, evidenciando o potencial de crescimento deste produto no país. Quanto aos referenciais, o Ibovespa responde por aproximadamente 90% do volume de ETFs negociado no Brasil. Nos Estados Unidos a negociação é mais bem distribuída, com o S&P 500 concentrando 48% dos negócios, os ETFs de índices internacionais, 17%, e outros ETFs, 35% do total.

Assim, há um claro espaço para o desenvolvimento de novos produtos no país, sobretudo no que se refere à estruturação de ETFs de índices estrangeiros e de renda fixa. Em relação ao primeiro, está em discussão um modelo para integralização e resgate de cotas. Quanto ao ETF de renda fixa, foi apresentado no Congresso o programa piloto do Banco Mundial que, junto com o Governo Brasileiro, pretende desenvolver ETFs de renda fixa com títulos públicos em mercados emergentes, com o objetivo de promover o desenvolvimento do mercado de títulos em moeda local.

Para a viabilização do projeto, são requeridas três condições iniciais: tamanho mínimo para *breakeven*; liquidez mínima no mercado secundário; e estrutura legal, tributária e regulatória adequadas. A participação do Banco Mundial e Tesouro no projeto visa estabelecer uma estrutura de mercado viável e

Segundo o Tesouro, o objetivo é que o ETF de Renda Fixa se transforme em mais um instrumento para a consolidação de benchmarks prefixados e vinculados a preços no mercado brasileiro.

adequada ao novo produto, além de buscar garantir um mercado justo e eficiente do ponto de vista do investidor.

O projeto, desenvolvido em conjunto com entidades do mercado financeiro, prevê o envolvimento direto do emissor (Tesouro Nacional) na sua criação, desde a escolha do *benchmark* – alinhado com seus objetivos, o provimento da carteira de títulos, com a venda direta de títulos de acordo com o *benchmark* do fundo e a preço de mercado, sem subsídio, para que o fundo seja totalmente replicável e líquido desde o início –, até a possibilidade de atuação futura do emissor, caso haja grande demanda para o crescimento do fundo.

Do ponto de vista do Tesouro, os principais desafios para o mercado de títulos públicos são a desindexação; a transparência; a liquidez e a diversificação. Assim, o objetivo é que o ETF se transforme em mais um instrumento para a consolidação de *benchmarks* prefixados e vinculados a preços no mercado brasileiro, contribuindo para o processo de desindexação e alinhado aos objetivos contidos no PAF (Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública Federal). Além disso, espera-se que sejam criadas oportunidades de arbitragem entre os preços dos títulos que compõem o índice e o preço da cota em bolsa, o que deve contribuir para o aumento da liquidez dos títulos públicos subjacentes. Outros efeitos esperados são a disseminação do índice em função da negociação em bolsa, com a ampliação da base de investidores e maior disseminação de preços, estimulada pela busca por referências de preço *intraday* dos títulos públicos para a precificação das cotas em negociação.

A participação do Tesouro deve facilitar a criação de ETF com um volume inicial relevante, eliminando a necessidade de aquisição de carteira diversificada pelo gestor do fundo e alocação de *seed capital*⁶. Os títulos serão emitidos em favor

⁶ Capital inicial de uma empresa.

O IMA (Índice de Mercado ANBIMA) e seus componentes apresentam-se como candidatos naturais a serem utilizados por ETFs de renda fixa.

do ETF, a preços de mercado, eliminando-se a exposição a maiores *spreads* nos casos dos títulos menos líquidos. Além disso, o volume inicial mais elevado possibilitaria ao gestor a redução do *payback*⁷, o que poderia resultar em menores taxas de administração para o investidor. Também se espera que, ao fortalecer os referenciais de renda fixa, o projeto contribua para fomentar a liquidez dos títulos privados.

Neste contexto, o IMA (Índice de Mercado ANBIMA) e seus componentes, família de índices construída a partir de convênio celebrado entre a ANBIMA e o Tesouro, apresenta-se como um dos candidatos naturais a serem utilizados por ETFs de renda fixa, seja em função de sua representatividade (cerca de 98% da dívida pública) ou do seu expressivo uso pelos fundos de investimento. Além disso, nos últimos anos o mercado secundário de títulos se desenvolveu com o aumento da negociação de ativos de longo prazo e indexados ao IPCA.

A norma que deverá regulamentar esses fundos foi objeto do Edital de Audiência Pública da CVM⁸, encerrada em outubro de 2012. A previsão é de que a regulamentação do ETF de renda fixa seja publicada nos próximos meses. Já o projeto do Banco Mundial e o do Tesouro prevê a licitação do gestor e uma emissão especial de títulos *off the run* específica para essa finalidade. A experiência internacional, debatida no painel, recomenda que a regulamentação do produto seja clara, evitando-se o agrupamento de diferentes produtos (por exemplo, mercado à vista e derivativos), com transparência para o investidor e qualidade do ativo.

⁷ Tempo de recuperação do investimento realizado.

⁸ Edital de Audiência Pública SDM nº 8/2012.

*A entrada em vigor
do Código
ABVCAP/ANBIMA para
o mercado de FIP e
FIEE viabilizou a
formação de base de
dados desses ativos.*

6.2 Fundos de Investimento em Participações – FIP

A partir de março de 2011, a entrada em vigor do Código ABVCAP/ANBIMA para o mercado de FIP e FIEE, que prevê, dentre outros, o dever de registro e o envio de informações, viabilizou a formação de base de dados desses ativos, ampliando a transparência e as possibilidades de análise do mercado. Assim, em abril de 2013 a base contava com 545 fundos registrados e 26 em análise, o que representa praticamente a totalidade dos fundos com registro na CVM. Desse total, 286 fundos são restritos, ou seja, 50% ou mais do seu patrimônio são detidos por um único cotista. Os 265 fundos restantes são diversificados, ou seja, constituídos por uma pluralidade de cotistas.

Embora dados relativos a 2011 e 2012 tenham sido marcados pela incorporação crescente de fundos à base de dados da Associação e, portanto, podem não refletir movimentos com exatidão, os dados revelam um crescimento em 2012 de 30% do capital comprometido, que é a soma dos valores já investidos e o saldo disponível para novos investimentos. Revelam, também, que o volume do capital nacional ultrapassou o do capital estrangeiro, em movimento liderado pelos fundos de pensão e demais investidores domésticos. O investimento registrou um crescimento de 25,5% em 2012, com destaque para o setor de infraestrutura, com os demais setores apresentando uma estabilidade relativa na proporção dos investimentos quando comparados aos dados do ano anterior. Já os desinvestimentos alcançaram cerca de R\$ 6 bilhões em 2012, um crescimento de 66% em relação ao ano anterior. Embora tenha registrado

*Além de apresentar
o panorama do
mercado de FIP e
FIEE, o painel contou,
também, com a
apresentação dos
investimentos
realizados em alguns
setores da economia
brasileira.*

queda em relação às demais modalidades, desinvestimentos por meio de IPO em Bolsa no ano de 2012 ainda respondem pela maior parcela (46%), seguida pela venda para investidores estratégicos (24%).

Além de apresentar o panorama do segmento a partir da nova base de dados, o painel contou, também, com a apresentação dos investimentos realizados em alguns setores da economia brasileira.

No que se refere ao agronegócio, setor importante na atividade econômica brasileira, foi apresentada uma visão a respeito das vantagens comparativas do setor no Brasil em um contexto mundial em que a escassez de água e a queda da produtividade agrícola estão na pauta. Neste sentido, o Brasil se encontra bem posicionado, especialmente em função da abundância de recursos hídricos, da variedade climática (“efeito latitude”), da disponibilidade de terras aráveis, da existência de leis rigorosas de proteção ambiental e da incorporação de novas tecnologias pela Embrapa, que permitem a colheita de duas safras anuais sem irrigação. A partir da apresentação de casos específicos, foram expostas as teses de investimento e o processo de geração de valor. No campo do agronegócio, a estratégia passa por adquirir terras com solo e preços atrativos, em regiões de fácil acesso ou com perspectivas de melhoria no sistema logístico, fatores que tornam atrativa a estruturação de FIPs no setor.

Para o segmento de infraestrutura, estima-se que a demanda de investimentos no Brasil chegue a R\$ 100 bilhões por ano. Deste total, considerando a participação projetada do capital próprio (38%), BNDES (37%) e de dívida externa (10%), os restantes 15% (ou R\$ 15 bilhões) se apresentam como oportunidade para fundos de dívida sênior, fundos de dívida subordinada e fundos de *private equity*.

No setor de educação, foi destacada a necessidade de diversificação de riscos através da aquisição de diferentes

Os gestores de FIPs citaram entre os principais pilares de investimento no Brasil, o aumento do consumo doméstico; as vantagens competitivas sustentáveis; e a melhoria da infraestrutura do país.

classes de ativos: educação básica; educação superior; educação não regulamentada (idiomas, por exemplo); conteúdos e tecnologias educacionais. Foi evidenciado que existe um forte movimento dos setores de mídias digitais, o que amplia a possibilidade de atuação internacional. Foram apresentadas, ainda, quatro perspectivas para o setor: universalização do ensino com qualidade; educação financiada pelo mercado de capitais; digitalização e uso da tecnologia na educação e na difusão do conhecimento, e educação globalizada. Foi destacada, também, a possibilidade de arbitragem entre as empresas listadas e não listadas em Bolsa.

Outro setor abordado no painel foi a saúde. Neste caso, a justificativa para o investimento é baseada no crescimento do consumo doméstico, que teve como alicerce o aumento da renda e do crédito, o que permite projetar, também, um crescimento sustentável para o setor nos próximos anos.

Em síntese, os gestores citaram, entre os principais pilares de investimento no país, o aumento do consumo doméstico, as vantagens competitivas sustentáveis – associadas a recursos naturais abundantes e à liberalização do comércio global – e a melhoria da infraestrutura do país. No que se refere ao processo de geração de valor, foram destacados o crescimento proporcionado pela consolidação de setores, o reforço do time de gestão financeira, a profissionalização da empresa e criação de conselho de administração, a otimização de processos operacionais e de processos financeiros, e a criação de plano de metas.

*Com a edição pela
CVM da Instrução nº
531, a expectativa dos
gestores é de que os
FIDCs apresentem
melhor desempenho
em 2013.*

6.3 Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDCs

Conforme abordado no 14º Panorama ANBIMA⁹, o ano de 2012 não foi muito favorável para os FIDCs, que acumularam resgate de 5,3 bilhões em dezembro. Problemas ocorridos em fundos específicos e mudanças regulatórias, como as novas regras para divulgação de informações financeiras e demonstrações contábeis (ICVM 489), ajudam a explicar esse desempenho.

Entretanto, com a edição pela CVM da Instrução nº 531, resultado de análise minuciosa das fragilidades dos FIDCs, em diálogo com o mercado, a expectativa dos gestores é de que esses fundos apresentem melhor desempenho em 2013, ganhando relevância como instrumento de securitização do mercado de capitais brasileiro. A Instrução prevê o aperfeiçoamento dos controles por parte do administrador e dos principais prestadores de serviços, com a definição mais clara de responsabilidades. Essas alterações visam mitigar o conflito de interesses associado à concentração indevida de funções por um mesmo participante, procurando garantir a boa governança desses veículos.

Dentre as mudanças, destacam-se as referentes à terceirização dos serviços. O consultor especializado, que analisava e selecionava os direitos creditórios a serem adquiridos, agora deve apenas subsidiar o administrador/gestor em sua análise. Já a verificação por amostragem, que antes não tinha periodicidade definida, deve ser realizada trimestralmente, incluindo a verificação

⁹ Cf. <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estudos/panorama/Pages/panorama-anbima.aspx>

*Na opinião do
superintendente da
CVM, a Instrução nº
531 oferece maior
segurança aos
investidores e o
eventual aumento de
custos operacionais
tende a ser
compensado por menor
exigência de
remuneração por parte
dos investidores e por
ganhos de escala.*

para todos os créditos substituídos e inadimplidos. Criou-se, também, a possibilidade de contratação de terceiros não ligados ao cedente originador, consultor ou gestor, para efetuar a guarda dos documentos, antes responsabilidade exclusiva do custodiante. Destaca-se, por fim, a proibição, aos prestadores de serviços e partes ligadas, de ceder ou originar direitos creditórios, direta ou indiretamente, para os fundos¹⁰.

A partir dessas mudanças regulatórias, a expectativa é de otimismo para o ano de 2013. A primeira oferta pública de cotas de FIDC sob a égide da ICVM nº 531, encerrada em março de 2013, teve demanda superior à oferta, indicando uma aparente melhora na percepção de risco do instrumento. Na opinião do superintendente de relação com investidores da CVM, Francisco Santos, os termos da nova Instrução oferecem maior segurança aos investidores e o eventual aumento de custos operacionais tende a ser compensado por menor exigência de remuneração por parte dos investidores e por ganhos de escala com o crescimento sustentável da indústria de securitização no Brasil.

Num cenário de crescimento do crédito e de diversificação de portfólios, a perspectiva positiva se reforça. De um lado, os investidores perceberão a melhora do nível de governança e apostarão mais nesse mercado, de outro, a demanda reprimida por FIDCs por parte dos cedentes de crédito se constituirá como uma oportunidade para gestores, posto que a relação risco e retorno é considerada atrativa para o produto.

¹⁰ Para maiores detalhes das mudanças trazidas pela ICVM nº 531, ver Súmula de Legislação ANBIMA sobre FIDCs: <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/legislacao/sumulas/Pages/default.aspx>

Uma condição necessária para o maior crescimento da economia brasileira é a disponibilidade de financiamento de longo prazo que garanta o funding adequado, em termos de volume, taxa e prazo, aos investimentos, e, em especial, aos projetos de infraestrutura.

6.4 Fundos de Investimento em Infraestrutura

O novo ambiente macroeconômico, caracterizado pelo menor patamar de juros, abre espaço para o aumento dos investimentos e maior crescimento da economia brasileira. Conforme discutido no portal ANBIMA¹¹, uma condição necessária para esse cenário virtuoso é a garantia de *funding* adequado, em termos de volume, taxa e prazo, aos investimentos, e, em especial, aos projetos de infraestrutura, cuja maturação, de modo geral, é de longo prazo. Atualmente, os investimentos neste setor são da ordem de 2% do PIB, enquanto estima-se que a cifra necessária para garantir um patamar adequado de competitividade internacional seria de 4%. Isso corresponderia a R\$ 2,5 trilhões adicionais nos próximos 25 anos ou R\$ 100 bilhões de recursos por ano.

Deste modo, há uma clara necessidade de financiamento do *gap* de investimentos em infraestrutura e logística existente no país. Além do financiamento através do sistema bancário, seja público ou privado, argumentou-se no painel que o financiamento através da emissão de debêntures no mercado de capitais se apresenta como alternativa viável e potencial. Num período em que a diversificação de portfólios ganha relevância, as motivações para o investimento no setor assentam-se nos retornos atrativos, baixa correlação com ciclos econômicos e de mercados, baixa correlação com o retorno de outros ativos de investimento, previsibilidade e

¹¹ Cf. <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estudos/financiamento-de-longo-prazo/Pages/default.aspx>

As motivações para o investimento no setor de infraestrutura assentam-se nos retornos atrativos, baixa correlação com ciclos econômicos e de mercados, baixa correlação com o retorno de outros ativos, previsibilidade e estabilidade do fluxo de caixa, hedge para a inflação e hedge natural para obrigações de longo prazo.

estabilidade do fluxo de caixa, *hedge* para a inflação e, finalmente, *hedge* natural para obrigações de longo prazo (ALM¹² para fundos de pensão).

Em face às necessidades de investimento do setor e suas vantagens, são centrais as medidas governamentais de incentivo fiscal com o objetivo de estimular a construção de um mercado privado de financiamento de longo prazo, no âmbito da Lei nº 12.431, de 2011. O artigo 2º da referida Lei prevê isenção/redução de Imposto de Renda para debêntures com características de prazo e remuneração específicas e de emissão de SPE, constituída para implementar projetos de investimento na área de infraestrutura considerados prioritários pelo governo. A regulamentação complementar prevista para as debêntures de infraestrutura foi objeto do Decreto nº 7.603, de 9/11/11, que trouxe as condições para os projetos serem considerados prioritários e a respectiva emissão das debêntures elegível ao benefício fiscal – alíquota zero de IR sobre rendimentos auferidos pelas pessoas físicas e de 15% para pessoas jurídicas.

O artigo 3º da mesma Lei traz a possibilidade de criação de fundos de infraestrutura, cuja vantagem, além do mesmo benefício fiscal conferido ao ativo lastro, reside na existência de gestor especializado na análise das operações ofertadas. Em face às dificuldades de se investir diretamente nas debêntures, associadas à complexidade de análise do investimento, a presença de um gestor especializado tende a ampliar o acesso de investidores, em especial do segmento varejo. A extensão do benefício fiscal aos investidores não residentes também tende a fortalecer o mercado, embora maior padronização, transparência de informação e *due-diligence* ainda sejam fundamentais para que este tipo de

¹² Do inglês, *Asset Liability Management*, refere-se ao tratamento integrado de ativos e passivos com o intuito de minimizar o risco de descasamento das carteiras.

A pequena oferta de ativos e o baixo volume de emissões ainda constituem um desafio ao desenvolvimento dos fundos de infraestrutura, sobretudo para atrair os investidores estrangeiros.

investidor seja atraído para essa modalidade de investimento.

Dos 33 projetos aprovados e considerados prioritários pelo Governo Federal, oito já foram emitidos, totalizando R\$ 2,35 bilhões. A pequena oferta de ativos e o baixo volume de emissões ainda constituem um desafio ao desenvolvimento desses fundos, sobretudo para atrair os investidores estrangeiros. Para os gestores, a criação de fundos sem a certeza de novas emissões representa uma grande fonte de insegurança. A liquidez dos ativos-lastro também é considerada um fator de incerteza que impede o avanço mais proeminente do mercado. Tendo em vista a oferta limitada e as vantagens associadas ao papel, os detentores tendem a optar pelo carregamento em detrimento da negociação. Entretanto, é possível considerar o atual nível de negociação satisfatório, e vale ressaltar, uma das debêntures está entre as dez mais negociadas no mercado (CART12). Além disso, considerando-se a estimativa dos investimentos totais dos projetos autorizados, da ordem de R\$ 68 bilhões, este mercado tem forte potencial, tanto em termos de emissão, quanto de negociação, o que, somado ao benefício fiscal num contexto de busca por maiores rendimentos, pode representar perspectiva favorável para a consolidação de fundos vinculados a esses ativos.

6.5 Fundos de Investimento Imobiliário

As ofertas públicas dos fundos de investimento imobiliário têm sido crescentes e, tendo em vista a oferta recorde de 2012, a expectativa dos agentes desse mercado é de que

Considera-se que o mercado imobiliário está em expansão equilibrada, constituindo-se como oportunidade de investimento, especialmente por meio de fundos, em função da isenção do imposto de renda sobre os rendimentos para pessoas físicas.

2013 seja um ano tão positivo ou ainda melhor que o anterior. A negociação mensal das cotas, apesar de baixa, é crescente. Em relação ao mercado imobiliário, que gera os lastros dos fundos, embora haja segmentos e regiões com forte valorização, a percepção é de que não há indicativos de uma bolha imobiliária. Considera-se que o mercado como um todo está em expansão equilibrada, constituindo-se como oportunidade de investimento, especialmente em função da isenção do imposto de renda sobre os rendimentos para pessoas físicas¹³.

A baixa correlação do mercado com flutuações de curto prazo da economia foi apontada por um dos gestores como uma vantagem do produto. Como exemplo, argumentou-se que, embora um choque de juros que desaqueça a economia num prazo mais longo certamente afete o mercado imobiliário, flutuações cíclicas de curto prazo dos juros não tendem a produzir o mesmo efeito. Adicionalmente, os fundos atrelados à renda de aluguel, indexados ao IGP-M, contam com rentabilidade protegida da inflação.

Ainda que o IFIX¹⁴ (Índice de Fundos Imobiliários) apresente crescimento maior e menos volátil que o Ibovespa, é importante alertar o investidor de que há volatilidade no segmento imobiliário. Tendo em vista que o imóvel é associado pela maioria dos brasileiros a um ativo seguro e de baixa volatilidade, é papel do gestor alertar sobre a dinâmica

¹³ Para haver isenção, é necessário que o fundo possua no mínimo 50 cotistas, sendo que um único cotista pode deter no máximo 10% do fundo, e suas cotas deverão ser negociadas exclusivamente em Bolsa de Valores ou em mercado de balcão organizado. Quanto ao tratamento tributário dado à pessoa jurídica, incide imposto de renda de 20% sobre os rendimentos, mesma alíquota adotada para a alienação de cotas (ganho de capital) – Lei nº 11.033, art. 3º, III.

¹⁴ O Índice de Fundos de Investimento Imobiliário (IFIX) BM&FBovespa tem por objetivo medir a performance de uma carteira composta por cotas de fundos imobiliários que são listados para negociação nos ambientes administrados pela BM&FBovespa. Essas cotas são selecionadas por sua liquidez e ponderadas nas carteiras por seu valor de mercado total (número total de cotas emitidas multiplicado por sua última cotação em mercado). Fonte: BM&FBovespa.

*O investidor do
private banking, mais
especializado, já está
buscando os FIIs como
alternativa de
investimento, sobretudo
em função do benefício
fiscal.*

distinta desta aplicação, com as flutuações de preços e riscos associados.

Ainda sobre este ponto, é consenso entre os atores da indústria que o risco de desinformação é maior no varejo. Este tipo de investidor tem percepção limitada quanto ao fato de que o fundo é apenas um veículo e que o investimento não corresponde a investir diretamente em um imóvel. Deste modo, o desenvolvimento desse mercado passa necessariamente pela educação financeira do investidor. Com o avanço deste processo educacional, o mercado de FIIs no varejo tende a ser bastante favorável, dado o forte apelo em função da proximidade do investidor com o ativo subjacente.

Já o investidor do *private banking*, mais especializado, já está buscando os FIIs como alternativa de investimento, sobretudo em função do benefício fiscal. De meio trilhão de recursos do segmento aplicados em fundos, 1,4% está alocado em FII, e este percentual tende a se ampliar. A preocupação dos investidores deste segmento não é com uma bolha imobiliária, mas com a possibilidade de vacância, associada aos ciclos econômicos, que impactaria a rentabilidade dos FIIs de renda. Esta é também uma preocupação dos gestores, cuja habilidade e talento devem conduzir a tomadas de decisão que tragam tranquilidade aos investidores.

Os investidores institucionais, por fim, também mais especializados, veem o mercado como uma ótima oportunidade de diversificação. Embora ainda inseguros diante do desenvolvimento insipiente do setor, esses investidores têm a percepção de estarem atrasados no direcionamento de recursos para fundos imobiliários e esperam ampliar consideravelmente a parcela de recursos alocados nesse tipo de aplicação: do total de recursos de investidores institucionais aplicados em fundos, a expectativa

*A recente
introdução, em junho
de 2013, de capítulo
referente aos FIIs no
Código de Fundos da
ANBIMA tende a
estimular a boa
governança no
mercado e contribuir
para o crescimento
sustentável do produto.*

é que de 3% a 5% sejam aplicados em FIIs em 2013. A mensagem dos gestores é que a demanda reprimida representa grande oportunidade de crescimento entre os investidores institucionais, que já estão, em sua maioria, se preparando internamente para este tipo aplicação.

Em suma, os alicerces para o desenvolvimento deste nicho de mercado, como nos demais, passam pela educação do investidor e pela adequação da oferta dos produtos ao perfil de risco dos investidores. Além disso, os desafios em termos de governança e tomada de decisão também não são triviais. A recente introdução, em junho de 2013, de capítulo referente aos FIIs no Código de Fundos da ANBIMA tende a estimular a boa governança no mercado e contribuir para o crescimento sustentável do produto. Com o interesse crescente dos investidores, o futuro pode ser promissor.

A indústria de previdência complementar apresenta atualmente um patrimônio de cerca de R\$ 1 trilhão, sendo cerca de 70% gerido através de fundos de investimento no Brasil.

7. Desafios para a Previdência Complementar

A indústria de previdência complementar apresenta atualmente um patrimônio de cerca de R\$ 1 trilhão, sendo cerca de 70% gerido através de fundos de investimento no Brasil. A queda dos juros, as alterações recentes na regulamentação e na conformação desses segmentos trazem desafios para os próximos anos.

7.1 Previdência Fechada

No caso da previdência complementar fechada, com patrimônio de quase R\$ 700 bilhões e um universo de 6,8 milhões de pessoas, foi observada uma mudança na relação com os investidores, gestores e reguladores e também na distribuição dos planos, com uma clara migração dos participantes dos planos BDs para CDs. Ao final de 2012, as modalidades de planos estavam assim distribuídas: BD – Benefício Definido (386 planos ou 30%); CV – Contribuição Variável (380 planos ou 30%); e CD – Contribuição Definida (519 planos ou 40%). A análise da trajetória das taxas de juros dos planos BD permite verificar a redução das taxas máximas adotadas desde 2008: enquanto naquele ano a referência à meta atuarial de 6% ao ano era adotada por 73% dos planos, em 2012 esse percentual caiu para 17%. Os planos com meta atuarial de até 5% ao ano passaram de 21%, em 2008, para 53% no ano passado.

No que se refere à distribuição por ativos, destaca-se o estoque de R\$ 270 milhões em títulos públicos, o ligeiro

*A redução das
taxas de juros e a
Resolução CNPC nº
10/2012¹⁶, que ampliou
a expectativa de vida
no cálculo dos
benefícios e
estabeleceu uma
redução gradual da
meta atuarial,
colocaram o segmento
de previdência
complementar em
estágio de adaptação
da gestão.*

crescimento dos títulos privados e a manutenção das ações nas carteiras. Atualmente, a regulamentação prevê o investimento das reservas técnicas em seis segmentos distintos, sendo cada vez mais necessário buscar taxas de retorno diferenciadas. Em dezembro de 2012, 61,7% do patrimônio estavam alocados no segmento de renda fixa, 28,6% em renda variável e os outros quase 10% distribuídos entre investimentos alternativos¹⁵. Desconsideradas as aplicações em renda variável dos três principais fundos de pensão (Previ, Petros e Funcef), a concentração em renda fixa aumenta significativamente.

A redução das taxas de juros e a Resolução CNPC nº 10/2012¹⁶, que ampliou a expectativa de vida no cálculo dos benefícios e estabeleceu uma redução gradual da meta atuarial, colocaram o segmento de Previdência Complementar em estágio de adaptação da gestão. Como consequência, as entidades estão sendo obrigadas a readequar seus planos de benefícios, realizando migrações dos planos BD para CD, efetuando estudos de aderência das carteiras, aumentando seus riscos e a diversificação de produtos.

A concentração em títulos públicos nas carteiras das EFPC deverá ceder espaço para outras estratégias, com o auxílio de mudanças regulatórias e com o aumento da participação dos títulos privados nas carteiras. Pesquisa feita pela Abrapp mostrou que os gestores pretendem ampliar a parcela de títulos privados nas carteiras nos próximos 12 meses em contrapartida a uma redução da parcela de títulos públicos. No caso dos planos CD e CV, há também intenção de ampliar a carteira de renda variável e de fundos estruturados.

¹⁵ Dados do Consolidado Estatístico da Abrapp, disponíveis em: <http://www.abrapp.org.br/SitePages/ConsolidadoEstatistico.aspx>

¹⁶ A Resolução CNPC nº 10/2012 alterou a tábua atuarial das EFPC para AT 2000, suavizada em 10%, e adotou taxa de juros decrescente para o período de 2012 a 2018, de 5% a 3,5%.

Mesmo em anos de crise, como em 2008, PGBLs e VGBLs apresentaram captação positiva, sendo vistos como investimento de longo prazo pelos participantes.

Neste contexto, cada vez mais será requerida dos gestores uma visão de longo prazo, além dos respectivos mandatos.

Todos esses fatores implicam na necessidade de informação ao investidor sobre suas aplicações previdenciárias. É importante que se torne mais claro para o participante o tipo de rendimento obtido, isto é, se os retornos são de fato rendimento ou apenas efeito da precificação das carteiras. À medida que essas informações se tornarem mais claras e que o investidor tiver um novo olhar em relação à necessidade de poupança para despesas futuras em face aos juros mais baixos, a previdência deverá agregar cada vez mais valor ao participante. Esse processo deve exigir, também, uma “reeducação” dos gestores, que deverão conhecer melhor a demanda de seus investidores e se adequar ao novo ambiente de taxas de juros mais baixas. Neste sentido, a Previc deverá concentrar esforços no treinamento de dirigentes e conselheiros e na gestão orientada à análise de risco, bem como na construção de valor agregado para o longo prazo, não mais olhando apenas para os próximos cinco anos.

7.2 Previdência Aberta

Embora a indústria de previdência aberta seja recente – os “carros-chefes” PGBL e VGBL foram criados em 1998 e 2001, respectivamente –, o segmento já contabiliza um patrimônio de R\$ 300 bilhões. Desde a criação desses produtos houve um aprendizado mútuo entre gestores e participantes. Mesmo em anos de crise, como em 2008, PGBLs e VGBLs apresentaram captação positiva, sendo vistos como investimento de longo prazo pelos participantes.

Foi sugerida uma uniformização de regras entre as previdências aberta e fechada com adequação ao produto e ao perfil do consumidor.

Além do segmento de previdência aberta, há também o de benefícios e seguridade, em que é necessário pensar o retorno de forma integrada, contemplando os quatro mercados (capitalização, seguro, resseguro e previdência complementar aberta). Entre os desafios, além dos juros baixos, comuns aos demais segmentos da indústria, há duas questões específicas, associadas à regulamentação. Uma delas é a adoção, pela Susep, de modelos de capitais baseados em risco, que devem aumentar o capital exigido, uma vez que carteiras mais rentáveis exigirão, também, ativos mais arriscados. Adicionalmente, a Resolução nº 4.176, do CMN, que prevê um alongamento das carteiras dos fundos de previdência, implicará em carteiras mais voláteis, o que exigirá uma adaptação do investidor em relação à checagem diária de cotas e à tolerância com a volatilidade da aplicação. Ao instituir o cálculo do prazo médio das carteiras, o normativo trouxe alguns desafios, como as condições limitadas dos gestores para proteger o participante em um cenário de abertura de juros, em um cenário de beta de renda fixa superior ao de outras indústrias. Neste sentido, foi sugerido considerar no cálculo do prazo médio a carteira como um todo, incluindo, com peso incentivado na fórmula de cálculo, os ativos de renda variável e outros investimentos de longo prazo, uma vez que são os de maior prazo médio e contam com mercado secundário estruturado e em regime pleno de atuação.

Assim, foi colocada a necessidade de que os órgãos reguladores e os próprios participantes repensem a indústria, tanto no que se refere aos prazos de resgates, quanto ao aumento da exposição em renda variável. Também foi sugerida uma uniformização de regras entre as previdências aberta e fechada com adequação ao produto e ao perfil do consumidor, uma vez que as diferentes normas dificultam o entendimento dos participantes e a própria gestão.

Em relação ao suitability, sugeriu-se a criação do “investidor qualificado”, como ocorre em outras indústrias de investimento, tornando possível aumentar a diversidade e o leque de produtos ofertados.

Em relação ao *suitability*, foi sugerida a criação do investidor/proponente qualificado, como ocorre em outras indústrias de investimento, tornando possível aumentar a diversidade e o leque de produtos ofertados, inclusive aqueles destinados aos investidores mais propensos à assunção de níveis de risco/retorno inerentes a aplicações de prazo mais longo.

Foi proposta, ainda, a segmentação para os recursos das provisões para seguro, capitalização, e resseguro. Já a previdência aberta seria separada pelos seguintes tipos: participante qualificado; previdência programada, conforme fase do ciclo de vida; além dos planos tradicionais, com base em fundos especialmente constituídos.

*A indústria conta
com os alicerces
necessários para que
os desafios associados
ao alongamento de
prazos e assunção de
novos riscos sejam
superados por gestores
e investidores.*

8. Conclusão

Não obstante os elevados desafios que o atual cenário impõe à indústria de fundos, os debates ocorridos no 7º Congresso ANBIMA de Fundos de Investimento, que também incluíram discussões sobre os diferentes fundos estruturados e novos produtos, deixaram uma mensagem de otimismo. De um lado, o fato de o Brasil estar atravessando um período singular na história de uma nação, o chamado “bônus demográfico”. Isto significa que a maior parcela da população está em atividade, gerando renda e acumulando recursos, sobretudo de natureza previdenciária, o que deve favorecer a continuidade do crescimento registrado nos últimos anos pela indústria de fundos. De outro, a história bem sucedida e reconhecida internacionalmente da indústria de fundos brasileira, que atravessou a última crise internacional como a que menos perdeu recursos e se recuperou mais rapidamente, contando com uma infraestrutura sofisticada e robusta, além de talento e inovação.

Em suma, a indústria conta com os alicerces necessários para que os desafios associados ao alongamento de prazos e assunção de novos riscos sejam superados por gestores e investidores. Para os primeiros, a habilidade em gerir a liquidez e compatibilizar ativos e passivos será cada vez mais relevante, enquanto, para os investidores, serão basilares a busca por informação e a reavaliação das demandas de liquidez. Tendo como pano de fundo um arcabouço regulatório e de autorregulação consistente, este processo, já em curso, tende a se consolidar tão mais rápida for a habilidade dos atores da indústria de se adequarem às mudanças e conduzir os aperfeiçoamentos necessários em parceria com a entidade reguladora.