

TEXTO PARA DISCUSSÃO

03

Novembro de 2014

A indústria de fundos
de investimento
brasileira e seu papel
no desenvolvimento do
mercado de capitais

Antônio Filgueira



TEXTO PARA DISCUSSÃO

03

Novembro 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.

A indústria de fundos de investimento brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de capitais

Redação
Antônio Filgueira

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

Resumo

Os fundos de investimento registraram crescimento relevante nos últimos 20 anos, com o volume financeiro sob gestão superando 50% do PIB, tornando-se importantes detentores das dívidas pública e privada. No entanto, em função de diversas questões de natureza macroeconômica, estrutural, regulatória e, em especial, tributária, a alocação de recursos pela indústria de fundos em ativos corporativos de longo prazo se mantém baixa, ainda que seja relevante entre os detentores do estoque desses ativos em mercado. Assim, o presente estudo busca analisar as questões que envolvem o direcionamento dos recursos da indústria de fundos para ativos de longo prazo e propor uma agenda com iniciativas para aumentar sua funcionalidade e, assim, potencializar seu papel como agente relevante no desenvolvimento do mercado de capitais.

Conteúdo

Resumo.....	3
1. Sumário Executivo	7
2. Introdução.....	17
3. Papel propulsor da indústria de fundos no desenvolvimento econômico.....	22
4. Breve histórico sobre o desenvolvimento da indústria de fundos no Brasil.....	28
5. Evolução da indústria e seu papel no desenvolvimento do mercado de capitais.....	37
5.1 Perfil da indústria de fundos.....	38
5.2. Perfil dos investidores da indústria de fundos	44
6. Perspectivas e desafios para a gestão de recursos	47
6.1. No Mundo	47
6.1.1. Perspectivas.....	47
6.1.2 Desafios	50
6.2. No Brasil.....	53
6.2.1. Perspectivas.....	53
6.2.2. Desafios	57
7. Conclusão e Agenda de Propostas.....	84
Referências	90
Sites consultados:	92

1. Sumário Executivo

No Brasil, os fundos de investimento registraram crescimento relevante nos últimos 20 anos, com o volume financeiro sob gestão superando 50% do PIB. Com uma regulação e autorregulação robustas, a indústria de fundos brasileira atravessou todas as últimas crises financeiras sem rupturas. Com o alargamento de suas carteiras, esses veículos se tornaram importantes detentores do estoque das dívidas pública e privada, bem como agentes relevantes no mercado acionário. Atualmente, a indústria detém aproximadamente 42% da dívida pública em mercado, 33% dos títulos de renda fixa registrados na Cetip e 13% do volume de ações registrado na BM&FBovespa¹, demonstrando a relevância de sua participação no financiamento do governo e de empresas, e, com isso, o seu potencial como provedor de recursos para investimentos, por meio da maior alocação no mercado de capitais.

Do ponto de vista do investidor, a aplicação por meio de fundos de investimento permite diversificar riscos de mercado, de crédito e de liquidez. O pequeno poupador, sozinho, tem dificuldade de distribuir suas economias com a mesma diversidade de ativos, que muitas vezes apresentam valor mínimo de aquisição elevado, tornando-o mais exposto a eventuais variações nas condições macroeconômicas e/ou no desempenho dos ativos adquiridos. Além disso, os fundos de investimento possibilitam utilizar a expertise de gestores com maior conhecimento, experiência e dedicação relativamente aos poupadores que investem diretamente seus recursos, permitindo, assim, que se explorem economias de escala e especialização.

A indústria cresceu com regulação e autorregulação robustas e atravessou as últimas crises financeiras sem rupturas.

¹ Boletim ANBIMA de Fundos de Investimento, julho de 2014.

A alocação de recursos pela indústria de fundos em ações e ativos corporativos de longo prazo está aquém do seu potencial e dos padrões internacionais.

Em função de questões de naturezas diversas, entre as quais, macroeconômica, estrutural, regulatória e, em especial, tributária, a alocação de recursos pela indústria de fundos em ações e ativos corporativos de longo prazo está aquém do seu potencial e dos padrões internacionais. Fora isso, desde meados de 2013 a indústria de fundos vem perdendo competitividade entre as alternativas de investimento. Nesse contexto, o presente estudo busca analisar os fatores que limitam a alocação de fundos de investimentos, em especial em ativos privados de longo prazo. Com base nessa análise, o trabalho propõe uma agenda com iniciativas para aumentar a funcionalidade dos fundos de investimento no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

O crescimento da indústria pode favorecer não apenas a canalização da poupança para a formação do *funding* de longo prazo, com os recursos geridos por profissionais especializados, como também o desenvolvimento da infraestrutura de mercado, incluindo a precificação de ativos, a criação de plataformas de registro e negociação, entre outras. Importante mencionar a existência de um efeito retroalimentador entre o desenvolvimento do mercado de capitais e o fortalecimento da indústria de fundos, na medida em que o primeiro amplia as alternativas para a diversificação das carteiras dos fundos de investimento, enquanto estes últimos demandam sofisticação na infraestrutura de mercado, que passa, mas não se limita, por exemplo, à demanda por transparência e ampliação de referências de preços, bem como por aperfeiçoamentos dos ambientes de registro e negociação.

Didier e Schmuckler², no entanto, sugerem que os investidores institucionais não têm contribuído como o esperado para o desenvolvimento dos mercados nos países da América Latina

² Didier e Schmuckler, "Financial Development in Latin America and the Caribbean: Stylized Facts and the Road Ahead", *World Bank Policy Research Working Paper*, n. 6 582, agosto de 2013.

e Caribe. Alguns mercados são considerados relativamente pequenos e ilíquidos, e, portanto, pouco atraentes para investidores institucionais, particularmente fundos de investimento, que estão sujeitos a resgates a qualquer tempo. Isso ajuda a explicar por que a maior parte das carteiras dos fundos de investimento nesses países é composta por títulos públicos e depósitos a prazo, que geralmente oferecem maior liquidez. O estudo considera que, diante desse quadro, há um grande espaço para ações de política com o objetivo de canalizar os recursos disponíveis nos fundos de investimento para o desenvolvimento do mercado de capitais, e que o menor desenvolvimento do mercado de capitais nesses países parece não ser determinado pela falta de recursos, já que existe uma grande disponibilidade de capital doméstico e estrangeiro, que poderia, inclusive, contribuir para aumentar a profundidade dos mercados.

Isso nos sugere que uma agenda para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro deve considerar os investidores institucionais e, entre eles, a indústria de fundos, particularmente quando se leva em conta o seu tamanho, superior a 50% do PIB, e seu grau de desenvolvimento. Em função da elevada quantidade de recursos que administram, os fundos de investimento podem contribuir para o aumento da profundidade do mercado de capitais, o que se reforça com o elevado número e a diversidade de fundos e de investidores que agrega. Além de ser um instrumento de investimento coletivo, a existência de cerca de 11 milhões de contas distribuídas em mais de 14 mil fundos geridos profissionalmente por especialistas amplia significativamente a possibilidade de realização de negócios e, conseqüentemente, de aumento da liquidez, fundamental para o desenvolvimento e expansão do mercado de capitais brasileiro.

Uma agenda para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro deve considerar os investidores institucionais e, entre eles, a indústria de fundos, particularmente pelo seu tamanho e grau de desenvolvimento.

As perspectivas de continuidade do crescimento da indústria de fundos nos próximos anos, potencializadas pelo crescimento da renda, acenam para um grande volume de recursos sob gestão, que poderá ser canalizado para o investimento de longo prazo.

Considerando-se apenas o segmento varejo, de acordo com informações de 2013, a indústria de fundos conta com cerca de 3,8 milhões de clientes³, o que evidencia a sua vocação para a canalização da poupança financeira para a compra de ativos. No mesmo período, o Tesouro Direto, sistema de venda direta de títulos públicos para pessoas físicas, contava com apenas 378 mil clientes⁴, ou seja, menos de 10% do total de clientes de fundos no varejo, enquanto a BM&FBovespa registrava 592 mil pessoas físicas cadastradas⁵.

As perspectivas de continuidade do crescimento da indústria de fundos nos próximos anos e, em particular, da poupança previdenciária, potencializadas pelo crescimento da renda e ascensão social, acenam para um grande volume de recursos que, em última instância, poderá ser canalizado para o investimento de longo prazo; porém, condicionado à adequação dos arcabouços regulatório e tributário, além do próprio ambiente macroeconômico. Essa avaliação é corroborada pelas principais tendências apontadas para a gestão de ativos no mundo, que incluem o aumento do contingente de pessoas com elevado padrão de riqueza (HNWI) nos países emergentes, a expansão e o surgimento de novos fundos soberanos e o crescimento do volume de recursos de fundos de pensão com contribuição definida (CD).

No Brasil, o cenário se mostra ainda mais promissor quando se considera a solidez do ambiente institucional em que a indústria de fundos se desenvolveu, com rigor no cumprimento de deveres fiduciários e mandatos, prestação de informações, transparência e, sobretudo, de proteção ao investidor. Não obstante, algumas questões estruturais ainda vêm se mostrando limitadoras de um maior crescimento da

³ Boletim ANBIMA de Varejo, março de 2014.

⁴ Disponível em: www.tesouro.fazenda.gov.br/pt-/balanco-e-estatisticas.

⁵ Disponível em: www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/download/Historico-Pessoas-Fisicas.xls.

indústria e, por consequência, das suas possibilidades de atuar como alavanca no desenvolvimento do mercado de capitais.

Entre os principais desafios para a gestão de recursos no país está, sem dúvida, o ambiente macroeconômico. Em seguida está o perfil conservador do investidor brasileiro, que, historicamente, tem se mostrado avesso a risco e volatilidade, e demandante de liquidez em suas aplicações. Isso implica um padrão de reação do investidor associado a retornos passados, que, em grande medida, dificulta a ampliação da *duration* das carteiras, o que se agrava pela falta de liquidez no mercado secundário de ativos.

Nesse contexto, e enquanto reconhece como em estágio inicial o processo de educação financeira do investidor, o regulador vem dando encaminhamento às suas preocupações com a proteção do investidor, em especial de varejo, com a exigência de verificação da adequação dos produtos e serviços ao perfil do cliente (*suitability*), na distribuição de valores mobiliários, inclusive fundos de investimento (Instrução CVM nº 539/13). A norma prevê que, a partir de 2015, os distribuidores de produtos de investimento terão que avaliar e classificar seus clientes e produtos em categorias específicas, de modo a determinar a compatibilidade entre os objetivos, situação financeira e conhecimento dos investidores e as características dos produtos a eles oferecidos, em linha com os requerimentos já presentes nos Códigos da ANBIMA desde 2007.

A evolução da regulação, autorregulação e da supervisão de suas regras sobre os fundos de investimento nos últimos anos vem contribuindo não apenas para o desenvolvimento da indústria, mas também para a sua solidez, testada com sucesso por ocasião da última crise internacional. As crescentes exigências regulatórias ao longo do tempo, contudo, aumentaram os custos de observância das normas,

O perfil conservador do investidor brasileiro, que tem se mostrado avesso a risco e volatilidade, e demandante de liquidez, está entre os principais desafios para a gestão de recursos no país.

Apesar das iniciativas da CVM para reduzir custos, a grande quantidade de documentos e controles exigidos frente a outros produtos oferecidos ao varejo torna a distribuição e a administração de fundos muito mais onerosas.

ampliando as assimetrias regulatórias já existentes entre o investimento direto em ativos e aquele realizado por meio de fundos de investimento. Esse é mais um fator que acaba limitando o potencial dos fundos como carregadores de ativos, entre os quais os de dívida corporativa, e vem sendo objeto de preocupação não só dos agentes de mercado, como também dos reguladores.

Não obstante todas as iniciativas para a redução de custos contidas na revisão da Instrução CVM nº 409, ora em curso, a grande quantidade de documentos e controles exigidos frente a outros produtos oferecidos ao varejo, como a Caderneta de Poupança e o CDB, incluindo o *suitability*, torna a distribuição e a administração de cotas de fundos muito mais onerosas. Adicionalmente, cabe observar que diversos produtos, inclusive de crédito privado, não possuem o mesmo grau de exigências e controles, além de contarem com isenção tributária e cobertura do FGC.

Além do elevado número de regras e controles que recaem sobre a indústria de fundos e que muitas vezes implicam em custos elevados, reduzindo sua competitividade, há também uma série de assimetrias tributárias que muitas vezes tornam o investimento por meio de fundos de investimento menos vantajoso em relação ao investimento direto em ativos, o que, em última instância, reduz o potencial dos fundos como intermediários para o acesso a esses ativos.

Ao longo dos últimos 20 anos, foi crescente a utilização de benefícios fiscais no país para desenvolver setores específicos, o que, no caso do segmento financeiro, teve como principal objetivo estimular a poupança e fortalecer o mercado de capitais – inclusive o segmento de ações – como fonte de recursos para investimentos no país. Apesar de reconhecidas como importantes estímulos transitórios, regras tributárias diferenciadas para ativos acabam gerando externalidades negativas para a indústria de fundos como

investidora potencial, na medida em que as taxas efetivas – no caso de renda fixa – não se mostram atrativas para os investidores não beneficiados. Isso porque não é assegurada aos investidores a prerrogativa de manter nas aplicações efetuadas na maior parte dos fundos, o benefício obtido nas aplicações efetuadas diretamente nos mesmos ativos isentos⁶.

Além das assimetrias tributárias geradas pela isenção de ativos de renda fixa, também pesa sobre a indústria de fundos a incidência da tributação semestral pelo Imposto de Renda (come-cotas), que já impõe uma desvantagem significativa à indústria relativamente às demais aplicações de renda fixa. A avaliação da ANBIMA é que, por se tratar de uma antecipação, a extinção do come-cotas, pleiteada ao governo, não deve representar queda de arrecadação no longo prazo. Isso porque a capitalização da parcela não retida semestralmente a título de imposto, juntamente com o potencial ganho de competitividade dos fundos de varejo, poderia mais do que compensar a perda de arrecadação do come-cotas no curto prazo.

A partir de 2005 e a exemplo da isenção do Imposto de Renda já prevista sobre as aplicações em depósitos de poupança⁷, as pessoas físicas passaram a contar também com isenção – na fonte e na declaração de ajuste anual – na remuneração auferida em títulos com lastro em crédito imobiliário ou agrícola⁸, com o objetivo de estimular o direcionamento de recursos para esses mesmos setores.

Inicialmente com uma base bastante reduzida, os títulos representativos desses setores que hoje acumulam os maiores estoques, a LCI (Letra de Crédito Imobiliário) e a LCA (Letra de Crédito do Agronegócio), ambos de emissão bancária, passaram a apresentar taxas de crescimento

Além das assimetrias tributárias, também pesa sobre os fundos a incidência do come-cotas, que impõe uma desvantagem significativa à indústria em relação às demais aplicações de renda fixa.

⁶ Exceto nas hipóteses previstas na Lei nº 12.431, art. 3º e na Lei nº 12.973, art.97.

⁷ Lei nº 8.981/95, art.68, III.

⁸ Lei nº 11.033, art. 3º, II, IV e V.

O estoque de produtos isentos tem crescido mais que o de não isentos, o que deve afetar a arrecadação do Imposto de Renda incidente sobre o rendimento de capitais.

expressivas, com os respectivos estoques alcançando R\$ 124,8 bilhões e R\$ 135,7 bilhões, em junho de 2014, quase dez anos após a introdução do benefício. Vale registrar que, ao contrário dos fundos, esses ativos contam com garantia do FGC (Fundo Garantidor de Crédito), cujo valor de cobertura foi elevado de R\$ 70 mil para R\$ 250 mil a partir de maio de 2013, reduzindo o peso do risco de crédito na decisão de investimento nesses ativos.

Note-se que as assimetrias tributárias afetam particularmente o segmento de investidor pessoa física e, neste conjunto, o varejo, exatamente o segmento de clientes que deveria se beneficiar do acesso aos diferentes mercados por meio dos fundos de investimento. Dados extraídos do *Relatório ANBIMA de Distribuição de Produtos no Varejo*, que contemplam exclusivamente as aplicações de pessoas físicas, parecem indicar uma possível migração de recursos para ativos isentos. Nesse sentido, o total de recursos aplicados nesses ativos relativamente ao volume total de recursos dos investidores do varejo passou de 5%, em 2011, para 20%, em 2013.

Quando comparamos os estoques, observamos que o de produtos isentos (Poupança, LCA, LCI, LH, CRI e CRA) apresenta crescimento muito superior que o de não isentos (CDB Pessoa Física, Fundos do Varejo e Tesouro Direto). Essa tendência tem se mostrado crescente e certamente terá impacto na arrecadação de Imposto de Renda incidente sobre o rendimento de capitais por parte do governo.

Nesse contexto, a extinção do come-cotas para todos os fundos de renda fixa seria essencial para fortalecer a *performance* da carteira como principal quesito orientador da tomada de decisão dos investidores, evitando que a migração de recursos entre ativos e fundos, ou mesmo dentro da própria indústria, venha a ocorrer em decorrência apenas de estímulos fiscais.

Assim, diante da perspectiva de que a indústria global de gestão de recursos assuma um papel cada vez mais relevante e de que os canais de distribuição sejam redesenhados, com o surgimento de plataformas regionais e globais, bem como de gestores globais, é preciso reavaliar o marco regulatório e tributário, bem como os mecanismos de investimento do e para o exterior, de forma que a indústria de gestão brasileira esteja bem posicionada para um ambiente de competição internacional.

Nesse sentido, diante do esperado redesenho dos sistemas de distribuição em um ambiente cada vez mais competitivo e com pressão sobre custos, também é extremamente relevante discutir o desenho da indústria de fundos brasileira, incluindo os papéis e responsabilidades de todos os agentes, bem como uma possível diferenciação de regras ou exigências que sejam mais adequadas para determinadas estratégias ou produtos como, por exemplo, regras que estimulem a aquisição de títulos privados de longo prazo.

Por fim e não menos importante, é preciso colocar o investidor no centro do debate, mudando o foco, do produto para o cliente. Nesse sentido, a proposta de aperfeiçoamento da regulação local quanto à classificação de clientes – qualificados e profissionais – válida não só para fundos de investimento, mas para todos os valores mobiliários, objeto do Edital de Audiência Pública CVM nº 3/2014, parece estimular o debate. Dessa forma, as regras de conduta para o intermediário, os requisitos informacionais dos produtos, de distribuição e de venda, como o *suitability*, poderão diferenciar-se conforme o tipo de cliente. Em outras jurisdições, por exemplo, é comum a aplicação de regras mais rigorosas à venda de produtos complexos a clientes de varejo. Assim, a distribuição de ativos orientada pelo *suitability* deverá tornar mais segura a venda de ativos privados de longo prazo, com investidores mais conscientes sobre os riscos

É preciso reavaliar o marco regulatório e tributário, bem como os mecanismos de investimento do e para o exterior, de forma que a indústria de gestão brasileira esteja bem posicionada.

Aprofundar o debate em torno de uma agenda comum é fundamental para que a indústria de fundos possa se tornar mais competitiva e, assim, ocupar espaço relevante no desenvolvimento do mercado de capitais.

inerentes às suas aplicações, bem como sobre a maior volatilidade, característica dos ativos de maior *duration*.

Como todas essas questões envolvem diversos agentes e requerem um debate aprofundado, é fundamental que elas sejam enfrentadas para que a indústria de fundos de investimento brasileira possa se tornar mais competitiva e, assim, desempenhar seu importante papel no desenvolvimento do mercado de capitais e no financiamento de longo prazo no país.

Em vista desse objetivo, a ANBIMA elaborou uma Agenda Estratégica para a indústria de fundos de investimento nos próximos cinco anos, que inclui os seguintes itens:

Agenda estratégica para a indústria de fundos de investimento

1. Estrutura da indústria de fundos

- Discussão sobre papéis e responsabilidades dos participantes/agentes da indústria;
- Debate sobre as regras e exigências aplicáveis aos diferentes produtos e estratégias;
- Avaliação sobre a alternativa representada pelos fundos de classes de cotas.

2. Competitividade

- Mitigação das assimetrias regulatórias e tributárias entre produtos;
- Simplificação de processos;
- Redução de custos;
- Internacionalização, ampliando tanto o volume de investimento no exterior, como a captação de recursos do investidor estrangeiro.

3. Clientes

- Aperfeiçoamento dos canais de distribuição;
- Debate sobre a qualificação do investidor;
- Discussão sobre suitability.

À medida que a indústria de fundos de investimento continue a se desenvolver e que os reguladores e formuladores de política econômica redimensionem seu papel como agente propulsor do mercado de capitais, estabelecendo, entre outras medidas, condições equitativas relativamente às demais alternativas de investimentos, a expectativa é de que a alocação dos recursos dos fundos de investimento em títulos de dívida corporativa seja significativamente ampliada.

Assim, este trabalho busca mostrar o quão importante pode ser a maior participação da indústria de fundos como veículo de canalização da poupança financeira para o financiamento de longo prazo e, por conseguinte, para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

2. Introdução

A principal contribuição da indústria de fundos de investimento para o desenvolvimento econômico de um país é o seu papel como veículo para canalização da poupança doméstica e externa para os instrumentos de capital e dívida (pública e privada), de forma a financiar os emissores que, em última análise, são os agentes do desenvolvimento.

No Brasil, a indústria de fundos evoluiu a partir do processo de estabilização econômica, em 1994, e hoje desempenha um papel fundamental no financiamento da dívida mobiliária federal, se constituindo em um dos principais detentores dos títulos do Tesouro Nacional, que são a principal referência para a emissão e negociação de dívida corporativa.

Do ponto de vista do investidor, a aplicação por meio de fundos de investimento permite diversificar riscos: de mercado, de crédito e de liquidez. O pequeno poupador, em particular, tem pouco acesso

A expectativa é de que seja ampliada a alocação da indústria em títulos de dívida corporativa à medida que reguladores e formuladores de política econômica redimensionem o papel dos fundos como agentes propulsores do mercado de capitais.

A aplicação por meio de fundos de investimento se beneficia de gestão especializada e permite economias de escala, que tendem a potencializar os retornos auferidos.

à diversificação de ativos por conta dos volumes mínimos exigidos, o que o torna mais exposto a eventuais variações nas condições macroeconômicas e/ou no desempenho dos ativos adquiridos. A aquisição de títulos a preços mais baixos do que investidores poderiam conseguir individualmente também é uma vantagem relativa da indústria de fundos, uma vez que os gestores tendem a comprar grandes quantidades e/ou volumes de ativos, o que aumenta seu poder de negociação. O investimento por meio de um condomínio gera a oportunidade de compartilhamento de custos, não apenas os relativos à coleta e à análise das informações, atividades marcadas por significativas indivisibilidades, como também os de natureza administrativa (por exemplo, controles) e transacional (por exemplo, taxas de corretagem). Além disso, os fundos de investimento possibilitam utilizar a expertise de gestores com maior conhecimento, experiência e dedicação relativamente aos poupadores que investem diretamente seus recursos, permitindo, assim, que se explorem economias de escala e especialização. Como fazem constante monitoramento das economias nacional e mundial, tais especialistas são mais capacitados, em relação ao investidor individual, a buscar melhores oportunidades, tanto na escolha dos ativos que comporão os portfólios, quanto do *timing* para a compra e venda dos mesmos.

Nos últimos 20 anos, a indústria brasileira de fundos de investimento apresentou significativa evolução, não apenas no que se refere ao seu tamanho – o patrimônio líquido se situa entre os sete maiores do mundo –, mas também no que diz respeito à sua estrutura, aparato regulatório e escopo da autorregulação. Apesar desse crescimento, todavia, em função de questões de ordem macroeconômica, estrutural ou regulatória, inclusive de natureza tributária, a alocação de recursos captados pela indústria de fundos em ativos corporativos de longo prazo ainda é pouco significativa – o volume de debêntures na carteira

dos fundos de investimento representa pouco mais de 4% do patrimônio líquido total da indústria e 15% do estoque de debêntures. Vale notar que essa alocação poderia ser bastante ampliada, caso esses veículos, reconhecidos como potenciais propulsores do mercado de capitais, passassem a contar com condições favoráveis de mercado e um aparato regulatório que permitisse a competitividade equitativa entre as diversas alternativas de investimentos.

Entre as principais explicações para a pequena parcela de títulos corporativos na carteira dos fundos, está a restrição da oferta. Em função do pequeno volume de emissões, esses ativos muitas vezes nem chegam a ser ofertados aos fundos de investimento, que têm a maior parte da sua exposição em crédito privado atendida por títulos de emissão bancária.

Da mesma forma, a existência de assimetrias tributárias estimulando a aquisição direta de papéis de emissão privada pelos investidores acaba reduzindo o potencial dos fundos de investimento como veículos intermediários na canalização de recursos para o financiamento de longo prazo. Também existem questões de ordem regulatória, como a existência de limites para a aquisição de crédito privado pelos fundos de investimento, independentemente do respectivo risco; ou de ordem macroeconômica, sobretudo no que se refere à trajetória da taxa de juros, o que acaba afetando a atratividade desses ativos, sempre que há um aumento de volatilidade e são registradas perdas nas carteiras.

Neste contexto, a ANBIMA reforçou o seu compromisso com o desenvolvimento do mercado de capitais como fonte de recursos de longo prazo (Planejamento Estratégico 2014-2015), e acrescentou à sua pauta iniciativas voltadas à remoção de entraves e estímulo à demanda de títulos de dívida corporativa por investidores relevantes, entre os quais se incluem os fundos de investimento.

A restrição da oferta está entre as explicações para a pequena alocação dos fundos em títulos corporativos.

O desenvolvimento do mercado de capitais é recente e a cultura de aquisição direta de ativos privados pelas pessoas físicas, incipiente, mostrando-se insuficiente para gerar o funding necessário para os investimentos.

Com isso, a Associação consolida os esforços dos diferentes segmentos por ela representados no sentido do desenvolvimento do mercado, potencializando as atuações em curso como as que visam o aumento do volume de emissões, o aprimoramento da distribuição e pulverização, a maior transparência e o fomento dos negócios com ativos privados.

Note-se que, no país, o desenvolvimento do mercado de capitais ainda é recente e a cultura de aquisição direta de ativos privados, especialmente por parte das pessoas físicas, apesar de importante para a educação financeira desses investidores, é bastante incipiente, mostrando-se insuficiente para gerar o *funding* necessário para o financiamento produtivo no horizonte de prazo que a necessidade de financiamento exige. Nesse contexto, os fundos de investimento, a exemplo do que se observou na dívida pública, podem se apresentar como importantes veículos na intermediação da captação de recursos, facilitando o acesso de um contingente maior de indivíduos a esses ativos, ao mesmo tempo em que oferece a esses mesmos investidores a oportunidade de potencializar seus ganhos aplicando em crédito privado, inclusive corporativo, com diversificação de risco por emissor e/ou ativo.

Assim, e considerando o potencial da indústria de fundos de investimento brasileira, seja em função do expressivo volume de recursos que administra – superior a 50% do PIB –, ou pela diversidade de seus investidores, esta tem um importante papel a cumprir na canalização da poupança financeira para o financiamento de longo prazo e, por conseguinte, no desenvolvimento do mercado de capitais. Importante mencionar que existe um efeito retroalimentador entre o desenvolvimento do mercado de capitais e o fortalecimento da indústria de fundos, na medida em que o primeiro amplia as alternativas para a diversificação segura das carteiras dos

fundos de investimento, enquanto estes últimos demandam sofisticação na infraestrutura de mercado, que passa, mas não se limita, por exemplo, à demanda por transparência e ampliação de referências de preços, bem como ao aperfeiçoamento dos ambientes de registro e negociação.

Dessa forma, o presente estudo busca analisar as questões que limitam o direcionamento dos recursos da indústria de fundos para ativos de longo prazo, bem como os riscos que a manutenção dessas condições pode gerar. Com base nessa análise, é proposta uma agenda com iniciativas para aumentar a funcionalidade dos fundos de investimento e potencializar o seu papel como agente relevante no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

O presente trabalho está estruturado em seis seções, incluindo esta introdução. A Seção 2 analisa o papel da indústria de fundos no crescimento econômico e no desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais, com base na literatura existente sobre o tema. A Seção 3 traz um breve histórico do desenvolvimento da indústria de fundos de investimento, à luz da sua contribuição para o crescimento econômico e para o desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais no Brasil. A Seção 4 aborda a evolução recente da indústria, a distribuição dos recursos e o perfil de seus investidores. Com base nesses dados, a Seção 5 avalia as perspectivas e riscos para a evolução dos fundos de investimento nos próximos anos. A sexta e última Seção resume os principais pontos, bem como apresenta a agenda estratégica da ANBIMA para a indústria de fundos nos próximos cinco anos, contendo iniciativas que lhe permitam não apenas continuar sua trajetória de crescimento e aperfeiçoamento nos próximos anos, mas também consolidar-se como um canal relevante de captação de recursos para o financiamento de longo prazo no Brasil.

Este estudo apresenta uma agenda com iniciativas para potencializar o papel dos fundos como agentes relevantes no desenvolvimento do mercado de capitais.

O desenvolvimento do setor financeiro pode desempenhar um papel de liderança no crescimento econômico, e assegurar sua sustentabilidade com ganhos de eficiência.

3. Papel propulsor da indústria de fundos no desenvolvimento econômico

O crescimento econômico é um objetivo global e, portanto, tema de constante debate. O desenvolvimento do setor financeiro, de acordo com Liang e Reichet⁹, pode desempenhar um papel de liderança no crescimento econômico ou, então, assumir um papel mais passivo, simplesmente atendendo às demandas derivadas das necessidades da expansão econômica. Nos primeiros estágios, normalmente o desenvolvimento econômico leva ao desenvolvimento do setor financeiro. À medida que ocorra o crescimento econômico, a direção da causalidade pode se inverter, com o setor financeiro passando a liderar o desenvolvimento econômico. Neste caso, os ganhos de eficiência associados ao processo de intermediação podem contribuir para a sustentabilidade do crescimento, com o setor financeiro criando os meios para que consumidores e empresas, atuando como investidores e tomadores de empréstimos, possam ter acesso a serviços de intermediação mais eficientes, poupando tempo e reduzindo custos de transação.

Ainda sobre o desenvolvimento do mercado financeiro, de acordo com Gokarn¹⁰, o mesmo pode ser associado ao bom funcionamento de vários atributos, entre os quais a eficiência, a estabilidade, a transparência e a inclusão. O surgimento de mecanismos de intermediação e de produtos financeiros pode contribuir para a melhoria de um ou mais desses atributos.

⁹ H. Liang e A. Reichet, "Economic Growth and Financial Sector Development", *The International Journal of Business and Finance Research*, vol. 1, n.1, 2007.

¹⁰ S. Gokarn, *Mutual funds and market development in India*, speech by Dr Subir Gokarn, Deputy Governor of the Reserve Bank of India, at the CII (Confederation of Indian Industry) 7th Edition of Mutual Fund Summit 2011, Mumbai, 22 June 2011.

Nesse contexto, vale notar que os fundos de investimento desempenham importante papel no desenvolvimento do sistema financeiro como um todo e do mercado de capitais, em especial. Ao reunir os recursos de diferentes investidores, podemos inferir que os fundos de investimento contribuem não apenas para a inclusão, mas também para o funcionamento eficiente dos mercados. Dentre as contribuições da indústria de fundos para o desenvolvimento econômico, podemos citar: *fundraising* para financiamento do setor público e de empresas; formação de preços e estímulo ao aumento da liquidez dos ativos, em função dos maiores volumes transacionados; formação de profissionais; geração de empregos e arrecadação fiscal, entre outros. No caso brasileiro, a análise sobre a forma da contribuição da indústria para o financiamento de empresas e do governo será detalhada nas próximas seções.

Na qualidade de investidores institucionais, os gestores de fundos mútuos investem em análises de mercado geralmente não disponíveis ou acessíveis ao investidor individual, provendo, assim, para os pequenos investidores, serviços com base em decisões mais bem informadas. As decisões tomadas com base em um maior conhecimento dos riscos e retornos, além de ajudar a reduzir o risco de mercado para este grupo de investidores, tendem a contribuir, também, para a estabilidade financeira. A transparência nas estratégias e resultados dos investimentos, ainda que geralmente adotada em cumprimento às regras estabelecidas pela regulação e/ou pela autorregulação aplicável aos fundos de investimento, permite que os investidores tenham informações sobre suas aplicações a qualquer tempo.

Os gestores de fundos mútuos tomam decisões baseadas em análises de mercado, geralmente não disponíveis ou acessíveis ao investidor individual.

Os fundos têm capacidade de agregar recursos de um grande número de investidores e aplicá-los em diferentes mercados de ativos, podendo contribuir para melhorar a eficiência, estabilidade, inclusão e transparência do sistema financeiro.

Como se vê, os fundos de investimento têm claramente um papel importante a desempenhar no desenvolvimento financeiro. Sua capacidade de agregar recursos de um grande número de investidores e aplicá-los em diferentes mercados de ativos, com base em diferentes preferências de risco-retorno, pode contribuir simultaneamente para a melhora na eficiência, estabilidade, inclusão e transparência.

Como em qualquer outro setor da atividade econômica, o crescimento da indústria de fundos de investimento resulta da interação entre a oferta e a demanda. Em geral, os mesmos fatores que influenciam a procura por fundos de investimento também determinam a sua oferta. Por exemplo, o nível de renda e de riqueza é um dos principais determinantes da demanda para as aplicações em fundos de investimento, mas, ao mesmo tempo, também afeta o fornecimento desses produtos, na medida em que o maior nível de renda contribui para promover melhorias na estrutura de mercado e para a presença de profissionais qualificados.

De forma inversa, o desenvolvimento do mercado de capitais é um importante fator para fomentar a demanda e, ao mesmo tempo, promover a oferta de fundos de investimento. Assim, de acordo com Fernando *et al.*¹¹, a disponibilidade ou escassez de instrumentos financeiros adequados é um fator crítico para o crescimento dos fundos de investimento em muitos países. Por vezes, determinado fator adquire importância primordial. Por exemplo, a ausência de um arcabouço regulatório adequado pode impedir ou atrasar o estabelecimento de fundos de investimento, enquanto restrições regulatórias e regras fiscais também podem restringir ou estimular o crescimento da indústria de fundos.

¹¹ D. Fernando, L. Klapper, V. Sulla e D. Vittas, "The Global Growth of Mutual Funds", *World Bank Policy Research Working Paper 3055*, maio de 2003.

O estudo aponta, ainda, que a indústria de fundos está mais avançada em países com mercados de capitais desenvolvidos e mais estáveis, o que poderia ser reflexo da confiança dos investidores na integridade e liquidez, bem como de uma maior oferta de ativos disponíveis para investimento nesses mercados.

Deve-se observar, no entanto, que o caráter indutor de desenvolvimento da indústria de fundos é potencial e deve se efetivar essencialmente em condições adequadas, proporcionadas pelo mercado e/ou pelo arcabouço regulatório. Na prática, porém, há claramente algumas barreiras para se alcançar estes objetivos, que podem variar dependendo do grau de desenvolvimento de cada país. Algumas delas têm a ver com o acesso aos produtos. Outras com o conhecimento ou as preferências dos investidores, particularmente no que diz respeito ao risco, retorno e prazo das aplicações. Muitas vezes também são observados desequilíbrios ou lacunas no marco regulatório.

A indústria de fundos em países desenvolvidos, como os EUA, geralmente possui perfil de carteira mais diversificado, com percentuais significativos do Patrimônio Líquido - PL alocados em ações, dívida corporativa e ativos estruturados, o que contribui diretamente para o financiamento de atividades produtivas. Vale acrescentar que, nesses países, em geral, os investidores têm maior apetite ao risco e cultura de poupança de longo prazo.

Em países em desenvolvimento, como o Brasil, contudo, as carteiras dos fundos são geralmente mais concentradas em títulos públicos e outros de renda fixa de curto prazo, devido, muitas vezes, à combinação de remuneração elevada, liquidez diária e baixa volatilidade. Nestes casos, os investidores são predominantemente conservadores e possuem baixo apetite por risco, muitas vezes devido à convivência com ciclos de instabilidade macroeconômica.

O potencial da indústria de fundos como indutor de desenvolvimento depende das condições proporcionadas pelo mercado e/ou pelo arcabouço regulatório.

Há espaço para a adoção de políticas de estímulo ao direcionamento de recursos por fundos de investimento para o mercado de capitais nos países da América Latina e do Caribe.

Didier e Schmuckler¹² sugerem, todavia, que os investidores institucionais não têm contribuído como esperado para o desenvolvimento dos mercados nos países da América Latina e Caribe. Tal conclusão é relativizada pelo fato de que alguns mercados ainda podem ser considerados pequenos e ilíquidos, ou seja, pouco atraentes para esses investidores, particularmente no caso dos fundos de investimento, que estão sujeitos a resgates a qualquer tempo. Isso ajuda a explicar porque a maior parte das carteiras dos fundos de investimento nesses países é composta por títulos públicos e depósitos a prazo, que geralmente oferecem maior liquidez. O estudo conclui que, diante deste quadro, há um grande espaço para ações de política com o objetivo de canalizar os recursos disponíveis nos fundos de investimento para promover os mercados de capitais nesses países.

Os resultados do estudo sugerem, ainda, que o menor desenvolvimento do mercado de capitais nesses países não parece ser determinado pela falta de recursos. Na verdade, o subdesenvolvimento financeiro parece coexistir com uma grande disponibilidade de recursos domésticos e estrangeiros, em um contexto onde muitas vezes os investidores residentes são induzidos a investir em instrumentos destinados apenas aos mercados domésticos. Além disso, há uma grande disponibilidade de recursos de investidores estrangeiros para investir em economias emergentes, que poderia proporcionar um aprofundamento de alguns mercados. Dessa forma, Didier e Schmuckler¹³ afirmam que, na medida em que passam a se tornar nações mais desenvolvidas, as economias emergentes terão de recuperar o atraso, desenvolver seus sistemas financeiros e assumir mais riscos.

¹² Op. cit.

¹³ Ibidem.

O Brasil, por sua vez, encontra-se em posição de destaque entre os emergentes, uma vez que a estabilidade econômica alcançada nos últimos anos produziu efeitos positivos no que se refere ao mercado de dívida pública e à avaliação de risco desse endividamento. Ao mesmo tempo, promoveu-se no país a reestruturação do sistema de pagamentos local e a adaptação às regras de Basileia, bem como às recomendações de segregação da área de administração de recursos e à marcação a mercado das carteiras próprias e portfólios. Tais mudanças, somadas ao expressivo crescimento da indústria de fundos de investimento, à consolidação de entidades de previdência complementar e seguradoras como investidores institucionais e ao ressurgimento do mercado de crédito, contribuíram para estimular a participação de novos clientes e a criação de produtos no segmento de renda fixa.

De acordo com o Cemec¹⁴, o estoque de poupança financeira das famílias e empresas não financeiras no Brasil soma R\$ 6,7 trilhões, indicando que, assim como em muitos países emergentes, o baixo desenvolvimento do mercado de capitais não parece ser determinado pela falta de recursos. O desafio agora está centrado no estímulo aos mercados primário e secundário de dívida privada, bem como à base de investidores, ainda bastante restrita neste segmento.

Assim, de forma a aperfeiçoar os canais para que os recursos da indústria de fundos possam contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais no país, algumas barreiras devem ser enfrentadas. Algumas têm a ver com o acesso aos produtos, outras com o conhecimento ou as preferências dos investidores, particularmente no que diz respeito ao risco, retorno e prazo das aplicações. Muitas vezes também são observadas lacunas no marco regulatório. No entanto, diante da avaliação

O maior direcionamento de recursos da indústria de fundos para o mercado de capitais requer que questões relacionadas à restrição de oferta de ativos, nível de conhecimento e/ou preferências dos investidores, sejam enfrentados.

¹⁴ *Contas Financeiras Cemec* – Informativo da Poupança Financeira, São Paulo, setembro de 2013.

A partir de 1995 a indústria ganhou arcabouço regulatório semelhante ao vigente, e passou a crescer de forma consistente, tornando-se significativamente relevante para o financiamento da dívida pública federal.

de que uma indústria de fundos de investimento bem regulada pode desempenhar papel relevante no desenvolvimento econômico, parece haver consenso sobre a necessidade de se remover algumas dessas barreiras, de forma colaborativa, envolvendo reguladores e os diferentes atores do mercado.

4. Breve histórico sobre o desenvolvimento da indústria de fundos no Brasil

Embora o primeiro fundo de investimento no Brasil tenha sido criado em 1957¹⁵, foi somente a partir de 1995 que a indústria ganhou arcabouço regulatório semelhante ao que vigora hoje, e passou a crescer de forma consistente, tornando-se significativamente relevante para o financiamento da dívida pública federal, assim como para emissores privados, entre os quais empresas e instituições financeiras.

Desde a edição do Plano Real, em 1994, até o final da década de 1990, a indústria desempenhou um papel relevante para o processo de estabilização da economia, fundamental para se estabelecer qualquer projeto de mais longo prazo. Com o estabelecimento de uma “âncora cambial” e de uma política de juros reais elevados no âmbito do processo de estabilização de preços, o país passou a atrair elevado volume de capital externo, que em larga medida foi esterilizado por meio da emissão de títulos públicos.

¹⁵ Fundo Crescinco.

Assim, além de absorver e financiar boa parte da dívida pública, que saltou de 30% para 44,5% do PIB naquele período, os fundos de investimento, que geralmente ofereciam liquidez com rendimentos integrais já a partir do dia seguinte ao da aplicação, compatível com a alta inflação vigente no período, também desempenharam, na proporção da melhoria no ambiente macroeconômico e da indução regulatória, importante papel no alongamento das aplicações financeiras.

A partir da edição do Decreto nº 1.259/94, o resgate de cotas de fundos de investimento efetuado em prazo inferior a 15 dias úteis passou a estar sujeito à incidência do IOF (Imposto sobre Operações Financeiras). Em 1995, o CMN (Conselho Monetário Nacional) reformulou toda a estrutura dos fundos de curto prazo oferecidos ao público pelo sistema financeiro. Por meio da Resolução nº 2.183, extinguiu todos os fundos de curto prazo, que foram substituídos pelos FIFs (Fundos de Investimento Financeiro) e pelos FAC-FIs (Fundos de Aplicação em Quotas de Fundos de Investimento). Já o Banco Central, com a edição da Circular nº 2.611, estabeleceu depósitos compulsórios incidentes conforme o intervalo de atualização do valor da quota para fins de resgate com rendimento dos FIF: i) curto prazo, depósito compulsório de 40% do patrimônio líquido do respectivo fundo; ii) FIF de 30 a 59 dias, compulsório de 5%; e iii) FIF com prazo superior a 60 dias, compulsório igual a zero.

Ainda em 1995, a ANBIMA contribuiu com sugestões que resultaram na edição da Circular nº 2.616, do Banco Central, então Autoridade responsável por regulamentar os fundos de investimento no Brasil. A norma consolidou as disposições

Os fundos de investimento, além de absorverem e financiarem boa parte da dívida pública, também desempenharam importante papel no alongamento das aplicações financeiras.

A introdução de normas para a segregação da administração de recursos de terceiros, o chamado “chinese wall”, conferiu maior independência e confiabilidade à gestão de recursos.

relativas à constituição e ao funcionamento de fundos de investimento financeiro e dos fundos de aplicação em cotas de fundos de investimento, com regras semelhantes às que hoje vigoram no país e criaram, pela primeira vez, uma classificação própria para os fundos de investimento.

Em 1997, foram estabelecidas normas para a segregação da administração de recursos de terceiros, o chamado *chinese wall*, conferindo maior independência e confiabilidade à gestão de recursos. No mesmo ano, também foram disciplinados os Fundos Exclusivos e o PGBL (Plano Gerador de Benefício Livre), que viriam a se tornar um importante instrumento na acumulação de recursos pelas Entidades de Previdência Aberta, por meio da constituição de fundos de investimento. A regulamentação de fundos de privatização para a aquisição de títulos no âmbito do processo de privatização com recursos do FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço) em 1998 também se mostrou um valioso e seguro instrumento, não só para a finalidade específica para a qual foi criado, mas também pelo potencial para fornecer *funding* para projetos de grande envergadura e longo prazo de maturação.

A partir de 1999, o crescimento da indústria se mostra ainda mais relevante, na medida em que parte de uma base de comparação mais robusta, refletindo o crescimento econômico do país e o amadurecimento da indústria, sobretudo com o aperfeiçoamento da regulamentação do segmento.

Naquele ano foram extintos os depósitos compulsórios, e facultado o resgate de cotas a qualquer tempo, com rendimentos, e criados os FITVM – (fundos de investimento em títulos e valores mobiliários) pela CVM (Instruções 302 a 304), com arcabouço regulatório semelhante ao dos Fundos de Ações, atualmente em vigor. No ano seguinte, a Resolução nº 2.689, do CMN, permitiu que os investidores não residentes

pudessem aplicar nos mesmos ativos e instrumentos financeiros disponíveis ao investidor doméstico, simplificando as regras para o investimento externo no Brasil. Também em 2000, a ANBIMA lançou o *Código de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento*, que viria a se mostrar um importante instrumento para o crescimento observado na indústria nos anos seguintes, mesmo em momentos de crise econômica.

Após longo debate, em 2001 foram regulamentados os FIDC (Fundos de Investimento em Direitos Creditórios), que se revelaram uma alternativa para o financiamento de títulos de crédito, por meio da securitização, ampliando e sofisticando o mercado de crédito no país.

No ano seguinte, em 2002, a CVM passou a ser a autarquia responsável por normatizar e supervisionar os fundos de investimento no Brasil e a ANBIMA iniciou o processo de certificação de profissionais no mercado financeiro. Em 2003, foram regulamentados os FIP (Fundos de Investimento em Participações), constituídos para o desenvolvimento de empresas com elevado potencial de desenvolvimento, por meio da participação no processo decisório da companhia investida.

Mas foi em 2004, após longo período de audiência pública, que foi editada a Instrução CVM nº 409, que neste ano completa dez anos disciplinando a constituição e o funcionamento dos fundos de investimento no Brasil. Em 2007, a norma seria alterada para, entre outras disposições, criar limites de diversificação de risco para o investimento por modalidade de ativo e por tipo de investidor e ainda autorizar a aquisição de ativos no exterior.

Assim, desde o ano 2000, o desenvolvimento da indústria se confunde com o desenvolvimento da regulação e da supervisão de fundos pela ANBIMA, seja pelo estabelecimento de códigos de conduta, de regras para a precificação de ativos e

O desenvolvimento da indústria se confunde com o aperfeiçoamento da regulação e supervisão de fundos, com a criação pela ANBIMA de códigos de conduta, de regras para a precificação de ativos e publicidade dos fundos, certificação e suitability.

Nos últimos anos, alterações relevantes da tributação incidente sobre os ganhos produzidos por fundos de investimento vêm exigindo da indústria elevada capacidade de adaptação.

dos fundos, certificação profissional, regras de *suitability*, ou de iniciativas voltadas para a educação do investidor.

Vale notar que as mudanças do arcabouço regulatório da indústria de fundos ao longo desse período envolveram também alterações relevantes da tributação, exigindo da indústria elevada capacidade de adaptação. Ao longo de um período de dez anos, foram introduzidas várias alterações envolvendo alíquotas, o momento e/ou a base de incidência do imposto, com regras de adequação, que adicionavam custo operacional e a necessidade de mais controles.

Em 1995, logo após a estabilização econômica, foi efetuada uma alteração relevante na tributação dos fundos de renda fixa relativa à base de incidência do imposto de renda, que passou de ganho real para nominal, com redução da alíquota, de 30% para 10%. Cerca de dois anos depois, as alíquotas de IR incidentes sobre fundos de renda fixa foram elevadas, inicialmente, para 15% e, logo depois, para 20%.

Os fundos de renda variável também sofreram grande variação de alíquotas do imposto de renda no período. Em 1995, a alíquota passou de 25% para 10%. Já em 2002, a alíquota passou para 20%, equiparando-se à dos fundos de renda fixa. Em 2005, a alíquota voltou a baixar, mantendo-se, contudo, em patamar mais elevado, de 15%, tendo sido criada a incidência do IR Fonte, à alíquota de 0,005%, a título de antecipação.

Ainda em 1999, foi introduzido o come-cotas, que à época ocorria no último dia útil de cada mês. Já em outubro de 2004, o come-cotas passou a ser semestral (maio e novembro), e se mantém assim até hoje, reduzindo a competitividade da aplicação em fundos relativamente aos demais ativos de renda fixa.

Em 2005, foi feita a última alteração relevante na estrutura da tributação de operações e ativos de renda fixa (Lei nº 11.033/04), inclusive fundos, com as alíquotas passando a decrescentes conforme o prazo de permanência dos recursos no fundo (22,5%, até 180 dias; 20%, de 181 até 360 dias; 17,5%, de 361 até 720 dias; e 15%, acima de 720 dias).

No caso dos fundos, e para induzir a demanda dos gestores por ativos de mais longo prazo, foi criada uma segmentação dos fundos de renda fixa em curto e longo prazo. Foram considerados de curto prazo aqueles cuja carteira de títulos tenha prazo médio igual ou inferior a 365 dias. Esses fundos passaram a estar sujeitos à incidência do IR fonte às alíquotas de 22,5%, em aplicações com prazo de até 180 dias, e 20%, em aplicações com prazo acima de 181 dias (Lei nº 11.053/04). Nestes casos, o come-cotas passou a incidir à alíquota de 20%, com ajuste de 2,5% por ocasião do resgate, se realizado no prazo de até 180 dias.

Para os fundos classificados como de longo prazo, as alíquotas seguem a tabela aplicável aos demais ativos e operações de renda fixa, variando de 22,5% a 15%. Os rendimentos apropriados semestralmente (“come-cotas”), por sua vez, passaram a ser tributados à alíquota de 15%, aplicando-se, por ocasião do resgate, percentual complementar, conforme o prazo da aplicação.

Esta “nova” forma de tributação dos fundos de renda fixa, vigente até os dias de hoje, reduziu a liberdade do gestor na composição das carteiras, uma vez que este passou a ter que considerar o prazo médio da carteira em função do enquadramento na regra tributária. Para o investidor, a regra trouxe uma dificuldade ainda maior para a compreensão dos efetivos rendimentos auferidos em fundos, ao introduzir diversas alíquotas. Além disso, e a despeito de não ter produzido o efeito esperado sobre o alongamento dos prazos

A tributação dos fundos de renda fixa reduziu a liberdade do gestor, que passou a ter que observar o prazo médio da carteira para efeito de enquadramento na regra tributária.

Mesmo com fortes desafios, a indústria se sofisticou e cresceu mais de quatro vezes nos últimos dez anos, alcançando R\$ 2,5 trilhões em recursos sob gestão.

dos ativos, a regra desestimulou a livre movimentação de recursos pelos investidores, o que em última instância reduz a concorrência e a eficiência da indústria, assim como a liquidez dos ativos, que, no final das contas, é uma condição essencial para a ampliação de prazos.

O fato é que, mesmo diante de todas essas mudanças, a indústria cresceu e se sofisticou. Ao final de 2013, os fundos de investimento no Brasil alcançaram a marca de R\$ 2,5 trilhões em recursos sob gestão, valor que representa cerca de 56% do PIB, resultado de um crescimento de mais de quatro vezes nos últimos dez anos. A solidez da indústria se manteve mesmo no auge da crise financeira internacional, no final de 2008, quando o modelo regulatório brasileiro passou por verdadeiro teste de estresse, demonstrando a robustez e transparência da indústria de fundos de investimento no Brasil.

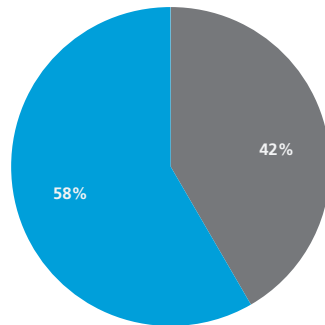
A indústria responde hoje pelo financiamento de aproximadamente 42% da dívida pública em mercado, 33% dos títulos de renda fixa registrados na Cetip e 13% do volume de ações registrado na Bolsa. Do ponto de vista da transparência, desde 2000, por meio da ANBIMA, a indústria de fundos provê informações sobre preços dos títulos públicos e debêntures, fundamentais como referência aos investidores, administradores e ao próprio governo, seja para a marcação a mercado ou mesmo para a realização de negócios, em especial para aqueles ativos com pouca liquidez.

Atualmente, os fundos de investimento representam 25% da amostra de formadores de preços de títulos públicos da Associação e metade da amostra de debêntures, que apresentam menor liquidez em relação aos primeiros e, portanto, exigem um trabalho de precificação ainda mais desafiador. Com o auxílio da indústria de fundos, a ANBIMA

Fundos são investidores relevantes em diferentes mercados

Parcela detida pela indústria em títulos públicos federais (%)

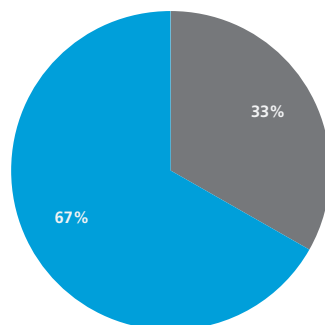
Valor total em mercado: R\$ 2.029,7 bilhões



Fontes: ANBIMA e Tesouro Nacional

Parcela detida pela indústria em títulos privados (%)

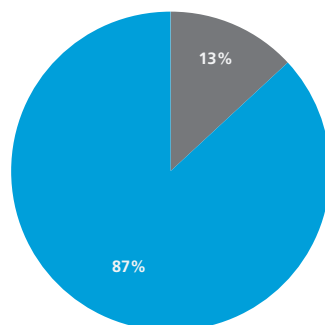
Valor total em mercado: R\$ 1.863,0 bilhões



Fontes: ANBIMA e Cetip

Parcela detida pela indústria em ações (%)

Valor total em mercado: R\$ 2.357,3 bilhões



Fontes: ANBIMA e BM&FBovespa

■ Fundos de Investimento ■ Outros detentores

Os fundos de investimento representam 25% da amostra de formadores de preços de títulos públicos da ANBIMA e metade da amostra de debêntures.

Os fundos são demandantes relevantes de ativos com referência de preço e emitidos por meio da Instrução CVM nº 400, que tendem a apresentar maior pulverização na distribuição e liquidez.

ampliou sobremaneira a lista de debêntures com preços diários. Em dezembro de 2013, 71,5% do estoque desses ativos precificados pela Associação eram detidos pelos fundos, sendo a maior parte (68%) emitidos por meio da Instrução CVM nº 400, que permite maior pulverização na distribuição dos ativos em mercado e, conseqüentemente, favorece o aumento da liquidez.

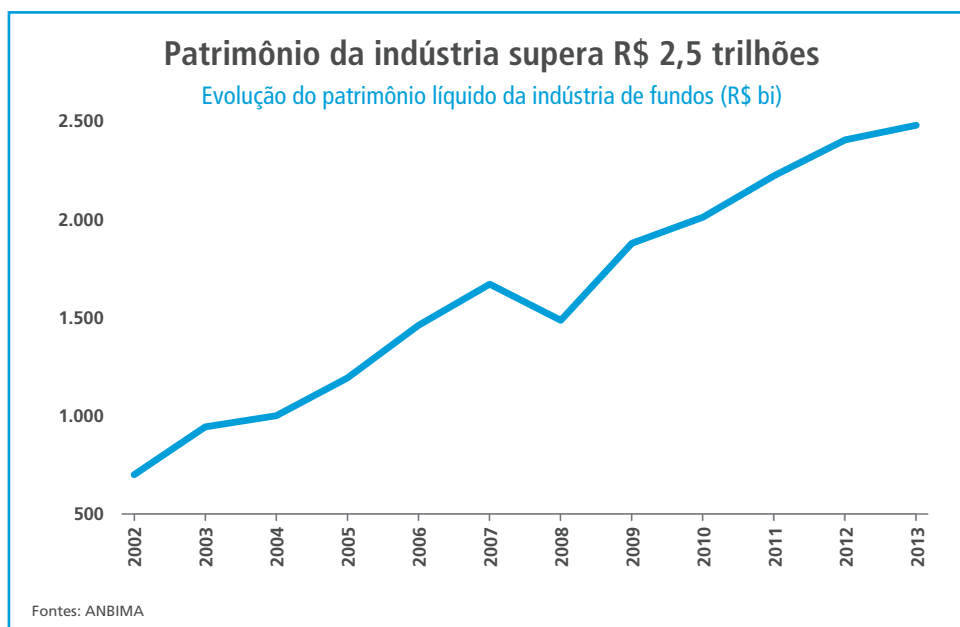
Apesar disso – e em que pese o fato de parte significativa da riqueza financeira no Brasil ser gerida pela indústria de fundos, garantindo a aplicação eficiente e segura desses recursos –, ela continua se defrontando com importantes desafios. O primeiro deles é como continuar atraindo e canalizando recursos, inclusive para ativos privados de longo prazo, atuando em prol do desenvolvimento do mercado de capitais, em um ambiente de elevada volatilidade e com assimetrias regulatórias e tributárias? Segundo, e associado a isso, como promover o aumento da eficiência dos fundos, com a conseqüente redução de custos, sem comprometer a transparência e a segurança das aplicações, considerando as preferências dos cotistas por liquidez e baixo risco?

A revisão das Instruções CVM nº 539 e 409, ora em audiência pública, representa uma excelente oportunidade para que agentes do mercado e do Governo aprofundem o debate sobre a modernização das normas, à luz das transformações e inovações que o esperado cenário de redução das taxas de juros no médio e longo prazo trará. Apesar de importante, a revisão do marco regulatório por si só não garantirá que a indústria assuma com plenitude seu papel no financiamento privado de longo prazo, sendo necessário ampliar o debate, inclusive, em torno do aperfeiçoamento tributário do segmento.

5. Evolução da indústria e seu papel no desenvolvimento do mercado de capitais

O patrimônio líquido da indústria de fundos saltou de R\$ 700 bilhões para R\$ 2,5 trilhões, entre 2002 e 2013, posição de dezembro – um crescimento de 254% no período em moeda constante. Esse expressivo aumento se deu com mudanças no perfil de distribuição dos recursos, no que se refere seja às categorias de fundos, seja aos segmentos de investidor, seja à classe de ativos, refletindo alterações no cenário econômico, crescimento da renda, entre outros fatores. Apesar de o número de gestores ter crescido no período, de 151 para 503, a indústria brasileira ainda é bastante concentrada, com 80,4% do PL total sob a gestão dos 20 maiores, de acordo com o *Ranking* de Gestão de Fundos de Investimento da ANBIMA.

O expressivo aumento do patrimônio líquido da indústria se deu com mudanças no perfil de distribuição dos recursos, no que se refere às categorias de fundos, segmentos de investidor ou classe de ativos.



As aplicações em fundos da categoria Renda Fixa também são predominantes no Brasil, seguindo o mesmo padrão observado nos países emergentes.

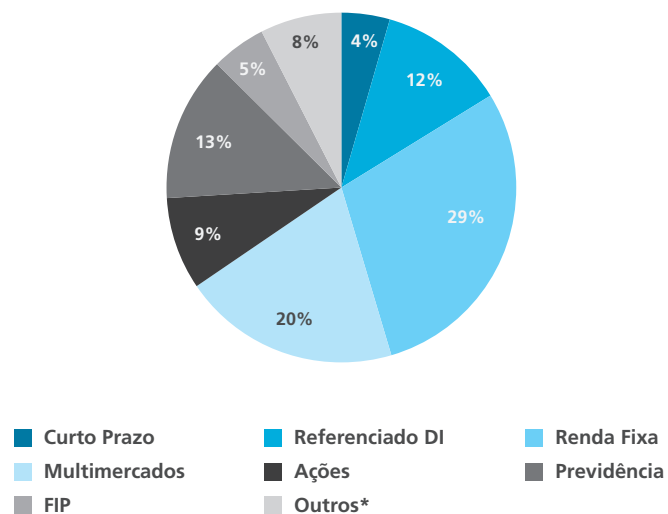
De toda a forma, o tamanho da indústria de fundos no Brasil, por si só, já demonstra o seu potencial como veículo para o financiamento produtivo. O crescimento e a sofisticação da indústria não só contribuíram para o desenvolvimento de novos produtos – Letra Financeira, por exemplo –, mas também para a geração de empregos, formação dos profissionais e arrecadação de impostos.

5.1 Perfil da indústria de fundos

Seguindo o padrão observado nos países emergentes, as aplicações em fundos da categoria Renda Fixa predominam no Brasil, respondendo por R\$ 724 bilhões ou 29,2% dos recursos da indústria no final de 2013. Se forem computadas também as aplicações em fundos das categorias Referenciado DI (11,73%), Curto Prazo (4,46%) e no tipo Previdência Renda Fixa (13%), o total de aplicações em fundos dedicados a essa classe de ativos alcança 58,4%, percentual superior ao da média mundial por esse mesmo critério, de 40,9%.

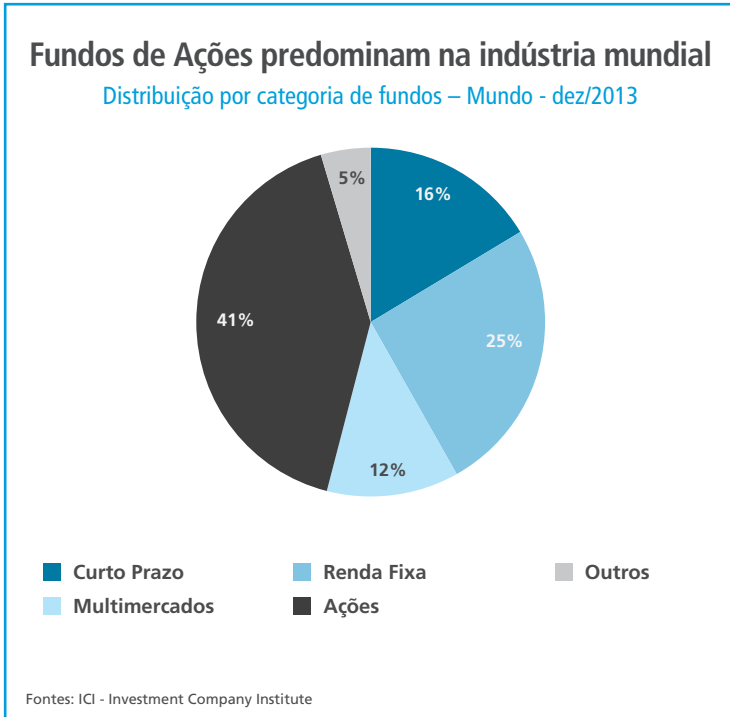
Fundos de Renda Fixa concentram aplicações no país

Distribuição por categoria de fundos – Brasil - dez/2013



Fontes: ANBIMA

* Inclui: FIEX, FIDC, FII e FEF



A aplicação em fundos de ações no Brasil está muito aquém do padrão mundial.

Enquanto isso, o direcionamento de recursos para fundos de ações, cerca de 9% do total, é bastante inferior à média mundial (43%). Neste segmento, há muito espaço para a contribuição da indústria de fundos. Atualmente, apenas 0,5% da população brasileira investe no mercado acionário. Do total de R\$ 331 bilhões aplicados em fundos da Categoria Previdência no final de 2013, R\$ 314 bilhões (ou 95%) eram direcionados para o tipo Previdência Renda Fixa, sendo apenas os 5% restantes distribuídos entre fundos de Previdência Multimercados, Balanceados ou Ações. Embora a aplicação em ativos de renda variável por Planos de Previdência Aberta não possa ultrapassar 49%, esses números estão muito aquém do padrão mundial e devem atrair a atenção de reguladores e agentes de mercado em torno do tema.

Com gestão profissional, os fundos de ações têm muito a contribuir, em especial se voltados para investidores não residentes e após a edição da Lei nº 12.973/14. A Lei isentou

A Previdência apresentou o maior crescimento entre todas as categorias da indústria, refletindo os avanços na regulamentação do setor e a introdução de incentivos fiscais.

rendimentos e ganhos de capital auferidos em fundos de investimento cujas carteiras sejam constituídas por ativos isentos, eliminando a assimetria, até então existente, entre a aplicação direta em ativos e por meio de fundos de investimento. A assimetria, no entanto, se mantém nas aplicações efetuadas por pessoas físicas residentes no país em relação aos investimentos diretos em bolsa, ou em ativos atrelados a direitos creditórios de segmentos específicos – agronegócio e imobiliário –, que contam com isenção de imposto de renda¹⁶.

Já a parcela de fundos Multimercados, que aplicam recursos tanto em ativos de renda fixa, como de renda variável, é maior no Brasil, 21,7% relativamente à média mundial de 12,1%. No entanto, considerando-se que em dezembro de 2013 a parcela de ações no patrimônio líquido total da indústria era de 14% e que os fundos de ações respondiam por 9% desse mesmo total, depreende-se que a maior parte da carteira dos fundos Multimercados também é aplicada em ativos de renda fixa.

Não menos importante é o potencial representado pela categoria Previdência, que apresentou o maior crescimento (1 542%) entre todas as categorias da indústria entre 2002 e 2013. Esse desempenho reflete, em boa medida, os avanços na regulamentação do setor, com a consolidação de produtos de previdência aberta regulamentados no final dos anos de 1990, como os PGBLs e VGBLs, bem como a evolução das regras para a previdência fechada e a introdução de incentivos fiscais, que estimularam a formação da poupança previdenciária.

Importante destacar que o perfil concentrado em renda fixa faz da indústria de fundos a principal demandante de títulos públicos, facilitando a gestão pelo Tesouro e a melhoria do perfil da dívida. De um valor de estoque da dívida pública em mercado de R\$ 1,99 trilhão, e, considerando as aplicações

¹⁶ Exceto no caso dos fundos voltados para o investimento em ativos incentivados, previstos na Lei 12.431/11, art. 3º.

realizadas por investidores institucionais e não residentes via fundos, no final de março de 2014 a indústria detinha 41% dos títulos públicos em mercado, provendo financiamento para o Tesouro Nacional da ordem de R\$ 821 bilhões, seguida pelas instituições financeiras, com 29,7%. Além do expressivo volume financiado, a indústria contribui, ainda, para a formação de preços, dadas suas participações nos mercados primário e secundário, inclusive por meio de operações compromissadas.

Além de ser a principal detentora de LFTs (56,5%), títulos públicos pós-fixados que foram intensivamente utilizados durante o processo de estabilização econômica, a indústria também detém a maior parcela de NTN-Bs (44,7%), títulos indexados ao IPCA e utilizados pelo Tesouro em sua estratégia de alongamento da dívida pública, e apresenta a segunda maior exposição em títulos públicos prefixados (LTN e NTN-F), com 34,4% do total. Assim, além de carregar parcela expressiva da dívida pública, de deter em sua carteira um volume superior a R\$ 640 bilhões em operações compromissadas e ser ativa no mercado secundário desses títulos, contribuindo para a formação de preço dos papéis, a indústria também se mostrou importante no processo de adequação e melhora do perfil da dívida em termos de prazo e indexadores.

Embora em menor volume, a participação da indústria na dívida privada também é relevante. No final de março, os fundos de investimento respondiam por 31% do estoque de títulos privados registrado na Cetip. Levando-se em conta o total de títulos privados na carteira dos fundos, a maior parcela (R\$ 345 bilhões ou 63,9%) é destinada a títulos emitidos por instituições bancárias (Letras Financeiras, CDB e DPGE), contribuindo para a geração dos recursos para financiamentos da indústria, comércio e pessoas físicas.

A indústria contribui para a formação de preços de títulos de renda fixa, com participação relevante nos mercados primário e secundário.

A participação dos títulos corporativos no PL da indústria de fundos é pequena, o que indica o seu enorme potencial para absorver esses ativos.

Indústria de fundos Dados selecionados (junho 2014)	
PL- Patrimônio Líquido (R\$ bilhões)	2.519,50
Número de fundos	14.346
Número de contas (milhões)	11,1
Número de administradores	100
Número de gestores	514
Parcela do varejo no PL da indústria	14 (%)*
Participação da indústria na dívida pública	42 (%)*
"Participação da indústria no estoque de títulos de RF na Cetip"	33 (%)*
"Participação da indústria no estoque de ações na BMF&Bovespa"	13 (%)*
Parcela de títulos corporativos no PL (%)*	4
% Total debêntures ICVM 400	57
Fonte: Anbima, BMF&Bovespa e Cetip	* maio 2014

As parcelas destinadas aos títulos corporativos (notas promissórias e debêntures) e aos títulos representativos de operações de crédito equivalem a 18,3% (R\$ 98,6 bilhões) e 17,8% (R\$ 96 bilhões) dos respectivos estoques. No entanto, quando se considera a participação dos títulos corporativos em relação ao PL total da indústria, a parcela é de apenas 4,13%, o que indica o enorme potencial que a indústria de fundos apresenta para absorver os títulos representativos do mercado de capitais. Além disso, quando se avalia o estoque das debêntures emitidas com base na Instrução CVM nº 400, que envolvem maior esforço de distribuição, observa-se que os fundos de investimento respondem por 57% do total e apenas por 29% das emissões via Instrução CVM nº 476, colocadas com esforços restritos. Isso indica, em alguma medida, o potencial da indústria em prover maior pulverização e o aumento da liquidez da dívida privada. Ressalte-se, ainda, que 60% do estoque de emissões por meio da Instrução CVM nº 400 possui remuneração não atrelada ao DI.

Já o crescimento do volume de títulos imobiliários na carteira dos fundos nos últimos três anos foi de 210%, contra 39% de crescimento do PL da indústria no mesmo período. A expansão do mercado imobiliário estimulou o aumento da emissão de certificados de investimento imobiliário (CRI) e da captação de recursos por parte dos fundos imobiliários, cuja carteira é predominantemente composta por esses títulos. Enquanto a aquisição do CRI é facultada apenas a investidores qualificados nos termos do art.109 da Instrução CVM 409, houve aumento da aquisição de cotas de fundos imobiliários por pessoas físicas, o que é mais um exemplo do potencial da contribuição da indústria de fundos para o desenvolvimento do mercado de capitais. Nestes casos, no entanto, a isenção tributária funcionou como forte indutor para a atratividade dos investidores, que passam a olhar para a alternativa de investimento não sob a ótica do risco e da diversificação, mas pela ótica da tributação e dos eventuais ganhos de rentabilidade que o incentivo pode trazer. Ainda que os incentivos sejam saudáveis para impulsionar segmentos específicos da economia, se utilizados por tempo ilimitado acabam gerando assimetrias entre as alternativas de investimentos e imperfeições no mercado como um todo.

De qualquer forma, merece destaque o crescimento dos chamados “fundos estruturados”, do qual fazem parte o FIP, o FIDC e o próprio FII, fundos associados a operações do mercado de capitais/crédito e que passaram a representar uma alternativa de investimento para os investidores. Entre esses fundos, o FIP, que passou a ser registrado na base de dados da ANBIMA a partir de 2008, é o que acumula maior Patrimônio, de R\$ 124 bilhões, seguido pelo FIDC, com R\$ 76 bilhões e o FII, com R\$ 35 bilhões. Com isso, a soma do Patrimônio Líquido dos “fundos estruturados” representava, no final de 2013, cerca de 10% do patrimônio líquido total da indústria.

Ainda que incentivos fiscais possam ser eficientes para impulsionar segmentos específicos, o seu uso por tempo ilimitado acaba gerando assimetrias entre as alternativas de investimentos e imperfeições no mercado.

A indústria de fundos também pode contribuir para a maior diversificação da base de investidores, pelo seu potencial para a pulverização dos recursos, bem como para ampliar os volumes negociados.

5.2. Perfil dos investidores da indústria de fundos

Além da profundidade, em função da ampla disponibilidade de recursos que administra, outro aspecto em que a indústria de fundos brasileira pode contribuir para o mercado de capitais é a diversificação da base de investidores, tendo em vista o seu potencial para a pulverização dos recursos e para o aumento dos volumes negociados. Além de ser um instrumento de investimento coletivo, a existência de mais de 11 milhões de contas, distribuídas em mais de 14 mil fundos geridos profissionalmente por especialistas, amplia significativamente a possibilidade de realização de negócios e, conseqüentemente, a liquidez, fundamental para o desenvolvimento e expansão do mercado de capitais brasileiro.

Considerando-se apenas o segmento varejo, no final de 2013, a indústria de fundos contava com cerca de 3,8 milhões de clientes, o que evidencia o seu potencial para a canalização da poupança financeira com vistas à compra de ativos. No mesmo período, o Tesouro Direto, sistema de venda direta de títulos públicos para pessoas físicas, alcançava cerca de 378 mil clientes, ou seja, menos de 10% do total de clientes de fundos no varejo, enquanto a BM&FBovespa registrava 592 mil pessoas físicas cadastradas.

Embora o número de investidores de varejo seja significativo e crescente, o volume investido pelos mesmos em fundos de investimento, no entanto, não vem evoluindo. No final de 2013, o total aplicado por esses investidores em fundos de investimento alcançou R\$ 242 bilhões, ligeiramente inferior

aos R\$ 243 bilhões registrados no final de 2011. Além da concorrência com outros ativos financeiros, alguns deles isentos de Imposto de Renda, parece ter havido um maior direcionamento de recursos para produtos de Previdência Aberta, como PGBLs e VGBLs, também constituídos por meio de fundos de investimento, o que é consistente com o crescimento do PL das EAPCs (Entidades Abertas de Previdência Complementar) no período. Com isso, o varejo, que detinha a segunda maior participação na indústria em 2002, de 33%, perdeu posição relativa, passando para 14% em 2013. Assim, considerados apenas os recursos aplicados em fundos pelo varejo e pelas EAPC, a proporção que era respectivamente de 90% e 10%, em 2001, passou para 47% e 53%, no final de 2013.

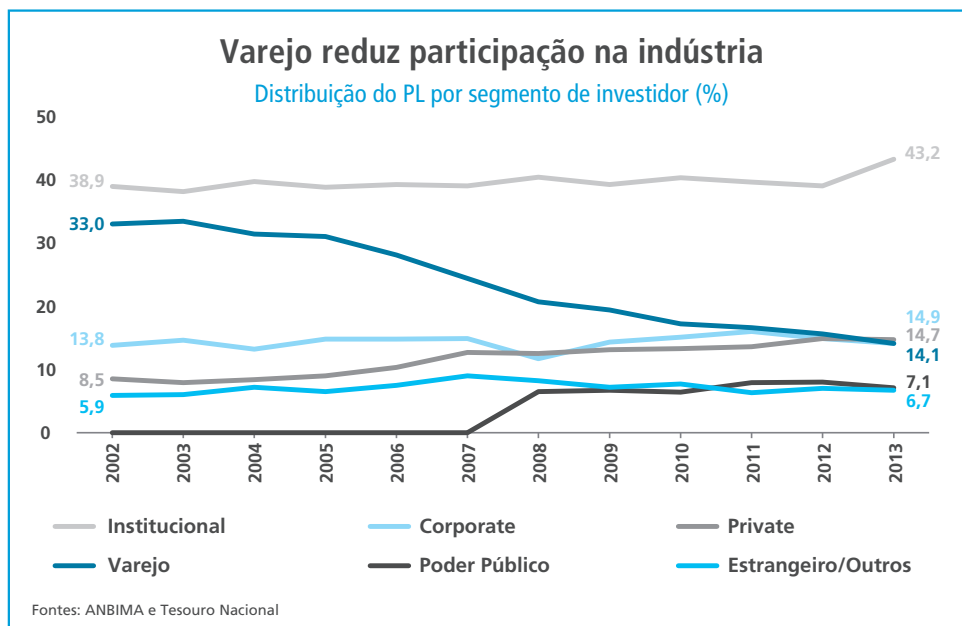
De fato, entre 2002 e 2013, o segmento de investidores que apresentou maior crescimento em volume financeiro foi o institucional, de R\$ 825 bilhões ou 599%, um pouco acima do crescimento da indústria. Esses investidores não apenas detêm a maior parcela de recursos da indústria, como ampliaram sua participação, que passou de 36% para 41% no período. O aumento da renda e os estímulos para a formação de poupança previdenciária ajudam a explicar esse movimento. Entre os investidores institucionais, conforme já observado, o tipo que apresentou o maior crescimento foi o das EAPC, de 1 404 %, cujo PL, de R\$ 375 bilhões, já se aproxima do total aplicado em fundos de investimento pelas EFPC (Entidades Fechadas de Previdência Complementar Públicas e Privadas). Tal comportamento, tendo em vista o passivo de longo prazo dessas entidades, atua no sentido de reforçar o potencial do segmento como demandante de títulos de dívida de longo prazo.

O segmento institucional apresentou crescimento maior que o da indústria, ampliando sua participação em relação aos demais segmentos de investidores.

O crescimento do segmento Private e da previdência aberta influenciou a redução da participação relativa dos investidores do varejo na indústria de fundos.

A redução da participação relativa dos investidores do varejo na indústria de fundos também foi influenciada pelo crescimento do segmento Private nesse período. Refletindo o movimento de “monetização do capital”, reflexo dos IPOs (ofertas primárias de ações) e das fusões e aquisições, especialmente a partir de 2007, o segmento Private apresentou a maior taxa de crescimento (971%) e o segundo maior crescimento em volume (R\$ 315 bilhões) entre os principais segmentos da indústria, aumentando sua participação de 9% para 16%. Esse movimento também sugere que pode ter havido migração de recursos de clientes, anteriormente pertencentes ao varejo e que, diante do aumento de renda, passaram a pertencer ao segmento Private.

Embora a migração de recursos do varejo dentro da própria indústria para segmentos como EAPC e Private ajudem a explicar a redução do volume aplicado em fundos por esses investidores, a reação do investidor ao aumento da volatilidade também contribuiu para esse comportamento.



6. Perspectivas e desafios para a gestão de recursos

Tendo em vista a relevância dos fundos de investimento e o seu potencial para o desenvolvimento do mercado de capitais, reconhecido na literatura sobre o tema, é preciso avaliar as perspectivas e os riscos para a indústria de gestão de recursos de terceiros cumprir efetivamente a função de aglutinar e direcionar recursos para ativos diversos, formando carteiras diversificadas por tipo de emissor, prazo ou remuneração.

Para os fundos de investimento contribuírem com o desenvolvimento do mercado de capitais deve ser preservada a capacidade da indústria de captar e alocar recursos em diferentes ativos.

6.1. No Mundo

6.1.1. Perspectivas

Em meio a turbulências econômicas e alterações regulatórias sem precedentes, uma série de mudanças deverá moldar o futuro da indústria global de gestão de recursos. Em relatório publicado em fevereiro de 2014, a consultoria PwC buscou identificar as perspectivas e prováveis transformações no horizonte da indústria global de gestão de recursos até 2020, bem como os fatores que impactarão o ambiente competitivo.

Com base nas projeções contidas no relatório, os ativos sob gestão poderão avançar de US\$ 64 trilhões, em 2012, para mais de US\$ 100 trilhões até 2020, a uma taxa de crescimento de 6% ao ano, impulsionada, em boa medida, pela presença de novos investidores de alta renda (HNWI) nas economias

Os ativos sob gestão no mundo poderão avançar para mais de US\$ 100 trilhões até 2020, impulsionados pela presença de novos investidores de alta renda (HNWI) nas economias emergentes.

emergentes. A América Latina poderá apresentar o maior crescimento em termos globais, de 12,5% ao ano, passando o total de ativos sob gestão de US\$ 2,6 trilhões, em 2012, para US\$ 6,7 trilhões, em 2020. A maior parte, no entanto, continuará concentrada nos Estados Unidos, com US\$ 49,4 trilhões (alta de 5,1%), e na Europa, com US\$ 27,9 trilhões (avanço de 4,4%). Mas também há a expectativa de um aumento significativo da classe média e de investidores de alta renda nos países emergentes. O crescimento esperado na gestão de ativos para esses investidores será maior na América Latina, passando de US\$ 900 bilhões em 2012 para US\$ 1,9 trilhão em 2020.

Caso a indústria seja capaz de aumentar a parcela de ativos sob gestão pertencente aos investidores institucionais, que era de 36,5%, em 2012, para 46,5% em 2020, a estimativa é de que o volume total de ativos possa atingir US\$ 130 trilhões. O estudo estima, ainda, que os fundos de pensão deverão responder pela maior parte desse crescimento, com alta de 6,6% ao ano, e atingir US\$ 56,5 trilhões até 2020. Os ativos pertencentes aos fundos de pensão na América Latina poderão dobrar, de US\$ 2,4 trilhões para US\$ 5 trilhões no mesmo período.

Essas previsões foram baseadas nas correlações entre os ativos sob gestão e uma série de fatores econômicos observados ao longo dos últimos 13 anos, que incluem duas crises financeiras, a do final dos anos de 1990 e a de 2008. A análise revelou uma forte correlação entre a variação do PIB e o volume de recursos sob gestão, especialmente no que se refere à indústria de fundos.

Assim, as projeções se basearam no crescimento do PIB, dos recursos de natureza previdenciária e na geração de riqueza, sobretudo nos países emergentes. Além disso, à medida que as economias mundiais se tornem cada vez mais integradas e

interdependentes, o comportamento do PIB em uma região pode afetar o volume de recursos sob gestão em outras regiões. Assim, o relatório procurou mensurar o impacto do crescimento do PIB em economias relevantes, como a norte-americana, sobre a gestão de ativos em outras regiões.

Além de utilizar o PIB, a análise foi complementada com a visão de especialistas sobre as tendências para o setor. Também foi considerado o envelhecimento da população da Europa e de alguns países asiáticos, bem como o provável efeito desse processo na mudança de propriedade de riqueza entre gerações.

No que se refere aos clientes, o relatório aponta três principais tendências para o crescimento global dos ativos sob gestão: o aumento do contingente de pessoas com elevado padrão de riqueza (HNWI) nos países emergentes; a expansão e o surgimento de novos fundos soberanos com diferentes horizontes e metas de investimento; e o crescimento do volume de recursos de fundos de pensão com contribuição definida (CD), seja por meio de incentivo governamental ou de mudança compulsória para planos individuais de aposentadoria.

A pesquisa junto aos gestores de ativos em países em desenvolvimento revelou que mais de 40% acreditam que a área geográfica de maior crescimento será a desses mesmos países. Ao mesmo tempo em que esse crescimento proporcionará oportunidades para o aparecimento de gestores de ativos globais para explorar novos centros de riqueza, será igualmente desafiador o surgimento de novos concorrentes baseados nessas regiões. E a disputa não será apenas por recursos locais, mas também por recursos pertencentes aos mercados desenvolvidos.

Ao mesmo tempo em que o crescimento esperado para a indústria mundial poderá abrir espaço para o surgimento de gestores de ativos globais, também trará desafios, como o aumento da concorrência para os gestores locais.

O aumento relevante de consumidores de classe média no mundo deve alimentar a demanda por produtos financeiros para uma população predominantemente jovem.

Já o crescimento da classe média no mundo entre 2010 e 2040, por sua vez, é projetado em 180%, com a Ásia substituindo a Europa, já em 2015, como a região com a maior parcela deste segmento da população. Assim, somente entre 2010 e 2020, mais de um bilhão de consumidores de classe média surgirão globalmente, o que representa o maior volume de novos consumidores da história em uma década. Esta afluência deve alimentar a demanda por produtos financeiros para uma população predominantemente jovem.

Embora os indivíduos da classe média apresentem baixa riqueza individual, o volume representado por esse significativo contingente pode representar uma grande oportunidade para se oferecer produtos financeiros, especialmente se realizada de forma cuidadosa e eficiente. Com isso, os fundos mútuos poderão ser impulsionados pelo crescimento da base de clientes de classe média, cujos recursos serão voltados tanto para a acumulação de riqueza como para a aposentadoria.

6.1.2 Desafios

Apesar das oportunidades significativas para os gestores de ativos, existem também diversos desafios à frente. O relatório da PwC prevê que, juntamente com o crescimento do volume de ativos, haverá custos crescentes. Os custos tendem a continuar crescendo como nos últimos anos, fazendo com que as margens de lucro sejam ainda menores do que as verificadas após a crise de 2008. De acordo com análise da indústria, os lucros hoje ainda estão de 15% a 20% abaixo de seu nível pré-crise, colocando-se em dúvida a retomada desses níveis até 2020.

A expectativa é que mesmo que os custos relacionados ao cumprimento da regulação se estabilizem, provavelmente continuarão elevados para os padrões históricos. Além disso, também são esperadas pressões de custos comerciais advindas da necessidade de se criar novos produtos e ampliar as redes de distribuição com o objetivo de aproveitar as oportunidades de crescimento, particularmente nos países emergentes. O relatório prevê que as taxas de administração cobradas pelos gestores de recursos também continuarão pressionadas em meio a uma maior demanda por transparência e comparabilidade por parte dos investidores, bem como pela supervisão por parte dos reguladores.

Já as empresas globais terão que diversificar seus produtos para atender às necessidades de clientes de larga escala, tais como fundos de pensão, seguradoras e fundos soberanos. Essa pressão deve gerar um custo adicional para a distribuição desses produtos. Investimentos em tecnologia e gerenciamento de dados também deverão ser ampliados para maximizar as oportunidades de distribuição, como as oferecidas pelas novas tecnologias e redes sociais, bem como para atender às crescentes exigências regulatórias. Além disso, conforme debatido na Conferência do ICI (Investment Company Institute), realizada em maio de 2014, o crescente número de ataques cibernéticos deve elevar os gastos com segurança da informação, fazendo com que os investimentos em tecnologia continuem subindo nos próximos anos¹⁷.

Outro desafio para a indústria é a possibilidade de novos entrantes. Por exemplo, a entrada de mídias sociais ou empresas de tecnologia podem combinar o seu alcance e influência com alianças bancárias para oferecer produtos voltados para a gestão de recursos. Isso também poderá

Mesmo que os custos relacionados à observação de regras se estabilizem, pressões adicionais de custos devem advir da necessidade de se criar novos produtos e ampliar as redes de distribuição.

¹⁷ *The Evolving Cybersecurity Environment: An Operations and Technology Perspective*. Disponível em: http://gmm.ici.org/pdf/14_gmm_cybersecurity.pdf.

No processo de transferência de riqueza da velha para a nova geração, deverá haver mais apetite por investimentos de longo prazo, incluindo infraestrutura, o que tende a favorecer o desenvolvimento do mercado de capitais.

exercer pressão adicional sobre as taxas de administração, na medida em que empresas de tecnologia podem ser capazes de fornecer serviços a custos mais reduzidos.

O relatório prevê, ainda, maior crescimento da indústria de gestão de recursos comparativamente aos bancos, uma vez que a regulamentação imposta ao setor bancário após a crise financeira de 2008 deverá continuar limitando o avanço de suas operações. Adicionalmente, o crescente custo de capital deve reduzir significativamente a capacidade de os bancos e as seguradoras proverem e intermediarem recursos. A estimativa é que somente os bancos europeus tenham um déficit de capital de mais de US\$ 380 bilhões, em meio à desalavancagem que continua ocorrendo no setor, o que cria um vácuo que os gestores de recursos poderão ocupar, colocando-se no centro dos esforços para a recuperação do crescimento econômico.

O relatório afirma, no entanto, que o crescimento poderá atrair ainda mais atenção de reguladores do mercado, incluindo maiores controles contra a evasão fiscal e a lavagem de dinheiro, para a proteção dos investidores e para melhorar a transparência do setor, o que exigirá elevados investimentos em tecnologia e serviços. Os reguladores, todavia, perseguirão a redução dos custos para se investir.

Neste sentido, a expectativa é de que a distribuição seja redesenhada juntamente com os modelos de negócios, com a predominância de plataformas regionais e globais. Embora os fundos passivos devam continuar predominando e os fundos de índice (ETFs) proliferando, os chamados “fundos alternativos”, que investem em ativos ou realizam operações não convencionais, serão cada vez mais frequentes, em meio ao surgimento de uma nova geração de gestores globais. Também deverá haver mais apetite por investimentos de longo prazo, incluindo infraestrutura, em meio à transferência de riqueza da velha para

a nova geração, o que tende a favorecer o desenvolvimento do mercado de capitais. Finalmente, haverá um foco significativo em tecnologia até 2020 para fazer melhor uso dos dados e fornecer novas soluções e produtos que sejam customizados e interativos.

6.2. No Brasil

6.2.1. Perspectivas

Pesquisa realizada pela ANBIMA em conjunto com a Consultoria Casey Quirk e apresentada no 7º Congresso de Fundos de Investimento em maio de 2013 sinaliza, para a indústria de fundos no país, resultados em linha com os observados pela PwC para a indústria global, ainda que utilizando metodologia diferente e para um horizonte menos distendido. A pesquisa prevê que o patrimônio líquido da indústria de fundos brasileira cresça 32% entre 2013 e 2017. Embora significativo e devendo incidir sobre uma base mais elevada, esse percentual corresponde a menos da metade do crescimento experimentado nos cinco anos anteriores, que foi de 85% entre 2008 e 2012.

O motor desse crescimento deverá ser a previdência aberta, estimulada pelo bônus demográfico caracterizado pelo fato de a maior parcela da população estar em atividade, gerando renda e acumulação de recursos, sobretudo de natureza previdenciária – de acordo com dados da Fenaprevi, em novembro de 2013 existiam 13,4 milhões de pessoas com recursos aplicados em previdência aberta. Embora não citada na pesquisa, também foi debatida no Congresso a possível ampliação da base de investidores da indústria como decorrência do movimento de ascensão social, em curso no Brasil.

Estimulada pelo bônus demográfico, com a maior parcela da população em atividade, gerando renda e poupança previdenciária, o motor do crescimento da indústria de fundos no Brasil deverá ser a previdência aberta.

Pesquisa realizada em um ambiente de taxa de juros historicamente baixa aponta o potencial deste cenário como indutor dos gestores na expansão de suas estratégias.

Em função da queda dos retornos dos ativos domésticos observada nos últimos anos, de acordo com a pesquisa, a globalização deverá ser o principal desafio e, ao mesmo tempo, oportunidade para os gestores nacionais. A Consultoria prevê, ainda, a adoção de uma arquitetura mais aberta na distribuição, que é responsável pela maior parcela de custos na indústria de fundos. Essas inovações deverão ocorrer por iniciativa da própria indústria e não por demanda dos investidores, como ocorre nos Estados Unidos.

Vale destacar que essas previsões se dão em um contexto onde alguns fatores estão afetando a indústria mundial de gestão de recursos. Entre eles: o baixo crescimento demográfico, que resulta em baixo crescimento do patrimônio sob gestão, colocando o Brasil em uma posição privilegiada nesse contexto; a globalização, que favorece o crescimento de gestoras com produtos internacionais; os mercados voláteis e a erosão da distribuição cativa, que beneficiam as gestoras independentes, bem como a adoção de estratégias alternativas e passivas na gestão, especialmente no que se refere à expansão dos fundos de índice (ou ETFs) em diversas jurisdições.

Assim, fundos globais e com gestão independente cresceram mais nos últimos anos. No que diz respeito à geografia, América Latina e Oriente Médio são as regiões de maior crescimento.

Realizada em um ambiente macroeconômico no qual a taxa de juros havia atingido seu piso histórico, no início de 2013, a pesquisa apontou que o maior desafio da indústria seria a adaptação àquele cenário, revelando que 77% dos gestores nacionais pretendiam expandir suas estratégias e, inclusive, internacionalizar suas carteiras. Contudo, mesmo naquele contexto de taxa de juros mais baixa, a intenção de vender cotas de fundos brasileiros no exterior respondia pela maior

parte da tendência de internacionalização (54%), enquanto apenas 31% dos gestores participantes da pesquisa revelaram a intenção de desenvolver fundos no exterior para alocação de recursos brasileiros.

A pesquisa também mediu a eficiência da gestão com base na relação entre o volume de ativos e o número de empregados. Os maiores gestores nacionais apresentaram-se muito bem posicionados em relação à média mundial com base nessa métrica, uma vez que alocam proporcionalmente menos empregados na distribuição e nas áreas operacionais. Uma possível explicação seria a alocação quase exclusiva em ativos locais, o chamado “Kit Brasil”, que simplifica a gestão, particularmente quando comparada à de uma carteira composta por ativos emitidos e custodiados em diferentes jurisdições. Neste sentido, a tendência de globalização e de diversificação das carteiras, apontada na pesquisa, poderia, em última instância, levar a uma alteração da estrutura atual.

Os debates ocorridos no Congresso também apontaram que a maior diversificação e a globalização das carteiras serão demandadas pelos próprios investidores na busca por maiores retornos, especialmente quando se pensa em uma fronteira eficiente composta por ativos globais. No caso dos investidores institucionais, a busca por melhores oportunidades faz parte, inclusive, do seu dever fiduciário. Na avaliação de alguns gestores, a criação de novos ativos domésticos poderá oferecer oportunidades e a gestão ativa de carteiras tende a oferecer valor agregado aos investidores.

Tal previsão foi confirmada, por exemplo, pelo retorno apresentado pelos fundos Ações Livre em 2013, que se descolou da queda de 15,5% registrada pelo Ibovespa, acumulando valorização de 1,95% no período. Os fundos Multimercados Long and Short – Neutro e Direcional, que também praticam uma gestão ativa, realizando operações neutras ou direcionais em relação ao risco do mercado acionário, foram destaque em 2013,

Na avaliação de alguns gestores, a criação de novos ativos domésticos poderá gerar oportunidades e a gestão ativa de carteiras tende a oferecer maior valor agregado aos investidores.

Pesquisa da Mckinsey revelou que o país é um mercado relevante para a indústria global de gestão de recursos e, ao contrário da tendência observada nos últimos meses, apresenta forte perspectiva de crescimento.

com altas de 10,02% e 10,20%, respectivamente. Também com gestão ativa e carteira diversificada, os fundos Multimercados Macro, que realizam operações em diversas classes de ativos baseadas em cenários macroeconômicos de médio e longo prazo, superaram os principais indicadores do mercado de renda fixa, acumulando alta de 8,49%.

Levantamento realizado em 2013 pela Consultoria McKinsey sobre a indústria global de gestão de recursos comparou gestores brasileiros a seus pares internacionais e analisou diversos segmentos da indústria brasileira. A pesquisa, realizada com 300 participantes dos principais mercados, que respondem por cerca de 60% dos recursos sob gestão no mundo, foi também realizada no Brasil, onde contou com a parceria da ANBIMA, recebendo respostas de 12 gestores de diferentes portes. Em resumo, o levantamento revelou que o país é um mercado relevante para a indústria global de gestão de recursos e, ao contrário da tendência observada nos últimos meses, apresenta forte perspectiva de crescimento.

O principal fator que levou a essa conclusão foi a taxa de crescimento da indústria (17% ao ano), observada entre 2007 e 2012, que, por sua vez, foi impulsionada pelo desempenho de ativos, que responderam por cerca de 70% desse crescimento. Também pesaram sobre essa avaliação a crescente relevância da indústria, medida como proporção do PIB, superior a 50% do PIB, e sua crescente complexidade. O grande número de gestores (mais de 500, em 2014, contra pouco mais do que 150, em 2002) reforça a percepção de oportunidades de crescimento, à medida que o mercado amadurece e converge para os padrões internacionais.

Embora a atividade de gestão de recursos venha se tornando mais sofisticada ao longo do tempo, com o aumento da diversificação das carteiras, impulsionada, particularmente, pelos fundos

Multimercados, seu ritmo caiu nos últimos anos. No entanto, a pesquisa, quando compara a indústria de gestão brasileira aos seus pares internacionais, revela a oportunidade de crescer e se sofisticar, limitada, todavia, pelo nível ainda elevado da taxa de juros e da baixa disponibilidade de ativos de risco.

Assim, ainda que a distribuição proprietária de fundos prevaleça no Brasil, sobretudo por meio da rede bancária, a pesquisa indica que a distribuição terceirizada no país deve convergir para os níveis observados nas economias desenvolvidas, o que pode elevar custos e reduzir a rentabilidade. Neste sentido, a sofisticação das carteiras é apontada como fator chave para melhorar os níveis de rentabilidade dos fundos de investimento.

Em suma, a perspectiva de expansão do volume de recursos aplicados na indústria nos próximos anos, sobretudo os de natureza previdenciária, a ampliação da base de investidores e da oferta de fundos brasileiros no exterior, bem como a tendência para diversificação de carteiras na busca por maior rentabilidade, apontam para uma demanda crescente por ativos de longo prazo, o que deve favorecer o desenvolvimento do mercado de capitais.

As perspectivas de expansão das aplicações na indústria, de ampliação da base de investidores e da oferta de fundos brasileiros no exterior, bem como de diversificação de carteiras, devem favorecer o desenvolvimento do mercado de capitais.

6.2.2. Desafios

a) Comportamento do investidor

Entre os principais desafios para a gestão de recursos no país está, sem dúvida, o perfil conservador do investidor brasileiro, que, historicamente, tem se mostrado avesso a risco e volatilidade, e demandante de liquidez em suas aplicações. Isso implica um padrão de reação do investidor associado a

Entre os principais desafios para a gestão de recursos no país está, sem dúvida, o perfil conservador do investidor brasileiro, que, historicamente, tem se mostrado avesso a risco e volatilidade, e demandante de liquidez em suas aplicações.

retornos passados, que, em grande medida, dificulta a ampliação da *duration* das carteiras, o que se agrava pela falta de liquidez no mercado secundário dos ativos.

Em uma análise empírica a partir do comportamento de um conjunto de fundos de renda fixa, com participação relevante de investidores de varejo (93 fundos, com histórico desde 2006), verifica-se que os retornos em um dado período exercem influência significativa sobre as decisões de investimento/resgates no período imediatamente posterior.

Um exemplo da reação do investidor ao aumento da volatilidade e recuo da rentabilidade foi observado recentemente, quando a Resolução nº 4.176, do CMN, determinou que, a partir de 31 de maio de 2013, ficariam impedidos investimentos que reduzissem o prazo médio da carteira de renda fixa dos fundos de investimento especialmente constituídos de uma mesma sociedade seguradora ou entidade aberta de previdência complementar que observassem, em 3 de janeiro de 2013, prazos médios remanescentes inferiores a 1825 dias (cinco anos) e de repactuação de 1095 dias (três anos).

A vigência da medida, em junho, se deu concomitantemente ao início do processo de elevação da taxa de juros, resultando em retornos negativos e em um período de volatilidade extrema, com resgates líquidos, o que não ocorria há cinco anos. Esse episódio revelou que investidores domésticos, mesmo aqueles que direcionam poupança para fins previdenciários, de prazos mais longos, são essencialmente avessos a níveis de volatilidade intensa que induzam à percepção de risco de perda de capital.

Assim, o aumento da volatilidade no valor das cotas causa 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.

Sob o ponto de vista da indústria de fundos, tal comportamento se traduz no grande desafio que é a transformação da cultura da preferência pela liquidez e aversão a risco. Essa “cultura da liquidez” constitui-se como um grande entrave para a diversificação e para o alongamento das carteiras, necessários para a garantia de maior rentabilidade em um cenário de rendimentos decrescentes como o que observamos nos últimos anos. A liquidez diária na magnitude existente, incomum em outras jurisdições, é apontada pelos gestores como uma especificidade da indústria de fundos brasileira, incompatível com uma tendência de sofisticação do mercado pautada em carteiras de maior *duration*.

Neste sentido, a possibilidade de se constituir fundos que não estejam obrigados a divulgar o valor de sua cota diariamente, proposta na revisão da Instrução nº 409 pela CVM, parece favorecer a constituição de carteiras compostas por ativos de longo prazo e, portanto, menos líquidos, como os de dívida privada. No entanto, a adaptação a aplicações com tais características envolve também um amplo processo de educação financeira do investidor brasileiro, que o leve a abrir mão da liquidez diária na busca por maior rentabilidade.

b) Compatibilização entre liquidez e retorno esperado

A elevada demanda por liquidez por parte dos investidores acaba se refletindo também na carteira dos fundos de investimento, desafiando os gestores na busca por maiores retornos e, potencialmente, criando um descasamento entre ativo e passivo ou entre o retorno esperado e o efetivo. De fato,

A liquidez diária na magnitude existente, incomum em outras jurisdições, é uma especificidade da indústria de fundos brasileira, incompatível com uma sofisticação do mercado pautada em carteiras de maior duration.

A demanda por liquidez por parte dos investidores acaba se refletindo na carteira dos fundos de investimento, desafiando os gestores na busca por maiores retornos.

a média móvel do giro (ou *turnover*) da indústria, medida pelo volume de resgates em relação ao Patrimônio Líquido total da indústria nos últimos 12 meses encerrados em 2013, foi de 155%, indicando a necessidade de que a estrutura do ativo seja compatível com a liquidez requerida pelos investidores. Apesar da atual trajetória ascendente dos juros, em um cenário econômico de estabilidade de preços, a expectativa é que a taxa de juros volte a cair, reduzindo o retorno dos ativos de renda fixa, o que acirrará a contradição entre demanda por liquidez e busca por maiores retornos para as carteiras.

Diante da tendência de retornos decrescentes no longo prazo, o alongamento de prazos e a aquisição de ativos com menor liquidez se apresentam como alternativas para a geração de maiores retornos. Assim, um dos desafios da indústria parece ser a compatibilização entre a ainda elevada demanda por liquidez e a busca por maior rentabilidade, dada a necessidade de se respeitar os mandatos dos cerca de 90% dos fundos de investimento cujo passivo ainda é de apenas um dia.

As alternativas para a elevação dos retornos também podem implicar a assunção de riscos maiores, incluindo o aumento da parcela de crédito privado, ainda concentrada em poucos ativos e com rentabilidades pouco atrativas, muitas vezes em função de assimetrias no tratamento tributário entre os investimentos realizados por meio de fundos e a aplicação direta em ativos. Isso porque, no caso de ativos cujos rendimentos percebidos diretamente pela pessoa física são isentos de imposto de renda, a taxa de retorno oferecida tende a ser menos atrativa para a aquisição pelos fundos de investimento, cujo giro da carteira já goza de isenção. Em última instância, os rendimentos produzidos pelos mesmos ativos isentos na carteira dos fundos de investimento serão sujeitos à incidência do Imposto de Renda no resgate de cotas pelo investidor.

Adicionalmente, embora boa parte das debêntures precificadas pela ANBIMA esteja presente na carteira dos fundos de investimento, o mercado secundário com baixa liquidez dificulta uma precificação adequada.

Já um possível alongamento das carteiras na busca por maior rentabilidade implica em alteração do perfil de risco dos fundos, o que vai de encontro à aversão a risco e à preferência por liquidez do investidor brasileiro. A participação reduzida dos fundos de ações no patrimônio total da indústria brasileira, que representa um quarto da média mundial, também reflete essa maior aversão a risco, embora questões de natureza tributária, que favorecem a aplicação de recursos diretamente em ações em relação aos fundos, também ajudem a explicar esse comportamento.

Em função da elevada intolerância à volatilidade por parte do investidor, ao que tudo indica, a transição para aplicações de maior prazo e risco deve ser gradual. Dada a menor liquidez dessas aplicações, será necessário maior cuidado com a venda desses produtos. A educação do investidor é um desafio à parte neste processo. A transparência, com ampliação da oferta de preços de ativos, inclusive ilíquidos, embora de fundamental importância, pode representar custos mais elevados para o investidor, e o regulador deve estar atento para mitigar eventuais entraves e dificuldades nesse processo.

Enquanto reconhece como em estágio inicial o processo de educação financeira do investidor, o regulador vem dando encaminhamento às suas preocupações com a proteção do investidor, em especial, de varejo, com a exigência de verificação da adequação dos produtos e serviços ao perfil do cliente (*suitability*), para a distribuição de valores mobiliários, inclusive fundos de investimento (Instrução CVM nº 539/13). A norma

Um possível alongamento das carteiras na busca por maior rentabilidade implica em alteração do perfil de risco dos fundos, o que vai de encontro à aversão a risco e à preferência por liquidez do investidor brasileiro.

Em linha com os requerimentos já presentes nos Códigos da ANBIMA, a partir de 2015, os distribuidores de produtos de investimento, inclusive fundos, terão que verificar a adequação dos produtos e serviços ao perfil do cliente (suitability).

prevê que, a partir de 2015, os distribuidores de produtos de investimento terão que avaliar e classificar seus clientes e produtos em categorias específicas, de modo a determinar a compatibilidade entre os objetivos, situação financeira e conhecimento dos investidores e as características dos produtos a eles oferecidos, em linha com os requerimentos já presentes nos Códigos da ANBIMA desde 2007.

Além dessas obrigações, a venda ou distribuição de cotas deve ser precedida pela assinatura, pelo investidor, do Termo de Adesão e, no caso de Fundos classificados como "Crédito Privado", cujo Patrimônio Líquido seja composto por mais de 50% de ativos ou modalidades operacionais de responsabilidade de pessoas físicas ou jurídicas de direito privado, também da assinatura do Termo de Ciência de Riscos. As instituições aderentes ao Código de Varejo da ANBIMA devem cumprir, ainda, os procedimentos mínimos para verificar a adequação do fundo ao perfil de seus investidores, estabelecidos pela API (Análise do Perfil do Investidor).

Não obstante, e considerando que não é trivial a tarefa de adequar a oferta de produtos ao perfil do investidor, e dimensionar o quanto este é capaz de compreender as condições e os riscos envolvidos nas diferentes opções de investimento, o regulador optou, na revisão em curso da norma de fundos de investimentos (ICVM 409), por reforçar a diferenciação do investidor pelo seu porte (qualificado e profissional), com base no valor de ativos financeiros que este detenha, como um indicativo da capacidade de compreensão dos riscos de suas aplicações, o que pode se mostrar uma relação, no mínimo, frágil. Aqui vale lembrar o exemplo do jogador de futebol, que a despeito do elevado valor de suas aplicações, pode não se mostrar apto a compreender operações de maior complexidade e risco.

c) Custos de observância e assimetrias regulatórias

A evolução da regulação, autorregulação e da supervisão de suas regras sobre fundos de investimento nos últimos anos contribuiu não apenas para o desenvolvimento da indústria, mas também para a sua solidez, testada com sucesso por ocasião da última crise internacional. As crescentes exigências regulatórias ao longo do tempo, no entanto, aumentaram os custos de observância das normas, ampliando as assimetrias regulatórias já existentes entre o investimento direto em ativos e aquele realizado por meio de fundos de investimento, o que, em alguma medida, limita o potencial dos fundos como carregadores de ativos, entre os quais os de dívida corporativa.

Atualmente, os fundos devem observar uma série de regras que implicam custos, tanto no que se refere a sua constituição e funcionamento, como à distribuição de cotas. Assim, de acordo com a Instrução CVM nº 409, que está em pleno processo de audiência pública, para que um fundo de investimento seja constituído, é necessária a designação de um administrador, pessoa jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteira, a quem cabe elaborar o regulamento e o prospecto – esse último em vias de extinção no âmbito da revisão da norma – contendo as principais características do fundo.

Além disso, o fundo deve ser previamente registrado na CVM, sendo também exigido o envio mensal do demonstrativo das aplicações da carteira para a autarquia, durante o período de distribuição. No caso de fundo fechado, é necessário, ainda, o envio para a CVM do material de divulgação de distribuição e da lista de subscrição de cotas.

As crescentes exigências regulatórias aumentaram os custos de observância das normas, ampliando as assimetrias regulatórias já existentes entre o investimento direto em ativos e aquele realizado por meio de fundos de investimento.

A preocupação com o custo de observância é compartilhada pelo regulador, que introduziu na proposta de alteração da Instrução CVM nº 409, mudanças relevantes, entre as quais a eliminação do prospecto.

De acordo com a regra atual, caso o fundo não seja destinado exclusivamente a investidores qualificados, deve ser elaborada e atualizada mensalmente uma lâmina de informações essenciais do fundo, a ser enviada à CVM e divulgada aos cotistas. As assembleias de cotistas devem ser convocadas com frequência, no mínimo, anual. Alterações no regulamento só podem ocorrer mediante a convocação de assembleias, e suas deliberações devem ser comunicadas à CVM e enviadas a todos os cotistas por via postal. O administrador também deve entregar aos cotistas a versão vigente do regulamento e atualizada da lâmina, e ainda disponibilizar versão atualizada do prospecto do fundo. Além disso, as demonstrações contábeis do fundo devem ser auditadas anualmente por auditor independente, registrado na CVM.

A preocupação com o impacto de algumas dessas exigências no custo dos fundos também vem sendo compartilhada pelo regulador, que introduziu na proposta de alteração da Instrução CVM nº 409, algumas mudanças relevantes. Entre elas, merece destaque, além da eliminação do prospecto, cujas informações já são exigidas no regulamento ou na lâmina, o deslocamento de informações de natureza mais dinâmica do *Regulamento para o Formulário de Informações Complementares*, de forma a evitar os custos com a realização de assembleias, além de medidas para a ampliação da utilização de meios eletrônicos para comunicação com os cotistas.

Além das despesas que recaem diretamente sobre os fundos (Quadro 1), a regulamentação prevê ainda uma série de obrigações que recaem sobre o administrador (Quadro 2), cuja remuneração, em última instância, deverá cobrir as despesas decorrentes dessas obrigações.

Quadro 1: despesas dos fundos de investimento

- taxas, impostos ou contribuições que recaiam sobre bens, direitos e obrigações do fundo;
- despesas com o registro de documentos em cartório, impressão, expedição e publicação de relatórios e informações periódicas;
- despesas com correspondência de interesse do fundo, inclusive comunicações aos cotistas;
- honorários e despesas do auditor independente;
- emolumentos e comissões pagas por operações do fundo;
- honorários de advogado, custas e despesas processuais incorridas em razão de defesa dos interesses do fundo;
- despesas relacionadas ao exercício de direito de voto decorrente de ativos da carteira do fundo; e
- taxas de administração e de performance que remuneram a atividade do administrador e de prestadores de serviço do fundo.

Quadro 2: responsabilidades do administrador

- manter a documentação sobre operações e PL por cinco anos;
- custear as despesas com elaboração e distribuição do material de divulgação do fundo, prospecto e lâmina;
- manter atendimento ao cotista (esclarecimento de dúvidas e reclamações);
- contratar intermediários para a distribuição de cotas;
- fiscalizar os serviços prestados por contratados pelo fundo;
- adotar políticas, práticas e controles internos de gerenciamento de risco de liquidez;
- divulgar, diariamente, o valor da cota e do PL do fundo aberto;
- remeter mensalmente aos cotistas extrato de conta contendo informações sobre o fundo;
- disponibilizar as informações do fundo, inclusive as relativas à composição da carteira;

Continua na próxima página.

A elaboração e o envio de documentos exigidos pela regulamentação, sobretudo extratos e convocação de assembleias, são apontados como a principal fonte de despesa dos fundos de investimento.

Continuação da página anterior.

- remeter aos cotistas dos fundos não destinados a investidores qualificados a demonstração de desempenho do fundo até o último dia útil de fevereiro de cada ano;
- divulgar, em lugar de destaque em sua página na internet, a demonstração de desempenho do fundo;
- remeter, para a CVM, informe diário, balancete, demonstrativo da composição e diversificação da carteira e perfil mensal (mensalmente), demonstrações contábeis com parecer do auditor independente (anualmente) e formulário padronizado com “Extrato de Informações sobre o Fundo”, sempre que houver alteração do regulamento; e
- divulgar, imediatamente, por correspondência aos cotistas e à CVM, ato ou fato relevante relacionado ao fundo ou aos ativos da carteira.

Em resumo, a regulação gera ao mesmo tempo segurança e custo. Nesse sentido, o regulador deve estar atento para que o balanço entre esses fatores não reduza o potencial da indústria de fundos para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Análise e sugestões para redução de custos na indústria de fundos

De acordo com representantes da indústria, para os fundos de varejo, oferecidos pelos bancos, a maior parcela do custo é atribuída à distribuição, por envolver toda a capilaridade e estrutura da rede bancária. No entanto, esses custos são compartilhados com outros produtos e serviços nela oferecidos. A necessidade de cumprimento de todas as exigências que envolvem a venda de cotas, inclusive a documentação, porém, faz com que os gerentes de contas gastem mais tempo na venda

dos fundos comparativamente aos demais produtos. Assim, o custo alocado para a sua venda acaba sendo mais elevado.

Além disso, a elaboração e o envio de documentos exigidos pela regulamentação, sobretudo extratos e convocação de assembleias, são apontados como a principal fonte de despesa dos fundos de investimento, sendo mais significativa quanto maior for o número de cotistas. Nesse sentido, a redução da documentação, bem como a revisão de prazos regulamentares para o envio de documentos à CVM, que são concentrados no início de cada mês, muitas vezes demandando horas extras para o seu atendimento, por exemplo, poderiam contribuir para a redução de custos.

No que se refere à convocação de assembleias, em geral há baixa adesão dos cotistas, ao que tudo indica, em função da dificuldade de se deslocarem até o local e entenderem a importância do voto. Dessa forma e tendo em vista a necessidade de convocação da assembleia geral, no mínimo anualmente para a aprovação das demonstrações financeiras, bem como o posterior envio de suas deliberações, na prática essas regras implicam o envio de, pelo menos, duas correspondências anuais por cotista do fundo. Assim, a avaliação é de que a dispensa de convocação de assembleias exclusivamente para aprovação de contas auditadas sem ressalvas poderia conferir maior eficiência a esse processo.

Outra fonte importante de despesas se refere aos registros e guarda de todos os documentos do fundo. De forma geral, a percepção é de que os registros de todos os documentos em cartório, juntamente com os custos de armazenamento, inclusive de livros contábeis, acabam representando uma fonte significativa de custos. Assim, foi sugerido que essas despesas poderiam ser reduzidas caso fosse exigido apenas

A percepção é de que os registros de todos os documentos em cartório, juntamente com os custos de armazenamento, inclusive de livros contábeis, acabam representando uma fonte significativa de custos.

A padronização de fichas cadastrais, a criação de um cadastro único de fundos e a aceitação de assinatura digital, reconhecida pela CVM, seriam medidas que aumentariam a eficiência dos fundos de investimento.

o registro do primeiro regulamento, que serve de base para solicitação do CNPJ do fundo, com atualização deste apenas no site da CVM e quando necessário.

Quanto aos custos incorridos com a auditoria anual ou em função da ocorrência de eventos como cisão, incorporação, transferência, entre outros, a percepção é de que ela é realizada como se o fundo fosse uma empresa, o que é desnecessário, pois os fundos já contam com diversos controles, como o registro dos ativos em centrais depositárias, custódia qualificada etc. Assim, a simplificação da auditoria, a realização de apenas uma auditoria por evento e não por fundo (por exemplo: incorporação resultaria em apenas um relatório), a não obrigatoriedade do nome do auditor constar do regulamento, mas apenas da lâmina, e a extinção do rodízio de auditorias são algumas das sugestões para redução de custos relacionados a essa atividade.

Outra fonte de despesas diz respeito ao cadastro dos fundos em outras administradoras e corretoras, e envolve áreas dedicadas à realização desses cadastros, conferência de fichas, assinatura, autenticação e envio físico de documentos. A padronização de fichas cadastrais, a criação de um cadastro único de fundos e a aceitação de assinatura digital, reconhecida pela CVM, seriam medidas que aumentariam a eficiência nesse campo.

As taxas de registro na CVM e nas câmaras de registro e negociação de cotas também são citadas como importantes fontes de despesas para os fundos. No que se refere à CVM, foi sugerido permitir o rateio da taxa de registro trimestral para o fundo que inicia ou encerra suas atividades durante o trimestre. Além disso, o custo para o registro de fundo fechado é considerado elevado (0,64% sobre o valor da oferta, limitado a R\$ 82.870), o que inibe a estruturação de fundos fechados, especialmente no caso dos fundos regulamentados pela Instrução CVM nº 409.

Quando se utiliza a estrutura *master-feeder*, na qual um fundo de cotas dedicado (*feeder*) aplica em apenas um único fundo de investimento (*master*), cria-se também um efeito cascata de despesas com registros, tendo em vista que o fundo *master* já observa toda a regulamentação. A racionalização de custos nessa área, isentando ou reduzindo as taxas incidentes sobre o fundo *feeder*, poderia representar uma significativa redução de despesas e ganho de eficiência.

Em suma, em que pesem as iniciativas para a redução de custos contidas na revisão da Instrução CVM nº 409, ora em curso, a grande quantidade de documentos e controles exigidos, incluindo o *suitability*, frente a outros produtos oferecidos ao varejo, como a caderneta de poupança e o CDB, torna a distribuição de cotas de fundos mais onerosa e menos vantajosa. Adicionalmente, cabe observar que diversos produtos, inclusive de crédito privado, não possuem o mesmo grau de exigências e controles, e contam, ainda, com isenção tributária.

No que se refere às taxas de administração da indústria de fundos no varejo, tanto no Brasil como em países desenvolvidos, elas tendem a seguir trajetória semelhante à das taxas de juros, e a redução de custos contribui para acelerar sua queda. Nos EUA, períodos de elevação dos juros básicos foram seguidos de leve subida ou manutenção da taxa média de administração dos fundos Money Market. A queda abrupta dos juros naquele país, a partir de 2008, tem levado à redução mais acentuada da taxa média de administração.

No Brasil, a tendência de queda da taxa de administração média dos fundos Referenciado DI e Curto Prazo tem acompanhado a inclinação da Taxa Selic. Vale notar, no entanto, que a reversão da tendência de queda das taxas de juros em 2013 não gerou impacto expressivo sobre o comportamento das taxas de administração desses fundos.

A grande quantidade de documentos e controles exigidos, incluindo o suitability, frente a outros produtos oferecidos ao varejo, como a caderneta de poupança e o CDB, torna a distribuição de cotas de fundos mais onerosa.

O come-cotas representa uma desvantagem para a aplicação em fundos, na medida em que a antecipação da retenção do imposto reduz o valor aplicado sobre o qual deveriam incidir os rendimentos da carteira.

d) Assimetrias Tributárias

Além do elevado número de regras e controles que recaem sobre a indústria de fundos e que muitas vezes implicam em custos elevados, reduzindo sua competitividade ou até inviabilizando sua distribuição, há também uma série de assimetrias tributárias que tornam o investimento, por meio de fundos de investimento, menos vantajoso em relação ao investimento direto em ativos, o que, em última instância, reduz o potencial dos fundos como intermediários para o acesso a esses ativos.

Tributação semestral (“Come-cotas”)

Em linhas gerais, a tributação das aplicações em fundos de investimento de renda fixa pelo imposto de renda segue a regra aplicável aos demais ativos de renda fixa, com a incidência de alíquotas decrescentes quanto maior o prazo de permanência dos recursos na aplicação. No caso dos fundos, entretanto, além da tributação incidente no resgate de cotas, há também retenção do imposto a cada semestre (maio e novembro), à alíquota de 20% ou 15%, para fundos classificados como de curto e longo prazos, respectivamente, sob a forma de adiantamento. Vale notar que essa retenção periódica incide sobre os rendimentos produzidos pelo estoque das respectivas carteiras sem que tenha havido a disponibilidade econômica dos recursos, ou seja, o efetivo resgate. Diante da indisponibilidade desses recursos, a retenção se dá então pela redução do número de cotas do investidor no valor correspondente ao imposto devido, razão pela qual é chamado de come-cotas.

Assim, na prática, o come-cotas representa uma desvantagem para a aplicação de recursos em fundos, na medida em que a antecipação da retenção do imposto reduz o valor

aplicado sobre o qual deveriam incidir os rendimentos da carteira, sendo seus efeitos mais significativos quanto maiores forem os rendimentos e o prazo de permanência dos recursos. Cabe observar, ainda, que a incidência do come-cotas se dá a despeito da rentabilidade do fundo nos períodos subsequentes. Isto é, o cotista, ao final do investimento, pode apurar rendimento muito inferior à base de incidência do come-cotas ao qual esteve sujeito em um período anterior ou, até mesmo, perder parte do valor aplicado.

Dessa forma, o tratamento tributário conferido aos fundos de investimento pode gerar externalidades negativas, como a redução do prazo médio de resgate dos fundos – de 11,8 para 7,7 meses entre 2006 e 2011 –, estimulando a alocação de recursos de curto prazo em fundos, uma vez que, nesse horizonte de tempo, a tributação pelo come-cotas é neutra. Tal alteração no prazo médio de aplicação em fundos acaba reduzindo, também, o prazo médio das carteiras, inibindo, dessa forma, o papel que a indústria de fundos pode e deve desempenhar no alongamento de prazos e no fomento à aquisição de ativos de crédito privado com menor liquidez no mercado de capitais, o que se mostra bastante relevante, considerado o elevado patrimônio líquido da indústria.

O efeito negativo dessa antecipação de imposto sobre o investimento parece ter sido reconhecido pelo governo, com a edição da Medida Provisória nº 651, que não prevê a incidência do come-cotas para os recém-criados Fundos de Índice de Renda Fixa, também chamados de ETFs de Renda Fixa, gerando nova assimetria em relação aos demais fundos. Sem dúvida, o desenvolvimento desses fundos no Brasil seria inviável com a incidência periódica do Imposto de Renda. Nesse contexto, a extinção do come-cotas para todos os fundos de renda fixa, com a consequente equalização do tratamento tributário com os demais ativos e os ETFs, seria

O efeito negativo da antecipação de imposto sobre o investimento parece ter sido reconhecido pelo governo, com a edição da Medida Provisória nº 651, que não prevê a incidência do come-cotas para os recém-criados ETFs de Renda Fixa, gerando nova assimetria em relação aos demais fundos.

Os ganhos líquidos auferidos por pessoa física nas vendas de ações efetuadas em bolsas de valores, limitadas a um determinado valor mensal, são isentos de IR, o que não é assegurado aos mesmos investidores quando aplicam em fundos de ações.

essencial para fortalecer a *performance* da carteira como principal quesito orientador da tomada de decisão dos investidores, evitando que a migração de recursos entre ativos e fundos, ou mesmo dentro da própria indústria, venha a ocorrer em decorrência apenas de estímulos fiscais.

Em suma, a incidência do come-cotas se apresenta como uma desvantagem significativa quando comparada às demais aplicações de renda fixa, especialmente quando se consideram os ativos que contam com isenção fiscal. Por se tratar de uma antecipação, embora se possa esperar algum impacto no fluxo de caixa do Tesouro associado à tributação dos fundos de investimento, a extinção do come-cotas não deve representar queda de arrecadação no longo prazo. Isso porque a capitalização da parcela não retida semestralmente a título de imposto, juntamente com o potencial ganho de competitividade dos fundos de varejo, poderiam mais do que compensar a perda de arrecadação do come-cotas no curto prazo.

Fundos de Ações – Tributação favorecida para o investimento direto em ações realizado pelo investidor doméstico

Desde janeiro de 1995, os ganhos líquidos auferidos por pessoa física nas vendas de ações efetuadas em bolsas de valores são isentos de Imposto de Renda, com a condição de que sejam limitadas a um determinado valor mensal. Inicialmente, o valor limite era de 5 mil Ufirs por mês. Em 2005, o teto para a isenção, então equivalente a R\$ 4.143,50, passou para R\$ 20 mil.

O efeito positivo sobre o mercado de ações foi significativo: entre 2004, antes da elevação para o patamar atual do valor limite para a isenção, e maio de 2013, o número de pessoas físicas que investe diretamente na Bolsa de Valores passou

de 117 mil para mais de 637 mil – um crescimento de 445%, mesmo considerando a queda sofrida no período pós-crise financeira em 2008. No mesmo período, além do número médio de negócios diários ter aumentado 17 vezes, o número de empresas listadas na Bolsa passou de 390 para 456 e a participação das 30 maiores empresas no volume negociado total foi reduzida de 76,92% para 65,06%. Como se pode observar, a maior diversificação de investidores na Bolsa contribuiu não apenas para o aumento do volume negociado e pulverização dos negócios, mas também para o financiamento de um número maior de empresas por meio da oferta de ações.

No entanto, a isenção não alcançou o investimento em fundos de ações efetuado por esses mesmos investidores, cujos rendimentos são tributados a uma alíquota de 15%, gerando uma assimetria tributária entre o investimento direto e aquele realizado por meio dos referidos fundos. Certamente isso limitou os efeitos potenciais da medida, sobretudo no que se refere à atração de aplicadores de menor porte. Em geral menos familiarizados com o mercado acionário, estes investidores poderiam ser beneficiados por uma gestão especializada em renda variável, capaz de mitigar o risco de suas aplicações. Tal distorção, somada a outros fatores, como as taxas de juros historicamente elevadas, que atraíram um grande volume de recursos para fundos de renda fixa, ajuda a explicar a participação dos fundos de ações no total da indústria inferior a 10%, no Brasil, enquanto a média mundial é 40%.

Embora o crescimento do número de pessoas físicas investindo na Bolsa tenha sido expressivo desde 2005, após 2008, ele se mostrou bem menor. Diante da crise internacional e do desempenho negativo do Ibovespa, houve queda de 5% do número de investidores em 2011 e baixo crescimento em 2012 (1%). Se o momento de maior

A assimetria tributária entre investimento direto e fundos de ações limitou os efeitos potenciais da isenção, pois os aplicadores de menor porte, menos familiarizados com o mercado acionário, poderiam ser beneficiados por uma gestão especializada.

Se a maior volatilidade e o desempenho do principal índice acionário nos últimos cinco anos afastaram o pequeno investidor da Bolsa de Valores, a inexistência do incentivo fiscal para pequenas movimentações em fundos de ações acabou limitando as potenciais aplicações por meio desses veículos.

volatilidade e de perdas na Bolsa de Valores pode ter representado uma experiência negativa para alguns investidores, afastando-os do mercado acionário, o desempenho recente dos fundos de ações, geridos por profissionais com poder discricionário para a seleção de ativos e expertise para a definição de estratégias, demonstrou que esses veículos podem representar uma interessante alternativa para o investimento em ações para esses mesmos investidores.

De fato, se a maior volatilidade e o desempenho do principal índice acionário nos últimos cinco anos afastaram o pequeno investidor da Bolsa de Valores, a inexistência do incentivo fiscal para pequenas movimentações em fundos de ações acabou limitando as potenciais aplicações por meio desses veículos e, com isso, os benefícios que os investidores teriam ao usufruir o serviço de uma gestão especializada e regulada pela CVM, bem como a maior liquidez promovida pelas operações desses fundos de investimento na Bolsa de Valores.

Assim, embora algumas dificuldades operacionais para o controle da referida isenção possam trazer complexidade para a equiparação do tratamento tributário do investimento direto em ações àquele realizado por meio de fundos de ações, seus potenciais benefícios justificam a análise de alternativas que a viabilizem.

Ativos Incentivados

Ao longo dos últimos dez anos, foi vasta a utilização de benefícios fiscais no país para desenvolver setores específicos, o que, no caso do segmento financeiro, teve como principal

objetivo estimular a poupança e fortalecer o mercado de capitais de longo prazo como fonte de recursos para investimentos no país. Em grande medida, os benefícios tributários visam atrair para os ativos incentivados atores não usuais, como as pessoas físicas e os investidores não residentes no país. Apesar de reconhecidos como importantes estímulos transitórios, regras tributárias diferenciadas para ativos acabam gerando externalidades negativas para a indústria de fundos. Isso porque, nas situações em que não há a prerrogativa de manter o benefício nas aplicações em ativos isentos efetuadas por meio de fundos¹⁸, as taxas efetivas não se mostram atrativas.

Assim, a exemplo da isenção do Imposto de Renda já prevista nas aplicações em depósitos de poupança para gerar *funding* para o financiamento habitacional, a partir de 2005, as pessoas físicas passaram a contar com isenção, na fonte e na declaração de ajuste anual, na remuneração auferida em títulos com lastro em crédito imobiliário ou agrícola, para estimular o direcionamento de recursos para os respectivos setores.

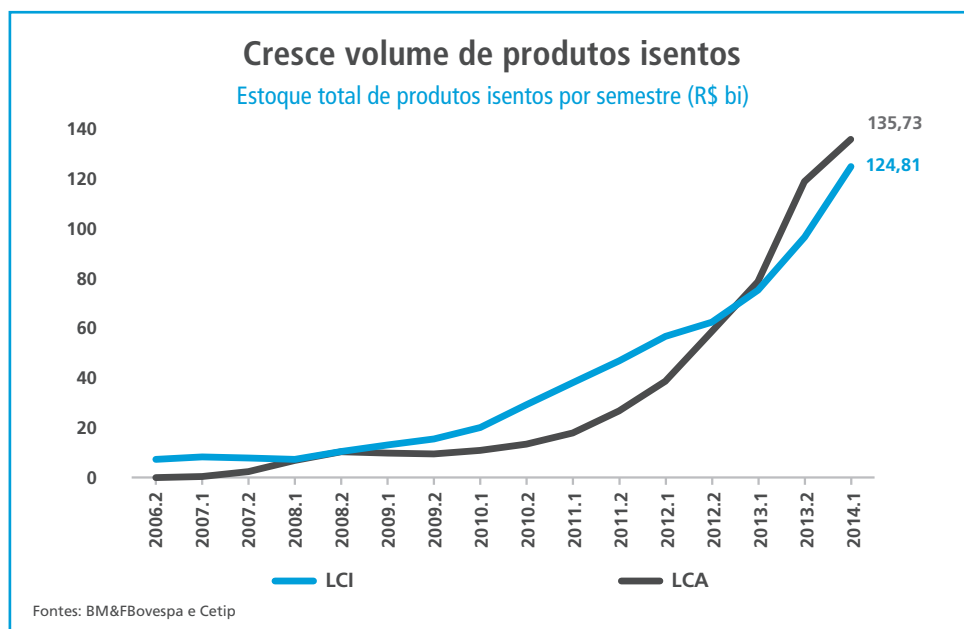
Apesar de serem estímulos transitórios importantes, regras tributárias diferenciadas para ativos geram externalidades negativas para a indústria de fundos.

¹⁸ Como nas hipóteses previstas na Lei nº 12.431, art. 3º e na Lei nº 12.973, art.97.

As assimetrias tributárias afetam particularmente o segmento de investidor pessoa física e, neste conjunto, o varejo, exatamente o segmento de clientes que deveria se beneficiar do acesso aos diferentes mercados por meio dos fundos de investimento.

Inicialmente com uma base bastante reduzida, os títulos representativos desses mercados que atualmente acumulam o maior estoque, a LCI (Letra de Crédito Imobiliário) e a LCA (Letra de Crédito do Agronegócio), ambos de emissão bancária, passaram a apresentar taxas de crescimento expressivas e registravam R\$ 124,81 bilhões e R\$ 135,73 bilhões em estoque, respectivamente, no final de junho de 2014. Vale registrar que, ao contrário dos fundos, esses ativos contam com garantia do FGC (Fundo Garantidor de Crédito), cujo valor de cobertura foi elevado de R\$ 70 mil para R\$ 250 mil a partir de maio de 2013, reduzindo o peso do risco de crédito na decisão de investimento nesses ativos.

Note-se que as assimetrias tributárias afetam particularmente o segmento de investidor pessoa física e, neste conjunto, o varejo, exatamente o segmento de clientes que deveria se beneficiar do acesso aos diferentes



mercados por meio dos fundos de investimento. Dados extraídos do Relatório ANBIMA de Distribuição de Produtos no Varejo¹⁹, que contemplam exclusivamente as aplicações de pessoas físicas, parecem indicar uma possível migração de recursos para ativos isentos. Nesse sentido, o total de recursos aplicados nesses ativos relativamente ao volume total de recursos dos investidores do varejo passou de 5%, em 2011, para 20%, em 2013.

Além disso, o total de recursos aplicados nesses ativos relativamente aos valores aplicados em fundos de investimento no varejo, que era de 21,6% em 2012, passou para 48,3%, em 2013. O número de clientes em ativos isentos também apresentou crescimento expressivo, de 181%, e a proporção no número de clientes em ativos em relação ao de fundos, que era de 6,1% em 2012, passou para 16,3%, em 2013.

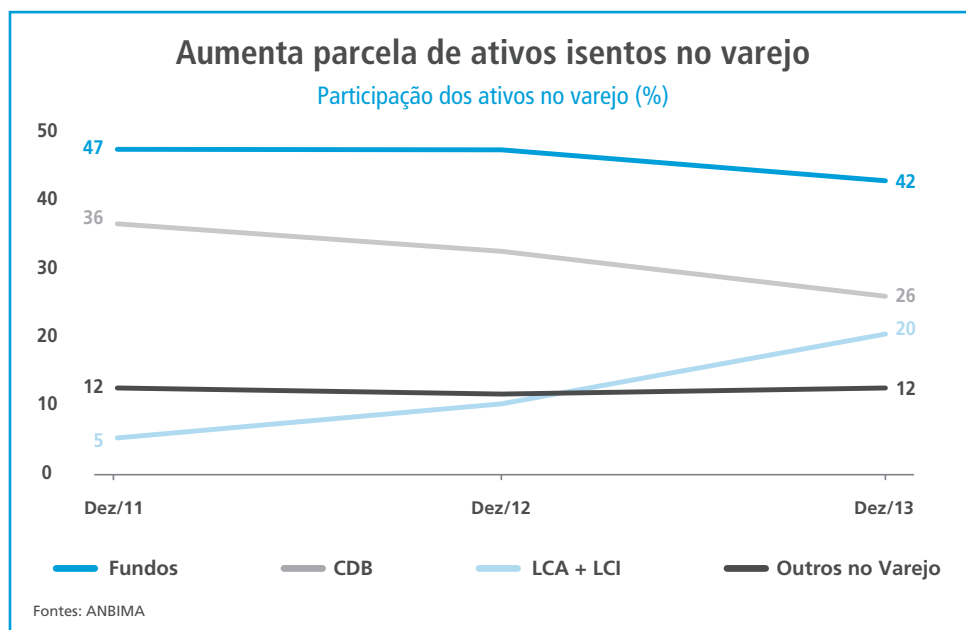
Dados extraídos do Relatório ANBIMA de Distribuição de Produtos no Varejo, que contemplam exclusivamente as aplicações de pessoas físicas, parecem indicar uma possível migração de recursos para ativos isentos.

Distribuição de produtos no varejo			
PL (R\$ milhões)	2013	2012	Var. (%)
Ativos isentos (1)	106.198,73	49.677,91	113,8
Fundos (2)	220.023,95	229.910,22	-4,3
Ativos/Fundos (½)	48,3%	21,6%	
Clientes	2013	2012	Var. (%)
Ativos isentos (1)	539.598	192.104	180,9
Fundos (2)	3.319.287	3.149.362	5,4
Ativos/Fundos (½)	16,3%	6,1%	
1 - Ativos com lastro imobiliário ou agrícola			
2 - Fundos Referenciado DI, Renda Fixa e Multimercados			

¹⁹ Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/varejo/Pages/default.aspx>.

Dados do Relatório ANBIMA de Private Banking apontam que a proporção de ativos isentos relativamente ao volume investido em fundos por parte desses clientes, passou de 28% para 38,2%, entre 2012 e 2013.

Ainda que menos expressivo, o avanço dos ativos isentos no segmento Private também merece destaque. Dados do *Relatório ANBIMA de Private Banking*²⁰ apontam que o volume de recursos aplicados em ativos isentos neste segmento aumentou 42,5% em 2013 e a proporção de ativos isentos relativamente ao volume investido em fundos por parte desses clientes, passou de 28%, em 2012, para 38,2%, em 2013.



²⁰ Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/private-banking/Pages/default.aspx>.

Distribuição de produtos no private			
PL (R\$ milhões)	2013	2012	Var. (%)
Ativos isentos (1)	99.749,56	69.978,87	42,5
Fundos (2)	261.456,96	249.504,47	4,8
Ativos/Fundos (½)	38,2%	28,0%	

1 - Ativos com lastro imobiliário ou agrícola
2 - Considera todos os Fundos 409 e Estruturados

Quando se compara a taxa de crescimento e o volume investido pelo segmento Private em Fundos de Investimento Imobiliário, cujos rendimentos gozam de isenção somente em casos específicos, com os ativos com lastro imobiliário ou agrícola, a preferência desses investidores fica ainda mais clara.

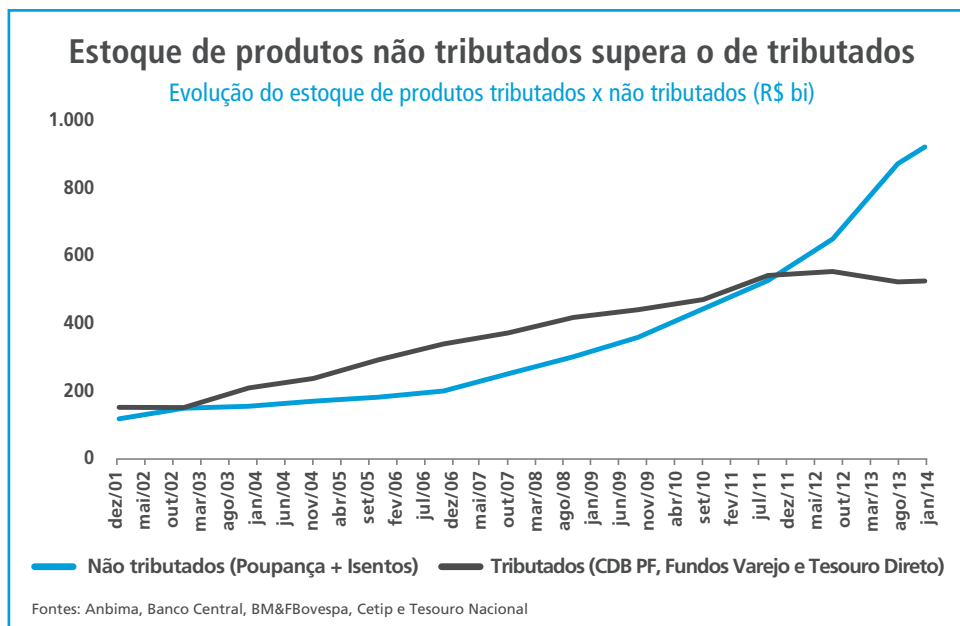
Distribuição de produtos no private			
PL (R\$ milhões)	2013	2012	Var. (%)
Fundos de investimento imobiliário	8.382,27	7.349,66	14,05
Ativos com lastro imobiliário	37.563,74	31.816,92	18,06
Ativos com lastro agrícola	62.185,83	38.161,95	62,95

A taxa de crescimento e o volume investido pelo segmento Private em Fundos de Investimento Imobiliário são significativamente menos expressivos em comparação aos ativos com lastro imobiliário ou agrícola.

O estoque de produtos isentos (Poupança, LCA, LCI, LH, CRI e CRA) vem apresentando crescimento muito superior ao que o de não isentos (CDB Pessoa Física, Fundos do Varejo e Tesouro Direto).

Considerando apenas os investidores do varejo, quando comparamos a evolução dos estoques, observamos que o de produtos isentos (Poupança, LCA, LCI, LH, CRI e CRA) apresenta crescimento muito superior ao que o de não isentos (CDB Pessoa Física, Fundos do Varejo e Tesouro Direto). Essa tendência tem se mostrado crescente e certamente terá impacto na arrecadação de Imposto de Renda incidente sobre o rendimento de capitais por parte do Governo.

Mais recentemente, e seguindo a mesma racionalidade do estímulo setorial, a Lei nº 12.431/11, em seu artigo 2º, isentou do Imposto de Renda os rendimentos auferidos por pessoas físicas em ativos incentivados vinculados ao financiamento de investimentos em infraestrutura. Desta vez, a regra assegurou aos investidores isenção nos rendimentos auferidos em fundos, ainda que condicionada ao fato destes manterem no mínimo 85% de sua carteira alocada nesses ativos incentivados. Apesar de compreensível, a restrição engessa e



dificulta a gestão da carteira, em grande medida pela oferta limitada e baixa liquidez que ainda caracteriza o mercado secundário desses ativos, tornando pouco eficaz a tentativa do governo de eliminar a assimetria tributária entre a aplicação direta nesses ativos e por meio de fundos de investimento.

A medida, sem dúvida, tem se mostrado um marco no estímulo ao financiamento de longo prazo no âmbito do mercado de capitais, com foco em pessoas físicas. Pelo menos três emissões tiveram mais de 70% de adquirentes pessoas físicas, com destaque para a debênture da Vale, que alcançou quatro mil e cem investidores (quase 90% dos detentores). Desde a edição da Lei, foram emitidas cerca de 35 séries, o equivalente a R\$ 7,5 bilhões, com prazos de vencimento que variam de 5 a pouco mais de 16 anos.

Assim, sem deixar de reconhecer o mérito da isenção dada a esses ativos, lastreados no financiamento a setores tão essenciais à economia do país, a assimetria tributária entre o investimento direto em ativos e por meio de fundos de investimento pode, no limite, colocar em risco o crescimento potencial de uma indústria regulada e com gestão profissional, além de perder eficiência por não contar com os benefícios de uma indústria tão relevante, no mínimo pelo seu porte e capilaridade, como alavanca no desenvolvimento do mercado de capitais.

Fundos de Ações – tributação favorecida para o investimento direto em ações realizado por investidor não residente

Outra assimetria importante diz respeito ao tratamento tributário existente entre as aplicações realizadas por investidores não residentes diretamente no mercado de ações,

A assimetria tributária entre o investimento direto em ativos e por meio de fundos de investimento pode, no limite, colocar em risco o crescimento potencial de uma indústria regulada e com gestão profissional.

A Lei nº 12.973 isentou do IR os rendimentos produzidos por fundos de ativos isentos para investidores estrangeiros, eliminando a assimetria existente entre a aplicação direta em ativos isentos e por meio de fundos de investimento.

que são isentas de Imposto de Renda (Instrução Normativa RFB nº 1.022, art. 69), e aquelas realizadas por meio de Fundos de Ações, que são tributadas pelo Imposto de Renda à alíquota de 10% (Instrução Normativa RFB nº 1.022, art.68, I).

Recentemente, contudo, com a edição do art. 97 da Lei nº 12.973, de 13 de maio de 2014, que isenta do Imposto de Renda os rendimentos, inclusive ganhos de capital, produzidos por fundos cujos cotistas sejam exclusivamente investidores estrangeiros, foi assegurada uma forma de eliminar não apenas essa assimetria, mas qualquer outro tratamento diferenciado entre a aplicação direta em ativos isentos ou por meio de fundos de investimento por parte desses investidores.

A regra, que representa um importante avanço, abre caminho para que a indústria de gestão possa participar e contribuir para a atração dos investidores estrangeiros para o mercado de capitais brasileiro. A solução para a assimetria tributária para as aplicações dos investidores estrangeiros no país, no entanto, está condicionada à constituição de fundos exclusivamente voltados para esse tipo de investidor, o que pode reduzir a sua eficiência, além de ser contraditório com o conceito introduzido pela Resolução nº 2.689, do CMN, em 2000, que prevê que os recursos ingressados passariam a ser aplicados nos instrumentos e modalidades operacionais dos mercados financeiro e de capitais, disponíveis ao investidor residente.

Até então, para investir no mercado acionário brasileiro utilizando uma gestão profissional e especializada, sem abrir mão da isenção tributária, o investidor não residente poderia recorrer aos chamados fundos offshore, que não raro estão localizados em jurisdições consideradas como paraísos fiscais pela legislação tributária brasileira, e que buscam

replicar a carteira de fundos de ações locais. Geralmente a aplicação de recursos através desses fundos não conta com o mesmo grau de transparência regulatória e operacional característica dos Fundos de Ações constituídos no Brasil ao amparo da Instrução CVM nº 409, muitas vezes não permitindo identificar a origem dos recursos aplicados. Adicionalmente, a necessidade de criação de fundos offshore com o intuito de alcançar investidores em diversas localidades geográficas acaba tornando-se também uma barreira à entrada para alguns gestores nacionais, reduzindo, assim, a concorrência e a eficiência do setor.

Além de se constituir em uma estrutura opaca, distante da fiscalização do regulador (CVM) e do autorregulador brasileiro (ANBIMA), sem a necessidade de obediência a regras como, por exemplo, as referentes à precificação e à divulgação das carteiras, essas estruturas também acabam estimulando a transferência da liquidez para o exterior, na medida em que esses veículos privilegiam a negociação dos Certificados de Depósitos de empresas brasileiras negociados em bolsas estrangeiras, em detrimento de operações realizadas no Brasil. Assim, além de “exportar” a liquidez, essas estruturas também “exportam” a gestão especializada em fundos de ações de empresas brasileiras, deixando de recolher impostos, taxas e comissões, que de outra forma, seriam recolhidos no país.

Dados coletados e divulgados pela ANBIMA comprovam tal situação. Do total de R\$ 133 bilhões aplicados por investidores estrangeiros em fundos de investimento no final de maio de 2013, apenas R\$ 66 bilhões (menos de 50%) referem-se a fundos domiciliados no país e os R\$ 67 bilhões restantes, a fundos offshore. Desse total, apenas R\$ 444 milhões (ou 0,33%) são alocados em Fundos de Ações.

A necessidade de criação de fundos offshore com o intuito de alcançar investidores em diversas localidades geográficas acaba tornando-se uma barreira à entrada para alguns gestores nacionais, reduzindo, assim, a concorrência e a eficiência do setor.

O crescimento da indústria favorece a canalização da poupança de longo prazo e o desenvolvimento da infraestrutura de mercado.

7. Conclusão e Agenda de Propostas

Com base na literatura acadêmica e nas evidências apresentadas pelos números do mercado brasileiro, este artigo procurou mostrar a importância da indústria de fundos de investimento para o desenvolvimento do mercado de capitais e para o financiamento de longo prazo no país, seja em função do seu patrimônio, superior a 50% do PIB, ou do perfil diversificado da sua base de investidores, composto por indivíduos, empresas, poder público e investidores institucionais. Assim, o crescimento da indústria pode favorecer a canalização da poupança para a formação do *funding* de longo prazo de que o país tanto necessita, com os recursos sendo geridos por profissionais especializados, como também o desenvolvimento da infraestrutura de mercado, incluindo a precificação de ativos, a criação de plataformas de registro e negociação, entre outras.

Ao longo de sua história, a indústria brasileira de fundos de investimento se consolidou como a principal contraparte do Tesouro Nacional em sua função de gestor da dívida pública. Isso não se deu apenas em função dos elevados montantes de títulos adquiridos, mas também por sua contribuição para a melhoria e adequação do seu perfil, retratada nas posições detidas em títulos prefixados e atrelados a índices de preços.

A participação da indústria no mercado de títulos de crédito bancário também é marcante e contribui para o financiamento a pessoas físicas e aos mais diversos setores da economia. Já a participação em títulos e produtos do mercado de capitais, embora significativa, ainda não foi desenvolvida em todo o seu potencial, o que depende de evoluções regulatórias tanto

no que diz respeito ao mercado de capitais como à indústria de fundos. As perspectivas de continuidade do crescimento da poupança previdenciária nos próximos anos, potencializadas pelo bônus demográfico e pelas possibilidades de ascensão social, por sua vez, acenam com um grande volume de recursos que poderá ser canalizado para o investimento de longo prazo, desde que os arcabouços regulatório e tributário estejam bem ajustados.

Essas perspectivas são corroboradas pelas principais tendências apontadas para a gestão de ativos no mundo e que incluem o aumento do contingente de pessoas com elevado padrão de riqueza (HNWI) nos países emergentes, a expansão e o surgimento de novos fundos soberanos e o crescimento do volume de recursos de fundos de pensão com contribuição definida (CD).

Esse cenário é ainda mais promissor quando se leva em conta a solidez do ambiente regulatório em que a indústria de fundos brasileira se desenvolveu, com rigor no cumprimento de deveres fiduciários e mandatos, prestação de informações, transparência e, sobretudo, proteção ao investidor. Além disso, não obstante o cenário econômico adverso observado nos últimos anos, os fundos de investimento com gestão ativa superaram sistematicamente seus principais indicadores de referência, evidenciando o valor agregado que uma gestão profissional e especializada pode gerar para seus investidores.

No entanto, apesar das virtudes e potencial dos fundos como veículo para canalização de recursos para o financiamento de longo prazo no país, em função de algumas questões operacionais, regulatórias ou de assimetrias tributárias, outros produtos de investimento vêm ganhando competitividade e presença junto aos investidores, especialmente os ativos cujos rendimentos são isentos do Imposto de Renda.

O cenário se torna ainda mais promissor quando se leva em conta a solidez do ambiente regulatório em que a indústria de fundos brasileira se desenvolveu, com rigor no cumprimento de deveres fiduciários e mandatos, prestação de informações, transparência e, sobretudo, proteção ao investidor.

Investimentos em setores incentivados poderiam ser alavancados se fosse assegurada isonomia com as aplicações efetuadas por meio de fundos de investimento.

Embora se deva reconhecer a pertinência e a importância desses incentivos, é preciso avaliar a forma como eles se dão e seus possíveis efeitos no longo prazo. Ao incentivar o financiamento de determinados setores da economia apenas por meio da aquisição direta de ativos por pessoas físicas, além de desviar recursos da indústria de gestão de recursos que, como já descrito, desempenha um papel fundamental no desenvolvimento do mercado de capitais, muitas vezes pode-se acabar levando o investidor, pouco familiarizado com os riscos inerentes a esses ativos, a comprometer sua poupança de longo prazo. Além disso, os investimentos nesses setores poderiam ser alavancados se houvesse isonomia tributária em relação aos investimentos nesses ativos por meio de fundos de investimento, complementando o incentivo inicial.

Note-se, contudo, que a assimetria tributária entre ativos e fundos não se dá apenas na isenção de IR sobre os primeiros. A incidência semestral do “come-cotas” também reduz a competitividade das aplicações realizadas através de fundos de investimento, especialmente aquelas de longo prazo. A antecipação semestral do imposto acaba estimulando investidores a utilizarem os fundos de investimento como veículos mais adequados para aplicações de curto prazo, reduzindo, assim, o benefício da gestão profissional e especializada que a indústria oferece. Juntamente com a “cultura da liquidez diária”, o “come-cotas” também limita a capacidade da indústria de atuar em prol do alongamento de prazos das operações financeiras.

Nesse contexto, a extinção do come-cotas para todos os fundos de renda fixa seria essencial para fortalecer a *performance* da carteira como principal quesito orientador da tomada de decisão dos investidores, evitando que a migração de recursos entre ativos e fundos, ou mesmo dentro da própria indústria, venha a ocorrer em decorrência apenas de estímulos fiscais.

Além das assimetrias tributárias, questões regulatórias e operacionais também acabam reduzindo a competitividade da indústria de fundos, limitando o seu potencial. Assim, embora o arcabouço regulatório tenha conferido a segurança necessária para o crescimento da indústria nos últimos anos, ele acaba tendo uma contrapartida não desprezível sobre o custo, sobretudo para os investidores do varejo, o que também deve ser uma preocupação permanente do regulador.

Nesse sentido, a revisão da Instrução CVM nº 409, ora em curso, traz medidas que devem contribuir para a redução de custos da indústria, sobretudo com o incentivo à utilização de meios eletrônicos para disponibilização de informações, com impactos diretos na sua eficiência. Todavia, conforme abordado na Seção 5, outras exigências também poderiam ser revistas com o objetivo de reduzir custos e aumentar a competitividade da indústria.

Além disso, diante das perspectivas de que a indústria global de recursos assuma um papel cada vez mais relevante e de que os canais de distribuição sejam redesenhados, com o surgimento de plataformas regionais e globais, bem como de gestores globais, é preciso reavaliar o marco regulatório e os mecanismos de investimento estrangeiro do e para o exterior, de forma que a indústria de gestão brasileira esteja bem posicionada para um ambiente de competição internacional.

Nesse sentido, diante do esperado redesenho dos sistemas de distribuição em um ambiente cada vez mais competitivo e com pressão sobre custos, também é extremamente relevante discutir o desenho da indústria de fundos brasileira, incluindo os papéis e responsabilidades de todos os agentes, bem como uma possível diferenciação de regras ou exigências que sejam mais adequadas para determinadas

O debate sobre a estrutura da indústria de fundos brasileira ganha relevância, incluindo os papéis e responsabilidades de todos os agentes, bem como uma possível diferenciação de regras ou exigências.

*É importante
colocar o investidor
no centro do debate,
mudando o foco,
do produto
para o cliente.*

estratégias ou produtos como, por exemplo, regras que estimulem a aquisição de títulos privados de longo prazo.

Por fim e não menos importante, é preciso colocar o investidor no centro do debate, mudando o foco, do produto para o cliente. Nesse sentido, a proposta de aperfeiçoamento da regulação local quanto à classificação de clientes – qualificados e de varejo – válida não só para fundos de investimento, mas para todos os valores mobiliários, contida no *Edital de Audiência Pública CVM nº 3/2014*, parece estimular o debate. Dessa forma, as regras de conduta para o intermediário, os requisitos informacionais dos produtos, de distribuição e de venda, como o *suitability*, poderão diferenciar-se conforme o tipo de cliente.

Como todas essas questões envolvem os interesses de diversos agentes e requerem um debate aprofundado, é fundamental que elas sejam enfrentadas o quanto antes para que a indústria de fundos de investimento brasileira possa se tornar mais competitiva, de modo a desempenhar seu importante papel no desenvolvimento do mercado de capitais e no financiamento de longo prazo no país.

Dessa forma, após a análise das principais questões que impactam a continuidade da evolução da indústria de fundos de investimento pelos agentes de mercado e tendo em vista a importância do seu papel no desenvolvimento do mercado de capitais, a ANBIMA incluiu os seguintes itens em sua agenda estratégica para os próximos cinco anos:

Agenda estratégica para a indústria de fundos de investimento

1. Estrutura da indústria de fundos
 - Discussão sobre papéis e responsabilidades dos participantes/agentes da indústria;
 - Debate sobre as regras e exigências aplicáveis aos diferentes produtos e estratégias;
 - Avaliação sobre a alternativa representada pelos fundos de classes de cotas.
2. Competitividade
 - Mitigação das assimetrias regulatórias e tributárias entre produtos;
 - Simplificação de processos;
 - Redução de custos;
 - Internacionalização, ampliando tanto o volume de investimento no exterior, como a captação de recursos do investidor estrangeiro.
3. Clientes
 - Aperfeiçoamento dos canais de distribuição;
 - Debate sobre a qualificação do investidor;
 - Discussão sobre suitability.

O diálogo com autoridades e reguladores com o objetivo de simplificar produtos e adequar as regras para aplicação de recursos conforme o tipo de cliente parece um bom caminho e tem sido amplamente utilizado. No entanto, para potencializar o seu papel como alavanca do mercado de capitais, a indústria de fundos precisa ser competitiva. Para isso, questões como custos, assimetrias regulatórias e tributárias devem ser enfrentadas, bem como a construção de estruturas e modelos adequados devem estar permanentemente entre as preocupações de agentes de mercado e reguladores.

Para potencializar o seu papel como alavanca do mercado de capitais, a indústria de fundos precisa ser competitiva, o que inclui o enfrentamento de questões como custos, assimetrias regulatórias e tributárias, bem como a construção de estruturas e modelos adequados.

Referências

BOLETIM ANBIMA DE PRIVATE BANKING. Rio de Janeiro: ANBIMA, ano 4, n.5, fev. 2014. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/private-banking/Documents/bol-pb_005_fev_14.pdf>. Último acesso: ago. 2014.

BOLETIM ANBIMA DE VAREJO. Rio de Janeiro: ANBIMA, ano 2, n.2, mar. 2014. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/varejo/Documents/boletim-vesao%202014_final.pdf>. Último acesso: ago. 2014.

BOLETIM ANBIMA FUNDOS DE INVESTIMENTO. Rio de Janeiro: ANBIMA, ano 9, n. 99, jul. 2014. 7 p. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/fundos-de-investimento/Documents/BoletimFI_201407.pdf>. Último acesso: ago. 2014

CONTAS FINANCEIRAS CEMEC: informativo da poupança financeira. São Paulo: IBMEC, set. 2013. 52 p. Disponível em: <<http://www.cemec.ibmec.org.br/download/CEMEC%20INFORMATIVO%20-%20POUPAN%C3%87A%20FINANCEIRA%20-%20Setembro%202013.pdf>>. Último acesso: ago. 2014.

DIDIER, Tatiana; SCHMUCKLER, Sergio L. **Financial development in Latin America and the Caribbean: stylized facts and the road ahead**. [s.l.]: The World Bank, 2013. 61 p. (Policy Research Working Paper n. 6582. Aug. 2013). Disponível em: <<http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-6582>>. Último acesso: set. 2014.

FILGUEIRA, Antônio; JORGE, Caroline. **Novos caminhos, novos olhares**. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2013. 43 p. (Texto para discussão n. 1. set. 2013). Trabalho apresentado no 7º Congresso ANBIMA de Fundos de Investimento. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estudos/texto-para-discussao/Documents/Novos-Caminhos-%20Novos-Olhares.pdf>>. Último acesso: set. 2014.

GOKARN, Subir. Mutual funds and market development in India. **RBI Monthly Bulletin**. [s.l.], 2011. p. 1263-1266. Speech by Dr Subir Gokarn, Deputy Governor of the Reserve Bank of India, at the CII (Confederation of Indian Industry) 7th Edition of Mutual Fund Summit 2011, Mumbai. 22 June 2011. Disponível em: <<http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Bulletin/PDFs/02SPBL090811F.pdf>>. Último acesso: set. 2014.

LIANG, Hsin-Yu.; REICHERT, Alan k. Economic growth and financial sector development. **The International Journal of Business and Finance Research**. [s.l.], v. 1, n. 1, 2007. p. 68-78. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1543402>. Último acesso: set. 2014.

FERNANDO, Deepthi; KLAPPER, Leora.; SULLA, Victor; VITTAS, Dimitri. **The global growth of mutual funds**. [s.l.]: The World Bank, 2003. 44 p. (Policy Research Working Paper n. 3055. May. 2003). Disponível em: <<http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-3055>>. Último acesso: set. 2014.

ASSET Management 2020: a brave new world. [s.l.]: PwC, 2014. 40 p. Relatório publicado em fevereiro de 2014. Disponível em: <<http://www.pwc.com/gx/en/asset-management/publications/pdfs/pwc-asset-management-2020-a-brave-new-world-final.pdf>>. Último acesso: set. 2014.

Sites consultados:

BM&FBovespa

Número de pessoas físicas na BM&FBOVESPA.

Disponível em: www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/download/Historico-Pessoas-Fisicas.xls

ICI - Investment Company Institute

WORLDWIDE MUTUAL FUND ASSETS AND FLOWS FIRST QUARTER 2014.

Disponível em: http://www.ici.org/research/stats/worldwide/ww_03_14.

THE EVOLVING CYBERSECURITY ENVIRONMENT: AN OPERATIONS AND TECHNOLOGY PERSPECTIVE.

Disponível em: http://gmm.ici.org/pdf/14_gmm_cybersecurity.pdf

Tesouro Nacional

BALANÇO DO TESOURO DIRETO

Disponível em: www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/-/balanco-e-estatisticas