

TEXTO PARA DISCUSSÃO

05

Agosto de 2015

8º Congresso ANBIMA de
Fundos de Investimento

Inovar e crescer num ambiente em mudança

Antônio Filgueira e Marcelo Cidade



TEXTO PARA DISCUSSÃO

05

Agosto de 2015

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.

8º Congresso ANBIMA de Fundos de Investimento

Inovar e crescer num ambiente em mudança

Redação

Antônio Filgueira e Marcelo Cidade

Colaboração

Ana Abidor, Ana Paula Mendes, Aloísio Mota, Carolina Bernardo, Gabriel Porto, Isabel Cunha e Marcelo Kukuruzza Mehl

Coordenação

Enilce Leite 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, + 21 3814 3800

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8501 21º andar

CEP 05425-070 + 11 3471 4200

www.anbima.com.br

Resumo

Este quinto número da série Texto para Discussão reproduz os debates ocorridos no 8º Congresso ANBIMA de Fundos de Investimento, realizado nos dias 19 e 20 de maio de 2015, em São Paulo. Entre os principais temas, foram abordados o papel da indústria de fundos de investimento no desenvolvimento do mercado de capitais, os cenários e estratégias de médio e longo prazo, incluindo os investimentos no exterior como alternativa para a diversificação do portfólio, bem como as tendências da regulação internacional sobre a gestão de carteiras. Também foram analisadas as inovações na infraestrutura de mercado e na prestação dos serviços à indústria, as recentes evoluções da regulamentação do segmento previdenciário, como também as perspectivas para o desenvolvimento dos fundos estruturados e dos ETFs. Adicionalmente, foi proporcionada uma visão menos convencional sobre as mais diversas questões da indústria, inspirada em experiências de outras áreas de negócios e de conhecimento, com o objetivo de estimular o desenvolvimento de soluções inovadoras.

Sumário

1. Sumário Executivo.....	5
2. Papel da indústria de fundos de investimento no desenvolvimento do mercado de capitais... 9	
3. Cenários e estratégias de médio e longo prazo.....	15
4. Investimentos no exterior como estratégia de diversificação do portfólio.....	21
5. Regulação: compreendendo o crescente enfoque na regulação na indústria de gestão de recursos e os impactos sobre o mercado brasileiro.....	27
6. Inovação e transformação na infraestrutura de mercado	40
7. Previdência: evolução da regulamentação para as Entidades Abertas e Fechadas de Previdência Complementar	46
7.1 Previdência Aberta	48
7.2 Previdência Fechada.....	52
8. Futuro dos fundos imobiliários frente às perspectivas econômicas.....	58
9. Captação de recursos via FIDC: desafios na originação	61
10. FIP: Diferenças entre os fundos destinados aos investidores não residentes e investidores locais - é possível reuni-los em um mesmo produto?	68
11. ETF: perspectivas para o mercado local.....	72
12. Os desafios do futuro: os novos paradigmas.....	79
12.1 Comunicação e relacionamento: como a indústria pode inovar?	80
12.2 Big Data: como será a tecnologia no futuro?	81
12.3 Reflexões sobre o futuro	83
12.4. Capital humano e geração de valor	85
12.5 Cenário político e institucional.....	87
13. Conclusão.....	88
Programação do 8º Congresso ANBIMA de Fundos de Investimento	90

A evolução da indústria de fundos, suas alternativas para a diversificação de investimentos, além das tendências regulatórias e inovações nos serviços e infraestrutura, em um ambiente de mudanças, foram temas de destaque no 8º Congresso ANBIMA de Fundos de Investimento.

1. Sumário Executivo

O 8º Congresso ANBIMA de Fundos de Investimento¹ debateu, ao longo dos dias 19 e 20 de maio de 2015, a evolução da indústria, aperfeiçoamentos regulatórios, principais desafios e perspectivas, inclusive para os fundos estruturados como o FII, FIDC e FIPs – que contaram com painéis específicos e focados na discussão das mudanças regulatórias promovidas, ou em curso, conforme o caso, nos impactos e necessidade de adequação dos agentes desses mercados. As inovações na infraestrutura de mercado e na prestação dos serviços à indústria também foram avaliadas pelos agentes, que consideraram que ganharão espaço aqueles players que apresentarem boas soluções tecnológicas e executarem tarefas para o usuário, gerando relatórios, controles customizados e apresentando soluções para produtos offshore.

Entre os desafios, a alocação de recursos foi um dos temas discutidos, tendo sido analisadas as alternativas de investimento em um cenário de elevação da taxa de juros, queda da Bolsa, de flexibilização das aplicações no exterior e de estímulos às emissões de dívida corporativa. Além disso, a criação de novos produtos como o ETF e a concorrência enfrentada, sobretudo no segmento de private, de instrumentos financeiros beneficiados por isenção tributária, também fizeram parte da pauta do Congresso que, além de todos esses temas que já fazem parte da agenda institucional, apresentou aos participantes experiências de outros setores da economia e pontos de vista de especialistas de áreas diversas do conhecimento – comunicação, educação, sustentabilidade ambiental e de

¹ Ver programação na p. 91.

A indústria brasileira de fundos responde pelo financiamento de 42% da dívida pública e 30% da dívida privada, e é considerada essencial para o fortalecimento do mercado de capitais.

tecnologia – com o objetivo de estimular os participantes a buscarem soluções inovadoras para o seu dia a dia e compatíveis com a velocidade do mundo moderno. Avaliou-se que inovar com simplicidade e buscar o contato direto com o cliente estão entre os desafios que a indústria terá que enfrentar para se preparar para o futuro.

Os debates ressaltaram a importância da indústria de fundos na canalização da poupança doméstica e externa para os instrumentos de capital e dívida (pública e privada), e, em consequência, para a construção de um mercado de capitais robusto. Como a indústria brasileira de fundos de investimento administra recursos da ordem de R\$ 2,8 trilhões, ou o equivalente a 50% do PIB, e é responsável pelo financiamento de 42% da dívida pública e 30% da dívida privada, ela é reconhecida como um dos principais investidores do segmento de títulos de renda fixa, e sua robustez, considerada essencial para o fortalecimento do mercado de capitais.

Nesse sentido, foram lembrados os recentes aperfeiçoamentos na regulação dos fundos de investimento, entre os quais a revisão da Instrução CVM 409, com a edição da Instrução CVM nº 555, que modernizou diversos aspectos com foco na segurança e eficiência das estruturas. Entre as principais alterações, os panelistas destacaram as relativas à atividade de gestão, transparência das informações, especialmente no que se refere a riscos, bem como à ampliação dos limites para investimento em ativos no exterior, que possibilitará maior diversificação das carteiras, e que traz como contrapartida o aumento de requisitos de segurança quanto à existência desses ativos e a diligências para sua aquisição.

A “nova 306” (Instrução CVM nº 558), que regulamenta a atividade de administração de carteira, também foi citada entre os avanços em termos de controles internos,

Os fundos de investimento evoluíram bastante ao longo dos últimos anos com o reforço importante da autorregulação.

transparência, e de flexibilidade, uma vez que permitiu aos gestores e administradores, inclusive às instituições não financeiras, distribuir cotas de seus próprios fundos. Do ponto de vista da segurança dos investidores, a formalização dos procedimentos de suitability, nos termos da Instrução CVM nº 539, que já eram adotados pelas instituições financeiras em razão de exigências da autorregulação, foi citada como um avanço significativo, na medida em que permite padronizar procedimentos e que passa a haver sanções em caso de inobservância. A norma estabelece que os distribuidores e consultores devem verificar a adequação das suas operações e prestação de serviços ao perfil de seus clientes, o que deve contribuir, na avaliação dos agentes, para formar uma base de clientes mais estável e de investidores de longo prazo.

De acordo com os panelistas, a indústria evoluiu bastante ao longo dos últimos anos e com o reforço importante da autorregulação. Lembrou-se que, no início dos anos 2000, passou-se a exigir mais informações e, em 2002, com o advento da marcação a mercado, foi preciso explicar para o investidor que mesmo fundos de renda fixa poderiam apresentar perdas, o que exigiu melhoras na comunicação e aumento de transparência. A evolução da indústria continuou com a introdução de diversos aperfeiçoamentos, como manuais de marcação a mercado, criação de comitês internos, gestão de risco de liquidez, descentralização dos papéis na indústria e a introdução de procedimentos de suitability. Mais recentemente, o debate vem sendo enriquecido pela pauta internacional, e o foco tem sido o potencial risco sistêmico de fundos e gestores e a forma adequada de tratar a questão no Brasil. Nesse sentido, apontou-se para a necessidade de se rever processos, governança, e identificar fragilidades, sem incorporar receitas prontas, mas estabelecer diretrizes a partir de nosso próprio contexto.

Mesmo com o reconhecimento dos avanços, observou-se que ainda é necessário construir um ambiente de negócios mais favorável a investimentos, com a eliminação das assimetrias tributárias.

Mesmo com o reconhecimento dos vários avanços, inclusive nos segmentos estruturados, conforme debatido nos painéis específicos, avaliou-se que ainda existem desafios importantes para a indústria de fundos de investimento local, entre os quais a necessidade de se construir um ambiente de negócios mais favorável a investimentos na indústria, em especial com a eliminação das assimetrias tributárias que distorcem a rentabilidade dos ativos e afetam a decisão do investidor. Embora se possam compreender as motivações de um governo para incentivar o financiamento de setores específicos da economia, como o agrícola e o imobiliário, concluiu-se que incentivos tributários deveriam ser temporários, ter objetivos claros e seus resultados monitorados e avaliados com rigor. Este é um tema que, pela sua relevância, está sendo conduzido pela Associação no âmbito de uma ampla Agenda Tributária.

Finalmente, os debates ocorridos nesse Congresso buscaram estimular dois olhares distintos e complementares para a indústria de fundos de investimento. Além do olhar técnico, voltado para o debate da agenda da Associação, nossas propostas para fortalecer o segmento e entender os desafios da gestão, também se procurou apresentar um olhar para o ambiente em que operamos a partir de experiências externas, estimulando a reflexão sobre comunicação, tecnologia, comportamento, política e ética, que consideramos importante para entender e nos preparar para as mudanças que afetam todos os negócios. O nosso inclusive.

O principal papel da indústria de fundos de investimento é servir como veículo de canalização da poupança para o financiamento de emissores, governo e empresas, que são os agentes do desenvolvimento.

2. Papel da indústria de fundos de investimento no desenvolvimento do mercado de capitais

O principal papel da indústria de fundos de investimento é servir como veículo de canalização da poupança doméstica e externa para instrumentos de capital e dívida (pública e privada), viabilizando o financiamento de emissores, governo e empresas, que, em última análise, são os agentes do desenvolvimento².

Para os investidores, a aplicação de recursos realizada de forma coletiva por meio de fundos de investimento permite obter ganhos de escala, acesso a mercados que dificilmente acessariam individualmente, maior diversificação de riscos, gestão profissional e maior segurança para suas aplicações. Já a canalização desses recursos por fundos de investimento permite prover liquidez para o financiamento da dívida pública e para a capitalização de empresas por meio do mercado de capitais. Na qualidade de intermediária desse processo e com base em seu dever fiduciário, cabe à indústria de fundos zelar pela poupança dos investidores, alocar os recursos conforme o mandato recebido e gerir os riscos associados aos recursos sob sua administração.

Entre 2002 – início da série histórica de fundos da ANBIMA – e 2015, o patrimônio líquido da indústria aumentou quatro vezes em termos nominais, passando de R\$ 700 milhões para R\$ 2,8 bilhões, colocando a indústria brasileira entre as sete maiores do mundo. Além desse

² ANBIMA, *Texto para Discussão*, nº 3, p. 17.

Apesar do crescimento e da maior diversificação na aplicação dos recursos, a captação líquida da indústria recuou a partir do segundo semestre de 2013, influenciada por fatores relacionados aos cenários doméstico e internacional.

expressivo crescimento, os fundos também mostraram maior diversificação no direcionamento dos recursos que administram. Se, na década de 1980, existiam apenas fundos de ações e, na década de 2000, predominavam os fundos de renda fixa, em 2015 o patrimônio líquido é distribuído entre diferentes categorias da indústria.

Apesar desse crescimento e da maior diversificação na aplicação dos recursos, a captação líquida da indústria recuou a partir do segundo semestre de 2013, influenciada por diversos fatores relacionados aos cenários internacional e doméstico, como a mudança da política monetária norte-americana, seus efeitos sobre a taxa de juros e o aumento da volatilidade dos ativos domésticos. Houve também a mudança na regulamentação, a nova classificação de fundos, a definição da classificação do investidor com base nos ativos financeiros disponíveis para investir – e não mais nos valores mínimos para aplicação por produto –, ajustes nas regras de suitability e a definição mais clara dos papéis dos agentes, que trazem desafios e oportunidades para os gestores locais.

Na avaliação dos debatedores, um dos motivos para a queda da captação líquida a partir de 2013 foi a rápida reversão da trajetória da taxa de juros (de queda para alta), juntamente com a mudança de regras para a composição de carteiras dos fundos da categoria Previdência, que gerou perdas e afastou temporariamente os investidores. Esse movimento também favoreceu um maior direcionamento de recursos para ativos remunerados por taxa de juros pós-fixada e cujos rendimentos são isentos de Imposto de Renda, como a LCA (Letra de Crédito do Agronegócio) e a LCI (Letra de Crédito Imobiliário), que contam com garantia de até R\$ 250 mil pelo FGC, conferindo ao investidor segurança, liquidez e retorno elevado.

A continuidade da modernização do arcabouço regulatório, o fortalecimento da certificação dos profissionais e maior isonomia tributária são considerados fatores importantes para superar as dificuldades do cenário atual.

Os problemas ocorridos em 2013 e 2014, no entanto, são considerados conjunturais. Nesse sentido, a continuidade da modernização do arcabouço regulatório e o fortalecimento da certificação dos profissionais são considerados fatores importantes para superar essas dificuldades. No entanto, a busca por maior isonomia no tratamento dos diferentes ativos financeiros é considerada crucial, tendo em vista que a assimetria tributária observada nos últimos anos reduziu o direcionamento de recursos para a indústria de fundos e impactou, em alguma medida, o financiamento das dívidas pública e privada. Assim, ainda que a isenção fiscal possa ser utilizada para estimular determinados setores da economia, é consenso que esses estímulos devem ser temporários e direcionados estritamente à finalidade pretendida. Nesse contexto, também foi lembrado que a cobrança semestral do Imposto de Renda incidente sobre os rendimentos da carteira dos fundos, o chamado “come-cotas”, coloca os fundos de investimento em desvantagem em relação aos demais ativos no mercado brasileiro.

Apesar disso, a indústria de fundos no Brasil vem apresentando evolução contínua, tendo sido considerada pelos debatedores como a mais transparente no mundo. Como exemplo dessa transparência, foi observado que os fundos de investimento no Brasil “fecham e publicam o Balanço todos os dias”, enquanto, em outras jurisdições, por exemplo, há casos em que o valor da cota só é divulgado a cada seis meses. Além disso, se uma parte importante da crise de 2008 ocorreu dentro da indústria de fundos norte-americana (fundos Money Market), a indústria de fundos brasileira passou praticamente ileso pela crise financeira internacional, com suas carteiras marcadas a mercado diariamente, com absoluta transparência. Diante disso, alguns consideram, inclusive, que o investidor doméstico, ao

investir no exterior, deveria buscar a mesma segurança observada em suas aplicações realizadas no Brasil.

Com características complexas, a indústria de fundos brasileira é bastante regulada, com a exigência de ampla documentação, como termo de adesão, suitability, entre outras salvaguardas.

Com características complexas, a indústria de fundos brasileira é bastante regulada, com a exigência de ampla documentação, como termo de adesão, suitability, entre outras salvaguardas. Já a nova regulamentação dos fundos de investimento (Instrução CVM nº 555), que substituirá a Instrução CVM nº 409, há mais de dez anos em vigor, simplificou regras e a estrutura dos próprios fundos de investimento, refletindo o resultado da parceria entre o regulador e o autorregulador. No caso do Fundo Simples, considerado “produto de entrada” da indústria, por exemplo, será dispensada a aplicação do suitability. Além disso, mesmo com a redução da documentação exigida, com destaque para a eliminação do prospecto, cujas informações já deveriam constar do regulamento ou da lâmina, houve aumento do grau de informação e da segurança. As novas regras para a qualificação do investidor – baseadas no volume de recursos aplicados e não mais no valor mínimo do investimento –, que dividem os investidores em três grupos, profissionais, qualificados e os demais investidores, também são consideradas um avanço.

Apesar da simplificação das regras, a norma ainda é considerada extensa e bastante detalhada. Sobre esse aspecto, os debatedores comentaram que as jurisdições nas quais a regulamentação dos fundos de investimento é mais simples, a indústria local não é tão diversificada. Neste sentido, foi observado que “problemas complexos não possuem soluções simples”. Assim, embora a simplicidade seja um objetivo, a complexidade da indústria brasileira exige cuidados, inclusive com a utilização do suitability para se ofertar o produto correto. A avaliação é de que o crescimento da indústria deve ser construído com segurança, lembrando-se que o investimento em fundos é realizado em condomínio. Dessa forma, parece haver consenso de que a nova

A nova regulamentação dos fundos mostra-se adequada à diversidade de produtos e de investidores, e deve contribuir para que a indústria retome o crescimento, sustentado no tripé transparência, segurança e educação financeira.

regulamentação mostra-se adequada à diversidade dos produtos e investidores dos fundos no Brasil e que deve contribuir para que a indústria retome o caminho do crescimento sustentado no tripé transparência, segurança e educação financeira.

A nova regulamentação também amplia as possibilidades para o investimento no exterior, com a criação de um fundo direcionado para investidores qualificados que poderá aplicar 100% dos recursos no exterior, devendo manter, pelo menos, 67% dos recursos aplicados nesses ativos. Em função da elevada taxa de juros praticada no mercado doméstico, no entanto, a demanda pelos fundos que já aplicam recursos em ativos no exterior tem se concentrado no mercado de renda variável. Além disso, o maior volume das bolsas internacionais e a correlação negativa com a bolsa brasileira têm sido um atrativo para a “degustação” por parte de alguns investidores. Independentemente do mercado a ser acessado, a maior diversificação de investimentos deve favorecer o gestor na geração de “alfa” nas carteiras que administra.

Ainda que a nova classificação de fundos da ANBIMA, demandada pelo mercado e pelo regulador, tenha ampliado o número de tipos de fundos, na avaliação dos debatedores ela reflete a evolução da indústria e possui uma lógica que exigirá a participação de todos os agentes envolvidos, devendo, inclusive, tornar-se uma ferramenta auxiliar na venda. O aumento do número de tipos de fundos, que passará de 27 para 38, reflete, também, a maior diversificação na indústria de fundos brasileira. Na medida em que a indústria e as estratégias utilizadas pelos gestores se sofisticem ainda mais, é possível, inclusive, que esse número aumente.

Um dos desafios da nova classificação é transmitir melhor a ideia de risco e liquidez, introduzindo o conceito de

Um dos desafios da nova classificação é transmitir melhor a ideia de risco e liquidez, introduzindo o conceito de duration para o investidor.

duration para o investidor. Note-se que a maior parte do aumento do número de tipos ANBIMA dos “fundos 409” está concentrada na categoria Renda Fixa e suas diferenciações em função do tipo de risco dos ativos e o prazo do investimento. Assim, embora possivelmente muitos agentes ainda não estejam preparados, a expectativa é de que a nova classificação se torne, também, um instrumento para a educação financeira, de forma a ajudar o investidor a segregar seus recursos entre investimentos de curto e longo prazos, e que esse mesmo investidor compreenda que, dependendo do prazo da sua aplicação, a cota do seu fundo de investimento pode, eventualmente, ficar negativa e voltar a se recompor. A ideia é que a nova classificação transmita esses conceitos com maior clareza para o investidor.

Por fim, vale notar que, após diversas crises e com uma história de taxa de juros elevada, o investidor brasileiro apresenta um perfil conservador no que se refere às suas aplicações. Isso, no entanto, não o impede de “separar” seus investimentos de curto e médio prazos, daqueles direcionados à Previdência, que vêm apresentando crescimento contínuo nos últimos anos. Mesmo diante dos desafios impostos pelo cenário econômico e de algumas limitações impostas pela sólida regulação, a indústria de fundos brasileira oferece um amplo cardápio de alternativas para o investidor. No entanto, cabe notar que a maior diversificação do portfólio do investidor é um longo processo, que muitas vezes é inibido em momentos de alta dos juros, como o atual. Apesar disso, avanços regulatórios na Instrução CVM nº 555, que prevê, inclusive, a divulgação de cotas em prazos mais longos e a ampliação das informações para o investidor, devem favorecer, por exemplo, o maior direcionamento de recursos para ativos de menor liquidez, como os de crédito privado, permitindo à indústria de fundos ampliar sua contribuição para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Considerando o atual contexto, um dos cenários mais desafiadores dos últimos anos, os gestores tiveram que responder ao seguinte questionamento: “Se hoje eu lhe desse R\$ 1 bilhão, onde você o investiria?”.

3. Cenários e estratégias de médio e longo prazo

Atualmente, os gestores brasileiros estão imersos em um dos cenários mais desafiadores dos últimos anos. Ajustes macroeconômicos no plano local, com elevação contínua da taxa de juros nos últimos dois anos, retração da economia e incerteza em relação à economia internacional, marcam o curto prazo. Foi em um contexto de taxa básica de juros de 13,25% a.a. e em elevação; inflação em alta e acima do teto estabelecido pelo regime de metas; taxas de juros internacionais próximas de zero há alguns anos, mas com viés de alta, especialmente nos Estados Unidos; economia brasileira adotando “realismo tarifário” e iniciando um novo ajuste fiscal, mas com desafios para aprovação dessas medidas; queda de 3,2% acumulada pelo Ibovespa nos últimos três anos até maio de 2015; e valorização de 57,2% da taxa de câmbio no mesmo período, que os gestores de recursos debateram os cenários e estratégias de médio e longo prazos, estimulados pela seguinte pergunta do moderador do debate: “Se hoje eu lhe desse R\$ 1 bilhão, onde você o investiria?”

Renda Fixa

Em um cenário como o atual, o desafio não é apenas inovar na oferta de produtos, mas buscar retornos mais elevados. Além da dificuldade para superar a rentabilidade oferecida pela taxa de juros doméstica, atualmente em patamar elevado, retirar o investidor da zona de conforto diante da ampla oferta de produtos que oferecem rendimentos e liquidez elevados também pode ser considerado um desafio. Apesar desse quadro, caso os ajustes em curso na economia brasileira sejam bem-sucedidos, sobretudo o ajuste fiscal, a perspectiva é de que

Com juros e prêmios elevados, os gestores sugeriram alocar em títulos de renda fixa de longo prazo no mercado local e em bolsas estrangeiras.

esse cenário se altere nos próximos anos, com a taxa de juros e a inflação recuando para níveis mais baixos, o que poderia estimular o apetite a risco. No entanto, para responder à pergunta inicial, primeiro é preciso estabelecer o horizonte de disponibilidade dos recursos e, portanto, do investimento, bem como o objetivo de ganho e/ou preservação do valor aplicado.

Diante dos juros e prêmios elevados no mercado doméstico, os gestores sugeriram alocar uma parte dos recursos em ativos de longo prazo em renda fixa local, sendo que alguns indicaram como atrativo o retorno oferecido por títulos como a NTN-B 2019, e outra parte em bolsas estrangeiras. As taxas de juros elevadas no mercado doméstico e a perspectiva de aumento da oferta de títulos de crédito privado, sobretudo daqueles direcionados ao financiamento dos investimentos em infraestrutura, também estão no radar dos gestores, assim como foi observado que muitas cotas de fundos imobiliários estão sendo negociadas abaixo do valor do respectivo lastro, o que indica uma possibilidade de valorização. De qualquer forma, como estratégia de curto prazo, foi sugerido manter a liquidez da carteira e procurar novas oportunidades no caso de sobras de caixa.

Câmbio

Desde o anúncio pelo FED, em maio de 2013, de que se iria reduzir gradualmente a expansão monetária (Quantitative Easing) adotada após a crise de 2008, a possibilidade de elevação dos juros norte-americanos provocou ajustes nos ativos de diversos países, sobretudo nas moedas de países emergentes, como a do Brasil. Embora para alguns gestores, a elevação dos juros norte-americanos já esteja precificada (desde então o câmbio registra desvalorização superior a 50%), há um relativo consenso com relação à tendência de o dólar permanecer

Os gestores não vislumbram uma recuperação consistente da bolsa brasileira no curto prazo, indicando que a perspectiva de retornos atraentes para ações domésticas de companhias de boa qualidade deve ser de três a cinco anos.

valorizado em relação às principais moedas em função da esperada alta dos juros. Há dúvidas, no entanto, a respeito da paridade com o euro, que dependerá do ritmo de crescimento de ambas as regiões. No tocante ao Brasil, foi lembrada a correlação negativa entre a taxa de câmbio e o Ibovespa e que, independentemente de a taxa de câmbio já refletir a esperada alta dos juros norte-americanos, a avaliação é de que, quanto mais ajustada a economia brasileira estiver, menores serão os efeitos dessa medida sobre os ativos brasileiros.

Renda Variável

Com juros acima de 13%, os gestores não vislumbram uma recuperação consistente da bolsa brasileira no curto prazo, indicando que a perspectiva de retornos atraentes para ações domésticas de companhias de boa qualidade deve ser de três a cinco anos. Para isso, será preciso muita disciplina nessas aplicações, ao contrário do que se observou em meados da década anterior, com o boom das commodities e ampla liquidez, o que gerou indisciplina, seguida por um processo de destruição de capital nos anos seguintes. Assim, a melhor decisão não é a busca pelo maior retorno, mas pela prudência.

Apesar de o valor de mercado das empresas domésticas estar abaixo da média histórica e não obstante a falta de perspectiva de alta consistente da bolsa brasileira no curto prazo em função do cenário macroeconômico, situação semelhante à observada na década de 1980, a estratégia recomendada é preparar-se para um “inverno rigoroso”. Mas, em vez de olhar para setores, sugere-se buscar empresas com bons fundamentos, evitando setores muito regulados, ou monopólios/oligopólios em setores com maior previsibilidade de regras. No que se refere à nova metodologia de cálculo do Ibovespa, adotada a partir de 2014, a avaliação é de que,

As ações de multinacionais também são recomendadas, uma vez que essas empresas atuam em diversos países, o que permite aos seus acionistas diversificar investimentos e explorar ganhos nas regiões de maior crescimento.

embora mais consistente, ainda não representa a diversidade de setores presentes na Bolsa.

Em função da baixa perspectiva de retorno no mercado doméstico, o investimento em renda variável no exterior continua sendo recomendado pelos gestores. Embora haja um relativo consenso quanto à necessidade de diversificar esses investimentos, a recomendação pela concentração em determinada região geográfica pode variar. Tendo em vista que os mercados emergentes não têm atraído a atenção do capital estrangeiro, sugere-se olhar para economias “consolidadas”, como a norte-americana, que, apesar de operar em sua máxima histórica, o que poderia indicar uma “bolha”, os múltiplos utilizados para avaliação de mercado das companhias ainda se encontram abaixo dos valores máximos já registrados.

Todavia, há quem defenda uma alocação maior em empresas europeias, uma vez que teriam maior espaço para alta em relação às empresas norte-americanas. As ações de multinacionais também são recomendadas, uma vez que, apesar de serem negociadas em um determinado mercado, essas empresas atuam em diversos países, o que permite aos seus acionistas diversificar investimentos e explorar ganhos nas regiões de maior crescimento. Também se sugere buscar economias menos baseadas em commodities e mais em serviços. Seja como for, a avaliação é de que existem boas oportunidades nesses mercados, e a possibilidade de ampliar o investimento no exterior, trazida pela Instrução CVM nº 555, deve atrair ainda mais a atenção de investidores institucionais e pessoas físicas.

Crédito Privado

Não obstante os desafios impostos pelo cenário macroeconômico, parece haver oportunidades de investimento em crédito privado, tanto no mercado local como em setores do mercado offshore. Isso porque deve ser

A estratégia sugerida para o segmento de crédito privado seria a de selecionar títulos com boas taxas de retorno, diversificando a carteira com ativos de baixo risco de crédito no Brasil e no exterior.

crescente a oferta de ativos no mercado de capitais, o que gera boas oportunidades no mercado. Note-se que em 2014 foram distribuídos cerca de R\$ 37 bilhões em títulos de crédito privado, contra um desembolso de R\$ 180 bilhões por parte do BNDES. Diante da expectativa de queda de 50% do desembolso do BNDES e o estímulo à maior participação do setor privado no financiamento do investimento, é esperado um aumento significativo do volume de títulos de dívida (debêntures, em especial) a serem distribuídos em mercado.

Vale destacar que, além do risco de mercado, esses títulos também embutem o risco de crédito, o que geralmente faz com que ofereçam uma remuneração superior. Apesar das alterações recentes ocorridas no marco regulatório do setor elétrico, importante emissor de títulos de crédito privado no país, que gerou impacto no balanço das distribuidoras, a avaliação é de que o setor já está mais ajustado, com a correção de tarifas, e a tendência anterior de expansão está sendo retomada, o que também se observa no setor de saneamento. Contudo, foi lembrado o efeito que as novas regras de Basileia terão sobre o balanço dos bancos, que deverão observar maior exigência de capital em face das suas operações ativas, para o mercado de capitais.

No entanto, o número restrito de contrapartes e a consequente baixa liquidez ainda são entraves para o desenvolvimento do mercado de títulos de crédito privado no país. Assim, com o objetivo de aumentar a pulverização, foi sugerido o debate sobre uma possível alteração das regras de bookbuilding desses papéis, de leilão holandês para discricionário. O aumento da demanda em função dos spreads poderia contribuir com esse processo.

Portanto, a estratégia apontada para esse segmento seria a de selecionar papéis com boas taxas de retorno, diversificando títulos de crédito de baixo risco no Brasil e exterior. Por fim, foi observado que, apesar dos avanços

trazidos pela Instrução CVM nº 555 e do seu enorme potencial para o financiamento de ativos de crédito privado, a demanda da indústria de fundos por debêntures de infraestrutura (Lei nº 12.431) continua afetada pela assimetria tributária.

O Brasil é um dos países da América Latina com mais baixa aplicação de recursos no exterior e, conseqüentemente, menor diversificação.

4. Investimentos no exterior como estratégia de diversificação do portfólio

O Brasil é um dos países da América Latina com mais baixa aplicação de recursos no exterior e, conseqüentemente, menor diversificação. Esta foi a conclusão dos especialistas que debateram, no 8º Congresso de Fundos de Investimento da ANBIMA, as alternativas para os investidores locais aplicarem fora do país. Enquanto o limite para investimento no exterior pelos fundos de pensão é de 10% no Brasil, esse porcentual chega a 20% no México, 40% na Colômbia e Peru, e 85% no Chile. E, na maioria das vezes, o limite regulatório é subutilizado, sendo de apenas 0,1% do total no Brasil em função de algumas questões que serão tratadas adiante.

Os panelistas citaram pelo menos três razões para aplicar recursos no exterior, sobretudo no mercado acionário. Além de aumentar a exposição a um número maior de ações e regiões, o investimento no exterior também permite obter uma baixa correlação e uma melhor relação risco/retorno quanto ao Ibovespa, além do acesso a ativos ligados a setores pouco representativos no Brasil, como os de Tecnologia da Informação e Saúde.

Argumentou-se que, enquanto o Ibovespa é composto por 68 ações, o MSCI/World é composto por 1617 ações de 23 países distribuídos entre todas as regiões do mundo. Considerando-se que o peso do Brasil no MSCI/World é de apenas 1%, pode-se dizer que 99% das oportunidades de investimento em renda variável estão fora do país. Além disso, considerando-se que a parcela do Brasil no PIB global medido pela paridade do poder de compra é de 3%, também

A experiência dos fundos de pensão do Chile foi citada como prova de que a diversificação ajuda a melhorar a rentabilidade das carteiras.

se pode afirmar que 97% das oportunidades para se capturar o crescimento econômico estão no exterior. Já os dados comparativos de risco e retorno entre o MSCI/World e o Ibovespa em janelas de tempo de 1, 5 e 10 anos mostram uma nítida vantagem para o primeiro e uma baixa correlação entre ambos (veja quadro).

Um erro que deve ser evitado ao selecionar ativos no exterior, segundo os analistas, é a simples escolha por país ou região com o objetivo de diversificação. Muitas vezes, uma empresa multinacional com sede em determinado país tem a maior parte de suas receitas oriundas de outro país ou região. É o caso, por exemplo, da Samsung, que hoje tem a maior parte de suas receitas originadas nos Estados Unidos. Assim, se o processo de escolha não for feito com cuidado, um fundo pode ficar muito exposto a uma determinada região, mesmo tendo papéis de companhias com origem diversificada.

A experiência dos fundos de pensão chilenos

A experiência dos fundos de pensão do Chile foi citada como prova de que a diversificação ajudou a melhorar a rentabilidade das carteiras. Lembrou-se que a autorização para investir no exterior ocorreu em 1990, porém foi utilizada em maior escala a partir de 2002, quando foram criados cinco fundos voltados para a compra de papéis no exterior, em um processo gradual, mas importante para a busca de retorno. Os fundos de pensão chilenos são geridos por administradores privados, que têm um claro mandato estabelecido por lei para maximizar a rentabilidade e a segurança das suas aplicações, em um sistema de contribuição definida, com capitalização individual obrigatória de 10% da renda de cada participante. De fato, dos cerca de US\$ 165 bilhões que administram, apenas 30% se referem aos aportes dos participantes, enquanto 70% representam o retorno dos investimentos realizados.

O investimento no exterior pode ser realizado de forma direta, por mandato a um agente no exterior, ou através de fundos de investimento, sendo que cada uma dessas alternativas apresenta vantagens e desvantagens.

Hoje, segundo os relatos, os fundos de pensão chilenos investem 58% em renda fixa, sendo 44% no país e 14% no exterior, e 41% em renda variável, dos quais 31% em outros países, e o restante em ativos alternativos. Vale notar que, em diversos momentos, o patrimônio dos fundos de pensão alcançou ou até mesmo superou o valor de mercado das empresas negociadas na bolsa chilena, mostrando as limitações de oportunidade de investimento no mercado local, como em 2002, quando teve início o momento de maior crescimento do investimento em ativos no exterior e os limites para investimento no exterior foram gradualmente elevados, até chegar aos 80% a partir de 2011. Na renda variável estrangeira, a Ásia é a região que recebe a maior parte dos recursos, 17% do total da carteira, seguida pela América, com 11%, e 3% para a Europa, o que permite acessar mais de nove mil empresas, contra apenas cem empresas locais. Na renda fixa estrangeira, 5% da carteira são direcionados para títulos de mercados emergentes, 5% para high yield, 2% para bônus conversíveis e 1% para títulos com grau de investimento, o que permite um acesso a mais de dois mil emissores.

Foi explicado que o investimento no exterior pode ser realizado de forma direta, por mandato a um agente no exterior, ou através de fundos de investimento. Cada uma dessas alternativas apresenta vantagens e desvantagens. O acesso direto permite o controle total dos investimentos, mas requer o desenvolvimento de muitos processos e apresenta uma grande complexidade operacional. Atribuir um mandato a um agente no exterior, por sua vez, permite ter acesso a uma administração especializada para cada estratégia, com redução de custos e visibilidade dos ativos da carteira. Em contrapartida, requer uma elevada demanda operacional, que muitas vezes pode dificultar, inclusive, o cumprimento de normas. Já os fundos de investimento, além de oferecerem uma administração especializada para cada estratégia, são

Já os fundos de pensão brasileiros ainda estão na “curva de aprendizagem” no que se refere a aplicações no exterior.

veículos supervisionados localmente, com visibilidade pública das suas rentabilidades e mais flexíveis para mudanças na alocação dos recursos. O menor acesso à composição de suas carteiras, porém, é considerado um dos principais desafios para o cumprimento de normas pelos fundos de pensão chilenos. No entanto, além do contato com as equipes de investimento dos grandes administradores globais de recursos, esse processo também tem favorecido a capacitação e a transferência de tecnologia aos fundos de pensão chilenos.

Em resumo, concluiu-se que o investimento no exterior permitiu não apenas melhorar a eficiência das carteiras, fundamental para aumentar a rentabilidade dos fundos de pensão, mas também para melhorar seus processos de investimento.

Fundos de pensão no Brasil

Já os fundos de pensão brasileiros, de acordo com um dos panelistas, ainda estão na “curva de aprendizagem” no que se refere a aplicações no exterior. A baixa valorização do Ibovespa nos últimos anos estimula esse processo, mas, apesar do limite de 10%, apenas 0,1% do PL dos fundos de pensão são alocados nesses ativos, pois existem vários desafios para investir no exterior. A necessidade de convencer o acionista, aprovar em assembleia e treinar equipes explica a lentidão do processo no Brasil, que deve continuar evoluindo. Outro ponto é que a norma (Resolução CMN nº 3.792) exige que os fundos de pensão tenham, no máximo, 25% de participação também nos fundos locais que investem no exterior, o que muitas vezes requer o estabelecimento de parcerias locais entre os próprios fundos de pensão para a realização desse investimento.

Em função disso, segundo os relatos, quinze fundos de pensão se reuniram no Rio de Janeiro, em 2012, e acordaram realizar investimentos no exterior de forma

Se, na renda variável, o catalizador para a alocação no exterior foi a combinação da permissão regulatória com a má performance do mercado local de ações, na renda fixa, a tendência é de que o direcionamento para o crédito privado no exterior seja encorajado pela falta de liquidez do mercado local.

conjunta. Diferentemente do Chile, cuja alocação de recursos é feita com base na seleção de países ou regiões, a busca no Brasil é por ativos globais. Diante da elevada taxa de juros doméstica, que reduz a atratividade do investimento em renda fixa no exterior, do fraco desempenho das ações no mercado local e do tratamento desfavorável aos acionistas minoritários no Brasil, foi decidido investir em ações no exterior, tendo como benchmark índices de ações globais e sem proteção contra variações cambiais, por entenderem que o risco da moeda é inerente a um investimento offshore. Esse foi o ponto de consenso para começar, mas, com o tempo, haverá espaço para aperfeiçoamentos. Se, na renda variável, o catalizador para esse processo foi a combinação da permissão regulatória com a má performance do mercado local de ações, na renda fixa, a tendência é de que o direcionamento para o crédito privado no exterior seja encorajado pela falta de liquidez do mercado local.

No que se refere ao risco da moeda associado ao investimento no exterior, a solução encontrada pelos administradores é adotar estratégias diferentes de acordo com o tamanho da exposição. No caso de exposições pequenas, em torno de 5%, em geral não se faz o hedge. No caso de exposições superiores a 10%, cabe ao investidor escolher se quer ou não fazer o hedge, de acordo com os analistas. Para alguns, há também a alternativa de dar liberdade ao gestor para sair da estratégia de proteção da moeda e voltar sempre que julgar necessário. Vale sempre ressaltar que se o hedge não for bem feito, pode, inclusive, atrapalhar a estratégia. Para isso, é preciso identificar o papel da moeda na atribuição de performance do investimento, isto é, se é neutra, passiva ou ativa.

Finalmente, foi observado que a maior flexibilidade para investir no exterior (Instrução CVM nº 555) deverá permitir ao investidor qualificado diversificar seus investimentos e, com isso, contribuir para reduzir o problema

A maior flexibilidade para investir no exterior promovida pela Instrução CVM nº 555 deverá permitir ao investidor qualificado diversificar seus investimentos e, com isso, contribuir para reduzir o problema do limite de concentração dos recursos dos fundos de pensão em fundos de investimento (25%).

do limite de concentração dos recursos dos fundos de pensão em fundos de investimento (25%). Assim, a avaliação é de que a abertura poderá trazer benefícios mútuos para o mercado local e de destino dos investimentos.

A percepção do painel de regulação é de que a indústria de gestão de recursos passa por um momento único no Brasil. Foram atualizadas as normas de administração de carteira de valores mobiliários e dos fundos de investimento, além das regras de suitability.

5. Regulação: compreendendo o crescente enfoque da regulação na indústria de gestão de recursos e os impactos sobre o mercado brasileiro

A percepção geral entre os especialistas que participaram do painel sobre regulação é de que a indústria de gestão de recursos passa por um momento único no Brasil. Recentemente foram atualizadas as normas que regulam a administração de carteira de valores mobiliários e os fundos de investimento (Instruções CVM nº 306 e nº 409, respectivamente). Também foram atualizadas as regras de suitability, com destaque para a classificação do investidor, que passou a ser baseada nos ativos financeiros disponíveis para investimento e não em valores mínimos para aplicação conforme o produto. Todas essas revisões seguiram os pilares que sempre nortearam a legislação brasileira: monitoramento, transparência, dever fiduciário e controle de risco, que são a marca registrada da indústria de fundos brasileira e que a diferenciam nos fóruns internacionais.

Desde 2008, o G-20 vem discutindo soluções financeiras para mitigar os potenciais fatores de risco para a ocorrência de crises financeiras. O foco inicial do FSB (Financial Stability Board) foi voltado para o setor bancário. Mais recentemente, esse foco foi direcionado para o mercado

Consulta do FSB e da Iosco sobre potencial risco sistêmico da indústria de fundos e a possibilidade da atuação de alguns segmentos como shadow banking (market based finance) não é bem aceita pelo mercado.

de capitais e, em particular, para a indústria de fundos e de gestão de recursos. Há um ano houve uma primeira consulta do FSB e da Iosco com foco no potencial risco sistêmico da indústria de fundos e a possibilidade da atuação de alguns segmentos como shadow banking (agora denominado market based finance). A consulta procurou mapear possíveis segmentos com pouca transparência e potencial risco sistêmico. Essa consulta não foi bem aceita pela indústria e pelos reguladores, entre outros motivos, por propor a utilização de indicadores de tamanho para mensurar a relevância sistêmica dos fundos de investimento.

Foi então formulada uma nova consulta pública, menos voltada para a questão dos volumes e mais sobre os próprios gestores de recursos e sua capacidade de controle de riscos, cujo prazo de entrega se encerrou em 29 de maio de 2015. A ANBIMA enviou uma resposta sobre a experiência brasileira, contemplando a visão de que a indústria de fundos no Brasil é sólida e bem regulada. Embora questões como alavancagem e market based finance, já sejam tratadas por regulação ou autorregulação, é preciso se manter atento ao tema e buscar sempre o aperfeiçoamento de nossa indústria, particularmente diante da tendência de crescimento do investimento no exterior.

Visão do ICI sobre a consulta do FSB e da Iosco sobre risco sistêmico

De acordo com Dan Waters, Diretor do ICI Global, a indústria de fundos no mundo administra hoje um volume de recursos sem precedentes, da ordem de US\$ 33 trilhões. No entanto, esse crescimento também veio acompanhado de uma revisão mais profunda da regulamentação do segmento, com grande possibilidade de aumento de exigências e controles. Especificamente, esforços estão em curso, tanto em âmbito global como nacional, para avaliar se os fundos e seus gestores apresentam risco sistêmico. Segundo o

“Risco sistêmico é o risco de uma empresa ou grupo de empresas apresentar problemas e comprometer a capacidade de o sistema financeiro canalizar capital de investidores para os mutuários, causando danos para a economia como um todo”.
(Dan Waters)

palestrante, até agora esses esforços têm afetado principalmente os fundos da Europa e dos EUA. No entanto, o debate em torno dos fundos de investimento e da estabilidade financeira não é regional, mas global, com implicações muito reais para os fundos e seus investidores em todo o mundo, especialmente no Brasil.

Primeiro, segundo ele, é preciso entender o que é risco sistêmico. Embora não exista uma única definição, a explicação mais abrangente seria o risco de uma empresa ou grupo de empresas apresentar problemas e comprometer a capacidade de o sistema financeiro canalizar capital de investidores para os mutuários, causando danos para a economia como um todo. Isso ocorreu em 2008, com importantes repercussões. Em resposta, os governos deram aos reguladores ampla autoridade para monitorar o risco sistêmico e uma gama de ferramentas para lidar com isso.

Uma das ferramentas citadas é o poder de designar uma entidade financeira como uma instituição financeira sistemicamente importante, ou Sifi. A Sifi é uma instituição cuja falência desordenada poderia colocar em risco a estabilidade do sistema financeiro como um todo. Dessa forma, uma vez designada Sifi, a instituição pode ser submetida a uma regulação específica e fiscalização mais intensa. Diversas jurisdições internacionais, por exemplo, definem requerimentos de capital adicionais para bancos definidos como sistemicamente relevantes (seja em escala doméstica ou global). Além disso, uma Sifi pode ser obrigada a contribuir para um fundo que tenha o objetivo de auxiliar outra Sifi em dificuldades.

Nos Estados Unidos, segundo Dan Waters, o FSOC (Conselho de Supervisão de Estabilidade Financeira) tem o poder de designar uma instituição como Sifi, e atualmente está analisando se os fundos dos EUA ou as suas atividades representam um risco sistêmico. No nível global, o FSB

*O FSB e a Iosco
estão elaborando
uma metodologia
para designar
intermediários
financeiros não
bancários, que
poderia ser aplicada
pelos reguladores
nacionais aos
fundos de
investimento ou
seus gestores.*

(Conselho de Estabilidade Financeira) e a Iosco (Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários) estão elaborando uma metodologia para designar intermediários financeiros não bancários, que poderia ser aplicada pelos reguladores nacionais aos fundos de investimento ou seus gestores.

Foi ressaltado que o FSOC e FSB têm avaliado como os bancos contribuem para o risco sistêmico e, mais recentemente, avaliando a possível relação entre as atividades de gestão de recursos e shadow banking. Segundo Dan Waters, o termo banking (bancário) seria um equívoco, pois a gestão de ativos é bastante regulada e fundamentalmente diferente da atividade bancária.

O argumento é de que noventa por cento dos recursos de um banco norte-americano vêm de depósitos e instrumentos de dívida, que são utilizados para financiar empréstimos ou comprar títulos. O banco recebe juros sobre esses ativos e utiliza os rendimentos para pagar juros aos depositantes e credores. Esses depósitos e empréstimos têm um valor nominal definido que não flutua, o que cria um conjunto fixo de passivos. O valor dos investimentos do banco ou de seus ativos, no entanto, flutua. Tendo em vista que o valor dos ativos pode variar, mas seu passivo não, os bancos alocam capital para absorver as mudanças nos valores dos ativos e para proteger os depositantes e credores em caso de perdas. Caso um banco não tenha capital suficiente para absorver uma grande queda no valor dos seus ativos, seus credores e depositantes podem sofrer perdas. Assim, a conclusão é de que um banco assume todo o risco na alocação de recursos.

Além disso, os bancos dependem de depósitos e outros empréstimos para financiar seus balanços, o que amplia os efeitos sobre o seu capital próprio quando os preços dos ativos mudam. Isso também é conhecido como

“Ao contrário dos bancos, que colocam seu próprio capital em risco, os gestores investem em nome de seus clientes e todo o risco é do investidor final”. (Dan Waters)

alavancagem e é regularmente mensurado. Assim, os bancos, segundo Waters, são altamente alavancados, o que os deixa ainda mais suscetíveis a mudanças no valor dos seus ativos.

Já a atividade de gestão de ativos é fundamentalmente diferente da atividade bancária, diferenças que estão no centro do debate sobre risco sistêmico. A gestão de ativos pode se dar por meio de veículos de investimento ou de uma carteira própria de títulos e valores mobiliários. A principal diferença entre essas alternativas é que, em um veículo de investimento, como um fundo mútuo, os investidores não possuem diretamente os valores mobiliários. Já, em uma carteira, os investidores detêm os títulos diretamente. Em nenhum dos casos o gestor possui a propriedade dos títulos ou valores mobiliários. Ao contrário, os títulos são detidos pelo fundo ou pelo investidor, em sua carteira própria, e mantidos em custódia por um terceiro. Dessa forma, os investidores delegam ao gestor um mandato de investimento para os seus ativos, que norteia a forma como serão geridos. Assim, em um fundo de investimento, os investidores absorvem todos os ganhos ou perdas, e não o gestor.

Ao contrário dos bancos, que colocam seu próprio capital em risco, os gestores investem em nome de seus clientes e todo o risco é do investidor final, conforme ressalta Dan Walters. Além disso, os gestores de recursos geralmente não assumem riscos de investimento em seu próprio balanço e não garantem ou prometem determinada taxa de retorno. Ele nota, ainda, que os fundos utilizam pouca ou nenhuma alavancagem, o que reduz o risco potencial para o mercado de ativos, ao contrário dos bancos, que seriam altamente alavancados, o que é um atributo inerente a sua atividade.

Assim, embora os fundos e os seus gestores tenham perfis de risco substancialmente diferentes dos bancos, não

Embora os fundos e os seus gestores tenham perfis de risco diferentes dos bancos, não apresentando relevância sistêmica, alguns reguladores continuam preocupados com outras maneiras pelas quais os fundos de investimento poderiam desestabilizar o sistema financeiro.

apresentando, nesse aspecto, relevância sistêmica, alguns reguladores continuam preocupados com outras maneiras pelas quais os fundos de investimento poderiam desestabilizar o sistema financeiro. Entre as teorias citadas está a de que os investidores de fundos agem como rebanho (efeito manada), e que os fundos criam uma vantagem para o investidor que resgata suas cotas antes dos demais (first mover advantage).

Waters relatou que, dado o longo período de baixas taxas de juros nos EUA e diante da perspectiva de alta, algumas entidades reguladoras estão preocupadas com o possível comportamento de rebanho dos investidores em fundos de renda fixa. No entanto, elementos empíricos, sobre como os investidores desses fundos se comportam, refutam essa teoria. Os dados mostram que os recursos oriundos do resgate de um fundo muitas vezes são imediatamente reinvestidos em outro fundo. Isso ocorre porque os investidores têm a intenção de manter sua exposição ao mercado, no perfil de investimento que eles estabeleceram, e tendem a ser muito estáveis, uma vez que boa parte acumula recursos para suas necessidades de longo prazo, como aposentadoria, que representam 53% do patrimônio total dos fundos de ações e de renda fixa no país.

Quanto à hipótese de que a estrutura dos fundos mútuos oferece vantagens para o investidor que resgata primeiro e que, em momentos de estresse financeiro, poderia constituir um incentivo e levar a corridas, Waters lembra que os fundos são obrigados a marcar a mercado suas carteiras em uma base diária, utilizando métodos de precificação e valorização justa. Outra forma que os fundos norte-americanos utilizam para gerenciar custos de transação relacionados aos primeiros resgates é impondo taxas para os investidores que deixam um fundo em prazo inferior ao estipulado. Além disso, a maioria desses fundos tem o direito de pagar o resgate em títulos de sua carteira, no caso de

investidores com elevada participação no fundo e que queiram receber seu resgate rapidamente.

*Recentemente,
o FMI divulgou
relatório
argumentando que
os fundos
domiciliados em
países
desenvolvidos
podem amplificar
choques para os
mercados
emergentes, como o
Brasil,
desestabilizando,
assim, os seus
mercados.*

Assim, embora essas teorias possam ser refutadas, Waters ressalta que, de fato, a liquidez, especialmente no mercado de títulos, tem sido motivo de grande preocupação para os reguladores. Recentemente, segundo ele, o FMI divulgou um relatório argumentando que os fundos domiciliados em países desenvolvidos podem amplificar choques para os mercados emergentes, como o Brasil, desestabilizando, assim, os seus mercados. Esse risco estaria crescendo porque os fundos e seus investidores vêm acumulando elevados rendimentos com títulos de dívida de mercados emergentes. De acordo com o FMI, quando as taxas de juros sobem, os investidores de fundos de renda fixa podem tentar resgatar todas as suas cotas ao mesmo tempo, criando uma crise de liquidez que poderia, em última análise, prejudicar o sistema financeiro de um país de mercado emergente.

Na última década, embora os fundos tenham contribuído para o aumento do fluxo de capitais para os países emergentes, eles não adicionaram risco sistêmico a esses mercados. Isso porque, de acordo com Waters, a participação no valor total de títulos de mercados emergentes é relativamente pequena (em 2013, os fundos regulamentados³ respondiam por apenas 4,3% do total da dívida dos países emergentes); a base de investidores é estável; e a carteira desses fundos é diversificada, com títulos de diferentes países.

Segundo o panelista, quando se observam especificamente as compras líquidas de títulos brasileiros por fundos regulamentados, nota-se que elas são pequenas em comparação com os fluxos de outros investidores estrangeiros. Além disso, os fluxos de fundos

³ Exclui os hedge funds, fundos soberanos e fundos de pensão.

Dadas as crescentes preocupações dos reguladores com o risco sistêmico que a gestão de ativos pode gerar, não pode ser descartada a possibilidade de que fundos e gestores de outros países, inclusive do Brasil, também sejam designados como Sifi.

regulamentados são muito mais estáveis do que os de outros investidores estrangeiros. Assim, os fundos regulamentados representam uma base pequena e estável de investidores em títulos brasileiros. Além disso, de acordo com pesquisa ICI Global, no final de 2014 fundos regulamentados norte-americanos e europeus possuíam maior volume alocado em ações brasileiras (US\$ 92 bilhões) do que em títulos de renda fixa brasileiros (US\$ 40 bilhões).

No mesmo período, a indústria de fundos do Brasil administrava um patrimônio de cerca de US\$ 1 trilhão, sendo que mais da metade, US\$ 570 bilhões, estava aplicada em fundos de renda fixa, enquanto apenas US\$ 70 bilhões eram investidos em fundos de ações. Assim, ele avalia que, quando as taxas de juros globais aumentarem, a resposta dos investidores de fundos de renda fixa brasileiros provavelmente será mais importante para a estabilidade financeira do Brasil do que a resposta de investidores de fundos de renda fixa da UE ou dos EUA. Até o momento, os reguladores globais não têm focado na resposta dos investidores de fundos brasileiros, mas não se pode descartar que isso venha a acontecer, particularmente quando se leva em conta o tamanho dos fundos de renda fixa brasileiros.

Apesar desses dados e argumentos, o debate em torno da gestão de ativos e risco sistêmico continua e se intensificar. Até o momento, a metodologia proposta pelo FSB e Iosco para a identificação e designação de fundos ou os seus gestores como Sifis globais só atinge os fundos da UE ou dos EUA. No entanto, de acordo com Waters, dadas as crescentes preocupações dos reguladores com o risco sistêmico que a gestão de ativos pode gerar, não pode ser descartada a possibilidade de que fundos e gestores de outros países, inclusive do Brasil, também sejam designados como Sifi. A eventual designação poderia resultar em reguladores nacionais impondo requisitos de capital que

“Minar a diversidade financeira por imposição de uma regulamentação bancária sobre os participantes do mercado de capitais poderá dificultar o seu desenvolvimento e crescimento, assim como o da economia”. (Dan Waters)

nunca foram aplicados a fundos e que não se encaixam em seu modelo de negócios. Também poderia significar um regime de “supervisão prudencial reforçada” que acabaria por penalizar os investidores, distorcer o mercado de fundos, e comprometer o importante papel dos fundos de investimento para ajudar a desenvolver e fortalecer os mercados de capitais.

Assim, Waters conclui que minar a diversidade financeira por imposição de uma regulamentação bancária sobre os participantes do mercado de capitais poderá dificultar o seu desenvolvimento e crescimento, bem como o da economia.

Outras considerações sobre a consulta do FSB e da Iosco sobre risco sistêmico

No que se refere às recomendações efetivas do FSB para inibir o chamado shadow banking, o Sr. Leonardo Pereira, presidente da CVM, em seu discurso de abertura do segundo dia do Congresso, observou que os fundos de investimento no Brasil, constituídos sob a forma de condomínio, não intermediam crédito, devem observar o balanceamento de ativos e passivos e não podem dar ou receber empréstimos. A maioria das operações de derivativos é feita em ambiente de contraparte central com chamadas de margem diárias, e a CVM monitora sistematicamente a alavancagem dos fundos. Além disso, todos os fundos, seus gestores e administradores são registrados. Suas cotas são marcadas a mercado e refletem o valor dos ativos subjacentes. A regulamentação do segmento também vem evoluindo de forma a melhorar a governança e a transparência e tem sido sempre bem avaliada nos fóruns internacionais.

Na opinião de um dos panelistas, apesar de as estruturas de risco dos fundos de investimento e de seus gestores serem radicalmente diferentes daquelas dos

A possibilidade de haver incentivo para arbitragens regulatórias no segmento de gestão de recursos decorrente da elevação das exigências para os bancos poderia estar levando o FSB a intensificar o seu foco sobre o risco sistêmico.

bancos, duas razões poderiam estar levando o FSB a intensificar o seu foco sobre essa questão. A primeira é que, ao elevar as exigências para os bancos, poderia haver um incentivo para arbitragens regulatórias no segmento de gestão de recursos que vem crescendo de forma significativa no mundo, o que poderia aumentar o risco sistêmico. A outra é que o fórum formado pelo FSB, Work Stream 3, é majoritariamente composto por técnicos de alta qualificação, porém oriundos de Bancos Centrais, com visão predominante de regulador bancário. Sobre o risco potencial dos fundos de renda fixa no Brasil, foi lembrado que suas carteiras são predominantemente formadas por títulos públicos, o que mitiga o risco sistêmico.

Foi argumentado ainda que existem diversas críticas, inclusive dentro do próprio grupo formado pelo FSB sobre os critérios de materialidade desta segunda consulta, que desenvolveu uma abordagem distinta para designar fundos e gestores como Sifi. No caso dos fundos tradicionais, foram definidas duas hipóteses: 1) fundos com patrimônio líquido igual ou superior a US\$ 30 bilhões e alavancagem superior a três vezes o PL; 2) fundos com valor bruto administrado superior a US\$ 200 bilhões, dominantes no mercado onde atuam (isto é, com negociação habitual superior a 0,5% da classe de ativo correspondente ou de venda definitiva superior a 5% do mercado na classe de ativo correspondente). No caso dos gestores de recursos: 1) apresentar US\$ 100 bilhões em recursos próprios; 2) gerir recursos em volume superior a US\$ 1 trilhão. Uma vez que um fundo ou gestor ultrapasse estes critérios de materialidade, caberia a um conjunto de supervisores classificá-las ou não como Sifi. Neste caso, as autoridades se valeriam de um conjunto amplo de indicadores para avaliar a interconectividade, dominância de mercados, complexidade e atuação internacional destas instituições.

O Brasil estará preparado para enfrentar o risco sistêmico se demonstrar ou buscar a excelência em quatro aspectos: marcação a mercado, gerenciamento de liquidez, controle e gestão de alavancagem e investimento em crédito privado por fundos.

De acordo com um dos panelistas o Brasil estará preparado para enfrentar o risco sistêmico se demonstrar ou buscar a excelência em quatro aspectos:

1) marcação a mercado, que reduz a possibilidade de efeito manada e também minimiza a chance do first mover advantage, criando quase uma indiferença entre a decisão de resgatar ou permanecer no fundo. O Brasil está avançado em relação a esse aspecto, mas a “barra regulatória” sempre aumenta, sendo necessário mostrar excelência e um aperfeiçoamento contínuo, como no caso da precificação de ativos ilíquidos;

2) gerenciamento de liquidez, que já é tratado pelo art.65-B da Instrução CVM nº 409, de forma a estar preparado para momentos de estresse⁴;

3) controle e gestão de alavancagem, discussão em que o Brasil pode se tornar referência para todos os reguladores no mundo. Atualmente os fundos não podem tomar empréstimos, operam com derivativos com chamadas de margem, e os derivativos de balcão são registrados, de forma que há informações sobre todas essas operações no Brasil, fruto de parcerias com a Bolsa e com a Cetip; e

4) investimento em crédito privado por fundos. Embora o processo de originação do crédito por fundos estruturados seja diferente dos bancos, se mal feito pode ter efeitos ruins (originar para distribuir), conforme ocorrido no passado com os FIDCs, antes da edição da Instrução CVM nº 531. A norma, que segregou as funções dos agentes que atuam naquele mercado, foi complementada pelo Ofício-Circular nº 6, que traz orientações de boas práticas para a aquisição de ativos de créditos privados.

Na realidade, a discussão sobre a separação dos recursos próprios dos recursos de terceiros já ocorreu há

⁴ O tema também foi objeto do Ofício-Circular CVM/SIN nº 2, de 9 jun. 2015.

Apesar da longa história de aprimoramentos na indústria de fundos de investimento brasileira, é preciso se preocupar com o impacto dessa consulta e a possibilidade de se gerar um retrocesso, como a exigência de capital mínimo para gestores de recursos.

vinte anos no Brasil. De fato, a indústria evoluiu bastante ao longo desse tempo. No início dos anos 2000 a autorregulação passou a exigir mais informações e, em 2002, com o evento da marcação a mercado, foi preciso explicar para o investidor que mesmo fundos de renda fixa poderiam apresentar perdas, o que exigiu melhoras na comunicação e aumento de transparência. Em 2004 houve a troca do regulador bancário (Banco Central) para um regulador focado no mercado de capitais e em fundos (CVM). Desde então ocorreram diversos aperfeiçoamentos, como manuais de marcação a mercado, criação de comitês internos, gestão de risco de liquidez e descentralização dos papéis da indústria. Recentemente foram ampliados os limites para investimentos no exterior, o que deve ser feito com a mesma prudência com que se investe no Brasil. Esse processo deverá ser fortalecido pelo suitability, de forma que o investidor entenda os riscos desse investimento.

No que se refere à supervisão de fundos e à gestão de liquidez, em particular, foi ressaltado que a maior parte das carteiras dos fundos de investimento ainda é formada por títulos públicos. Quanto aos títulos privados, comentou-se que ter histórico de default com recuperação do crédito é melhor do que não ter experiência de default.

No entanto, apesar dessa longa história de aprimoramentos na indústria, é preciso se preocupar com o impacto dessa consulta e a possibilidade de se gerar um retrocesso, como a exigência de capital mínimo para gestores de recursos. Nos EUA, o FED está avaliando a possibilidade de designar como SIFI os catorze maiores gestores de recursos e que respondem por metade de sua indústria. Se isso ocorrer, pode representar uma tendência para outras jurisdições e, na próxima crise, o FED poderia limitar ou impedir os resgates nos fundos geridos por essas instituições.

*É preciso
comprovar com
dados e fatos que
os processos
funcionam com
segurança, estando
sempre aberto para
aperfeiçoamentos.*

Diante disso, questionou-se se o formulário de referência exigido no Brasil pela Instrução CVM nº 558, juntamente com aperfeiçoamentos na governança, não seriam suficientes para tratar o potencial risco sistêmico dos fundos e gestores brasileiros de forma adequada. Nesse sentido, apontou-se para a necessidade de se rever processos, governança, e identificar fragilidades, sem “comprar” manuais, mas fazer os seus próprios. A conclusão foi de que é preciso comprovar com dados e fatos que os processos funcionam com segurança, estando sempre aberto para aperfeiçoamentos.

6. Inovação e transformação na infraestrutura de mercado

Nos últimos anos houve avanços no segmento de infraestrutura do mercado de capitais, tanto do ponto de vista da regulação, como da autorregulação, em linha com os requerimentos observados nos mercados globais.

As atividades de Infraestrutura do mercado de capitais vêm adquirindo crescente importância dentro das instituições e têm atraído cada vez mais a atenção dos reguladores. Nos últimos trinta anos, conforme relatado pelos painelistas, houve grande evolução do segmento, que passou por um processo de substituição de inventários físicos para o uso mais intensivo dos meios eletrônicos. Além disso, também houve avanços nos últimos anos, tanto do ponto de vista da regulação, como da autorregulação, em linha com os requerimentos observados nos mercados globais. Esse fator é considerado positivo, tendo em vista o grande crescimento previsto para a indústria de serviços qualificados nos próximos anos que, se por um lado gera oportunidades, por outro demanda grandes desafios tecnológicos, regulatórios e a necessidade cada vez maior de qualificação das equipes.

De acordo com o Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas – Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais⁵, o serviço de custódia qualificada é responsável pela liquidação física e financeira dos ativos, sua guarda, bem como pela administração e informação de eventos associados a esses ativos. Já o serviço de controladoria é responsável pela execução de processos que compõem a controladoria dos ativos e passivos, bem como pela execução de procedimentos contábeis. As atividades de controladoria do passivo e contabilidade, no entanto, se

⁵ Esse código consolidou o de autorregulação de serviços de custódia qualificada, criado em 2004, e o de autorregulação para serviços qualificados ao mercado de capitais, de 2008.

A regulação foi considerada o driver para os processos de inovação no mercado e fonte para o descobrimento de novos caminhos.

aplicam somente aos fundos de investimento. Em 2015, o Código está sendo revisto para a inclusão de diligências dos custodiantes com relação a FIDCs, o Serviço de Escrituração de Ativos e aprimoramento dos processos de Custódia e Controladoria. Em março, o volume de ativos custodiados era de R\$ 4,4 trilhões e o de ativos controlados, de R\$ 5,2 trilhões, de acordo com os relatos.

A regulação foi considerada o driver para os processos de inovação no mercado e fonte para o descobrimento de novos caminhos. O tema ganhou relevância após a crise de 2008, sendo que o primeiro passo da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para o fortalecimento deste mercado foi a reforma da Instrução CVM nº 356, que regulamenta a constituição e o funcionamento de FIDCs (fundos de investimento em direitos creditórios), em que foram definidos requisitos diferenciados para a custódia dos recebíveis desses fundos.

Posteriormente, foi realizada a reforma da Instrução CVM nº 89, que dispõe sobre a prestação de serviços de ações escriturais, de custódia de valores mobiliários e de agente emissor de certificados. A Instrução foi desmembrada em três novas normas (Instruções CVM nº 541, 542 e 543) que tratam das atividades de depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários, estabelecendo uma cadeia de responsabilidades entre esses prestadores de serviço. As normas, que entraram em vigor em 1º de julho de 2014 e passam a ser obrigatórias a partir de 1º de janeiro de 2016, requerem a existência de políticas, procedimentos e controles internos relacionados à prestação dos serviços, de forma a se aproximar dos requerimentos da regulação dos mercados globais.

Ainda, nesse contexto, foi ressaltada a diferença entre registro e depósito de valores mobiliários. Enquanto o registro possui caráter meramente informacional, não

As tendências para o mercado de securities services no Brasil revelam que a crescente regulamentação dos serviços é um fenômeno global que auxilia a aproximação e a harmonização de práticas entre os países.

garantindo a existência do ativo, o depósito efetivamente garante a imobilização do ativo na depositária central em um regime de propriedade fiduciária.

Já a reforma da Instrução CVM nº 409, que resultou na Instrução CVM nº 555, seguiu a mesma linha de aumento da transparência e segurança das regras de infraestrutura de mercado. Neste sentido, foi destacado o estabelecimento da obrigatoriedade de depósito centralizado para os ativos financeiros integrantes da carteira do fundo, cujo emissor seja companhia aberta, pessoa natural ou pessoa jurídica de direito privado que não seja companhia aberta ou instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central (Art. 95, § 2º).

A avaliação sobre as tendências para o mercado de securities services no Brasil revela que a crescente regulamentação dos serviços é um fenômeno global que auxilia a aproximação e a harmonização de práticas entre os países, contribuindo para que o foco dos serviços seja cada vez mais global e menos doméstico. Espera-se, também, que os mercados emergentes devam impulsionar esse segmento de forma significativa nos próximos anos. Além disso, deve haver um movimento de consolidação de mercados e concentração em poucos players com alto grau de especialização, com equipes multifuncionais que consigam entender o funcionamento de outras áreas da instituição. Já o tema tecnologia não deve ser analisado apenas do ponto de vista operacional, mas também de criação de valor agregado à prestação de serviços e à transparência. A demanda dos clientes, por sua vez, deverá ser o motor para o desenvolvimento desses serviços, de acordo com os especialistas.

Foi identificado que quatro tendências mundiais estão mudando o mercado de serviços de valores mobiliários: demanda, regulação, oferta e tecnologia e informações. Até

Com o aumento do volume de recursos e do acesso global, a expectativa é de que haja pressão sobre os sistemas de tecnologia para fornecer informações precisas e tempestivas, sem descuidar dos aspectos de segurança e privacidade.

então, esse mercado era muito fragmentado, com produtos simples e domésticos, tanto no Brasil como no exterior. Nos últimos anos, vem crescendo a terceirização e a criação de players dominantes em nível global.

De acordo com Relatório da Consultoria PwC, o volume de recursos administrados globalmente deverá passar de US\$ 64 trilhões, em 2012, para US\$ 101 trilhões em 2020, influenciado, sobretudo, pelo crescimento do patrimônio dos indivíduos de maior riqueza (HNWI e mass affluent) e cuja maior taxa de crescimento deverá ser registrada na América Latina (12,5%). Nesse contexto de crescimento, seria preciso focar nos ganhos de escala e na eficiência operacional visando à redução de custos, juntamente com a transparência e a adesão às novas regras.

Com o aumento do volume de recursos e do acesso global, a expectativa é de que haja pressão sobre os sistemas de tecnologia para fornecer informações precisas e tempestivas, sem descuidar dos aspectos de segurança e privacidade. Esse cenário deve favorecer os provedores de serviço com as melhores ofertas de tecnologia e com escala para continuar a investir no desenvolvimento de novos serviços, concluindo-se que a computação em nuvem pode reduzir significativamente os custos de tecnologia fixa.

Já a regulação tem requerido cada vez mais investimentos em tecnologia, o que tem elevado os custos das instituições. Constatou-se que grande parte dos avanços tecnológicos da indústria nos últimos anos deveu-se a exigências regulatórias. Para o futuro, a avaliação é que essa tecnologia também gere benefícios substanciais para os clientes e ajude a ampliar a eficácia do back office. É possível que, em 2020, a tecnologia utilizada pelos reguladores possa permitir o acesso às carteiras de investimento em tempo real, seja por meio dos gestores ou administradores. Esses dados poderiam vir a ser cruzados

com os da atividade de mercado para apoiar a supervisão e a adequação do produto ao cliente.

O aumento das exigências regulatórias requererá investimento em qualificação das equipes para lidar com os desafios da implementação da regulamentação.

O aumento das exigências regulatórias também requererá investimento em qualificação das equipes para lidar com a crescente demanda do regulador e os desafios da implementação da regulamentação de forma eficaz. No Brasil, com a efetiva adoção do IFRS na indústria de fundos de investimento, os prestadores de serviços de controladoria/contabilidade, notadamente para os fundos estruturados (FIDC, FII, FIP), precisarão qualificar suas equipes.

No entanto, essas pressões sobre a indústria de asset management em nível global criam grandes oportunidades para a indústria de serviços qualificados, notadamente para outsourcing, tendência que já vem sendo observada, sobretudo, nos hedge funds norte-americanos. Entre as razões estão: a redução de custos, ao eliminar o investimento em atividades non-core; a complexidade regulatória; a transferência de eventuais custos de erros operacionais a terceiros; e a captura dos benefícios de novas funções e funcionalidades na plataforma de serviços do outsourcing, sem custo adicional. O redesenho da distribuição de produtos da indústria, no qual as plataformas globais e regionais deverão ser dominantes, poderá criar grande oportunidade para o Brasil como centralizador dessas atividades na América Latina, conforme os panelistas.

No Brasil, além das oportunidades para serviços qualificados decorrentes dos aspectos já mencionados, as pressões por redução de custos e, notadamente, as mudanças regulatórias locais também deverão ser drivers relevantes para o aumento da receita com a prestação de serviços para a indústria, como, por exemplo, a custódia de ativos dos FIDCs e contabilização e avaliação de ativos de

fundos imobiliários, com as exigências trazidas pela Instrução CVM nº 555 e a nova regra para FIPs, ora em análise.

*Ganharão
participação de
mercado os players
que, em vez de
apenas
apresentarem
informações,
executarem tarefas
para o usuário, com
relatórios e
controles
customizados, bem
como apresentarem
soluções para
produtos offshore.*

Já a visão do cliente acerca da infraestrutura de mercado e das mudanças nos serviços ao longo do tempo foi objeto de uma série de pesquisas elaboradas pela Oficina Sophia desde 2009. Naquele ano, de acordo com os resultados apresentados, cerca de 80% dos clientes percebiam melhorias na prestação de serviços, que em sua maior parte eram associadas à maior eficiência tecnológica e qualificação dos profissionais de serviços qualificados. Além disso, grandes players adotaram uma postura comercial mais agressiva, ganhando escala pelo menor custo e qualidade do serviço. Já novos provedores passaram a oferecer serviços com maior foco, acirrando a concorrência e reduzindo custos para os clientes. No ano seguinte, as mudanças percebidas como positivas foram os serviços automatizados e o acesso a informações de forma mais customizada. No que se refere a 2011, a pesquisa observou o início da preocupação com controles e compliance e que a busca por diferenciação foi bem vista pelo cliente, tendo o impacto em custos perdido um pouco de relevância. Nos anos de 2013 e 2014, observou-se o crescimento do interesse por investimentos em melhorias devido, principalmente, às mudanças regulatórias e à demanda por relatórios customizados.

De forma geral, a conclusão foi de que a evolução da qualidade dos serviços foi percebida pelo cliente, agregando informações de qualidade aos processos internos, que estão ficando cada vez mais especializados. Para os próximos anos, a percepção é de que players com boas soluções tecnológicas, que executem tarefas para o usuário em vez de apenas apresentar informações, com relatórios e controles customizados e que apresentem soluções para produtos offshore, ganharão espaço.

Do patrimônio líquido da indústria de fundos, de R\$ 2,8 trilhões, aproximadamente 30% (R\$ 830 bilhões) é oriundo de recursos pertencentes a investidores institucionais de previdência aberta e fechada.

7. Previdência: evolução da regulamentação das Entidades Abertas e Fechadas de Previdência Complementar

A importância da previdência complementar para a indústria de fundos pode ser evidenciada por números bastante significativos, a exemplo dos apresentados no Congresso. Dos cerca de R\$ 700 bilhões administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar, R\$ 430 bilhões (mais de 60%) são investidos em fundos de investimentos. Além disso, 100% do patrimônio de R\$ 400 bilhões dos planos PGBL e VGBL administrados pelas entidades abertas de previdência complementar é investido em fundos de investimentos. Assim, considerando-se que o patrimônio líquido da indústria de fundos é de R\$ 2,8 trilhões, aproximadamente 30% (R\$ 830 bilhões) desse total é oriundo de recursos pertencentes a investidores institucionais de previdência aberta e fechada.

Tendo em vista a importância do segmento, a ANBIMA vem conduzindo o diálogo entre os órgãos reguladores e representantes do mercado para o alinhamento de práticas, produtos e normas que regem os fundos de investimentos. O objetivo é harmonizar essa regulamentação com as normas que regem as entidades de previdência complementar aberta e fechada, Resolução CMN nº 3.308 e Resolução CMN nº 3.792, respectivamente. Tal alinhamento é consequência de

O objetivo é que a legislação seja moderna e tenha limites que consigam, com a diversificação de carteira, o atingimento das metas em qualquer cenário.

um trabalho contínuo, buscando a melhoria do arcabouço regulatório e a constante evolução da governança desses investidores.

Na visão do representante da Abraap (Associação das Entidades Fechadas de Previdência Complementar), não há grandes mudanças estruturais a serem feitas na regulamentação do segmento, apenas pequenas mudanças referentes aos limites para a alocação de recursos. Isso porque se acredita no retorno das taxas de juros aos padrões internacionais, quando será necessária uma regulamentação para composição de carteiras que atenda o atingimento das metas atuariais dos fundos de pensão.

De fato, no início dos anos 2000, quando a taxa de juros real chegou a 16% e penalizava a liquidez e a tomada de risco, havia muita dificuldade em se desenvolver produtos estruturados. Assim, o objetivo é que a legislação seja moderna e tenha limites que consigam, com a diversificação de carteira, o atingimento das metas em qualquer cenário. Além disso, diante do reconhecimento de que a diversificação nacional e global é importante, há um consenso sobre a necessidade de realizar investimentos fora do país.

No que se refere ao direcionamento de recursos para o setor de infraestrutura como alternativa de investimento, foi mencionada a atuação da ANBIMA, em parceria com o BNDES, para o fortalecimento do mercado de capitais como fonte complementar de recursos de longo prazo. A expectativa é de que a menor participação do BNDES no financiamento de investimentos, entre os quais os de infraestrutura, possa abrir espaço para a estruturação e emissão de instrumentos de mercado de capitais. A atração de investidores institucionais, cuja demanda é preferencialmente por ativos de longa maturação, será essencial para a potencialização dessas emissões.

Falta conhecimento por parte das pessoas sobre o quanto de fato elas contarão com o suporte da previdência oficial e quanto precisarão complementar com a previdência privada, aberta ou fechada.

Quanto ao investidor em previdência, os desafios são similares aos observados em relação aos investidores dos demais produtos do mercado financeiro. Tanto em um como em outro, é preciso avançar na educação financeira. Falta conhecimento por parte das pessoas sobre o quanto de fato elas contarão com o suporte da previdência oficial e quanto precisarão complementar com a previdência privada, aberta ou fechada. O desafio é fazer com que as pessoas compreendam a sua real necessidade em termos de acumulação de recursos, não apenas para aposentadoria. Hoje, no INSS, o valor médio pago aos beneficiários é da ordem de R\$ 950,00, o que é baixo, devendo se considerar, ainda, que 70% recebem menos de um salário mínimo (R\$ 788,00).

Além disso, os participantes ressaltaram a importância de incluir a previdência nas regras de suitability. Embora seja um recurso de longo prazo, em que teoricamente se poderia assumir mais risco, quando se conversa com o cliente percebe-se que a previdência é justamente a parcela de recursos em relação à qual ele é mais conservador. Também há dificuldade em falar sobre o investimento de longo prazo. O cliente investe em previdência olhando para o longo prazo, mas não entende que o objetivo deveria ser a reserva que está acumulando para o momento da aposentadoria. Neste sentido, é importante dar ênfase à educação e, também, à informação sobre os produtos. Na visão de alguns panelistas, os produtos que temos hoje não são suficientes para criar um mercado de renda adequado, e os incentivos não são interessantes.

7.1 Previdência Aberta

No final de 2014, o volume total de ativos financeiros supervisionados pela Susep (Superintendência de Seguros Privados), os quais incluem previdência aberta, títulos de

Há uma grande concentração dos PGBL e VGBL em renda fixa, que representa 98% do patrimônio líquido desses fundos, sendo que, desse total, 75% estão alocados em títulos públicos, 15% em títulos privados e 10% em fundos de renda fixa.

capitalização, seguros e resseguros, somava aproximadamente R\$ 600 bilhões. Desse total, o patrimônio líquido dos PGBL e VGBL, planos de previdência aberta, respondia por aproximadamente R\$ 390 bilhões ou dois terços do total, volume que cresceu bastante nos últimos anos, o que evidencia a evolução do segmento. No que se refere à alocação de recursos, há uma grande concentração dos PGBL e VGBL em renda fixa, que representa 98% do PL desses fundos. Desse total, 75% estão alocados em títulos públicos, 15% em títulos privados e 10% em fundos de renda fixa, conforme os dados apresentados neste painel.

Os especialistas ressaltaram as importantes questões normativas relacionadas à aplicação de recursos que estão sendo implementadas e discutidas pelo segmento. A primeira refere-se à proposta de alteração da Resolução nº 226 a ser encaminhada pela Susep ao CNSP no processo de consolidação das normas de solvência e cuja principal mudança trata da definição do que é considerado proteção da carteira. Atualmente, a norma impõe certa limitação ao uso do derivativo como hedge. O objetivo é alinhar a definição de hedge com as operações que o mercado já pratica com essa finalidade.

Também foi mencionada a Resolução CMN nº 4.402, que altera as Resoluções CMN nº 3.308 e 4.176. A norma já está em vigor, mas somente deverá ser observada a partir do final do ano. As principais alterações referem-se à redefinição dos limites mínimos de prazo médio remanescente e prazo médio de repactuação dos ativos da carteira. Na prática, a norma reduz o prazo médio remanescente, de cinco para três anos, e prazo médio de repactuação, de três anos para um ano, a partir de 31 de dezembro de 2015, mas que passará a ser de dois anos a partir de 31 de dezembro de 2016. Além disso, a norma também exclui os contratos de derivativos do cálculo do prazo médio de repactuação e estabelece o limite máximo de até 25% para investimento em operações

Entre as principais mudanças sugeridas para alteração da Resolução CMN nº 3.308, está a adoção de limites de alocação por modalidades de investimento (renda fixa, renda variável, imóveis, investimento no exterior e outros).

compromissadas pelos fundos previdenciários (FIE – Fundos de Investimento Especialmente Constituídos e que devem observar, além das normas da CVM, as regras estabelecidas pelo CMN, CNSP e Susep), esclarecendo uma dúvida que havia no mercado sobre essa questão.

Além disso, foi informada a conclusão e envio ao CMN da proposta de alteração da Resolução CMN nº 3.308, em discussão há pelo menos três anos, e a expectativa de que o documento seja apreciado nos próximos meses. Entre as principais alterações sugeridas pela minuta, que também propõe alterações na Resolução CMN nº 3.543, que dispõe sobre a aplicação de recursos em moeda estrangeira, está: a adoção de limites de alocação por modalidades de investimento (renda fixa, renda variável, imóveis, investimento no exterior e outros), de acordo com o tipo de modalidade do produto; a inclusão de novos ativos no rol de ativos aceitos para fins de cobertura das provisões técnicas, excluindo o investimento direto em imóveis (ativo físico) desse rol; a previsão de limites de alocação específicos de alguns ativos; a definição dos conceitos de FIE e Fife (fundos de investimento que só podem receber aplicações de FIE), adaptando-os ao texto da nova Instrução CVM nº 555 da CVM, com sua extensão aos Fapis (Fundos de Aposentadoria Programada Individual).

De acordo com os panelistas, a proposta busca trazer maior clareza na definição de FIE para o mercado previdenciário. Não se trata de um fundo de investimento exclusivo, mas de um fundo de investimento especialmente constituído para recepção de recursos das sociedades supervisionadas pela Susep, que pode ser FI (fundo de investimento), FIC ou Fiqe (fundo de investimento em cotas), voltado para os segmentos previdenciário e de seguros, sujeitos aos mesmos limites de alocação aplicáveis às demais provisões técnicas do mercado supervisionado pela Susep. Já o Fife-FIE será constituído para acolher recursos

Dentre as alterações propostas, inclui-se o aumento dos limites para alocação, com a diferenciação desses limites conforme a modalidade do produto de previdência, seguro e resseguro.

dos Fiqes, dos quais as entidades supervisionadas pela Susep sejam as únicas cotistas. Esses devem aplicar nos mesmos ativos previstos na norma, embora não precisem observar os limites nela estabelecidos, uma vez que os fundos investidores já devem observá-los. Além da CVM, todos esses fundos devem atender, também, à regulamentação do CMN, do CNPC e da Susep.

Dentre as alterações propostas, também foi mencionado o aumento dos limites para alocação, com a diferenciação desses limites conforme a modalidade do produto: previdência complementar (PGBL/VGBL), previdência complementar (“blindados”, Fapi e participantes qualificados), seguro/resseguro – moeda estrangeira, e outros; e o tipo de risco das operações (renda fixa, renda variável, imóveis, investimento no exterior e outros). A regra vigente estabelece limite de 49% para renda variável, de 10% para imóveis, de 10% para investimento no exterior e de 15% para outros. No caso do limite estabelecido para os imóveis, trata-se de ativos financeiros relacionados ao risco imóvel (por exemplo, FII, CRI) e não o do ativo imóvel. A minuta também prevê um limite de 20% para investimento no exterior, podendo ser de até 100% para o mercado de seguros e resseguros em moeda estrangeira, que antes era de apenas 10%. Para a previdência aberta complementar, a principal alteração está no limite para renda variável, que passa de 49% para 100%. Também foi criada a figura do participante qualificado que, apesar de utilizar o mesmo conceito, não deve ser confundido com o “investidor qualificado” regulamentado pela Instrução CVM nº 554. Os fundos destinados aos participantes qualificados poderão observar limites superiores aos estabelecidos para os demais participantes, conforme ressaltaram os panelistas.

Além dos limites, as alterações sugeridas no documento incluem novos produtos financeiros no rol de ativos aceitos para investimentos, entre os quais os

O mercado de previdência aberta no Brasil tem crescido de forma expressiva, em torno de 20% ao ano, o que se pode atribuir a uma regulação bastante robusta, que garante a credibilidade do sistema.

especialistas destacaram os ETFs (que deverão ter o mesmo tratamento dos fundos de investimento regulamentados pela Instrução CVM nº 555), obrigações de organismos multilaterais, LIG (Letra Imobiliária Garantida), Fundos BDR Nível I, títulos corporativos emitidos por companhias brasileiras em moeda estrangeira, COE (Certificado de Operações Estruturadas), em que se nota uma grande ampliação no rol de ativos aceitos para fins de cobertura das provisões técnicas.

Por fim, avaliou-se que o mercado de previdência aberta no Brasil, apesar de ser relativamente novo – começou a se desenvolver a partir da década de 1990 –, tem crescido de forma expressiva, em torno de 20% ao ano, o que se pode, pelo menos em parte, atribuir ao fato de ter uma regulação bastante robusta, que garante a credibilidade do sistema. Em termos de solvência e alocação de capital, na avaliação dos panelistas, o mercado brasileiro talvez esteja entre os mais desenvolvidos do mundo. Além disso, esse mercado tem exercido um papel bastante importante na educação do investidor, que percebe os recursos alocados em previdência de forma diferente, considerando-o o último valor a ser acessado no caso de alguma emergência. Finalmente, avalia-se que a previdência, juntamente com a caderneta de poupança, é um dos produtos mais bem compreendidos pelo cliente, e isso não por sua simplicidade, mas por ser um assunto abordado com muita frequência pela mídia.

7.2 Previdência Fechada

Os dados apresentados sobre previdência complementar fechada no final de 2014 revelam que o sistema, composto por 317 entidades, 1101 planos de benefício, 2671 patrocinadores e 491 instituidores, proporciona proteção para aproximadamente sete milhões de

Mesmo com um número de pessoas protegidas ainda abaixo do esperado, o sistema de previdência complementar tem sob gestão um volume de ativos de R\$ 704 bilhões, o que representa cerca de 12% do PIB.

peças, o que representa 3,5% da população brasileira, sendo apenas 2,5 milhões de participantes ativos, número aquém do desejado. Mesmo com um número de pessoas protegidas ainda abaixo do esperado, o sistema tem sob gestão um volume de ativos de R\$ 704 bilhões, o que representa cerca de 12% do PIB.

Atualmente, segundo os relatos, em termos de ativos, o Brasil ocupa a 8ª posição no ranking mundial dos fundos de pensão. O benefício médio mensal em 2014 foi de aproximadamente R\$ 3.900,00, valor majorado, principalmente, pelos efeitos dos planos mais antigos de benefício definido. Mesmo diante desse valor, considerado alto pelos panelistas, o sistema é solvente (o índice solvência é superior a 1), o que é bastante positivo. Apesar de, no final de 2014, pela primeira vez, o déficit técnico acumulado pelos planos (R\$ 31 bilhões) ter superado o superávit técnico (R\$ 27 bilhões), tanto déficit quanto superávit são desequilíbrios considerados normais. Isso porque, em um plano de benefícios com riscos, é muito difícil chegar ao final do ano com uma avaliação atuarial com resultado zero. Hoje as entidades têm três anos para revisar e equacionar ambos os desequilíbrios.

No que se refere à alocação de recursos, de 2006 a 2014 não houve variação significativa por modalidade de investimentos, exceto pela redução da exposição a renda variável, que passou de 34% para 24% e que foi acentuada nos últimos dois anos, com uma migração para ativos de renda fixa. Já aplicações em títulos privados e em operações compromissadas, conforme apresentado, experimentaram um pequeno crescimento no período, de 8% para 11% e de 4% para 7%, respectivamente.

No final de 2014, o CNPC (órgão regulador do sistema) publicou a Resolução nº 15, que estabeleceu regras para a precificação do passivo das entidades. Foi ressaltado

*A Resolução
CNPC nº 15
revogou a regra da
“escadinha”, que
estabelecia redução
gradual de 0,25%
na taxa limite do
passivo até chegar
a 4,5% em 2018, e
estabeleceu uma
taxa limite
específica para
cada plano de
benefício, de acordo
com a duração do
seu passivo.*

que algumas dessas regras impactaram diretamente a gestão dos investimentos. Uma delas estabelece que a taxa atuarial deve refletir a expectativa de retorno dos investimentos, ou seja, a taxa do passivo corresponderá ao valor esperado da rentabilidade futura dos investimentos realizados pelas entidades. Então, planos que possuem uma carteira mais agressiva e, com isso, tendem a ter uma projeção de rentabilidade maior, poderiam, por exemplo, ter uma taxa de desconto do passivo menor. Em contrapartida, planos com alocação mais conservadora e, portanto, projeção de rentabilidade menor, teriam taxa de desconto do passivo maior. Por tudo isso, de acordo com os especialistas, pode-se mensurar a importância da política de alocação dos investimentos das entidades.

A outra regra mencionada diz respeito ao limite da taxa do passivo. A Resolução CNPC nº 15 revogou a regra da “escadinha”, que estabelecia redução gradual de 0,25% na taxa limite, até chegar a uma taxa de 4,5% em 2018. Com a nova regra, em função da duração do passivo, a taxa limite é específica para cada plano de benefício. Inicialmente, pensou-se em estabelecer uma taxa limite de mercado. Porém, em função da volatilidade, foi criada uma ETTJ (estrutura a termo da taxa de juros) média, e esse limite se dará em torno da média de três anos das ETTJs diárias das NTN-Bs (títulos públicos indexados ao IPCA). Todo ano a Previc publicará essa ETTJ, que será calculada com base nas informações fornecidas pela ANBIMA ao regulador. Porém, o limite não se dará sobre essa ETTJ, e sim com base em uma taxa parâmetro, que corresponde à média dos três anos do ponto da ETTJ com a mesma duração do passivo. Com o objetivo de incentivar a gestão ativa dos investimentos, foi estabelecido um spread de quarenta pontos-base sobre essa taxa parâmetro. No que se refere aos investimentos em infraestrutura, um dos panelistas informou que em maio de 2014 o Coremec, do qual

O limite de concentração de 25% em um único fundo para investimento no exterior é considerado um entrave e está sendo avaliado pelo regulador.

participaram BC, CVM, Susep, Previc, BNDES, Ministérios da Fazenda e do Planejamento, reconheceu a importância desse segmento e da atuação dos reguladores financeiros para o desenvolvimento do mercado de capitais. Foi então criado um grupo de trabalho com objetivo inicial de efetuar um diagnóstico do segmento e apresentar um relatório com proposta de alteração no ambiente regulatório, esperada para ocorrer até agosto de 2015.

Com relação ao investimento no exterior, a avaliação é de que se trata de um tema ainda bastante desafiador, embora admitido em 2009, pela Resolução CMN nº 3.792. Antes da edição dessa norma, havia a permissão para investir somente em BDRs, com limite de 3%. Reconhece-se que este é um segmento importante, com enorme potencial de crescimento, particularmente em face da média de 32% dos recursos alocados no exterior observada em outras jurisdições. Atualmente, o limite para investimento no exterior é 10%, com concentração de 25%. Apesar de entender a importância dessa modalidade de investimento para a diversificação das carteiras, a avaliação dos especialistas é de que o regulador não pode perder de vista o objetivo de proteger o participante, que é essencial para que o segmento cresça de forma sustentável.

Na visão de representantes do mercado, conforme também comentado na Seção 4, o limite de concentração de 25% em um único fundo é considerado um entrave no caso do investimento no exterior e está sendo avaliado pelo regulador, que está analisando a questão à luz da experiência internacional, particularmente do Chile, que possui regras ainda mais rígidas⁶. Esses agentes entendem a preocupação do regulador com a segurança do participante, mas acreditam que ela deve ser direcionada ao ativo final, com regras prudenciais e de diligência. Atualmente, o limite

⁶ Vale observar que, no Chile, predominam os fundos multipatrocinados.

Ainda existem algumas preocupações com relação a investir no exterior, entre elas o desconhecimento, por parte das entidades de previdência, sobre os riscos, produtos e mercados.

de 25% dificulta muito o investimento no exterior, o que faz com que, mesmo com limites aprovados, não existam fundos disponíveis para investir. A avaliação é de que uma flexibilização ou exclusão desse limite poderia ser suportada com a inserção de regras de governança mais rígidas no sentido de proteger o participante.

Já as novas regras estabelecidas pela Instrução CVM nº 555 que aumentam os limites para o investimento no exterior pelos fundos de varejo e trazem regras mais rígidas de governança e de controles internos, são vistas de forma positiva.

No entanto, segundo os panelistas, ainda existem algumas preocupações com relação a investir no exterior. Entre elas, o desconhecimento, por parte das entidades, sobre os riscos, produtos e mercados – muitas entidades não possuem estrutura para efetuar a devida análise de risco, nem para efetuar o adequado monitoramento e acompanhamento desses investimentos. Além disso, as entidades devem ter visão de longo prazo, evitando a especulação em mercados desconhecidos, e ter prudência e cautela em início de alocação – hoje os investimentos no exterior representam apenas 0,08% dos investimentos totais. Também é preciso adequar essa estratégia à política de investimentos, permitindo seu controle e monitoramento pela EFPC, de forma a garantir o crescimento sustentável do segmento. Por fim, os especialistas elencaram as oportunidades de investimento no mercado interno, sobretudo em títulos públicos, em função da elevada taxa de juros. Já os riscos cambial, de mercado e do ativo, estão entre as preocupações de se investir no exterior.

Além do limite de concentração em fundos para investimentos no exterior, foram relatadas as discussões em andamento entre a Previc e ANBIMA, fruto do convênio celebrado entre as duas entidades em 2011 e que prevê

Estão sendo estudados aperfeiçoamentos na regulação, que envolvem desde a permissão para a aquisição de COE no segmento multimercado estruturado e utilização de derivativos de crédito na ponta transferidora do risco, até a dispensa de justificativa para realização de day trade.

reuniões periódicas objetivando o aperfeiçoamento regulatório para a melhoria do sistema. Entre elas, merecem destaque as regras relacionadas aos ETFs, para os quais estão previstos o estabelecimento do limite de 25% de concentração e as inclusões do ETF de Renda Fixa e do ETF para utilização de “margem” em operações com derivativos. Adicionalmente, foi citada a proposta da Abrapp de voltar a ser facultado o investimento em imóveis, com limites iguais, de 10%, para o investimento direto e por meio de produtos lastreados em imóveis, por se entender que os riscos são equivalentes.

Além disso, foi lembrada a publicação, no início de 2014, do Ofício Circular que permitiu o investimento em COE com capital protegido no segmento de renda fixa. Por fim, foi informado que estão sendo estudados alguns aperfeiçoamentos na regulação, que podem envolver desde a permissão para a aquisição de COE no segmento multimercado estruturado e utilização de derivativos de crédito na ponta transferidora do risco, até a dispensa de justificativa para realização de day trade, entre outras.

8. Futuro dos fundos imobiliários frente às perspectivas econômicas

O cenário econômico atual tem limitado a atuação do segmento de fundos de investimentos imobiliários, que vem apresentando menor dinamismo em relação aos anos anteriores.

O debate sobre os FIs (Fundos de Investimentos Imobiliários) foi marcado pelo reconhecimento dos palestrantes de que o cenário econômico atual tem limitado a atuação do segmento, que vem apresentando menor dinamismo em relação aos anos anteriores. Os participantes ressaltaram que o aumento dos juros elevou o custo de oportunidade dos investimentos em ativos reais – no caso, os relacionados ao setor imobiliário –, o que resultou nos deságios das cotas negociadas em relação ao valor patrimonial na carteira desses fundos, com uma consequente redução das suas rentabilidades.

Esse quadro refletiu-se na queda das emissões de FIs. Somente em 2014 o volume emitido registrou retração de 50% em relação ao ano anterior. Dentro das modalidades de aplicação, os maiores deságios da cota patrimonial foram observados naquelas que adotaram estratégias de renda e de desenvolvimento, geralmente fundos com rentabilidades atreladas a aluguel e incorporação imobiliária, respectivamente⁷, conforme os panelistas.

Por outro lado, os fundos de fundos e os fundos de CRI (Certificados de Recebíveis Imobiliários), que registraram deságios menores, surgem como alternativa de aplicação e abrem uma janela de oportunidade para investidores que buscam novas formas de alocação de

⁷ As estratégias dos fundos de investimento imobiliário podem ser de **renda**, que consiste na rentabilidade aos cotistas mediante o aluguel de imóveis de propriedade do FI; de **desenvolvimento**, que é baseado nos investimentos na incorporação de imóveis visando rentabilidade na ocasião da alienação ou aluguel; e **financeira**, que investe em títulos e valores mobiliários de renda fixa e variável de acordo com os limites observados para composição de carteira. Há também a possibilidade de fundos com carteiras compostas por cotas de outros fundos imobiliários.

Os fundos de CRI podem representar uma porta de entrada para aqueles investidores que ainda não aplicaram em fundos ou ativos imobiliários, principalmente para as pessoas físicas, em função da sua diversificação, maior liquidez e do menor tíquete inicial de aplicação.

recursos. Foi ressaltado que os fundos de CRI podem representar uma porta de entrada para aqueles investidores que ainda não aplicaram em fundos ou ativos imobiliários, principalmente para as pessoas físicas, em função da sua diversificação, maior liquidez e do menor tíquete inicial de aplicação.

Os desafios desse segmento num cenário de desaceleração da economia ocorrem após um período de expansão dos FIs, que colocou o setor em outro patamar dentro da indústria de fundos nos últimos anos. De 2010 até o primeiro trimestre de 2015, o Patrimônio Líquido dos fundos imobiliários passou de R\$ 2,5 bilhões para R\$ 48,6 bilhões, um aumento de 1844%, de acordo com o ranking de gestores da ANBIMA de março 2015, que corresponde a um universo de 91,3 mil investidores (BM&FBovespa, posição de março de 2015).

Foi ressaltado no painel que, ao longo desse período, observaram-se vários aperfeiçoamentos de processos de mitigação de riscos, como a presença de market makers, de estruturas personalizadas, mecanismos de garantias e gestões profissionalizadas, que contribuíram para o desenvolvimento do mercado de FIs.

A partir de então, o debate enfocou as possibilidades de ampliação da base de investidores dos FIs. Segundo dados da BM&FBovespa, o volume negociado de FIs em abril de 2015 indica a predominância das pessoas físicas entre os detentores de cotas, com uma parcela de 59% do total, seguida das instituições financeiras (22,5%), investidores institucionais (15,4%) e não residentes (2,7%). Houve consenso de que há espaço para o crescimento da demanda, em especial se forem levadas em conta as especificidades de cada agente no mercado.

Nesse aspecto, foi destacada a participação nesse mercado dos fundos de pensão e dos investidores não

Há a expectativa de que investidores não residentes elevem as aplicações em FII's, levando-se em conta a sua expressiva atuação nos mercados externos, sobretudo por meio das Reits⁸ e também devido às alterações previstas para a instrução que regulamenta o produto.

residentes. A participação dos FII's nas carteiras dos fundos fechados de previdência corresponde a 0,4% do total (cerca de R\$ 2,6 bilhões) e, em tese, mostra o enorme potencial de crescimento da demanda desses investidores. Ressaltou-se, porém, que as maiores fundações previdenciárias preferem atuar diretamente no mercado físico imobiliário e que o esforço de oferta deveria ser direcionado para as entidades de porte médio, que, dadas as limitações para aquisições diretas de imóveis, poderiam identificar nos FII's uma oportunidade de diversificação para a alocação de seus recursos.

No caso dos investidores não residentes, há uma expectativa no mercado de que esses agentes elevem as aplicações em FII's, levando-se em conta a sua expressiva atuação nos mercados externos, sobretudo por meio das Reits⁸ e também devido às alterações previstas para a instrução que regulamenta o produto. Para os debatedores, são relevantes para atração de recursos estrangeiros questões específicas desse setor, como o aprimoramento das regras de governança, fortalecimento da capacidade de distribuição, aumento na transparência das informações – principalmente daquelas relacionadas ao perfil dos imóveis – e melhora na relação com investidores.

Ao final do painel, os debatedores ressaltaram que o número atual de investidores em FII's (91,3 mil) representa ainda uma parcela muito abaixo dos proprietários de imóveis no país, o que dá uma dimensão de quanto esse segmento pode crescer. Além disso, o deságio atual das cotas vem reduzindo o custo das aplicações, o que pode ser visto como uma oportunidade de investimento num segmento que se caracteriza por ciclos relacionados às oscilações da economia.

⁸ Reit (real estate investment trust) são corporações que possuem ou financiam imóveis geradores de renda. Permitem a pequenos investidores aplicarem no mercado imobiliário.

9. Captação de recursos via FIDC: desafios na originação

Parte do debate pautou-se nos resultados da segunda edição da publicação Produtos de Captação: FIDC, elaborada pela ANBIMA e lançada neste Congresso, que registrou os avanços e analisou as transformações do produto no período.

No painel específico sobre Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, coordenado por Ricardo Mizukawa, presidente do Comitê de FIDC, diferentes agentes desse mercado debateram a evolução do segmento, analisando os aperfeiçoamentos regulatórios e da autorregulação, o crescimento do segmento, refletido no aumento do patrimônio líquido, do número de agentes e de cotistas, a diversificação dos setores financiados e dos direitos creditórios, entre outros aspectos que contribuíram para o fortalecimento da indústria. Parte do debate pautou-se nos resultados consolidados na segunda edição da publicação Produtos de Captação: FIDC⁹, elaborada pela ANBIMA e lançada neste Congresso, que registrou os avanços e analisou, com base nas percepções do mercado, as transformações do produto no período. Conforme detalhado no livro, entre 2006 e 2014, o segmento experimentou crescimento significativo. No período, o número de fundos cresceu 410%, passando de 90 para 459, o número de cotistas subiu de 1528 para 10900, e o patrimônio líquido passou R\$ 13 bilhões para R\$ 74,5 bilhões.

Os dados revelam, ainda, que esse crescimento não foi contínuo nem homogêneo e que o segmento passou por uma série de transformações no período. Entre elas, merece destaque o aumento da participação dos FIDCs não padronizados, FIDCs com foco em recebíveis comerciais,

⁹ Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estudos/produtos-de-captacao/Documents/FIDC.pdf>.

O FIDC é considerado um instrumento democrático, pois atinge mais empresas e um espectro maior de ativos.

multicarteiras e de fomento mercantil, ao mesmo tempo em que cai a participação dos FIDCs com foco no financiamento de veículos e em crédito consignado. Já o FIDC com foco em infraestrutura se destaca pelo elevado número de cotistas¹⁰ que alcançou. Os dados também nos permitem observar que mais empresas estão utilizando o FIDC multissegmento. A distribuição dos FIDCs por prazos de vencimento, por sua vez, indica que a maior parte, seja em número de fundos ou em patrimônio líquido, possui prazo indeterminado. Assim, para o padrão brasileiro, essa é uma indústria de prazos mais longos, com a maior parte dos fundos com prazo de duração superior a cinco anos¹¹.

De acordo com os participantes do painel, que compartilharam um pouco das suas experiências como estruturadores, o FIDC hoje é o instrumento mais regulado e um dos mais complexos do mercado financeiro. E a melhor forma para lidar com essas características seria com transparência e informação. De fato, o FIDC é considerado um instrumento democrático, pois atinge mais empresas e um espectro maior de ativos, cabendo destacar que, ao longo do tempo, vão sendo descobertos novos ativos que podem ser objeto de cessão.

Uma das experiências relatadas no painel foi a da empresa Monsanto, que atua no setor agrícola e de biotecnologia. Várias empresas do setor financiam os agricultores com base no prazo da safra, que pode variar conforme o produto, tendo sido identificada a necessidade de se tornar mais estável o fluxo de recursos para o financiamento dessa atividade. Nesse caso, o FIDC tem sido utilizado como instrumento de desintermediação financeira, na medida em que reduz a necessidade de os agentes tomarem recursos, tanto para fins de capital de giro, como

¹⁰ O FIDC BB Votorantim Highland Infraestrutura é o único desse segmento e alcançou a maior pulverização de venda de cotas já registrada, com 2385 cotistas seniores e 235 cotistas subordinados, colocando o segmento de infraestrutura na liderança em relação ao número de cotistas por fundo.

¹¹ Veja apresentação em: <http://blog.congressoanbimadefundos.com.br/20-de-maio-quarta-feira>.

O FIDC também representa uma boa solução para empresas de menor porte que, mesmo não tendo um balanço “tão forte”, tenham créditos de boa qualidade.

para financiamento de longo prazo, no âmbito do sistema financeiro.

De acordo com um representante de banco de montadoras de veículos no Brasil, o FIDC representou uma diversificação das fontes de financiamento para a expansão da atividade dessas empresas no país que, apesar de sua complexidade, pode ser considerado um instrumento flexível. Essa diversificação de fontes de financiamento tornou-se particularmente importante em 2009, quando, apesar da crise de liquidez no mercado financeiro, as vendas de veículos estavam aquecidas. Dessa forma, foi preciso diversificar as fontes de captação de recursos para manter ou ampliar as vendas e, como o FIDC se apresentou bastante aderente à estratégia da empresa, foi possível, inclusive, reduzir o custo de funding.

Na visão de um diretor da área de operações estruturadas em renda fixa de um Banco estrangeiro que opera no país, o FIDC também representa uma boa solução para empresas de menor porte que, mesmo não tendo um balanço “tão forte”, tenham créditos de boa qualidade. Esses créditos podem ser cedidos para FIDCs multissacados/multicedentes ou, então, serem criadas estruturas específicas. Para outro panelista, é importante que o investidor entenda que o fluxo de pagamento do FIDC independe do cedente, lembrando que o produto já foi testado, com exemplos em que, apesar dos problemas financeiros do cedente, o FIDC honrou suas obrigações.

Apesar da estrutura robusta do FIDC, que permite manter um fluxo de pagamentos mesmo no caso de dificuldades financeiras por parte do cedente, na maioria das vezes, o prêmio pago pelo produto ainda é maior do que aquele observado na emissão de debêntures. Na opinião dos participantes do painel, com exceção dos FIDCs estruturados a partir de créditos de cedentes com marca amplamente

O FIDC não é apenas um produto estruturado para assegurar captação em momentos de restrição creditícia, mas se mostra especialmente interessante por representar uma fonte alternativa de financiamento.

conhecida pelo mercado (name lending), isso ocorre porque esse mercado é mais novo que o de dívida, mais ilíquido, e nem todas as estruturas têm seus riscos completamente mitigados. À medida que esse mercado cresça e se torne mais líquido, a tendência é de que a diferença entre os prêmios diminua.

Embora o pagamento de um prêmio maior não seja desejável para o cedente, isso é mais frequente quando este não possui histórico de cessão do crédito. Algumas evidências, como no caso dos FIDCs da Omini, apontam que após as primeiras emissões, com o produto já conhecido pelo mercado e com um aumento da eficiência da estruturação e distribuição de novos fundos, houve redução de custo e do prêmio pago pelo produto. Há casos, como o do RCI Banque Brasil, inclusive, no qual o mercado aceitou pagar um prêmio abaixo da LF (Letra Financeira) emitida pela mesma instituição: CDI + 1,17% do FIDC contra CDI + 1,27% da LF. Embora o custo total (estruturação e colocação) ainda seja maior do que o da LF, além de diversificar as fontes de financiamento, a emissão do FIDC permite ampliar, também, as possibilidades de financiamento junto aos investidores institucionais. Por exemplo, no caso dos fundos de investimento regulamentados pela Instrução CVM nº 409 e, a partir de 1º de outubro de 2015, pela Instrução CVM nº 555, além do limite de 20% do respectivo PL para aquisição de títulos de uma mesma instituição financeira, a norma também prevê o limite de 10% do respectivo PL para a aquisição de cotas de um mesmo fundo de investimento.

Na opinião dos debatedores, o FIDC não é apenas um produto estruturado para assegurar captação em momentos de restrição creditícia, mas se mostra especialmente interessante nesses momentos por representar uma fonte alternativa de financiamento. Dessa forma, defendem que a escolha pela estruturação do FIDC não deve ser oportunista ou pontual, mas uma decisão estratégica e que faça parte do

Sem perder de vista a importância do market timing, a distribuição do FIDC deve ser pautada por uma estratégia de captação de recursos de longo prazo.

modelo de negócio da empresa cedente. Para as montadoras, por exemplo, que atravessam atualmente um momento adverso no mercado de automóveis, a diversificação é importante, pois permite ampliar as fontes para o financiamento de veículos. Assim, sem perder de vista a importância do market timing, a distribuição do FIDC deve ser pautada por uma estratégia de captação de recursos de longo prazo.

Para as empresas estrangeiras, às vezes há dificuldade de aprovação do produto na matriz, em função da dificuldade de explicar a complexa estrutura do Fundo ou o tratamento contábil (off balance) adotado, que retira do balanço das empresas os títulos de crédito cedidos para o FIDC, mas apenas quando há transferência substancial dos riscos. Para a RCI, esse processo “de convencimento” é mais simples, pois a Companhia já possui um programa mundial de securitização. No caso em questão, o mais difícil foi explicar para o acionista estrangeiro a taxa mais alta do produto, mesmo contando com garantias.

Já o FIDC de factoring, de acordo com os panelistas, só vem a mercado com um bom nível de qualidade. No caso desses produtos, mais do que os ativos que compõem a carteira do FIDC, o investidor está comprando a gestão. Com níveis de governança em graus diferentes, no caso desses produtos, a avaliação é de que a qualidade do gestor é ainda mais importante.

Embora, do ponto de vista do investidor, uma estrutura robusta seja preferível, ela impõe um custo operacional relevante. Nesse contexto, as regras estabelecidas pela Instrução CVM nº 531 em 2013, que aperfeiçoaram os controles por parte do administrador e dos principais prestadores de serviços, com a definição mais clara de responsabilidades, também trouxeram desafios e tornaram a estrutura do FIDC mais cara para os cedentes. De acordo

Apesar da elevação do nível de controle e de governança, após a edição da Instrução CVM nº 531 houve recuo no número e no volume de ofertas de FIDC.

com a Instrução, os direitos creditórios não podem transitar na conta do cedente e as empresas responsáveis pela guarda desses documentos devem estar aderentes à norma. Além disso, toda cessão de crédito para aquisição de veículos e de crédito consignado deve ser registrada na C3 (Central de Cessões de Crédito), cujo objetivo é assegurar a centralização das informações das operações de cessão de crédito efetuadas no âmbito do Sistema Financeiro Nacional. Essas regras acabaram também gerando benefícios para o controle por parte das empresas cedentes, mas na visão destes é preciso que os prestadores de serviços absorvam rapidamente o impacto da nova estrutura, de forma a oferecer esses serviços a um custo mais acessível.

Apesar da elevação do nível de controle e de governança, após a edição da Instrução CVM nº 531 houve recuo no número e no volume de ofertas de FIDC. O tratamento de alguns dados se tornou uma etapa difícil e, em alguns casos, ocorreu um gargalo operacional. Isso porque, para estruturar o produto, primeiro é preciso entender todo o processo do cedente, o que requer um prazo maior. Depois é preciso tratar a documentação para atender, por exemplo, as agências de rating, e, muitas vezes, o departamento financeiro do cedente não possui as informações solicitadas. Assim, mesmo após a evolução que a nota fiscal eletrônica representou como documento comprobatório dos direitos creditórios no âmbito do novo arcabouço regulatório, o principal desafio é superar esses gargalos, que evidenciam uma importante lacuna na prestação de serviços referentes à coleta e ao processamento de informações. Essa figura, chamada de *servicer* nos mercados de securitização mais avançados, como o norte-americano, e que seria o equivalente ao “médico do check-up” do FIDC, tem o potencial de ampliar as chances de sucesso do produto.

Além desses desafios, há também a assimetria tributária em relação a outros ativos de securitização, como o

A avaliação é de que as perspectivas para o segmento são promissoras e que a tendência é de crescimento do mercado de FIDCs.

CRA (Certificado de Recebíveis do Agronegócio), cujos rendimentos são isentos de Imposto de Renda quando percebidos por pessoas físicas. A duração desse incentivo, criado em 2006 pela Lei nº 11.311, é um dos fatores que deve ser levado em consideração na estruturação de FIDCs com foco de atuação no setor agrícola. No entanto, os panelistas observaram que, no caso do CRA, o crédito utilizado como lastro tem que ser originado antes da emissão do Certificado. Já no FIDC, como pode haver a reposição dos direitos creditórios (revolvência), a captação de recursos pode ocorrer antes mesmo da originação dos direitos creditórios.

Por fim, foram destacados alguns aspectos que podem influenciar o desenvolvimento do produto nos próximos anos. O primeiro refere-se ao grande potencial de utilização dos FIDCs para o financiamento da infraestrutura¹². O desafio, nesses casos, é entender a estrutura do projeto e, possivelmente, alguma instituição assumir o risco subordinado, ainda que com uma cota mezanino. O segundo é a inclusão, na Instrução CVM nº 555, da previsão para que os fundos de investimento possam adquirir cotas de FIDC não padronizados destinados a investidores profissionais, que podem ser lastreados por direitos creditórios a performar, oriundos de receitas públicas, ou mesmo vencidos e não pagos, até o limite de 5% do respectivo patrimônio líquido, de modo que a avaliação é de que as perspectivas para o segmento são promissoras e que a tendência é de crescimento do mercado de FIDCs.

¹² Mensagem do Ministro Joaquim Levy no final do evento apontou o FIDC como uma das fontes de financiamento para os investimentos em infraestrutura.

O direcionamento do investidor estrangeiro para o Brasil tem contribuído para aproximar o mercado doméstico das boas práticas internacionais, mas está aquém do considerado adequado.

10. FIP: Diferenças entre os fundos destinados aos investidores não residentes e investidores locais – é possível reuni-los em um mesmo produto?

No painel que analisou a participação dos fundos de private equity no mercado brasileiro houve consenso sobre a trajetória de crescimento dessa parcela da indústria de fundos nos últimos anos. De 2011 a 2013 houve um aumento de 58% do capital comprometido¹³. A participação do investidor estrangeiro no segmento – estimulada pela isenção de imposto de renda – é um dos fatores que explica essa evolução, já que responde em média por 53% do total do capital comprometido nesse período¹⁴. Em 2014, dos US\$ 10,4 bilhões captados para private equity na América Latina, US\$ 5,6 bilhões foram direcionados para o mercado brasileiro. Na avaliação dos debatedores, entretanto, essa participação poderia ser mais expressiva se o aparato regulatório do mercado brasileiro estivesse mais alinhado com as regras praticadas no mercado internacional.

Na opinião dos panelistas, o direcionamento do investidor estrangeiro para o Brasil tem contribuído para aproximar o mercado doméstico das boas práticas internacionais, mas está aquém do considerado adequado. Há uma preocupação de que os potenciais conflitos de

¹³ Capital Comprometido – Volume de recursos em que o investidor e o administrador se comprometem a aplicar em fundo de private equity durante um período específico. Esse é um requisito necessário para a participação no fundo.

¹⁴ Fonte: Consolidação de Dados da Indústria de PE e VI no Brasil, KPMG e ABVCAP (2013).

Nos mercados internacionais, o modelo de private equity é baseado em princípios de boas práticas que buscam aperfeiçoar o ambiente de negociação.

interesse entre investidores e gestores não estejam cobertos com o mesmo peso pelos respectivos aparatos institucionais, o que poderia gerar fragilidades às operações envolvidas. Nesse sentido, foram citadas inicialmente questões como a metodologia adotada para o tratamento do impacto das variações cambiais sobre o valor comprometido nas carteiras.

Foi lembrado que o modelo de private equity no Brasil foi criado a partir da tradição das negociações com os fundos de pensão domésticos, quando foram estabelecidos padrões operacionais para os negócios do segmento. Esses fundos têm registro obrigatório, são regulados pela CVM e autorregulados pelo código ABVCAP/ANBIMA. Seu modelo de governança é de natureza jurídica condominial, o que exige tratamento igualitário para todos os investidores e transparência nas informações. Foi ressaltado que existem estruturas parecidas em outros países da América Latina, como México, Colômbia e Peru, nas quais as regras são voltadas prioritariamente para proteger o interesse do investidor local.

Nos mercados internacionais, o modelo de private equity é baseado em princípios de boas práticas que buscam aperfeiçoar o ambiente de negociação de forma a otimizar a participação de investidores e gestores, não caracterizando um modelo de autoregulação ou enforcement. A ILPA (Institutional Limited Partners Association) é uma entidade com alcance mundial e é responsável pela elaboração do guia de melhores práticas nesse mercado, documento que baliza a atuação dos participantes.

Os princípios da ILPA congregam três conceitos. O primeiro é relacionado ao **alinhamento de interesses**, que, entre outras questões, envolve a forma de alocação dos recursos pelo gestor – inclusive a sua participação com recursos próprios na carteira do fundo – além de aspectos

Os fundos de private equity no país são fechados e de natureza condominial, modelo que impede a realização de operações que se adequem ao perfil individual de cada investidor, tal como ocorre nos mercados externos.

relacionados à taxa de performance. O segundo conceito é relacionado à **governança** e trata principalmente de questões que envolvem conflitos de interesse. O terceiro é relacionado a aspectos sobre a **transparência do segmento**, com recomendações de como os gestores devem tratar as informações do fundo. Nesse ponto foi mencionada a importância de relatórios periódicos, confidenciais e padronizados para os investidores. Além disso, ressaltou-se a importância para o investidor da transparência dos pagamentos de taxas e sobre os gestores e outros agentes que estão envolvidos na gestão e administração do fundo.

Entre as principais diferenças do mercado brasileiro, foi destacado o fato de os fundos de private equity no país serem fechados e de natureza condominial, o que implica um tratamento igualitário dos investidores. Esse modelo impede os gestores de adotarem operações que se adequem ao perfil individual de cada investidor, tal como ocorre nos mercados externos, onde a diferenciação das cotas permite a utilização desse tipo de estratégia.

Da mesma forma, a inserção de representantes dos investidores dentro da estrutura dos fundos brasileiros também guarda diferenças em relação às práticas internacionais. Nos fundos locais os Comitês de Investimentos podem opinar sobre a condução de uma operação ou um negócio. No exterior, o LPAC (Limited Partners Advisory Committee), Comitê de assessoramento dos investidores, tem funções mais definidas e restritas, voltadas para o monitoramento e aprovação de situações ou transações que possam levar a conflitos de interesse dos agentes envolvidos.

Outro aspecto ressaltado no painel foi a diferença na forma de avaliação de desempenho de um fundo de participação por investidores domésticos e estrangeiros. No Brasil, a taxa de rentabilidade é o grande parâmetro do

A convergência das regras de governança com o que é praticado nos mercados internacionais estimularia uma participação mais expressiva dos estrangeiros no mercado doméstico.

negócio para o segmento, enquanto nos mercados internacionais a performance histórica (track-record), que indica o retorno do fundo ao longo do tempo, é o que baliza a decisão de investimento.

Além da dificuldade natural de valuation decorrente das especificidades da carteira, a forma de disponibilização das informações referentes à marcação a mercado das cotas dos fundos no Brasil foi outro ponto de distinção ressaltado no debate. No mercado externo, esses dados são reportados apenas para o investidor, enquanto no mercado brasileiro é necessária a divulgação pública, o que, em casos extremos, pode interferir no curso das demais negociações do segmento.

No final do debate, os panelistas ressaltaram que a opção de reconhecer a tipicidade do modelo brasileiro não é impeditiva ao capital externo, porém eles acreditam que a convergência das regras de governança com o que é praticado nos mercados internacionais estimularia uma participação mais expressiva dos estrangeiros e consolidaria ainda mais a presença desses investidores no mercado financeiro nacional.

11. ETF: perspectivas para o mercado local

O mercado brasileiro passou a negociar os primeiros fundos que replicam índices internacionais de renda variável (S&P 500) e prepara-se para o lançamento de fundos que replicarão índices de renda fixa.

Os Fundos de Índice, conhecidos como ETF (Exchange Traded Funds) também foram tema de painel específico no Congresso de Fundos. Regulamentados pela Instrução CVM nº 359/02 no início dos anos 2000, os ETFs se restringiam ao mercado de renda variável. Apenas em setembro de 2013, quando foi editada a Instrução nº 537, foram criadas regras específicas para o funcionamento dos ETFs de renda fixa. Mais recentemente, o mercado brasileiro passou a negociar os primeiros fundos que replicam índices internacionais de renda variável (S&P 500) e prepara-se para o lançamento de fundos que replicarão índices de renda fixa. Com a edição da Instrução CVM nº 555, que regulamenta os fundos de investimento, os ETFs passaram a ter tratamento de ativo final, tendo sido estabelecido o limite de 20%, juntamente com outras modalidades, para aquisição de suas cotas por fundos de investimento (art. 103, I, alínea h), ampliados os limites para investimento no exterior e introduzidas novas regras para o pagamento de rebates. Esse conjunto de medidas pode contribuir para tornar o ETF uma alternativa eficiente para algumas estratégias específicas.

Foi nesse contexto que os panelistas discutiram a utilização dos ETFs e analisaram as perspectivas para o produto no que se refere à utilização de novas estratégias. Para ilustrar o debate, foram apresentadas diversas estatísticas¹⁵ produzidas pela ETFGI, empresa de consultoria independente que oferece serviços de pesquisa sobre as

¹⁵ Veja a apresentação em <http://blog.congressoanbimadefundos.com.br/8o-congresso-anbima-de-fundos>.

O ETF é utilizado como ferramenta para a gestão de recursos para se atingir alfa juntamente com outros ativos, substituindo, muitas vezes, a utilização do mercado futuro, combinando eficiência e baixo custo.

tendências da indústria global de ETF e ETP¹⁶. No início dessa indústria, há 25 anos, havia muita resistência por parte dos investidores. Hoje, segundo os especialistas, o ETF é utilizado como ferramenta para a gestão de recursos para se atingir alfa juntamente com outros ativos, substituindo, muitas vezes, a utilização do mercado futuro, combinando eficiência e baixo custo.

De acordo com os dados, no final de março de 2015, a indústria global de ETF/ETP atingiu o recorde de 2,9 trilhões de dólares em ativos, com 5 669 ETFs/ETPs, 10 961 listagens em 63 bolsas e em 51 países, com 247 provedores. A título de comparação, foi ressaltado que esse volume de recursos é praticamente igual ao da indústria de Hedge Funds, iniciada muito antes, e que deve ser superado já no segundo trimestre de 2015. Os Estados Unidos representam 71,5% do mercado global, seguidos pela Europa, com 16,8%, enquanto a América Latina, apenas 0,2%. No que se refere à exposição por tipo de ativo, as ações respondem por 77,3% do total, seguidas por renda fixa (15,3%) e commodities (4%). Quanto à estrutura do produto, foi informado que os ETFs representam 95% do total e os ETPs, 5%.

De acordo com os panelistas, a indústria de ETF também pode ser um bom parâmetro do comportamento dos investidores. Os dados mostram que a predominância da exposição a índices de ações é uma tendência que se mantém também no início de 2015, tendo representado 51,45% da captação líquida global de 96 bilhões de dólares no primeiro trimestre do ano. No mesmo período, a Europa concentrou o maior volume de captação líquida de recursos com exposição ao mercado acionário, seguido por ações globais (excluindo os Estados Unidos) e da Ásia/Pacífico. Já a América do Norte e os países emergentes registraram

¹⁶ ETP (Exchange Traded Products) é um tipo de ativo cujo preço deriva de outro ativo – tal como mercadorias, moedas, ações ou taxa de juros – que é negociado diariamente em bolsa de valores. Embora os mais utilizados e conhecidos sejam os próprios ETFs, também são exemplos de ETPs os ETVs (Exchange Traded Vehicles) e ETNs (Exchange Traded Notes).

Os dados indicam uma redução da exposição a índices globais ou regionais nos últimos anos, em particular de mercados emergentes, e aumento da exposição por país, com destaque para a China e a Índia.

resgates líquidos. Na renda fixa, predominaram as captações ligadas a índices de títulos corporativos, seguidos por high yield (especulativos) e títulos governamentais.

Dos US\$ 284 bilhões de exposição a mercados emergentes, 91% seguem índices acionários, enquanto os outros 9% são atrelados à renda fixa. Os dados indicam uma redução da exposição a índices globais ou regionais nos últimos anos, em particular de mercados emergentes, e aumento da exposição por país, com destaque para a China e a Índia. Assim, do total de US\$ 145,6 bilhões referentes à exposição por país, o Brasil representa apenas US\$ 5,2 bilhões (eram US\$ 12,8 bilhões em 2013), com ativos listados por 23 provedores e em 20 bolsas diferentes, sendo exclusivamente em renda variável e, em sua maior parte, domiciliados nos Estados Unidos.

Dentre os ETFs/ETPs com exposição a títulos de renda fixa de mercados emergentes, 78,8% são listados em mercados desenvolvidos. Quase todos estão domiciliados nos Estados Unidos (40,0%) ou na Irlanda (33,1%). No que se refere aos produtos domiciliados em mercados desenvolvidos, 90,4% dos ativos de renda fixa com exposição a mercados emergentes são investidos em títulos governamentais. Já em relação aos produtos de renda fixa domiciliados em mercados emergentes, a exposição é exclusivamente focada no mercado local. A maior parte (52,1%) se refere a ativos de alta liquidez (money market), seguida por produtos com exposição a títulos governamentais (39,1%).

Atualmente, os ETFs são utilizados como ferramenta para negociação (pode-se adotar posições compradas ou vendidas em relação ao produto), acesso a mercados, ou simplesmente como um ativo financeiro, conforme apontaram os especialistas. Seus principais usuários são consultores/alocadores de recursos (59,4%), traders e

Os ETFs lideram a expectativa de crescimento anual entre as diferentes modalidades de fundos de investimento no período entre 2013 e 2017 (entre 15% e 20%) e também estão entre os de menor custo para o investidor.

gestores de recursos. Diante da dificuldade de se obter alfa (retorno superior ao índice de referência do mercado), o produto muitas vezes representa a oportunidade de se obter beta (índice de referência do mercado) a baixo custo, levando-se em conta que a taxa média de administração mundial é estimada em 31 pontos base. Assim, apesar do receio inicial de alguns investidores em relação ao produto, o prazo médio de aplicação para grandes valores é de aproximadamente dois anos.

Estudo apresentado no painel mostrou o percentual de utilização das estratégias utilizadas com os ETFs pelos diferentes segmentos de investidores, bem como os principais fatores para a escolha do produto, entre as quais se destacam a liquidez e volume negociado (68%) e a redução dos custos de transação (68%). Os ETFs lideram a expectativa de crescimento anual entre as diferentes modalidades de fundos de investimento no período entre 2013 e 2017 (entre 15% e 20%) e também estão entre os de menor custo para o investidor.

Com base nesse cenário, os debatedores brasileiros apresentaram sua visão do produto, sob a ótica de seu segmento de atuação.

O mercado de ETFs, que teve início no Brasil há mais de dez anos, com o lançamento do PIBB (Papéis de Índice Brasil Bovespa), em 2004, está inserido nas estratégias de negócio da BM&FBovespa. Hoje o produto está consolidado no mercado, com infraestrutura montada, pronto para crescer, segundo um dos panelistas. Atualmente, o número de investidores ultrapassa 23 mil, e o patrimônio líquido já atingiu R\$ 4 bilhões, com 18 ETFs listados para negociação, sendo dois, mais recentes, relacionados a índices estrangeiros (S&P 500), cujo patrimônio é de cerca de R\$ 100 milhões. A média diária do volume de negócios é de R\$ 130 milhões (R\$ 4 milhões para os referenciados ao S&P

Diante do surgimento de novas estratégias, a tendência é que o setor possa apresentar um crescimento mais significativo no país.

500), bastante superior aos R\$ 10 milhões observados em 2008, e representa cerca de 2% do volume negociado na Bolsa brasileira. Nos Estados Unidos, essa parcela chega a 30% do volume negociado nas bolsas, o que indica o amplo espaço para crescimento, segundo as análises.

Atualmente a Bolsa está conduzindo um projeto para permitir a negociação de novas estratégias de ETFs com o objetivo de viabilizar a ampliação do portfólio de produtos e a entrada de novos participantes. Apesar de, como demonstram os dados apresentados, o segmento ainda seja incipiente em comparação com os mercados desenvolvidos, diante do surgimento de novas estratégias, a tendência é que o setor possa apresentar um crescimento mais significativo no país. Para isso, além de construir uma plataforma para os ETFs de renda fixa e estimular a educação financeira voltada para o produto, foi relatado que a BM&FBovespa está desenvolvendo novos índices (cinco índices da família “smart beta”) em parceria com a S&P. Normalmente, o desenvolvimento de um ETF começa pelo segmento à vista, podendo ser desenvolvidos, de acordo com as necessidades e demandas de mercado, produtos e serviços relacionados como derivativos, utilização do ETF como garantia e em programa de aluguel, entre outros.

Hoje, de acordo com os analistas, os ETFs de renda variável são utilizados pelos investidores institucionais em seus mandatos passivos. Nesses casos, por exemplo, foi relatada a arbitragem que existia com o aluguel do ETF que aumenta a eficiência na gestão da carteira, contribuindo de forma significativa para a geração de receita. Nesse sentido, e considerando-se que a maior parte da carteira das entidades de previdência está alocada em renda fixa, a avaliação é de que também há espaço para a utilização de ETFs de renda fixa por esses investidores, especialmente aqueles cujas carteiras são vinculadas a índices de preço. Embora a tendência seja de que os planos BD (Benefício

Os palestrantes evidenciaram a importância que os ETFs de renda fixa poderão ter no processo de ampliação da transparência do segmento através da abertura de preços (price discovery) e ampliação da liquidez no mercado secundário.

Definido) continuem carregando os títulos em suas carteiras, os planos CD (Contribuição Definida), com gestão ativa de renda fixa, favorecem a utilização dos ETFs.

Na avaliação dos debatedores, os ETFs de renda fixa também podem representar uma importante alternativa para a alocação dos recursos dos investidores de varejo. No entanto, é necessário desenvolver a distribuição do produto junto às corretoras, bem como explicar e educar os investidores em relação ao produto, com a apresentação dos benefícios que a sua aquisição pode proporcionar. Apesar de todas as informações disponíveis, ainda existe resistência e uma aversão ao risco, especialmente no caso da renda variável. Acredita-se que mesmo o investimento em renda fixa na Bolsa deverá enfrentar resistência, dado o desconhecimento do produto. Atualmente, o perfil do investidor de ETF no Brasil é de alta renda e que aplica apenas uma pequena parte de seus recursos. Assim, o grande desafio para distribuir o produto para o Varejo seria criar um produto simples e de fácil compreensão pelo investidor.

Os palestrantes evidenciaram a importância que os ETFs de renda fixa poderão ter no processo de ampliação da transparência do segmento através da abertura de preços (price discovery) e ampliação da liquidez no mercado secundário. A tais fatores atribuíram o interesse demonstrado pelo Governo no desenvolvimento desse segmento, No que tange ao desenvolvimento do mercado de ETF de Renda Fixa mundial, foi mencionado que expressivo crescimento do mesmo nos últimos anos não se deu em detrimento de redução do segmento de fundos mútuos, tendo o mesmo sido associado à redução da negociação de ativos individualmente.

O formador de mercado para o ETF é considerado um agente central para a redução do spread, mas encontra

Há produtos com taxa de administração mais baixa, voltados para alocações de longo prazo, e com taxas mais altas, que envolvem alocações táticas ou trading, e contam com derivativos, formador de mercado, entre outros serviços.

limitações conforme a regulamentação vigente e o tamanho do fundo. Além de promover a liquidez e reduzir os custos de transação do produto, ele deve cumprir importante papel no alinhamento dos preços das cotas do ETF ao seu preço justo de mercado. Ao fomentar a liquidez, o formador de mercado também contribui para aumentar a confiança dos investidores institucionais no que se refere à busca por sua aderência em relação aos benchmarks estabelecidos para os planos de contribuição, conforme os especialistas.

Embora a média mundial de custos, de 31 pontos-base, possa ser considerada elevada para alguns investidores de grande porte, os debatedores chamaram a atenção para o fato de que, dependendo da operação a ser realizada, devem-se levar em conta, também, os custos de transação. Isso ajuda a explicar por que mesmo esses investidores acabam utilizando o produto. A avaliação é de que, se o produto for negociado com frequência, a taxa de administração pode vir a perder relevância. Dessa forma, há produtos com taxa de administração mais baixa, voltados para alocações de longo prazo, e com taxas mais altas, no caso de produtos voltados para alocações táticas ou trading, que contam com derivativos, formador de mercado, entre outros serviços. Todavia, essa é uma discussão considerada importante, tanto no nível doméstico como global.

Na indústria de fundos, a criação de novos paradigmas na geração de valor dos produtos e na comunicação com seus clientes já desperta a atenção dos gestores quanto à necessidade de adaptar estratégias às inovações tecnológicas.

12. Os desafios do futuro: os novos paradigmas

Um dos desafios do 8º Congresso de Fundos de Investimento foi estimular os participantes a “pensar fora da caixa” e considerar alternativas menos convencionais, inovadoras, baseadas em experiências de outras áreas de negócios e de conhecimento, para encontrar soluções e ideias para questões da indústria, também debatidas neste fórum.

Assim, em alguns painéis buscamos compartilhar com os agentes do mercado os pontos de vista de especialistas em tecnologia, comunicação, sustentabilidade, criatividade, capital humano, entre outros assuntos que perpassam o nosso dia a dia, para que eles pudessem, a partir dessa experiência, fazer suas próprias conexões, com a possibilidade de aproveitar algum insight para delinear um jeito novo de encarar os seus desafios e se posicionar bem no futuro.

A rapidez no ritmo das inovações tecnológicas e seu impacto no mundo atual vêm provocando reflexões quanto ao reposicionamento dos segmentos junto aos seus mercados e à sociedade. Na indústria de fundos, a criação de novos paradigmas na geração de valor dos produtos e na comunicação com seus clientes já despertam a atenção dos gestores quanto à necessidade de adaptar estratégias a esse contexto. A seguir, serão apresentadas algumas das principais mensagens dessas plenárias.

Inovar na comunicação em um contexto de expansão de novas plataformas de informações e de redes sociais é um desafio que vai exigir um olhar diferenciado, e que pode ultrapassar os limites dos próprios negócios.

12.1 Comunicação e relacionamento: como a indústria pode inovar?

As mudanças nos processos de comunicação, decorrentes da expansão de novas plataformas de informações e redes sociais, tornaram o mundo fortemente conectado, o que fez aumentar a disponibilidade de dados e serviços existentes de forma tempestiva. Nesse contexto, inovar na comunicação é um desafio que vai exigir um olhar diferenciado e que pode ultrapassar os limites dos próprios negócios.

Inovar a forma como são tratadas e transmitidas as informações do segmento não necessariamente significa sofisticá-las. A capacidade de atingir o público numa linguagem simples e acessível é a grande riqueza nos tempos atuais, em um momento em que o público/cliente-alvo nunca teve tanta informação a sua disposição. No caso da indústria de fundos, gerar todas as informações relevantes para quem analisa, compara ou escolhe um fundo de investimento, notadamente em relação a fatores-chaves como prazo, riscos e estratégias, de forma simples, mas sem perder o compromisso com a transparência do processo de investimentos, continuará sendo o principal desafio no processo de comunicação com os clientes.

12.2 Big Data: como será a tecnologia no futuro?

O Big Data é um fenômeno bastante recente e já reconhecido no novo ambiente de negócios, que vem sendo adotado de forma crescente nos processos de trabalho das empresas.

A entrada de agentes no mercado, que trazem novas tecnologias e consequentes mudanças na forma de condução dos negócios, é o maior desafio para as instituições financeiras já estabelecidas. Essas novas empresas, conhecidas como start-ups, incorporam robôs que indicam a alocação de recursos adequada ao perfil dos clientes e buscam administrar as carteiras de forma automatizada, gerando eficiência e redução de custos. Em apenas seis meses do ano passado, essas empresas atingiram US\$ 9,5 bilhões em volume de carteiras administradas.

A forma como a informação é utilizada pelas instituições financeiras com as atuais ferramentas tecnológicas pode ser o meio de mantê-las competitivas. A quantidade de informações disponíveis, oriundas de fontes internas (registros de operações, perfis de clientes, entre outras) ou externas (redes sociais, aplicativos, entre outras), também pode se mostrar uma vantagem se as informações forem qualificadas. Esse trabalho pode permitir uma análise integrada das áreas de atuação da instituição e gerar subsídios para as suas estratégias de negócios. Esse processo de tratamento e uso das informações é conhecido como Big Data.

O diferencial do Big Data já é reconhecido no novo ambiente de negócios e vem sendo adotado de forma crescente nos processos de trabalho das empresas. Ressaltou-se que cerca de noventa por cento dos dados mundiais foram criados nos últimos dois anos e o número de aparelhos em rede já representa o dobro da população do planeta, o que denota que se trata de um fenômeno bastante recente. Ressaltou-se, ainda, que, do total das informações

disponíveis nos últimos dois anos nas redes sociais, cerca de 80% podem ser considerados como não confiáveis. Apesar disso, no mundo atual, a informação nunca se mostrou tão estratégica.

12.3 Reflexões sobre o futuro

Uma forma de compreender a ambiguidade do mundo atual é observar o comportamento da população jovem, que está mais inserida no ambiente tecnológico e que vem adotando novos códigos de conduta e de sociabilidade.

Numa era de mudanças de paradigmas na comunicação e no acesso ao conhecimento, novos valores vêm se afirmando na sociedade. É consenso que nesse contexto, a ampliação da base de clientes de qualquer segmento da economia só ocorrerá caso os gestores e empresários tenham a percepção dos valores que nortearão esse ambiente nos próximos anos. Em um momento de transição como o atual, essa avaliação é estratégica para a construção de cenários futuros.

Uma forma de compreender a ambiguidade do mundo atual é observar o comportamento da população jovem, segmento que está mais inserido no ambiente tecnológico e que, em consequência, vem adotando novos códigos de conduta e de sociabilidade. A relação com o tempo – mais acelerado – e a realidade – virtual – tem estimulado capacidades cognitivas desse grupo, que extrapolam os modos convencionais que caracterizaram as gerações pré-internet.

Estar inserido na era tecnológica, porém, não garante à empresa a melhor forma de comunicação com o seu público-alvo. Há consenso entre os estudiosos na área de informática que a tecnologia pode melhorar as relações humanas, se forem levados em conta o perfil e as características das pessoas ali conectadas. A convivência de humanos mais tecnológicos e máquinas mais humanas pode ser o diferencial para as novas estratégias de negócios.

Dentre os princípios que devem ser absorvidos na cultura das empresas e que são percebidos pela sociedade como um dos aspectos que agregam valor, destaca-se o conceito de sustentabilidade ambiental. Os problemas

climáticos nos últimos anos reforçaram a conscientização do reequilíbrio do meio ambiente e dos seus impactos na qualidade de vida do planeta e das pessoas.

*A
implementação de
uma cultura de
sustentabilidade
dentro das
empresas revela
uma postura crítica
quanto ao
desperdício,
concentração de
riqueza e a
leniência com a
injustiça social.*

A implementação de uma cultura de sustentabilidade dentro das empresas revela uma postura crítica quanto à coexistência de valores que privilegiam a postura do desperdício, da concentração de riqueza e da leniência com a injustiça social. Nos dias atuais, os agentes devem se conscientizar de que o sistema econômico apresenta também limites ecológicos e que investimentos que não levem em conta esses aspectos poderão estar fadados a se esgotarem e interromperem o ciclo de negócios.

12.4 Capital humano e geração de valor

A busca por conhecer o perfil do investidor vem exercendo um papel estratégico na forma como os produtos financeiros estão sendo ofertados.

Para a indústria de fundos, a adoção de valores universais que consigam captar as novas demandas da sociedade contribuirá para que esse segmento mantenha-se inserido em um cenário construtivo. Adicionalmente, não se devem desprezar aspectos mais específicos do setor que podem ajudar a aprimorar a relação com seus clientes.

Nesse sentido, a educação financeira exerce a função de qualificar o investidor, permitindo o acesso ao conhecimento de produtos disponíveis no mercado. Vale ressaltar que não se deve ter a expectativa de que se forme um expert no mundo das finanças, mas indivíduos que tenham a capacidade de escolher com mais segurança o investimento que lhes for adequado. O gestor, por sua vez, deve entender as necessidades desse investidor, assim como a sua disposição para o risco, orientando-o na alocação dos seus recursos.

Esse gap no relacionamento gestor-cliente é que deve ser trabalhado para os próximos anos. A busca por conhecer o perfil do investidor vem exercendo um papel estratégico na forma como os produtos financeiros estão sendo ofertados. Tem sido recorrente a existência de fundos que buscam replicar o perfil de investimento dos seus clientes através de aplicativos voltados para a identificação dessas informações. Vale atentar que as plataformas virtuais que permitem operar no mercado acabam reforçando a tendência da desintermediação financeira, o que exige, por outro lado, que o investidor já possua, pelo menos, conhecimentos básicos sobre o tema.

A melhora na relação entre o investidor e o gestor não se reflete apenas numa eficiente alocação de recursos,

resultado de uma oferta mais adequada ao perfil do cliente. Reforça-se também a relação de confiança entre esses agentes, o que gera um diferencial relevante num ambiente de negócios cada vez mais complexo e competitivo.

12.5 Cenário político e institucional

As dificuldades que o atual Governo vem enfrentando na articulação com a Câmara e o Senado têm comprometido a aprovação dos projetos e reforçado a percepção da sociedade de piora da capacidade do Executivo para fazer avançar a sua pauta.

No tocante à questão política, os palestrantes manifestaram preocupação com as dificuldades que o atual Governo vem enfrentando na articulação com a Câmara e o Senado. A avaliação é de que esse quadro tem comprometido a capacidade do Governo na aprovação dos projetos e reforçado a percepção da sociedade de piora das condições para o Executivo avançar em sua pauta neste segundo mandato.

Em termos estruturais, os principais desafios apontados para o ambiente de negócios são o fortalecimento da institucionalidade do país, em especial no que se refere à independência do judiciário para atuar sobre as denúncias de corrupção, e da comunicação entre governo, representantes políticos e sociedade.

Esse processo de combate à corrupção, de acordo com os panelistas, não deveria se restringir à dimensão pública, mas abranger o empresariado privado e a sociedade em geral, sobretudo no que se refere à adoção de princípios éticos na condução dos negócios e das relações entre o público e o privado. Neste sentido, a garantia jurídica exerceria um papel de extrema importância, ao assegurar um ambiente que estimule o empreendedorismo e o consequente desenvolvimento da economia e dos mercados, onde está inserida a indústria de fundos.

13. Conclusão

Os desafios impostos pelos novos tempos exigiram dos participantes do Congresso uma reflexão que abrangeu as profundas transformações ocorridas na tecnologia e a consequente mudança na relação entre os fundos e seus clientes.

A percepção de que vivemos um momento de mudança foi o que permeou os debates ocorridos no 8º Congresso ANBIMA de Fundos de Investimentos. Os desafios impostos pelos novos tempos exigiram dos participantes do encontro uma reflexão que não se restringiu às questões específicas da indústria – que são relevantes, sobretudo no que se refere à regulação –, mas abrangeu as profundas transformações ocorridas na tecnologia da informação e de dados, e a consequente mudança na relação entre os fundos e seus clientes. Além disso, foram incorporadas ao debate questões como ética e sustentabilidade socioambiental, que vêm permeando as novas demandas da sociedade e em algum grau podem induzir mudanças nas estratégias de negócios dos agentes.

Em termos específicos, a criação de uma agenda de longo prazo para a indústria de fundos de investimentos foi discutida à luz das novas mudanças no aparato regulatório, sobretudo aquelas relacionadas à Instrução CVM nº 409 (nova Instrução nº 555) que aprimorou aspectos relativos a estrutura e segurança do segmento. No mesmo sentido, as novas regulamentações que tratam da gestão de carteiras e de procedimentos de suitability ganharam grande destaque. Adicionalmente, temas abordados em painéis específicos sobre os desafios do segmento de produtos estruturados e da previdência, e relativos ao papel da regulação na mitigação de riscos sistêmicos oriundos da indústria de fundos, que têm pautado o debate internacional, contribuíram para mostrar o avançado estágio da indústria, cuja pauta está em linha com os temas de mercados mais maduros.

O cenário prospectivo foi avaliado como bastante desafiador, em especial pela constatação de que os novos paradigmas, fora e dentro da indústria de fundos, surgem em

A gestão de recursos deve buscar uma sintonia fina entre acompanhar as mudanças tecnológicas e, ao mesmo tempo, adotar uma relação próxima com os clientes.

um contexto de incerteza no cenário econômico, substancialmente diferente do otimismo que marcou o 7º Congresso realizado em 2013. Ficou o dever de casa para todos os participantes de interpretar a natureza dos eventos atuais, distinguindo o que é conjuntural das transformações que vieram para ficar. No âmbito da gestão de recursos, essa tarefa implica buscar a sintonia fina entre acompanhar as mudanças tecnológicas em curso e, ao mesmo tempo, adotar uma relação próxima com os clientes, focada na simplicidade e conhecimento das suas demandas e perfil de investimento.

Programação do 8º Congresso ANBIMA de Fundos de Investimento

1º dia (19/5/15)

Sessão plenária I: A Indústria de Fundos de Investimento e Seu Papel no Desenvolvimento do Mercado de Capitais: Uma Agenda de Longo Prazo

Debatedores

- Carlos Ambrósio – Claritas Administração de Recursos
- Carlos Massaru – BB DTVM
- Gustavo Murgel – Banco Itaú-Unibanco
- Robert John van Dijk – Banco Votorantim
- Luciane Ribeiro – Santander Asset Management

Moderador

- Dony De Nuccio – jornalista e economista

Sessão plenária II: Gestão: Cenários e Estratégias de Médio e Longo Prazo

Debatedores

- Alcindo Canto – HSBC
- Alexandre Muller – JGP Gestão de Recursos
- Artur Wichmann – Verde Asset Management
- Bruno Rudge – Dynamo Administração de Recursos
- Reinaldo Le Grazie – Bradesco Asset Management

Moderador

- Dony De Nuccio – jornalista e economista

Sessão plenária III: Comunicação e Relacionamento: Como a Indústria Pode Inovar?

Palestrante

Nizan Guanaes – Grupo ABC

Palestras paralelas:

Sessão Especial de Asset Allocation: A Importância de Ativos no Exterior na Estratégia de Diversificação do Portfólio

- Vital Meira de Menezes Junior – ANBIMA e Banco J.P. Morgan
- Eduardo Alfredo Steffens Vidal – Cuprum AFP
- Jorge Simino – Funcesp

- Carlos Ambrósio – ANBIMA e Claritas Administração de Recursos
- Carlos André – BB DTVM

Palestra I: ETF: Perspectivas para o Mercado Local

Debatedores

- Deborah Fuhr – ETFGI
- Alenir Romanello – ANBIMA e Caixa Econômica Federal
- Bruno Stein – BlackRock
- Claudio Jacob – BM&FBOVESPA
- Mauro Oliveira – Credit Suisse
- Maurício Wanderley – Valia

Palestra II: Inovação e Transformação na Infraestrutura de Mercado

Debatedores

- João Santos – PwC
- Otavio Yazbek
- Paulo Secches – Oficina Sofia
- Heitor Martins – Mckinsey
- Luiz Caselli – Mckinsey
- Ricardo Soares – ANBIMA e Itaú-Unibanco

Palestra III: FI: Futuro dos Fundos Imobiliários frente às Perspectivas Econômicas

Debatedores

- Reinaldo Lacerda – ANBIMA e Votorantim Asset Management
- Valdery Frota – Fator Management
- Rafael Zlot – Brasil Plural
- Rodrigo Abbud – VBI Real Estate
- Francisco Augustinis – Funcesp

2º dia (20/5/15)

Sessão plenária I: Big Data: Como Será a Tecnologia no Futuro?

Sessão plenária II: Reflexões sobre o Futuro

Sessão plenária III: Capital Humano e Geração de Valor

- Annamaria Lusardi – The George Washington University
- Fabio Pando – Horizon Consulting
- José Luiz Tavares – Nexial Marketing Group

Palestras paralelas:

Sessão Especial de Regulação

- Dan Waters – ICI Global
- Francisco Bastos – CVM
- Silmara Baccani – BNY Mellon Brazil

Moderador

- José Carlos Doherty – ANBIMA

Palestra I: Captação de Recursos via FIDC: Desafios na Originação

- Rosano Ouriques – RCI Brasil
- Marcos Arruda – Monsanto
- Marcelo Urbano – GPS Planejamento Financeiro
- Marcelo Ferraz – Credit Suisse

Moderador

- Ricardo Mizukawa – Bradesco Asset Management

Palestra II: Previdência: Evolução da Regulamentação para as Entidades Abertas e Fechadas de Previdência Complementar

Debatedores

- Denis Barreira Batista – Susep
- Maurício Nakata – Previc
- Cláudio Cesar Sanches – FenaPrevi
- Maurício Wanderley – Abrapp

Moderador

- Luiz Sorge – ANBIMA e Banco BNP Paribas

Palestra III: FIP: Diferenças entre os Fundos Destinados aos Investidores Não Residentes e Investidores Locais – É Possível Reuni-los em um Mesmo Produto?

Debatedores

- Amaury Junior – Vision Brazil Investments
- Cesar Collier – Siguler Guff & Company
- Guilherme Cooke – Velloza & Giroto Advogados
- Leonardo Camozzato – Itajubá Investimentos

Sessão plenária IV: O Funcionamento das Instituições Brasileiras e a Ética nos Negócios

- **Joaquim Barbosa** – ex-ministro e ex-presidente do Supremo Tribunal Federal