

# 2153

TEXTO PARA DISCUSSÃO

## OS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL DE 2008 A 2013: INSTITUCIONALIDADE E INTERFACES COM A POLÍTICA ECONÔMICA

Adriana Nunes Ferreira





### **OS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL DE 2008 A 2013: INSTITUCIONALIDADE E INTERFACES COM A POLÍTICA ECONÔMICA**

Adriana Nunes Ferreira<sup>1</sup>

---

1. Professora do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp). Pesquisadora bolsista do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) na Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

**Governo Federal**

**Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão**  
**Ministro Nelson Barbosa**

**ipea** Instituto de Pesquisa  
Econômica Aplicada

Fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

**Presidente**

Jessé José Freire de Souza

**Diretor de Desenvolvimento Institucional**

Alexandre dos Santos Cunha

**Diretor de Estudos e Políticas do Estado,  
das Instituições e da Democracia**

Roberto Dutra Torres Junior

**Diretor de Estudos e Políticas  
Macroeconômicas**

Cláudio Hamilton Matos dos Santos

**Diretor de Estudos e Políticas Regionais,  
Urbanas e Ambientais**

Marco Aurélio Costa

**Diretora de Estudos e Políticas Setoriais  
de Inovação, Regulação e Infraestrutura**

Fernanda De Negri

**Diretor de Estudos e Políticas Sociais**

André Bojikian Calixtre

**Diretor de Estudos e Relações Econômicas  
e Políticas Internacionais**

Brand Arenari

**Chefe de Gabinete**

José Eduardo Elias Romão

**Assessor-chefe de Imprensa  
e Comunicação**

João Cláudio Garcia Rodrigues Lima

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

URL: <http://www.ipea.gov.br>

## Texto para Discussão

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos direta ou indiretamente desenvolvidos pelo Ipea, os quais, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões.

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2015

Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.- Brasília : Rio de Janeiro : Ipea , 1990-

ISSN 1415-4765

1. Brasil. 2. Aspectos Econômicos. 3. Aspectos Sociais.  
I. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

CDD 330.908

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

JEL: G23; G28.

# SUMÁRIO

---

SINOPSE

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO .....	7
2 OS FUNDOS DE INVESTIMENTO <i>STRICTO SENSU</i> : INSTITUCIONALIDADE.....	8
3 UM PANORAMA DA EVOLUÇÃO DO SETOR DE FUNDOS DE INVESTIMENTO (2008-2013) .....	30
4 À GUIA DE CONCLUSÃO: FATOS ESTILIZADOS .....	45
REFERÊNCIAS .....	47



## SINOPSE

Este texto pretende apresentar as principais características de um segmento importante do mercado financeiro brasileiro, os fundos de investimento, que compõem, juntamente com as seguradoras e os fundos de pensão, os investidores institucionais ou, nos termos de Minsky (1989), os *money managers*. Os argumentos estão organizados da seguinte forma: a seção 2 versa sobre a institucionalidade do setor de fundos de investimentos no Brasil, o que compreende sua regulação e forma de organização; a seção 3 apresenta um panorama geral da evolução deste setor no período considerado e a última seção reúne as principais conclusões da análise sob a forma de fatos estilizados.

**Palavras-chave:** investidores institucionais; fundos de investimento; regulação financeira; dívida pública.

## ABSTRACT

This paper aims to present the main features of an important segment of the Brazilian financial market, the investment funds. These funds, along with insurers and pension funds, constitute the institutional investors or so-called money managers (Minsky, 1989). The arguments are organized as follows: section II focus on the institutional framework (regulation and form of organization) of the segment in Brazil; section III presents an overview of its performance over the analyzed period; the fourth section summarizes the main conclusions of the analysis.

**Keywords:** institutional investors; investment funds; financial regulation; public debt.





## 1 INTRODUÇÃO

Este texto pretende apresentar as principais características de um segmento importante do mercado financeiro brasileiro: os fundos de investimento, que compõem, juntamente com as seguradoras e os fundos de pensão, os investidores institucionais ou, nos termos de Minsky (1989), os *money managers*.

Há ao menos três dimensões correlatas nesta análise. A primeira é a da institucionalidade dos fundos, o que envolve a compreensão de sua regulação que define as modalidades de fundos existentes no Brasil. A segunda é a evolução da composição da carteira de ativos destes agentes. E, por fim, a terceira é a da origem dos recursos geridos por estas instituições. A respeito da relevância atual deste tema, Belluzzo (2009, p. 277) ressalta:

As alterações ocorridas ao longo das três últimas décadas na estrutura da riqueza capitalista e na operação dos mercados financeiros tornaram mais complexa a trajetória das economias e mais contraditória a gestão dos Bancos Centrais. O maior peso da riqueza financeira na riqueza total foi acompanhado pela concentração crescente da massa de ativos mobiliários sob controle “coletivista” dos fundos mútuos, fundos de pensão e fundos de hedge. Os administradores desses fundos ganharam poder na definição de estratégias de utilização da poupança e do crédito.

A precisa identificação das estratégias de alocação da riqueza desses agentes torna-se, portanto, fundamental para que se compreendam os mecanismos de financiamento da economia. Duas indagações guiam este texto: em primeiro lugar, qual foi o impacto, nas estratégias dos fundos de investimento, da queda da taxa Selic de 12,50% para 7,25% ao ano (a.a.) entre julho de 2011 e março de 2013 – uma redução de 5,25 pontos percentuais (p.p.) –, e da nova fase de alta desta taxa a partir de abril de 2013, que se estendeu até maio de 2014, conduzindo-a para o patamar de 11%? Em segundo lugar, foi possível notar algum efeito, nestas estratégias, do pacote de incentivo ao financiamento de longo prazo no Brasil, consubstanciado na Lei nº 12.431/2011?

O recorte temporal aqui utilizado – de dezembro de 2007 a dezembro de 2013 – abrange o momento de maior crescimento dos fundos de investimento no Brasil. Com efeito, o número total de fundos passou de 8.247 no início do período para 14.141 ao seu final, um incremento de quase 70% (tabela 4). O patrimônio líquido dos fundos, por seu lado, atingiu um montante de R\$ 2,2 trilhões em dezembro de 2013 –

excluídos os fundos de previdência –, correspondente a mais de 46% do produto interno bruto (PIB). A título de comparação, o estoque de crédito bancário da economia brasileira correspondia a cerca de 55% do PIB na mesma data.

Do ponto de vista metodológico, os dados serão apresentados em dois recortes. O primeiro, denominado neste estudo de *fundos de investimento lato sensu* e adotado pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima),<sup>1</sup> inclui os fundos de previdência abertos no total do setor. O segundo, denominado de *fundos de investimento stricto sensu*, exclui os fundos de previdência do total das estatísticas do setor devido às especificidades destas duas categorias de *money managers*, além de ser o critério adotado internacionalmente.

Este texto organiza-se da seguinte forma: a segunda seção versará sobre a institucionalidade do setor de fundos de investimentos *stricto sensu* no Brasil, o que compreende sua regulação e forma de organização; a terceira seção apresentará um panorama geral da evolução deste setor no período considerado; na quarta seção, serão reunidas as principais conclusões da análise, sob a forma de fatos estilizados.

## **2 OS FUNDOS DE INVESTIMENTO *STRICTO SENSU*: INSTITUCIONALIDADE**

Esta seção do texto apresenta duas subseções. Na primeira, alinhavam-se os principais passos da estruturação do arcabouço regulatório do segmento de fundos de investimentos no Brasil. Na segunda, faz-se uma apreciação da regulação brasileira de fundos de investimentos procurando, notadamente, refletir sobre a importância deste arcabouço na conformação de características específicas do segmento no Brasil – em contraste, por exemplo, com aquelas verificadas nos Estados Unidos.

---

1. A Anbima – instituição resultante da fusão da Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid) e da Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (Andima), em 2009 – surgiu, herdeira de duas instituições criadas ainda nos anos 1960, com os objetivos declarados de: fortalecer o mercado de capitais, promover o aperfeiçoamento tributário nos mercados financeiro e de capitais, promover a educação financeira e fortalecer a representação e a coordenação dos interesses dos associados local e internacionalmente.

## 2.1 Legislação e regulamentação

Da constituição jurídica de suas bases até hoje, o setor de fundos de investimento passou por muitas reformulações. Esta subseção apresenta uma sintética perspectiva histórica da institucionalização deste setor no Brasil da sua origem, em 1965, até 2013.

A seção IX da Lei de Reforma do Mercado de Capitais (Lei nº 4.728/1965) trata das sociedades e dos fundos de investimento e determina que seria autorizado pelo Banco Central do Brasil (BCB) – criado pela Lei nº 4.595/1964 – o funcionamento das sociedades de investimento que visassem “I – a aplicação de capital em Carteira diversificada de títulos ou valores mobiliários; ou II – a administração de fundos em condomínio ou de terceiros, para aplicação nos termos do inciso anterior” (Brasil, 1965).

A regulamentação quanto aos tipos permitidos de fundos em condomínio e suas respectivas composições de portfólio ficaria a cargo do também recém-criado Conselho Monetário Nacional (CMN). Contudo, a Lei nº 4.728/1965 não versava apenas sobre a constituição dos fundos de investimento. Nos seus objetivos declarados, constava a tentativa de prover mecanismos privados domésticos de financiamento de longo prazo à economia nacional.

Desse modo, a Lei nº 4.728/1965 dispunha sobre o sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários e, principalmente, sobre a regulamentação das ações – que passaram a ser endossáveis, além de nominativas – e das debêntures, papéis cuja circulação em um mercado organizado e dinâmico permitiriam o surgimento de um novo canal de financiamento privado. Os fundos em condomínio poderiam, em seguida, ser o veículo de coletivização do investimento por meio destes papéis.

Em conjunção com a reforma bancária e a instituição da correção monetária, estaria montada a estrutura para a captação de recursos, ampliando as possibilidades de financiamento das unidades produtivas, o que à época era visto como um dos empecilhos a um novo ciclo de crescimento da indústria e da economia nacional. De acordo com Sochaczewski (1993, p. 310), o mercado de valores mobiliários foi totalmente reestruturado.

O projeto reformulava profundamente a constituição e funcionamento das bolsas, alterava a forma de negociação das ações, incentivava a abertura do capital, regulamentava os fundos de condomínio etc. Em resumo, o projeto e a lei posteriormente aprovada eram basicamente alterações no sentido de permitir às empresas captarem recursos não exigíveis.

O Artigo 50 da lei estabelecia que:

os fundos em condomínios de títulos ou valores mobiliários poderão converter-se em sociedades anônimas de capital autorizado, (...), ficando isentos de encargos fiscais os atos relativos à transformação. Além disso, dispunha sobre sua organização:

§1º. A administração da carteira de investimentos dos fundos, a que se refere este artigo, será sempre contratada com companhia de investimentos, com observância das normas gerais que serão traçadas pelo Conselho Monetário Nacional.

§2º. Anualmente os administradores dos fundos em condomínios farão realizar assembleia geral dos condôminos, com a finalidade de tomar as contas aos administradores e deliberar sobre o balanço por eles apresentado.

§3º. Será obrigatório aos fundos em condomínio a auditoria realizada por auditor independente, registrado no Banco Central.

§4º. As cotas de Fundos Mútuos de Investimentos constituídas em condomínio poderão ser emitidas em forma nominativa, endossável (Brasil, 1965).

A Lei nº 6.385/1976 estabeleceu a responsabilidade da nova autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda sobre a regulação e fiscalização do mercado de capitais em todo o território nacional. À Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foram atribuídas diversas competências, exaradas do Artigo 4º da referida lei. Estas competências podem ser agrupadas em dois grupos: fomento ao mercado e proteção ao investidor. Como exemplos de atribuições do primeiro tipo constavam:

I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais. Quanto à responsabilidade de proteção ao investidor: IV - proteger os titulares de

valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários. V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado (Brasil, 1976).

Sendo assim, a CVM passava a ter competências regulatórias, fiscalizadoras, investigativas e punitivas. Ao CMN caberia a definição de políticas relativas à organização e ao funcionamento do mercado de valores mobiliários.

Constava ainda, nessa lei, uma definição preliminar de fundo de investimentos: “Fundo de investimento é uma comunhão de recursos constituída sob a forma de condomínio, destinada ao investimento em títulos e valores mobiliários, dividida em cotas ideais e administrada por entidade para tanto habilitada junto a autoridade competente.”

Outro passo importante no sentido da regulamentação do setor foi dado pela Resolução nº 1.779 da CMN, de 1990, que determinou a obrigatoriedade de registro de títulos que compunham a carteira dos fundos no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) e no Sistema de Registro e de Liquidação Financeira de Títulos (Cetip).

As instituições financeiras e demais sociedades autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil somente poderão admitir em suas respectivas carteiras, e naquelas relativas aos fundos por elas administrados, títulos públicos e privados devidamente registrados, conforme o caso, no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) ou no Sistema de Registro e de Liquidação Financeira de Títulos (Cetip), ou em qualquer outro sistema de custódia e de liquidação que venha a ser autorizado pelo Banco Central (BCB, 1990).

Com isso, a partir dessa data, todos os títulos de renda fixa públicos e privados em carteira dos fundos de investimento passaram a ter registro obrigatório. Ao garantir a divulgação das informações, este foi um instrumento fundamental na estruturação do sistema brasileiro de regulação.

A Resolução nº 2.451/1997 do CMN estabeleceu a segregação das atividades de administração de recursos de terceiros das demais atividades das instituições financeiras. O objetivo da lei era, em seus próprios termos:

Artigo 1º – Estabelecer a obrigatoriedade de as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil promoverem a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição.

Parágrafo único – A segregação de atividades referida neste artigo pode ser promovida mediante a contratação de empresa especializada na prestação de serviços de gestão de recursos de terceiros.

Artigo 2º – Para efeito do disposto no Artigo 1º, as instituições ali referidas devem designar membro da diretoria ou, se for o caso, sócio-gerente, tecnicamente qualificado, para responder, civil, criminal e administrativamente, pela gestão e supervisão dos recursos de terceiros, bem como pela prestação de informações a eles relativas.

Parágrafo único – A designação de membro da diretoria ou sócio-gerente para responder pela gestão de recursos de terceiros deve recair sobre pessoa que não possua qualquer vínculo com as demais atividades da instituição (BCB, 1997).

Na prática, essa resolução deu um passo fundamental para a construção de regras salutares de governança no caso de conglomerados financeiros: instituiu a *chinese wall*.

A partir da Lei nº 10.303/2001 – que altera a Lei nº 6.385/1976 –, a CVM passou a regular todos os fundos de investimento. Com efeito, até então, somente as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários (na prática, os Fundos de Investimento em Ações – FIA) eram consideradas valores mobiliários, e submetidas à supervisão e regulação da CVM. As cotas de fundos concentrados em títulos públicos (FIF) não eram consideradas valores mobiliários, simplesmente porque títulos públicos não eram considerados valores mobiliários pela lei brasileira. Os FIFs eram, assim, supervisionados pelo BCB.

Pela Lei nº 10.303/2001, a existência de oferta pública de títulos de participação ou de dívida passou a ser o fator determinante na qualificação de um título ou contrato como valor mobiliário. Com o novo regime, todas as cotas de fundos de investimento ofertadas publicamente, independentemente do ativo predominante do fundo, passaram a ser valores mobiliários. Assim, a CVM passou a ter competência para regular e supervisionar todos os fundos de investimento cujas cotas sejam ofertadas publicamente. Além disso, a lei conferiu independência normativa à CVM, que passou a ser a única entidade com poder de editar normas sobre valores mobiliários (Trindade, 2012).

Em 2004, após a crise da marcação a mercado ocorrida em 2002,<sup>2</sup> a CVM divulgaria a Instrução CVM nº 409/2004, pilar da legislação sobre o setor em vigor até os dias de hoje.

Em seu Artigo 1º, lê-se: “A presente Instrução dispõe sobre normas gerais que regem a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento e fundos de investimento em cotas de fundo de investimento definidos e classificados nesta Instrução” (CVM, 2004).

Em seu Artigo 2º, a definição vigente de fundos de investimentos: “O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros, observadas as disposições desta Instrução” (CVM, 2004).

O objetivo principal da instrução foi unificar a regulamentação dos fundos de renda fixa e de renda variável, oferecendo um tratamento uniforme no que tange às regras disciplinadoras dos fundos de investimento.

As principais mudanças trazidas pela Instrução CVM nº 409/2004 foram as descritas a seguir.

1. Com a unificação da regulamentação, permitiu-se a constituição dos fundos de investimento sob a forma tanto de condomínio aberto quanto fechado – antes, os fundos de investimento regulados pelo BCB só poderiam se constituir como condomínio fechado.
2. Possibilitou-se o registro automático de todas as categorias de fundos de investimento, desde que precedido do envio, pelo administrador, dos documentos necessários.
3. Permitiu-se que administradores de fundo de investimento contratem instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, autorizando-as a realizar a subscrição ou a aquisição de cotas do fundo, por conta e ordem de seus respectivos clientes.

---

2. Marcação a mercado, de acordo com o manual do Banco BM&F Bovespa, consiste “em registrar e apreçar todos os ativos, para efeito da valorização da carteira de investimento e cálculo de cotas de clubes e fundos de investimento, utilizando os preços dos negócios realizados no mercado”. Em 2002, o BCB editou uma série de circulares que determinaram aos fundos de investimento a marcação a mercado de seus ativos. Este ajuste, que primeiramente teria até o final de 2002 para ocorrer, foi antecipado pelo BCB para o final do mês de maio, para impedir que investidores mais experientes, prevendo perda no valor real dos fundos, retirassem seus recursos antes da efetiva implementação da marcação à mercado. A crise de confiança nos fundos se somou à conjuntura volátil – em função da proximidade das eleições – e causou um resgate de 15% do patrimônio líquido do setor.

4. Estabeleceu-se um patrimônio líquido mínimo para permitir a manutenção dos fundos abertos: cancela-se o registro do fundo aberto que mantiver patrimônio líquido médio diário inferior a R\$ 300 mil pelo período de noventa dias consecutivos.
5. Manteve-se o não estabelecimento de limite para operações compromissadas. Este foi um tema controverso. Na minuta da instrução submetida à audiência pública, pretendia-se restringir as operações compromissadas a 10% do patrimônio líquido do fundo de investimento e do fundo de investimento em cotas. Atendendo aos pleitos do mercado, a CVM manteve o não estabelecimento de limite. Estas operações são lastreadas em títulos públicos – em sua enorme maioria, federais – e constituem, como se verá adiante, parcela importante dos ativos dos fundos de investimentos.
6. Alterou-se o conceito de investidor qualificado, passando a considerar como tal as pessoas físicas ou jurídicas detentoras de investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300 mil e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio.
7. Permitiu-se que os fundos de investimento e os fundos de investimento em cotas, classificados como *renda fixa* e *multimercado*, pudessem investir na aquisição de cotas de fundos de investimento em direitos creditórios e em fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios e em cotas de fundos de investimento imobiliário (os chamados *fundos estruturados*), até o limite de 10% de seu patrimônio líquido, desde que tal possibilidade estivesse expressamente prevista no regulamento e prospecto respectivos.
8. Exigiu-se maior transparência na divulgação de informações (obrigatoriedade de prospectos, divulgação das informações aos cotistas por meio de carta ou e-mail).
9. Estabeleceram-se, de forma clara, as responsabilidades dos cotistas: eles responderiam por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, o que se estenderia a todas as categorias de fundos de investimento. Evidentemente, o administrador e o gestor continuariam sendo responsáveis perante os cotistas pela inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos em regulamento.
10. Vedaram-se resgates em casos de iliquidez dos ativos componentes da carteira do fundo. A ideia foi proteger os próprios cotistas de saídas desordenadas em momentos de crise. Com a nova instrução, o administrador poderia declarar o fechamento do fundo para a realização de resgates, sendo obrigatória a convocação de assembleia geral extraordinária, no prazo máximo de um dia, para, em 15 dias, definir os rumos do fundo: *i*) substituição do administrador, do gestor ou de ambos; *ii*) reabertura ou manutenção do fechamento do fundo para resgate; *iii*) possibilidade do pagamento de resgate em títulos e valores mobiliários; *iv*) cisão do fundo; ou *v*) liquidação do fundo.



11. Classificaram-se os fundos em nova abertura, com sete tipos conforme a composição de sua carteira.

A constante atualização da regulação do setor é evidente pelo número de instruções que se seguiram à Instrução CVM nº 409/2004 alterando-a ou complementando seu conteúdo. Até 2013, foram nove no total.

A Anbima, enquanto fórum de debate e consulta pública aos participantes do mercado de capitais brasileiro, divulga súmulas legislativas a respeito da regulação proveniente da CVM e define códigos de conduta e de autorregulação do setor.

A autorregulação é um tema que surgiu com força no início dos anos 2000 como resultado da pressão dos agentes do setor para aproximar mais a regulação aos desígnios deles próprios. A resposta da CVM foi ao encontro desta demanda: “A elaboração e o estabelecimento, pela própria comunidade, das normas que disciplinam suas atividades fazem com que a aceitação dessas normas aumente e a comunidade se sinta mais responsável no seu cumprimento, diminuindo a necessidade de intervenção do órgão regulador” (CVM, 1984).<sup>3</sup>

Assim, ainda que a CVM permaneça como última instância reguladora, a autorregulação parece ter se tornado um traço marcante do mercado de capitais nacional.<sup>4</sup> A participação ativa dos agentes do mercado na própria regulamentação do setor ficou evidente na reformulação da Instrução CVM nº 409/2004. Coube à Anbima, após diálogo com o mercado e com os entes reguladores, definir a pauta do que era chamado à época de *nova 409*.

Após aproximadamente seis meses de discussões e manifestações de agentes públicos e privados às audiências públicas da CVM sobre o tema da mudança regulatória, editou-se a Instrução CVM nº 555/2014, em 14 de dezembro, que entrará em vigor em julho de 2015. Embora ultrapasse o período aqui contemplado,

---

3. Nota explicativa da Instrução CVM nº 38, de 13 de setembro de 1984. Esta instrução “dispõe acerca do exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do Mercado de Valores Mobiliários – compreendendo a auditoria independente das companhias abertas, dos grupos de sociedades que incluam companhia aberta e das instituições, sociedades ou empresas que integram o sistema de distribuição e intermediação de valores mobiliários”. Disponível em: <<http://migre.me/rNQCW>>.

4. Essa tendência remonta aos anos 1990 em âmbito internacional.

é importante mencionar as principais mudanças introduzidas por esta instrução.<sup>5</sup> Os principais destaques são os seguintes.

1. Redução dos tipos de categorias de fundos – de sete para quatro: fundos de ações, renda fixa (inclusive fundos de curto prazo), multimercado e de investimento no exterior. Esta última terá como subcategorias os fundos cambiais e de dívida externa.
2. Elevação do limite para investimentos dos fundos de varejo no exterior dos atuais 10% para 20% do patrimônio nos fundos de renda fixa e de ações. O limite para investidores qualificados dobrou para 40%. Além disso, foi criado um fundo específico que permitirá ao investidor qualificado aplicar 100% no exterior.
3. Modificação do conceito de investidor qualificado, que passou a se referir ao investidor cujas aplicações financeiras superem R\$ 1 milhão, contra R\$ 300 mil na regra anterior. A categoria *investidor superqualificado* (titular de investimentos com aplicação mínima de R\$ 1 milhão na Instrução CVM nº 409/2004) teve sua classificação alterada para *investidor profissional* sendo exigido um valor total em aplicações superior a R\$ 10 milhões.
4. Criação de fundos restritos a investidores qualificados e investidores profissionais. Esses últimos, notadamente, terão permissão para aplicar 100% dos seus recursos no exterior.
5. Criação de um fundo de investimento de baixo custo e risco com a prerrogativa de ser uma opção à aplicação na caderneta de poupança.<sup>6</sup> Trata-se do *fundo simples* que terá, obrigatoriamente, de investir 50% de seu patrimônio em títulos públicos federais, sendo que o restante do portfólio poderá ser aplicado em títulos emitidos por instituições financeiras com avaliação de risco de crédito no mínimo equivalente ao soberano.

Uma vez que um dos objetos deste texto é analisar os fatores que condicionam a tomada de decisão dos detentores da riqueza no país, e que se parte da premissa de que o ambiente institucional, ao lado dos condicionantes macroeconômicos, tem um papel fundamental, vale lançar um olhar sobre a Lei nº 12.431/ 2011, que teve como objetivo incentivar o financiamento de longo prazo da economia.<sup>7</sup> A lei prevê incentivo

---

5. Para a redação final desta instrução, ver: <<http://migre.me/rNQZF>>. Sobre a Instrução CVM nº 555/2014, ver também Ragazzi (2014).

6. Para mais informações, ver: <<http://migre.me/qKUDu>>.

7. Para mais detalhes, ver Torres Filho e Macahyba (2012) e Freitas (2011).

por meio do estabelecimento de benefícios tributários a investidores – especialmente pessoas físicas – nos chamados *projetos prioritários*, tanto nas aplicações sem a intermediação de fundos de investimento, quanto naquelas feitas por fundos de investimento ou fundos de cotas.

Os principais pontos da Lei nº 12.431/2011 são:

1. Redução da alíquota do IR incidente sobre títulos e valores mobiliários de renda fixa, a partir de 1º de janeiro de 2011, de emissão de pessoas jurídicas de direito privado não classificadas como instituições financeiras e regulamentadas pela CVM ou o CMN, quando pagos, creditados ou remetidos a beneficiário residente ou domiciliado no exterior – exceto em países que não tributem a renda ou a tributem em alíquota máxima inferior a 20%. Ou seja, trata-se de mais uma possibilidade de investimento para não residentes sujeito à alíquota zero de IR, assim como ocorre com títulos públicos adquiridos a partir de julho de 2006, desta vez em debêntures. Importante notar que os títulos e valores mobiliários objetos do benefício fiscal devem ser *de longo prazo*. Devem ter prazo médio superior a quatro anos, prazo de pagamento periódico de rendimentos, se houver, com intervalo de no mínimo 180 dias, vedação à recompra do papel pelo emissor nos primeiros dois anos após sua emissão e inexistência de compromisso de revenda assumido pelo comprador. Além disso, deve haver comprovação de que o ativo tenha sido negociado em mercados regulamentados de valores mobiliários e, por último, mas não menos importante, *procedimento simplificado*<sup>8</sup> que demonstre a destinação dos recursos captados a *projetos de investimento*, entre os quais se incluem aqueles voltados à pesquisa, ao desenvolvimento e à inovação.
2. As debêntures emitidas por Sociedade de Propósito Específico (SPE) constituída para o financiamento de projetos de investimentos na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação considerados prioritários (*debêntures de projetos prioritários*) devem ter seus rendimentos tributados à alíquota zero, quando adquiridos por pessoas físicas, e à alíquota de 15%, exclusivamente na fonte, quando auferidos por pessoa jurídica. Se as pessoas jurídicas integrantes do SPE deixarem de desenvolver projetos considerados prioritários, ficam sujeitas a multas de 20% sobre o total do valor de emissão das debêntures.

---

8. Esse procedimento foi regulamentado posteriormente por meio de uma resolução da CMN. Trata-se da inclusão, no prospecto e no anúncio de início de distribuição pública dos títulos e valores mobiliários sujeitos ao benefício fiscal, de informações descritas de maneira sucinta e completa, sobre o compromisso de alocar os recursos obtidos com a emissão desses países em projetos de investimentos.

3. Especialmente no que toca às pessoas físicas, a ideia era que esta seria mais uma alternativa de aplicação isenta de IR, ao lado das Letras Hipotecárias (LHs), Letras de Crédito Imobiliário (LCIs), Letras de Crédito Agrícola (LCAs), e Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), Certificado de Depósito Agropecuário (CDA) e outros papéis ligados ao agronegócio – criados em 2004 (Lei nº 11.033/2004).
4. No que tange especificamente aos fundos de investimentos, seus cotistas têm seus rendimentos tributados pelo IR à alíquota zero, desde que se tratem de fundos de investimento que apliquem no mínimo 85% do valor de seu patrimônio líquido nas debêntures de projetos prioritários; também terão seu rendimento isento cotistas de fundos de investimento em cotas de fundo de investimento que aloquem 95% de seus recursos em cotas dos fundos de investimento acima mencionados. Os beneficiários podem ser tanto pessoas físicas residentes no Brasil quanto pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliados no exterior conforme regras estabelecidas na lei.
5. Se os fundos de investimento deixarem de atender à exigência de aplicar em debêntures de projetos prioritários, deverão ser liquidados ou transformados em outra modalidade de fundo de investimento.
6. A lei ainda criou um novo tipo de fundo de investimento em participações, o Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I). Estes são constituídos na forma de condomínio fechado e têm por objetivo o investimento em novos projetos, em território nacional, desenvolvidos por SPE e voltados à produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação. As pessoas físicas investidoras nesses fundos passaram a gozar de isenção tributária sobre rendimentos auferidos no resgate das cotas e nos ganhos auferidos na alienação de cotas em bolsa de valores ou fora dela. Além disso, os fundos de investimento em Participações de Infraestrutura (FIP-IE) também passaram a ser objeto dos mesmos benefícios tributários. O número mínimo de cotistas destes fundos ficou estabelecido em cinco (antes era de dez, para os FIP-IE), e ampliou-se de 20% para 40% o limite máximo de cotas emitidas pelos FIP-IE e pelos FIP-PD&I que podem ser detidas por cada cotista.<sup>9</sup>
7. A lei ainda manteve a disposição introduzida pela MP nº 517/2011 de que a correção monetária do valor nominal de debêntures e letras financeiras poderia ser efetuada com periodicidade igual àquela determinada para o pagamento

---

9. Esperava-se, assim, que aumentasse essa modalidade de fundos diretamente ligados ao financiamento de infraestrutura e produção econômica ligada à pesquisa, tecnologia e inovação.

periódico de juros, mesmo em período inferior a um ano. Esta disposição deroga as regras impostas pelo Plano Real que vedava o pagamento de correção monetária para esses papéis em periodicidade inferior a um ano. Na prática, isto aumenta muito a atratividade das LFs.

## 2.2 Uma apreciação da regulação brasileira de fundos de investimentos

A crise financeira global de 2008 trouxe à tona o papel desestabilizador dos fundos de investimento, em especial dos *hedge funds* dos Estados Unidos. Assim, parece fundamental destacar as principais diferenças entre as regulações brasileira e americana.

O primeiro traço distintivo é que nos Estados Unidos os fundos de investimento são entidades com *status* de empresa financeira, que, conseqüentemente, podem contratar empréstimos bancários, operando com graus muitas vezes elevadíssimos de alavancagem. No Brasil, em contrapartida, embora os fundos de investimento possuam Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica (CNPJ), eles são meros condomínios de investidores. Com isso, os administradores devem seguir rigorosamente o que está previsto no prospecto de cada fundo. Em todos eles, o capítulo referente às *Vedações ao administrador* traz a seguinte proibição: [É vedado ao administrador] “contrair ou efetuar empréstimos, salvo em modalidade autorizada pela CVM” (CVM, 2004, seção III, Artigo 64).

Assim, no Brasil, os fundos de investimento não podem tomar crédito e constituir posições alavancadas mediante endividamento, como também destacam Gomes e Cintra (2012). A única exceção, a *modalidade autorizada pela CVM* que consta da citação anterior, são os fundos de participação (FIPs) que contratam empréstimos junto a instituições financeiras de fomento, mas com limite equivalente a 30% de seu patrimônio líquido.<sup>10</sup>

O segundo traço distintivo é que no Brasil todas as modalidades de fundos de investimento são reguladas e sujeitas a várias restrições da CVM no que diz respeito à concentração por ativo e por emissor e às possibilidades de alavancagem, enquanto,

10. O inciso II do Artigo 2º da Instrução CVM nº 406/2004 expressamente autoriza os fundos ali contemplados, que dispõem do apoio financeiro direto de organismos de fomento, a “contrair empréstimos, diretamente, dos organismos, das agências de fomento ou dos bancos de desenvolvimento (...), limitados ao montante correspondente a 30% (trinta por cento) dos ativos do fundo”.

nos Estados Unidos, os *hedge funds* nunca foram regulados, característica que não foi alterada pelas mudanças na legislação que sucederam a crise financeira de 2008. Com isso, esses fundos tendem a operar muito alavancados, o que é reforçado pela “não obrigatoriedade dessas instituições de fornecer qualquer tipo de informações sobre as suas operações, pouco se conhece sobre o verdadeiro tamanho de suas exposições e a real extensão das contrapartes envolvidas” (Gomes e Cintra, 2012, p. 324).<sup>11</sup>

Desse modo, como destacam alguns analistas, não há *hedge funds* propriamente ditos no Brasil. As modalidades de fundo que mais se aproximam desta categoria pertencem à classe dos *multimercados* que admitem alavancagem. No entanto, este termo não se refere à contratação de empréstimos, mas à possibilidade de operar com derivativos. Note-se que a Anbima exige um *disclaimer* para estes fundos – aderentes ao código de autorregulação.

Este Fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus quotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado, implicando na (sic) ocorrência de patrimônio líquido do Fundo e a consequente obrigação do quotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do Fundo (CVM, 2004).

Considerando a regulação ainda vigente (Instrução CVM nº 409/2004), a Anbima calcula um índice de *hedge fund* no Brasil, que engloba sete dos dez tipos de fundos multimercados.<sup>12</sup> Segundo estimativa da Anbima, o patrimônio líquido (PL) destes fundos seria equivalente, em janeiro de 2015, a 2,7% do total do setor.

Por último, vale tecer três comentários sobre a nova regulação que entrará em vigor em julho de 2015. O primeiro diz respeito à divulgação de informações, que passa a ser por meio eletrônico e com periodicidade compatível com a liquidez de cada fundo. A este respeito, a redação final da Instrução CVM nº 555/2014 foi a seguinte:

---

11. Para uma análise sobre a estreita ligação entre os *hedge funds* e o setor bancário nos Estados Unidos, que contribuiu para a eclosão da crise financeira de 2008, ver Gomes e Cintra (2012).

12. A metodologia de cálculo desse índice pode ser encontrada em: <<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/indices/ihfa/Documents/metodologiaHFA.pdf>>. Os fundos que entram nesta carteira são detalhados em: <<http://migre.me/qKUmP>>. Vale lembrar que os fundos da amostra variam ao longo do tempo, conforme detalhado na metodologia.

### Artigo 56. O administrador do fundo é responsável por:

I – calcular e divulgar o valor da cota e do patrimônio líquido do fundo aberto:

- a) diariamente; ou
- b) para fundos que não ofereçam liquidez diária a seus cotistas, em periodicidade compatível com a liquidez do fundo, desde que expressamente previsto em seu regulamento (CVM, 2014).

Esse ponto envolveu certa polêmica, uma vez que foi interpretado, em alguns comentários à audiência pública da CVM, como um passo na direção de maior opacidade nas informações aos investidores – que aproximaria, nesse sentido, a regulação brasileira à do modelo americano. No entanto, a opinião de vários participantes do mercado, e da Anbima em particular, é a de que esta medida contribuiria para reduzir o viés “curto-prazista” dos investidores. O argumento é que a divulgação do valor diário da cota pode até confundir o investidor, visto que a estratégia do fundo com liquidez superior é diferente da estratégia de um fundo de liquidez diária – podendo haver resultados, negativos e positivos, derivados da gestão diária de liquidez do fundo, que pouco influenciam o resultado final.

Além disso, segundo informações obtidas por meio de entrevista na Anbima, para fins de controladoria, os administradores vão continuar fazendo o ajuste diário de PL e calculando a cota internamente, e o investidor poderá solicitar esta informação. Para o entrevistado, o gestor não assumiria mais riscos pelo fato de a cota não ter divulgação diária no caso de fundos com maior prazo de liquidez: a assunção de riscos dependeria de outras variáveis contempladas no regulamento do fundo. Tratar-se-ia, nesse sentido, não de redução de transparência, mas de racionalização de procedimentos.

O segundo ponto refere-se à criação da nova classe de *investidores profissionais*. A CVM abriu audiência pública para colher manifestações acerca da criação desta nova categoria, e diversas delas revelaram a preocupação de que estes investidores teriam um poder discricionário muito grande, por não terem de se adequar a diversas restrições regulatórias aplicadas aos demais. Outro ponto de vista é defendido pela Anbima,<sup>13</sup>

---

13. Para a manifestação da Anbima sobre a Audiência Pública SDM nº 03/2014, da CVM – Investidores qualificados e profissionais, ver: <<http://migre.me/qKU4h>>.

segundo a qual esta medida apenas aproxima a regulação brasileira das práticas adotadas no resto do mundo e recomendadas pela Organização Internacional das Comissões de Valores (Iosco).<sup>14</sup>

É importante notar que figuram entre os *investidores profissionais* os *investidores institucionais*; assim, a rigor, os fundos de investimentos tinham todos os benefícios aplicados a esta classe. O que muda é que se abriu a possibilidade de investidores pessoas físicas e jurídicas com aplicação superior a R\$ 10 milhões passarem a usufruir o mesmo tratamento. A ideia é que, por terem maior conhecimento do mercado, eles seriam objeto de um nível menor de *tutela regulatória* quando comparados aos demais investidores. O critério quantitativo (volume das aplicações) serviria, assim, como uma *proxy* do grau de conhecimento do investidor do mercado. A segmentação seria, na opinião de vários analistas do segmento, um avanço nos instrumentos de proteção ao investidor não experiente.

A *tutela regulatória* antes mencionada refere-se ao critério de *suitability*, a obrigação dos administradores de somente oferecerem produtos e serviços que se enquadrem no perfil de cada cliente. Os investidores qualificados e investidores profissionais, quando forem pessoas jurídicas, ficam dispensados desta *proteção*. Na apreciação da Anbima sobre o assunto, lê-se:

a CVM afirma que esta categorização tem como objetivo impedir que investidores pouco sofisticados, isto é, com conhecimento restrito do mercado de capitais e capacidade limitada de precificar valores mobiliários complexos ou pouco transparentes, adquiram valores mobiliários em situação de significativa assimetria informacional.

(...) Investidores institucionais, que atuam cotidianamente nos mercados e com capacidade técnica avaliada pelos reguladores, naturalmente se encaixam na categoria investidores profissionais. Este é o caso das instituições financeiras, companhias de seguro e as entidades abertas ou fechadas de previdência complementar. O mesmo vale para os fundos de investimento, cujas decisões de investimento são tomadas por administradores que têm qualificação suficiente, verificada pela CVM, e respeitam o regulamento/estatuto do veículo.<sup>15</sup>

---

14. Para mais informações, ver: <<http://migre.me/qKUaE>>.

15. Disponível em: <<http://migre.me/rNRt8>>.



De toda forma, um cálculo aproximado da Anbima apurou que as pessoas físicas e jurídicas classificadas como investidores profissionais serão, pelo novo critério, menos de 0,3% do número de investidores do mercado, e menos de 2,5% para o caso de investidores qualificados, considerando a base de clientes dos principais bancos. Assim, não se esperam grandes alterações do perfil das aplicações no país em decorrência dessa medida.

O terceiro ponto refere-se aos investimentos no exterior. Aqui, é possível identificar um *relaxamento* da regulação, para todos os segmentos: o limite para fundos de varejo subirá de 10% do patrimônio para 20%; para os investidores qualificados (em que se incluem os profissionais), a porcentagem também dobrará, para 40%. Além disso, em seu Artigo 129, a Instrução CVM nº 555 estabelece que os fundos restritos a investidores profissionais poderão aplicar de forma ilimitada no exterior, além de não observar os limites de concentração por ativo e por emissor.

Artigo 129. O fundo destinado exclusivamente a investidores profissionais pode, desde que previsto em seu regulamento, utilizar-se das faculdades descritas nos incisos do Artigo 125 e, ainda, das seguintes:

- I – não observância das limitações de modalidades de ativo financeiro e os limites de concentração por emissor (...); e
- II – aplicação de forma ilimitada no exterior, nos termos do Artigo 101, inciso I, “b” (CVM, 2014).

Como resposta, Ana Novaes, diretora da CVM, afirma<sup>16</sup> que esse novo fundo terá requisitos muito específicos, detalhados no Artigo 101 da Instrução CVM nº 555/2014: o fundo terá regras de liquidez, gestão de riscos e alavancagem e cotas divulgadas pelo menos uma vez por mês (Ragazzi, 2014). A nova modalidade e a ampliação dos limites de investimento no exterior têm sido comemoradas pelo mercado como uma modernização dos instrumentos financeiros disponíveis para os proprietários de riqueza e como uma ampliação da internacionalização financeira. No entanto, algum cuidado é necessário ao se avaliarem estas medidas. De fato, estas mudanças aprofundarão o segundo nível de abertura financeira da economia brasileira – que diz respeito às *outward transactions* na terminologia de Akyüz (1998) –, aumentando o potencial tanto de transmissão de choques externos como de fuga de capitais de residentes.

16. Disponível em: <<http://migre.me/rNRxR>>.

## 2.3 Forma de organização dos fundos

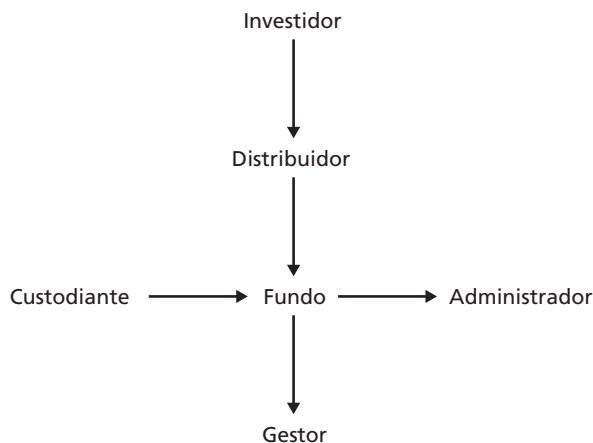
Esta seção traz três tipos de informações fundamentais para que se possam compreender os dados que serão disponibilizados e analisados na seção 3: *i)* a organização típica de um fundo de investimentos (subseção 2.3.1); *ii)* os principais gestores e administradores de fundos de investimento no Brasil (subseção 2.2.2); e *iii)* a tipologia dos fundos definida pela Instrução CVM nº 409 (subseção 2.2.3), em vigor até julho de 2015.

### 2.3.1 Organização típica de um fundo

Um fundo de investimentos é organizado sob a forma de condomínio, sendo seu patrimônio dividido em cotas, cujo valor é calculado diariamente por meio da divisão do patrimônio líquido pelo número de cotas do fundo. O patrimônio líquido, por sua vez, é calculado pela soma do valor de todos os títulos e do valor em caixa, menos as obrigações do fundo, inclusive aquelas relativas a sua administração. Assim, as cotas são frações do valor do patrimônio líquido do fundo.

A figura 1 exibe a estrutura típica de um fundo de investimento.

FIGURA 1  
Estrutura típica de um fundo de investimentos



Fonte: Anbima (vários anos).  
Elaboração da autora.

O *investidor* é o proprietário da riqueza que será aplicada. A Anbima e outras fontes primárias de dados utilizam a seguinte classificação para os detentores de investimento em fundos:

- *investidores institucionais*: são um grande grupo, composto pelas Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPCs), Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPCs) públicas e privadas, seguradoras, capitalização e fundos de investimento;
- *varejo*: consiste no investidor individual de baixa renda, geralmente ligado a este tipo de investimento pelas redes dos bancos comerciais;
- *varejo alta renda*: trata-se do investidor individual de uma faixa de renda superior – os que seriam classificados como clientes preferenciais nos bancos comerciais – que têm acesso aos fundos tanto pelos bancos comerciais quanto por meio de corretoras e assessores financeiros. A Anbima divulga dados do varejo e do varejo alta renda agregados;
- *private*: são os clientes individuais de altíssima renda. Em geral, estão concentrados em bancos de investimento ou nos nichos dos bancos comerciais que se diferenciaram do varejo para administrar o patrimônio deste tipo de investidor;
- *corporate*: formado pelo investidor pessoa jurídica, tanto as grandes companhias quanto o *middle market*, segmento que compreende as empresas com faturamento anual de até R\$ 1 bilhão;
- *poder público*: é composto basicamente pelos investidores do Regime Próprio de Previdência Social (RPPS), os fundos previdenciários que administram os recursos dos servidores públicos da União, dos estados, do Distrito Federal e dos municípios;
- *investidor estrangeiro*: para efeito da divisão apresentada, não são diferenciados os investidores estrangeiros individual, empresa ou institucional.

O *distribuidor* é o responsável pela captação de recursos junto aos investidores, ou seja, é o responsável pela venda das cotas do fundo de investimento, tornando-se o elo entre o gestor e o cotista. O distribuidor pode ser o próprio administrador ou terceiros contratados por ele.

O *administrador* pode reter todas as atividades para as quais esteja autorizado, exceto a de auditoria. Sendo o responsável pelo funcionamento do fundo, ele controla todos os prestadores de serviço, e tem a tarefa de *defender os interesses dos cotistas* (Anbima). Para cumprir a contento este papel, o administrador pode contratar em

nome do fundo os seguintes prestadores de serviço: gestão (de carteira); consultoria de investimentos; tesouraria, controle e processamento de títulos e valores mobiliários; distribuição de cotas; escrituração da emissão e resgate das cotas; custódia; classificação de risco por agência especializada.

A função de *gestor* pode, assim, ser delegada pelo administrador a terceiros autorizados a administrar carteiras. Ele é responsável pela compra e venda dos ativos do fundo (gestão) segundo política de investimento estabelecida em regulamento. Na prática, é ele que toma as decisões de alocação de riqueza dos fundos de investimentos.

Por fim, o *custodiante* é responsável pela *guarda* dos ativos do fundo, e pode ser indicado no regulamento ou atuar por delegação do administrador, respondendo pelos dados e envio de informações dos fundos para os gestores e administradores.

Vale mencionar que todos os envolvidos no funcionamento dos fundos devem ser autorizados pela CVM, e que a estrutura organizacional inclui um *auditor*, que exerce função independente e obrigatória, sendo também necessária autorização da CVM para o exercício de tal atividade.

### 2.3.2 Principais administradores e gestores de fundos de investimento no Brasil

Verifica-se grande concentração dos recursos em mãos de poucos administradores no Brasil. No *ranking* de participação no patrimônio líquido, os cinco maiores concentram 60% do PL do setor; considerando os quinze primeiros, chega-se a uma participação no PL de 92% (tabela 1). Outro ponto que chama a atenção é que a grande maioria das instituições financeiras administradoras de fundos de investimentos faz parte de conglomerados financeiros.

Como afirmado anteriormente, esses administradores podem assumir a tarefa de gestor ou terceirizá-la. Por isso, enquanto há 99 administradores listados no *ranking* da Anbima, há 506 gestores (tabela 2). Os quatro primeiros administradores são também gestores – gerem os próprios recursos – ou a maior parte deles. No caso dos gestores, a concentração também é muito grande: os cinco maiores gestores são responsáveis pela gestão de mais 62% do patrimônio líquido do setor, enquanto os quinze primeiros gerem 88% desses recursos. De novo, os maiores gestores fazem, quase todos, parte de conglomerados financeiros.

**TABELA 1**  
**Distribuição do patrimônio líquido por instituição financeira administradora de fundos de investimentos (jul./2014)**

Ordem	Administrador	R\$ milhões	Participação (%)
1	BB DTVM S.A	534.082,9	20,5
2	Itaú Unibanco SA	357.650,0	13,7
3	Bradesco	289.833,0	11,1
4	Caixa	226.614,7	8,7
5	BTG Pactual	157.951,6	6,1
	Subtotal 1	1.566.132,3	60,2
6	BEM	155.866,8	6,0
7	Banco Santander (Brasil) SA	144.180,0	5,5
8	BNY Mellon Servicos Financeiros DTVM SA	131.019,6	5,0
9	Intrag	101.341,3	3,9
10	HSBC	84.405,4	3,2
11	Credit Suisse Hedging-Griffo Cor Val S.A	66.452,8	2,6
12	Citibank	60.609,7	2,3
13	Banco J Safra SA	41.715,9	1,6
14	Votorantim Asset	35.128,4	1,3
15	Western Asset	22.198,4	0,9
	Subtotal 2	2.409.050,6	92,5
<b>99</b>	<b>Total</b>	<b>2.603.707,7</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Anbima (vários anos).  
Elaboração da autora.

**TABELA 2**  
**Distribuição do patrimônio líquido por instituição financeira gestora de fundos de investimentos (jul./2014)**

Ordem	Gestor	Total R\$ milhões	Participação (%)
1	BB DTVM S.A	532.500,7	21,4
2	Itaú Unibanco SA	370.006,3	14,9
3	Bradesco	325.414,6	13,1
4	Caixa	184.662,9	7,4
5	Banco Santander (brasil) SA	137.733,0	5,5
	Subtotal 1	1.550.317,5	62,2
6	BTG PACTUAL	131.343,1	5,3
7	HSBC	87.791,4	3,5
8	Credit Suisse Hedging-Griffo COR VAL S.A	58.399,8	2,3
9	J Safra Asset Management	41.494,4	1,7
10	Votorantim Asset	37.099,1	1,5
11	Western Asset	27.312,6	1,1

(Continua)

(Continuação)

Ordem	Gestor	Total R\$ milhões	Participação (%)
12	BNP Paribas	21.005,7	0,8
13	JP Morgan	20.691,5	0,8
14	BNY Mellon ARX Investimentos LTDA	20.684,2	0,8
15	Opportunity	20.384,8	0,8
	Subtotal 2	2.016.524,0	80,9
16	Sul America Investimentos	18.158,8	0,7
17	Vinci Partners	16.383,8	0,7
18	BRL DTVM	16.008,2	0,6
19	INTRAG	14.832,6	0,6
20	Citibank	13.989,0	0,6
21	Quantitas Asset Management	12.882,3	0,5
22	BW Gestão de Investimento LTDA	10.418,5	0,4
23	Morgan Stanley	10.216,7	0,4
24	JGP LTDA	10.020,2	0,4
25	Pátria Investimentos	9.336,1	0,4
26	Icatu Vanguarda	9.227,8	0,4
27	GPS Planejamento Financeiro SA	9.070,3	0,4
28	SPX	8.974,2	0,4
29	Oliveira Trust DTVM	8.662,0	0,3
30	Brasil Plural Gestão de Recursos LTDA	8.125,5	0,3
	Subtotal 3	2.192.830,1	88,0
<b>506</b>	<b>Total</b>	<b>2.491.289,1</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Anbima (vários anos).  
Elaboração da autora.

### 2.3.3 Tipologia dos fundos

Uma primeira grande diferenciação dos fundos diz respeito a sua natureza aberta ou fechada.<sup>17</sup> Nos fundos abertos, é permitida a entrada de novos cotistas ou o aumento da participação dos antigos por meio de novos investimentos, assim como é permitida a saída de cotistas, por meio de resgates de cotas, isto é, mediante a venda de ativos do fundo para a entrega do valor correspondente ao cotista que efetuou o resgate, total ou parcial, de suas cotas.

Nos fundos fechados, a entrada e a saída de cotistas não são permitidas. Após o período de captação de recursos pelo fundo, não são admitidos novos cotistas nem novos investimentos pelos antigos cotistas – embora possam ser abertas novas fases de

17. Para mais detalhes, consultar *site* da CVM. Disponível em: <<http://migre.me/rNREm>>.

investimento, conhecidas no mercado como *rodadas de investimento*. Além disso, não é admitido o resgate de cotas por decisão do cotista, que tem de vender suas cotas a terceiros se quiser receber o seu valor antes do encerramento do fundo.

Os fundos fechados também podem ser registrados para negociação de cotas em mercados administrados pela BM&FBovespa. Assim, quando um cotista pretende comprar ou vender cotas de um fundo fechado, como os Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) ou Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), por exemplo, pode enviar suas ordens por uma corretora para o sistema de negociação da BM&FBovespa no qual a cota esteja registrada.

Os fundos abertos normalmente são constituídos para existir por tempo indeterminado, ao contrário dos fechados, que podem ter tempo determinado, ao final do qual os ativos são vendidos, os cotistas recebem o valor total de suas cotas e o fundo é encerrado, o que pode ocorrer também com os fundos abertos.

QUADRO 1

**Categorias de fundos regulamentadas pela Instrução CVM no 409/2004**

Tipo	Descrição
Curto prazo	Fundos que buscam retorno por meio de investimentos em títulos indexados à CDI/Selic ou em papéis pré-fixados, desde que indexados e/ou sintetizados para CDI/Selic; de emissão do Tesouro Nacional (TN) e/ou do Banco Central; e com prazo máximo a decorrer de 375 dias e prazo médio da carteira de, no máximo sessenta dias. É permitida, também, a realização de operações compromissadas, desde que sejam indexadas à CDI/Selic; lastreadas em títulos do TN e com contraparte classificada como baixo risco de crédito.
Referenciado DI	Fundos que objetivam investir, no mínimo, 95% do valor de sua carteira em títulos ou operações que busquem acompanhar as variações do CDI ou Selic, estando também sujeitos às oscilações decorrentes do ágio e/ou deságio dos títulos em relação a estes parâmetros de referência.
Renda fixa	Fundos que buscam retorno por meio de investimentos em ativos de renda fixa – sendo aceitos títulos sintetizados por meio do uso de derivativos –, admitindo-se estratégias que impliquem risco de juros e de índice de preços do mercado doméstico. Excluem-se estratégias que impliquem exposição de moeda estrangeira ou de renda variável (ações etc.). Devem manter, no mínimo, 80% de sua carteira em títulos públicos federais, ativos com baixo risco de crédito ou sintetizados, via derivativos, com registro e garantia das câmaras de compensação.
Dívida externa	Fundos que têm como objetivo investir preponderantemente em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União. Estes fundos seguem o disposto no Artigo 96 da Instrução CVM nº 409/2004.
Cambial	Fundos que aplicam pelo menos 80% de sua carteira em ativos – de qualquer espectro de risco de crédito – relacionados diretamente ou sintetizados, via derivativos, à moeda norte-americana ou à europeia. O montante não aplicado em ativos relacionados direta ou indiretamente ao dólar ou ao euro deve ser aplicado somente em títulos e operações de renda fixa – pré ou pós-fixadas a CDI/Selic.
Ações	Definidos a partir do principal fator de risco associado à carteira do fundo, que deverá possuir, no mínimo, 67% da carteira em ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado. Nesta categoria, há onze tipos de fundos de ações, cuja estratégia de investimento pode ser o acompanhamento ou a superação do Ibovespa ou do IBrX, ou a opção pelos papéis de empresas setoriais.
Multimercados	Fundos que realizam operações em diversas classes de ativos – renda fixa, renda variável, câmbio etc. –, definindo as estratégias de investimento baseadas em: cenários macroeconômicos de médio e longo prazos ou explorando oportunidades de ganhos originados por movimentos de curto prazo nos preços dos ativos.
Fundos estruturados	Têm um código normativo próprio. Cada categoria de fundo estruturado está baseada em uma instrução específica da CVM – Instrução CVM nº 472/2008 para os FIIs; Instrução CVM nº 356/2001 para os FIDCs; e Instrução CVM nº 391/2003 para os FIPs.

Fonte: Anbima (vários anos).  
Elaboração da autora.

Importa, ainda, notar que o Imposto de Renda (IR) incidente sobre as aplicações é cobrado de forma diferenciada nas várias modalidades de fundos (tabela 3).

Nos fundos de renda fixa, a cobrança depende fundamentalmente dos prazos de aplicação. O IR é cobrado sobre os rendimentos no último dia útil dos meses de maio e novembro de cada ano, e recebe o apelido de “come-cotas”, uma vez que reduz a quantidade de cotas dos investidores.

Os fundos de curto prazo têm alíquota base de 20% e os fundos de longo prazo de 15%. O cálculo da diferença entre a alíquota recolhida semestralmente e a devida é realizado no momento do resgate, conforme o prazo em que os recursos permanecerão aplicados.

Nos fundos de ações, em contrapartida, não há cobrança semestral de IR. O rendimento tem tributação de 15% somente no momento do resgate.

TABELA 3  
**Alíquota do Imposto de Renda – fundos de renda fixa**  
(Em %)

Fundos de curto prazo			
Prazo de aplicação	Alíquota semestral	Alíquota complementar	Total
Até 180 dias	20,0	2,5	<b>22,5</b>
De 181 a 360 dias	20,0	0,0	<b>20,0</b>
Fundos de longo prazo			
Prazo de aplicação	Alíquota semestral	Alíquota complementar	Total
Até 180 dias	15,0	7,5	<b>22,5</b>
De 181 a 360 dias	15,0	5,0	<b>20,0</b>
De 361 a 720 dias	15,0	2,5	<b>17,5</b>
Acima de 720 dias	15,0	0,0	<b>15,0</b>

Fonte: BB ([s.d.]).  
Elaboração da autora.

### 3 UM PANORAMA DA EVOLUÇÃO DO SETOR DE FUNDOS DE INVESTIMENTO (2008-2013)

A evolução do setor de fundos de investimento no período ora em tela tem como pano de fundo o efeito contágio da crise financeira internacional, com exacerbação da preferência pela liquidez internacional; um novo *boom* de fluxo de capitais e de *commodities*



a partir do segundo semestre de 2009; as diversas inflexões sofridas pela gestão macroeconômica, com impactos nos preços-chave, taxa de juros e de câmbio, que tiveram importante impacto na gestão da riqueza.

O período de 2008 a 2013 registrou um enorme crescimento do segmento de fundos de investimento no Brasil. A tabela 4 registra o incremento recorde do número de fundos de investimento no recorte *lato sensu* e de fundos de cotas entre dezembro de 2008 e novembro de 2013, período no qual a média de crescimento do número de fundos foi de 11% a.a.

TABELA 4  
Evolução do número de fundos de investimentos *lato sensu* e fundos de cotas (2008-2013)

	Fundos de investimento	Fundos de cotas	Total	Crescimento anual (%)	Crescimento acumulado (%)
Dez./2008	4.201	4.046	<b>8.247</b>	–	–
Dez./2009	4.772	4.027	<b>8.799</b>	6,69	6,69
Dez./2010	5.673	4.528	<b>10.201</b>	15,93	23,69
Dez./2011	6.662	4.743	<b>11.405</b>	11,80	38,29
Dez./2012	7.352	5.210	<b>12.562</b>	10,14	52,32
Dez./2013	8.207	5.934	<b>14.141</b>	13,00	71,50

Fonte: Anbima (vários anos).  
Elaboração da autora.

No acumulado do período, o total do número de fundos cresceu 71,5%. Importante ressaltar que os fundos de investimento cresceram 95%, porcentagem bem maior que o registrado no caso dos fundos de cotas – fundos que investem em fundos de investimentos –, de 47%. É razoável supor que isto reflita um padrão de gestão mais ativo. Em termos de patrimônio líquido, o crescimento, no período, foi de quase 49% no recorte *lato sensu* e de 37% no recorte *stricto sensu* (tabela 5).

TABELA 5  
Número e patrimônio líquido dos fundos de investimento (2008-2013)  
(Em R\$ milhões)<sup>1</sup>

Ano	Patrimônio líquido	Patrimônio líquido sem fundos de previdência	Variação do patrimônio líquido (%)	Variação do patrimônio líquido sem fundos de previdência (%)
Dez./2007	1.709.083	1.616.519	–	–
Dez./2008	1.520.746	1.409.359	-11,02	-12,82
Dez./2009	1.922.566	1.773.703	26,42	25,85
Dez./2010	2.057.076	1.872.891	7,00	5,59

(Continua)

(Continuação)

Ano	Patrimônio líquido	Patrimônio líquido sem fundos de previdência	Variação do patrimônio líquido (%)	Variação do patrimônio líquido sem fundos de previdência (%)
Dez./2011	2.274.682	2.043.840	10,58	9,13
Dez./2012	2.460.492	2.169.046	8,17	6,13
Dez./2013	2.538.207	2.214.107	3,16	2,08

Fonte: Anbima.

Elaboração da autora.

Nota: <sup>1</sup> Constantes de maio de 2014.

Ao longo do período, houve, além da movimentação de recursos entre as categorias de fundos, uma movimentação entre os ativos nos quais os fundos alocam seu portfólio. A tabela 6 traz o crescimento percentual anual do patrimônio líquido das diversas categorias de fundos de investimento.

O início da série reflete o recuo das aplicações frente à crise financeira global de 2008, inflexão totalmente revertida no ano seguinte. Em 2008, a categoria de fundos com maior queda de patrimônio líquido foi a *offshore* (-40%), como seria de se esperar, dada a aplicação em papéis estrangeiros que sofreram maior desvalorização, seguida da de renda fixa (-14%). Note-se que a participação dos fundos *offshore* é muito pequena no total do patrimônio líquido do setor de fundos de investimentos em todo o período analisado (tabelas 7 e 8).

No total do período, a categoria de fundos com maior crescimento médio de patrimônio líquido foi o dos cambiais (25%), seguido dos *outros*, que incluem, como categoria mais importante, os fundos imobiliários (20,5%), e os de curto prazo (18,8%). É possível perceber que, enquanto os fundos de curto prazo registram crescimento anual em seu patrimônio líquido relativamente constante, os cambiais apresentam um crescimento muito mais volátil, reflexo, em grande parte, da instabilidade do contexto internacional, que abriu possibilidades de ganhos especulativos. Em 2013, ocorreu um enorme aumento do patrimônio líquido desta categoria de fundos, decorrente, sobretudo, da depreciação do real – bem como de outras moedas de economias emergentes – provocada pela sinlização, pelo Federal Reserve (Fed), de que iniciaria a redução da expansão monetária no âmbito da terceira rodada da política de afrouxamento quantitativo (QE3).

Além da trajetória da taxa de câmbio, a evolução da taxa de juros também teve papel decisivo nas decisões de alocação de recursos dos gestores dos fundos de investimento. De agosto de 2011 a outubro de 2012, a redução da meta da taxa Selic (gráfico 1) se refletiu em um aumento expressivo do patrimônio dos fundos

estruturados, especialmente os FIIs, que gozam de vantagens tributárias e surgiram como alternativa a outras modalidades de aplicação em imóveis, em um momento de grande aquecimento deste mercado<sup>18</sup> (quadro 2).

QUADRO 2  
Categorias de fundos estruturados

Tipo de fundo	Características
Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs)	Também conhecidos como fundos de recebíveis. Eles aplicam a maior parte de seu patrimônio em direitos creditórios – direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas em diversos segmentos da economia –, representando o principal instrumento de securitização do mercado de capitais brasileiro. A Instrução CVM nº 531/2013 proibiu que os principais participantes do mercado de FIDC cedam ou originem direitos creditórios aos fundos nos quais atuam, o que se espera que tenha um impacto positivo sobre a governança dos fundos, mas talvez traga uma redução das aplicações nesses fundos.
Fundos de Investimento em Participações (FIP)	Destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição ou outros títulos e valores conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida – indicação de membros do conselho de administração. Os FIPs são constituídos sob a forma de condomínio fechado, destinados exclusivamente a investidores qualificados, com valor mínimo de subscrição de R\$ 100 mil, cujas cotas devem ter a forma nominativa.
Fundos de Investimento Imobiliários (FIIs)	Constituídos na forma de condomínio fechado, para aplicação em empreendimentos imobiliários e/ou valores mobiliários com lastro imobiliário. Não admitem resgate, sendo possível a saída do investidor apenas em mercado secundário. As pessoas físicas aplicadoras em FIIs têm isenção de Imposto de Renda sobre seus rendimentos desde que: <i>i</i> ) as cotas sejam negociadas exclusivamente em bolsa ou mercado de balcão; <i>ii</i> ) o fundo tenha no mínimo cinquenta cotistas; e <i>iii</i> ) o investidor pessoa física não detenha mais de 10% do fundo.

Fonte: Anbima (vários anos).  
Elaboração da autora.

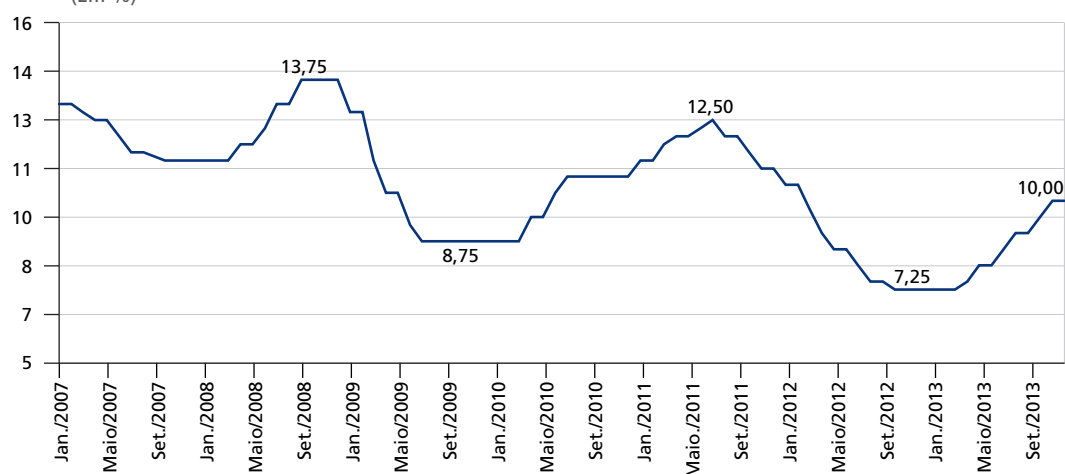
A reversão da queda – estabilidade até março de 2013 e subida de abril de 2013 a abril de 2014 – não tirou, até meados de 2013, o ímpeto das aplicações nesses novos produtos financeiros. No entanto, a partir daí, e como reflexo da queda de sua rentabilidade derivada da diminuição do ritmo de crescimento do setor de construção civil, o crescimento do patrimônio líquido desses fundos arrefeceu.<sup>19</sup>

Durante o período de queda dos juros, houve vigoroso crescimento do patrimônio líquido dos fundos em renda fixa – que só mostra arrefecimento em 2013, quando a taxa de juros se encontrava em franca elevação. A hipótese aqui aventada é que ocorreu uma migração de fundos pós-fixados para fundos pré-fixados – quando se esperava que a taxa continuaria em sua tendência de queda – e para fundos indexados a índices de inflação diante da expectativa, por parte do mercado, de manutenção de seu patamar acima do centro da meta, em torno de 6,5%.

18. Os rendimentos são isentos até que os cotistas negociem suas cotas em mercado secundário.

19. Como se constata pelos dados de 2014 divulgados pela Anbima (Eid Junior e Rochman, 2014).

GRÁFICO 1  
**Meta da Selic (2007-2013)**  
 (Em %)



Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://migre.me/r/NRLG>>. Elaboração da autora.

As tabelas 7 e 8 trazem a distribuição percentual dos fundos por categoria. A primeira considera o total do que a Anbima chama de *a indústria de fundos*, conceito que se chama aqui de *setor de fundos de investimento lato sensu*. Na segunda, a distribuição é calculada subtraindo do total do patrimônio líquido do setor de fundos o patrimônio líquido dos fundos de previdência – conceito aqui denominado de *setor de fundos de investimento stricto sensu*. Percebe-se que a participação dos fundos de renda fixa no patrimônio líquido total do setor de fundos *stricto sensu* atingiu o recorde de 35,8% (tabela 8) em dezembro de 2012, justamente quando a taxa de juros básica encontrava-se em seu piso histórico (gráfico 1).

A segunda categoria de fundos com maior participação no patrimônio líquido do setor de fundos é o multimercado, com mais de 20% em todo o período. Essa categoria supostamente reflete uma gestão mais ativa de portfólio do que no caso dos fundos de renda fixa, e uma busca por diversificação. Vale lembrar que é nesta categoria que se encontram alguns fundos que a Anbima inclui em seu indicador de *hedge funds* no Brasil. Curiosamente, sua participação é decrescente no período, mesmo diante da queda da taxa de juros Selic – o que corrobora a hipótese de que a grande movimentação se deu no âmbito dos próprios fundos fortemente concentrados da dívida pública.

Vale notar, ainda, o aumento da participação dos chamados *fundos estruturados* – basicamente compostos de FII, FIPs e Fundos de Direitos Creditórios (FDICs). Aponta-se que, quando se somam as participações (FIP) com a categoria *outros* – composta em sua maior parte de FIIs e FIDCs –, nota-se uma importante elevação de sua participação do patrimônio líquido do setor de fundos – tanto no conceito *lato sensu* – de 2,6% em dezembro de 2007 para 10,1% em dezembro de 2013 – quanto no *stricto sensu* (de 2,8% a 11,6%).

O gráfico 2 coteja o crescimento total no período e a contribuição ao crescimento do patrimônio líquido dos fundos de investimento – que consiste no crescimento no período ponderado pela participação de cada categoria de fundo –, no recorte *stricto sensu*. A categoria de renda fixa, embora não tenha verificado um crescimento total no período tão significativo quanto as outras – como a de renda fixa (177%) ou, especialmente, a de participações (500%), foi a categoria que teve a maior contribuição ao crescimento (36,5%), em razão de sua elevada participação no patrimônio líquido total. Fica claro, também, o dinamismo dos chamados *fundos estruturados* (FIPs e *outros* somam 34%). Os fundos multimercado constituem a terceira categoria de fundos com a maior contribuição ao crescimento (16%).

Os fundos de ações, por seu turno, destacam-se negativamente, obtendo tanto um crescimento negativo de seu patrimônio líquido no total do período e – dado seu peso no patrimônio líquido total do setor – contribuindo negativamente em 8% para o crescimento do setor.

A tabela 9 mostra que os fundos de ações apresentaram resultado negativo em boa parte do período aqui considerado. Após um ano excepcionalmente bom em 2007, o impacto da crise financeira em 2008 e do aprofundamento da crise da região do euro elevou muito a preferência pela liquidez dos investidores e fez com que eles buscassem aplicações mais seguras, o que reduziu muito as captações, levando inclusive à ocorrência de resgate líquido em 2011 (tabela 10). A rentabilidade dessas aplicações acompanhou o ambiente geral de incerteza, provocando rentabilidades negativas em 2008, 2011 e 2013. Vale mencionar que o ano de 2014, embora não figure na tabela, foi considerado um dos piores da história do setor – como reflexo, em grande medida, do cenário eleitoral: nenhuma nova oferta de ações Inicial Public Offering (IPO) até o mês de setembro.

Carlos Takahashi, maior gestor de fundos de investimentos no Brasil (BB DTVM), explica que o fato de o índice Bovespa ser muito concentrado em empresas de *commodities* e de estas sofrerem com o arrefecimento do crescimento da China explica grande parte da queda do índice no período aqui em análise (Takahashi, 2014). Para que se tenha uma base de comparação, o crescimento anual médio do Índice Ibovespa entre 2000 e 2007 foi de 22,7%. Para o período de 2008 a 2014, este número foi de apenas 6%.<sup>20</sup> Também contribuíram para esta queda a volatilidade do mercado financeiro internacional – visto que os investidores estrangeiros têm uma grande participação neste mercado – e a desvalorização dos papéis da Petrobras, Banco do Brasil e de empresas do setor elétrico devida à reação exacerbada dos investidores a decisões de política econômica – redução do custo da energia elétrica, controle de preços dos combustíveis e redução dos *spreads* dos bancos públicos como instrumento de política financeira.

Na direção oposta, a rentabilidade dos fundos de renda fixa cresceu no mesmo momento em que caía a taxa de juros – 2011 e 2012 – o que reforça a tese de que ocorreu uma migração intrafundos, com mudança de indexadores. A captação líquida destes fundos (tabela 10) também atinge o auge do período (R\$ 80 trilhões) em dezembro de 2011.

TABELA 6  
Patrimônio Líquido (PL) do setor de fundos por tipo – crescimento real anual e médio  
(Em %)

Período	Curto prazo	Referenciado DI	Renda fixa	Multimercado	Cambial	Ações	Previdência	Participações	Off shore	Outros <sup>1</sup>	PL total
Dez./2007	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dez./2008	21,28	-0,30	-13,39	-11,51	1,50	-41,57	10,29	-	-40,65	36,24	-11,02
Dez./2009	32,72	9,39	14,97	27,83	-14,13	49,54	35,70	59,93	115,90	25,88	26,42
Dez./2010	8,68	-6,02	11,02	8,07	19,20	1,84	11,01	53,49	4,47	4,73	7,00
Dez./2011	23,79	3,99	26,04	-6,85	1,94	-8,58	19,45	57,07	-9,40	38,01	10,58
Dez./2012	11,67	3,13	7,37	10,26	-20,28	3,67	16,84	15,92	6,51	-3,21	8,17
Dez./2013	14,81	8,77	-3,40	0,11	160,86	-3,28	7,48	34,44	-12,36	21,46	3,16
Médio	18,82	3,16	7,10	4,65	24,85	0,27	16,80	44,17	10,75	20,52	7,38

Fonte: Anbima (vários anos).

Nota: <sup>1</sup> FII + FIDC + Fiex + FEF.

Obs.: Fiex: Fundo de Investimento no Exterior. Tipo de fundo que aplica ao menos 80% do seu PL em títulos brasileiros emitidos no exterior.

20. Para mais informações sobre estatísticas históricas, ver *site* da BM&F Bovespa. Disponível em: <<http://migre.me/rNS1I>>.

**TABELA 7**  
**Patrimônio líquido (PL) do setor de fundos por tipo**  
(Em %)

Período	Curto prazo	Referenciado DI	Renda fixa	Multimercado	Cambial	Ações	Previdência	Participações	Off shore	Outros <sup>1</sup>	PL total
Dez./2007	2,39	14,56	29,98	23,78	0,06	15,51	7,98	–	3,17	2,58	100,00
Dez./2008	3,25	16,32	29,18	23,65	0,07	10,18	9,89	1,40	2,11	3,94	100,00
Dez./2009	3,41	14,12	26,54	23,91	0,05	12,05	10,62	1,77	3,61	3,93	100,00
Dez./2010	3,47	12,40	27,54	24,15	0,05	11,47	11,02	2,55	3,52	3,84	100,00
Dez./2011	3,88	11,66	31,39	20,34	0,05	9,48	11,90	3,62	2,89	4,80	100,00
Dez./2012	4,01	11,12	31,16	20,74	0,04	9,08	12,85	3,88	2,84	4,29	100,00
Dez./2013	4,46	11,72	29,18	20,12	0,09	8,52	13,39	5,05	2,41	5,05	100,00

Fonte: Anbima (vários anos).

Nota: <sup>1</sup> FII + FIDC + Fiex + FEF.

Obs.: Fiex: Fundo de Investimento no Exterior. Tipo de fundo que aplica ao menos 80% do seu PL em títulos brasileiros emitidos no exterior.

**TABELA 8**  
**Patrimônio líquido (PL) do setor de fundos por tipo**  
(Em %)

Período	Curto prazo	Referenciado DI	Renda fixa	Multimercado	Cambial	Off shore	Ações	Participações	Outros <sup>1</sup>	PL total sem previdência
Dez. 2007	2,6	15,8	32,6	25,8	0,1	3,4	16,9	0,0	2,8	100
Dez. 2008	3,6	18,1	32,4	26,2	0,1	2,3	11,3	1,6	4,4	100
Dez. 2009	3,8	15,8	29,7	26,8	0,1	4,0	13,5	2,0	4,4	100
Dez./2010	3,9	13,9	30,9	27,1	0,1	4,0	12,9	2,9	4,3	100
Dez./2011	4,4	13,2	35,6	23,1	0,1	3,3	10,8	4,1	5,4	100
Dez./2012	4,6	12,8	35,8	23,8	0,0	3,3	10,4	4,4	4,9	100
Dez./2013	5,1	13,5	33,7	23,2	0,1	2,8	9,8	5,8	5,8	100

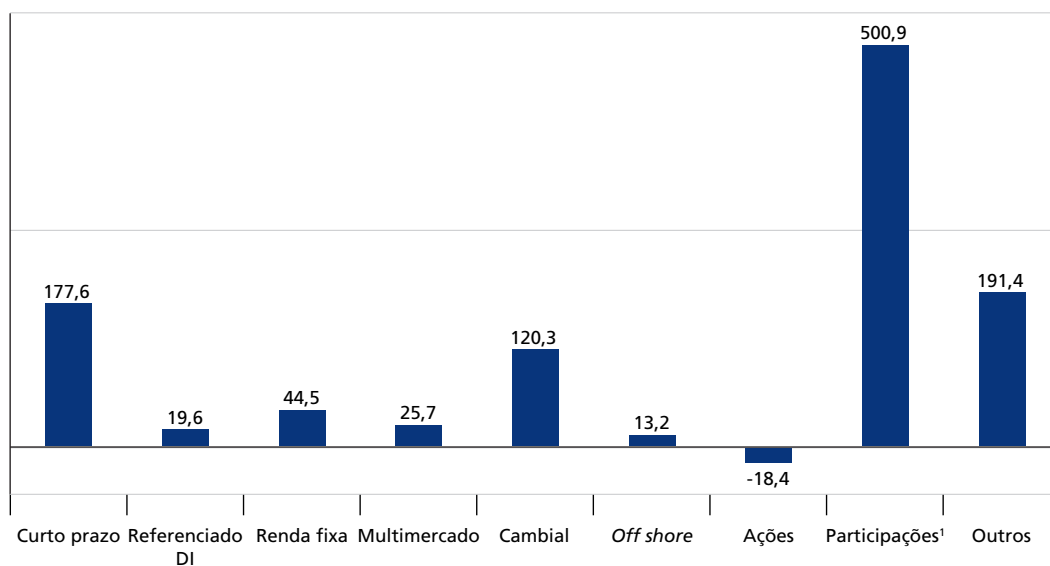
Fonte: Anbima (vários anos).

Nota: <sup>1</sup> FII + FIDC + Fiex + FEF.

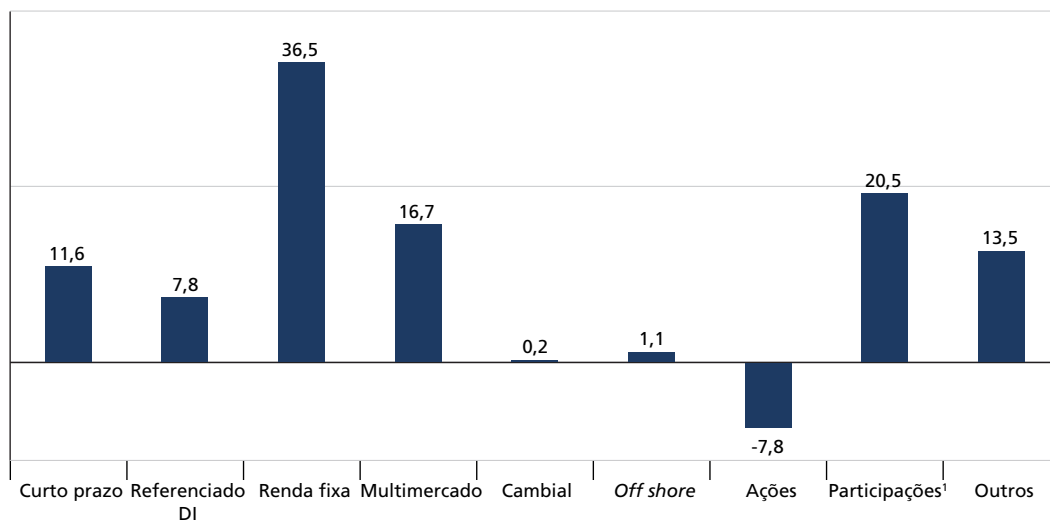
Obs.: Fiex: Fundo de Investimento no Exterior. Tipo de fundo que aplica ao menos 80% do seu PL em títulos brasileiros emitidos no exterior.

GRÁFICO 2  
Crescimento e contribuição (dez. 2007-dez.2013)

2A



2B



Fonte: Anbima (vários anos).  
Elaboração da autora.  
Nota: ¹ Comparação com dezembro de 2008.



TABELA 9  
Rentabilidade dos fundos por tipo (2008-2013)

Tipo/ano	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Curto prazo	12,37	9,86	9,7	11,54	8,44	8,14
Referenciado DI	12,11	10,21	9,91	11,85	8,62	8,06
Renda fixa	12,85	10,48	11,71	12,48	12,42	5,45
Renda fixa – crédito livre	11,87	10,67	10,76	11,91	9,45	7,9
Balanceados	2,53	19,93	9,87	9,13	14,99	1,03
Capital protegido	-0,3	13,99	9,75	-0,49	7,95	5,17
Long and short – neutro	–	8,12	11,95	11,03	12,15	10,03
Long and short – direcional	–	8,46	11,11	11,23	13,32	10,2
Multimercados – macro	–	9,43	12,15	12,38	18,21	8,49
Multimercados – Multiestratégia	–	5,06	12,05	9,54	14,43	6,68
Multimercados – multigestor	–	7,76	10,64	10,55	11,35	6,76
Multimercados – juros e moedas	–	5,16	10,83	12,51	11,51	5,1
Multimercados – estratégia específica	–	6,78	12,53	12,15	8,59	0,39
Ações Ibovespa ativo	-43,47	79,03	1,75	-15,26	14,36	-2,57
Ações IBrX Ativo	-43,17	74,53	2,06	-13,95	13,43	-3,67
Ações setoriais	-28,48	50,11	2,58	-17,47	0,8	-7,99
Ações small caps	-44,21	117,66	18,37	-16,5	22,01	-10,39
Ações dividendos	-28,14	59,39	9,24	3,79	15,96	-3,14
Ações livre	-37,8	74,81	11,54	-6,82	20,61	1,94

Fonte: Anbima (vários anos).  
Elaboração da autora.

TABELA 10  
Captação líquida por tipo de fundo de investimento  
(Em R\$ milhões correntes)

Tipos	2009	2010	2011	2012	2013	Média
Curto prazo	5.198,8	4.489,4	7.786,2	8.225,1	11.600,0	7.459,9
Referenciado DI	-5.161,1	-10.095,4	-8.297,0	6.436,0	15.000,0	-423,4
Renda fixa	9.586,7	38.432,0	80.006,0	9.391,1	-18.600,0	23.763,0
Multimercados	35.611,4	27.511,4	-46.788,0	20.610,4	-6.000,0	6.189,1
Cambial	50,6	241,1	-82,5	-222,5	1.200,0	237,3
Dívida externa	-176,0	90,1	40,1	60,2	400,0	82,9
Ações	805,4	8.086,7	-1.399,0	5.508,1	2.800,0	3.160,2
FIDC	9.549,7	1.317,6	8.005,7	-5.299,7	14.100,0	5.534,7
Participações	8.049,7	15.784,1	17.451,0	17.867,7	11.900,0	14.210,0
Exclusivo fechado	774,6	746,9	2.854,9	-10,5	4.800,0	1.833,2
Total sem previdência	64.289,8	86.603,9	59.578,0	62.565,9	37.000,0	62.008,0
Previdência	23.344,6	19.308,3	25.350,0	35.012,6	22.700,0	25.143,0
<b>Total</b>	<b>87.634,4</b>	<b>105.912,2</b>	<b>84.928,0</b>	<b>97.578,5</b>	<b>59.700,0</b>	<b>87.151,0</b>

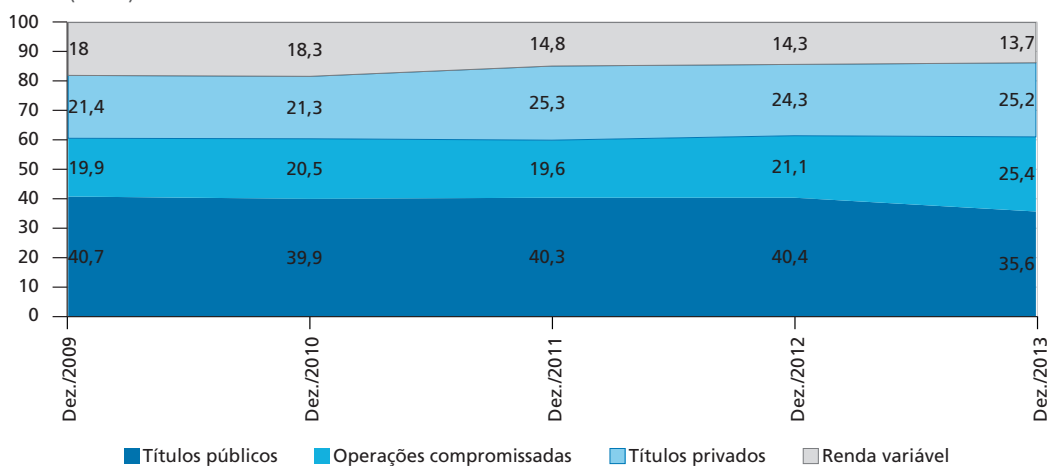
Fonte: Anbima (vários anos).  
Elaboração da autora.

Outro recorte pertinente, na análise do panorama geral do setor de fundos de investimentos, é a distribuição dos ativos em distintas categorias. O gráfico 3 mostra que a participação da renda variável declinou entre 2009 e 2013, de 18% para 13,7%. A participação dos títulos públicos, por sua vez, se manteve praticamente constante, com uma ligeira ascensão em dezembro de 2011 e dezembro de 2012. No entanto, tem-se que os títulos públicos somados às operações compromissadas – operações em sua quase totalidade lastreadas em títulos públicos – atingem cerca de 60% do total de ativos do setor. Quando cai a fatia denominada *títulos públicos*, em 2013, aumenta na mesma proporção a das operações compromissadas. É importante notar que estas operações são realizadas entre fundos e bancos ou fundos e fundos – não envolvendo o BCB. Elas correspondem às *repos* e são utilizadas para aumentar a liquidez e a rentabilidade das carteiras. Ao longo do período, observa-se também um aumento da participação dos títulos privados (de 21,4% a 25,2%).

GRÁFICO 3

**Distribuição dos ativos do setor de fundos de investimento (dez. 2009-dez. 2013)**

(Em %)



Fonte: Anbima (vários anos).  
Elaboração da autora.

Um último e fundamental recorte para a apreensão dos traços gerais do setor de fundos de investimentos é a distribuição do patrimônio líquido de fundo por tipo de investidor. Os dados disponíveis até o momento nessa abertura, divulgados no boletim Anbima, são de 2011 a 2013. No entanto, é possível perceber que o investidor institucional – ou seja, os próprios fundos de investimento, os fundos de pensão e as seguradoras – são eles próprios, os maiores investidores em fundos de

investimentos (participação acima de 37%). Os segmentos varejo, *private* e *corporate* apresentaram participações relativamente equilibradas (cerca de 15% cada) em 2013, tendo isto resultado, no período em tela, de uma queda dos segmentos de varejo e do *corporate*, e de um aumento de *private* (alta renda). O poder público, desde 2011, aumentou sua participação de 7,3% para 9,6%, enquanto os estrangeiros oscilaram pouco mais de 1 ponto percentual (p.p.), alcançando em 2013 uma participação de 7,7% (tabela 11).

A queda da participação do varejo tem sido motivo de preocupação entre vários analistas do setor. Ocorre que novos produtos de tesouraria de bancos, as LCIs e as LCAs têm atraído especialmente este segmento pela facilidade de aplicação e, sobretudo, pela vantagem tributária desses produtos – uma vez que seus rendimentos são isentos de Imposto de Renda. Os esforços junto ao setor *private* têm sido reforçados pelos distribuidores dos fundos.

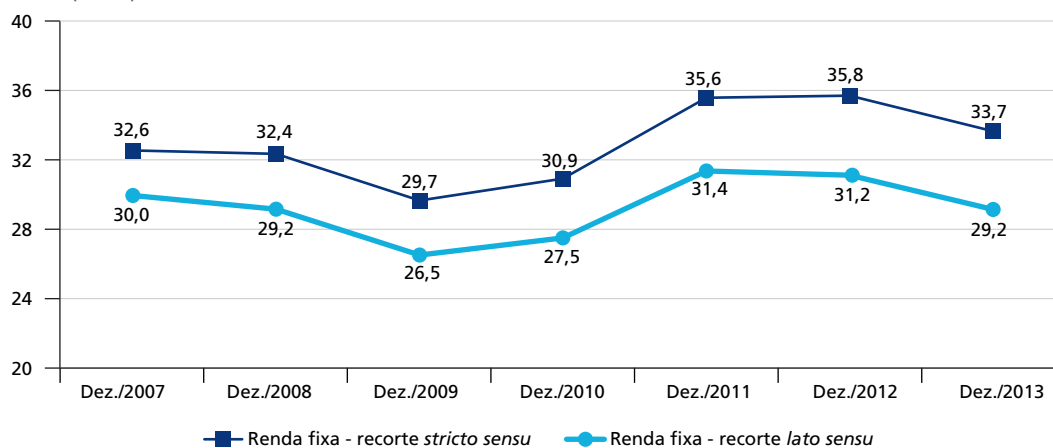
TABELA 11  
Distribuição do patrimônio líquido do setor de fundos de investimento por segmento do investidor (2011-2013)

Segmento/ano	2011	2012	2013
Investidor institucional	38,8	37,5	37,5
Varejo	17,2	16	14,5
<i>Private</i>	12,5	15	15,6
<i>Corporate</i>	17,6	16	15,1
Estrangeiro/outros	6,6	7,5	7,7
Poder público	7,3	7,9	9,6

Fonte: Anbima (vários anos).  
Elaboração da autora.

Antes de finalizar esta seção, vale detalhar as características dos fundos de renda fixa, que se destacam pela sua grande participação no patrimônio líquido total do setor e pela sua importância no financiamento da dívida pública mobiliária interna. A participação dos fundos de renda fixa no patrimônio líquido do setor de fundos observou quatro momentos distintos no período em análise (gráfico 4): *i*) queda no período de dezembro de 2007 a dezembro de 2009 – momento de grande expansão dos fundos de renda variável; *ii*) um crescimento até dezembro de 2011; *iii*) estabilidade em patamar elevado até dezembro de 2012; e *iv*) posterior recuo. Como apontado anteriormente, no período em que ocorria a queda dos juros, essa participação crescia ou se mantinha em nível elevado.

GRÁFICO 4  
Participação dos fundos de renda fixa no patrimônio líquido total (2007-2013)  
(Em %)



Fonte: Anbima (vários anos).  
Elaboração da autora.

Para que seja possível ter um pouco mais de pistas sobre esta evolução dos fundos de renda fixa em um contexto de queda de juros, vale procurar distinguir as várias categorias de aplicações.

O gráfico 5 permite observar que quando se somam os títulos públicos e as operações compromissadas – isto é, lastreadas em títulos públicos –, chega-se a cerca de 70% do total dos ativos em renda fixa na carteira dos fundos de investimentos, com ligeira queda ao longo do período, de 77,7%, em 2007, para 70,9%, em 2013. A participação dos títulos públicos cai cerca de 18 p.p., de 60,3%, em 2007, para 42,8% em 2013. No mesmo período, a participação das operações compromissadas passa de 17,4% a 24,6% – acréscimo de 7 p.p. Uma possível explicação é que, diante de um aumento de preferência pela liquidez dos investidores em razão da deterioração das expectativas diante da piora do cenário econômico, as operações envolvendo compromisso de recompra se tornaram mais atrativas aos seus olhos.

Outro ponto que merece atenção é que, embora no total dos ativos de renda fixa da economia brasileira tenha crescido a participação das debêntures,<sup>21</sup> o mesmo não se pode dizer desta participação na carteira dos fundos de investimento, que cai pouco

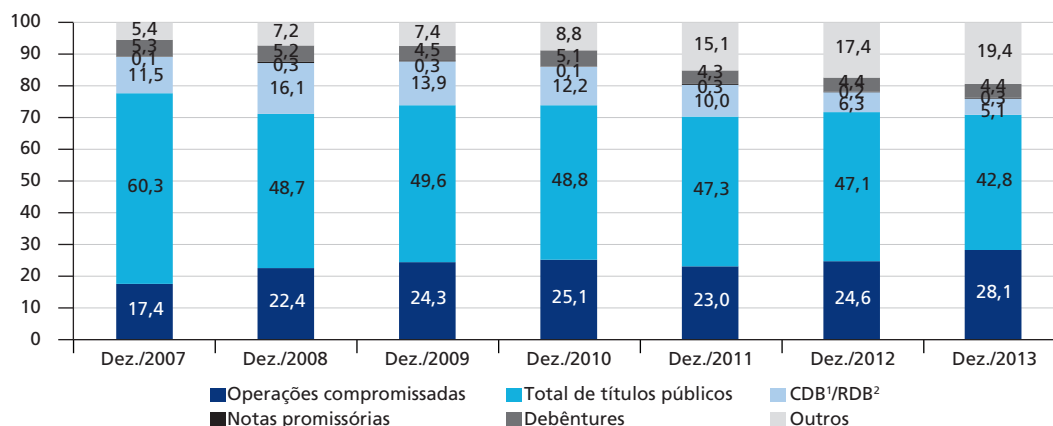
21. Dados do Boletim de mercado de renda fixa (Anbima, vários anos) mostram que a participação das debêntures na carteira de renda fixa da economia brasileira passou de 11,9%, em 2011, para 15,1%, em 2013.

menos de 1 p.p., passando de 5,3%, em 2007, para 4,4%, em 2013. Ou seja, se aumentou a emissão de títulos corporativos na economia brasileira, não foi pelo intermédio dos fundos de investimento que eles chegaram aos investidores.<sup>22</sup>

Os CDBs observam contínua queda em sua participação no período em tela, de 11,5%, em 2011, para 5,1%, em 2013. Em contrapartida, eleva-se a participação dos outros títulos privados – de 5,7% para 9,9% –, categoria composta majoritariamente por LFs.

Um dos determinantes desse movimento foi a mudança na estratégia de administração de passivos por parte dos bancos, que ampliaram a captação mediante LF – sobre as quais não incide recolhimento compulsório, e que passaram, pela Lei nº 12.431/2011, a ter correção monetária mesmo para períodos inferior a um ano – e reduziram a colocação de CDBs.

GRÁFICO 5  
Composição da carteira de renda fixa dos fundos de investimento  
(Em %)



Fonte: Banco Central, Tesouro e Cetip (Anbima, vários anos).

Elaboração da autora.

Notas: <sup>1</sup> Certificado de Depósito Bancário.

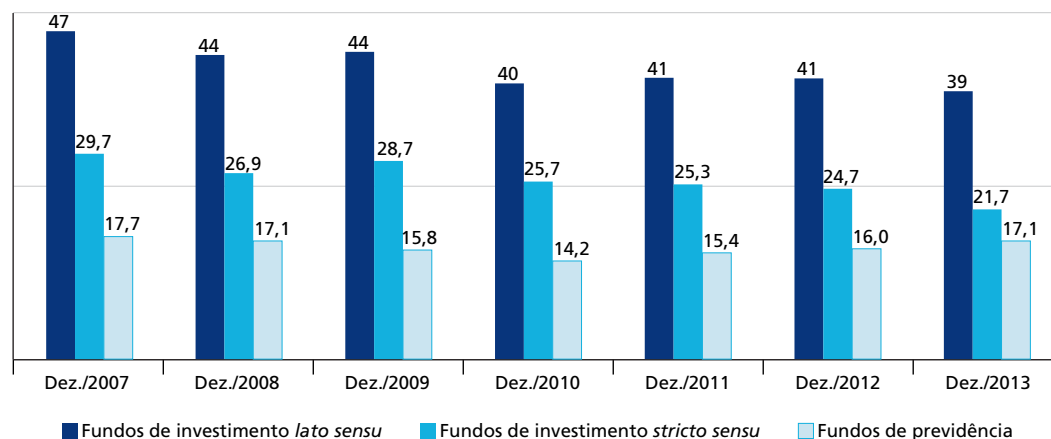
<sup>2</sup> Recibo de Depósito Bancário.

Um ponto que merece destaque a respeito dos fundos de investimento em renda fixa é sua enorme participação no financiamento da dívida pública mobiliária federal (gráfico 6). No início da série, em 2007, esta participação chegou a 47%, caindo para expressivos 39%, em 2013, quando se considera o conceito *lato sensu*.

22. Sobre o mercado de títulos corporativos no Brasil, ver Torres Filho e Macahyba (2014).

Quando se excluem os fundos de previdência, esta porcentagem passa de 29,7% para 21,7%. Assim, simultaneamente a uma realocação no âmbito dos títulos públicos, com aumento da participação dos títulos pré-fixados e indexados à inflação, também ocorreu uma migração – embora ainda pequena – para títulos privados.

GRÁFICO 6  
Participação dos fundos de investimentos na DPMFi (dez. 2007-dez. 2013)  
(Em %)



Fonte: Tesouro Nacional.  
Elaboração da autora.

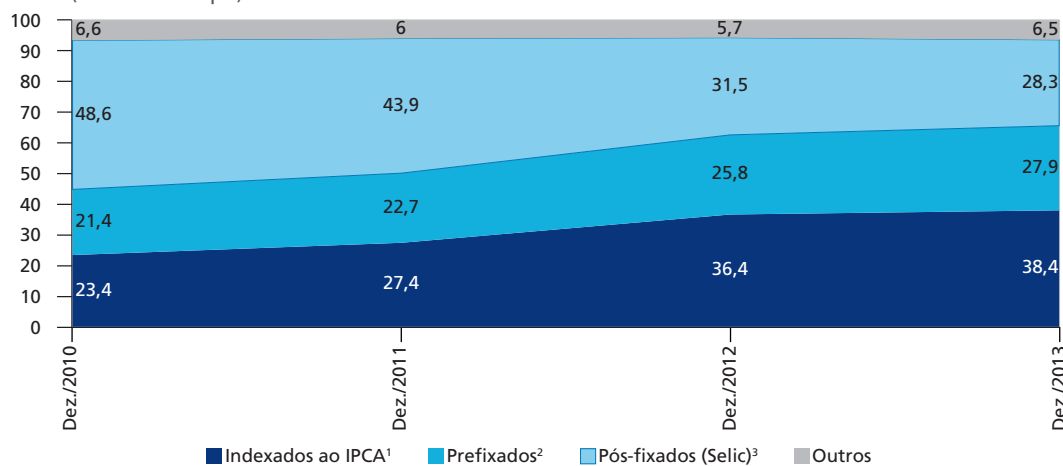
A realocação anteriormente mencionada, no âmbito dos títulos públicos, só foi possível porque o Tesouro Nacional modificou o perfil da dívida mobiliária, aproveitando os períodos de redução da taxa básica de juros para diminuir a participação dos títulos pós-fixados no total. O gráfico 7 mostra que, diante da queda da taxa Selic, ocorreu uma queda da proporção da DPMFi na carteira de fundos de investimento com taxa flutuante de 48,6%, em dezembro de 2010, para 28,3%, em dezembro de 2013 – mais de 20 p.p. Em contrapartida, aumentam as participações da dívida pré-fixada ou indexada à inflação. Isto indica que os gestores de riqueza apostavam na continuidade do movimento de queda da taxa Selic e acreditavam no aumento da inflação, ou ao menos intentavam se precaver de seu recrudescimento. Em contrapartida, o Tesouro teve de pagar um “pedágio” para melhorar o perfil da dívida mobiliária, uma vez que somente em períodos de queda da taxa de juros básica os gestores da riqueza financeira se dispõem a aumentar a participação dos títulos pré-fixados em sua carteira. Assim, a queda da Selic não se traduziu numa redução equivalente do custo desta dívida.

Cabe pensar que as mudanças “de apetite” do setor de fundos, dada sua participação no total de detentores da DPMFi, influenciam as decisões de emissão do poder público, a natureza e o volume de títulos que serão lançados no mercado. Vale, assim, investigar a reorientação dos títulos emitidos na esteira da queda do patamar da Selic. O estudo deste mútuo condicionamento é um ponto importante para a compreensão dos determinantes da alocação da riqueza financeira no Brasil.

GRÁFICO 7

**Composição da dívida pública federal na carteira dos fundos de investimento**

(Em % do estoque)



Fonte: Anbima (vários anos).

Elaboração da autora.

Notas: <sup>1</sup> NTN-B.

<sup>2</sup> NTN-F + LTN.

<sup>3</sup> LFT.

## 4 À GUIA DE CONCLUSÃO: FATOS ESTILIZADOS

A partir dos dados apresentados na seção 3 deste artigo, é possível apontar para alguns caminhos que o setor de fundos de investimentos tomou na alocação da riqueza financeira no período em tela.

1. Dada a participação fundamental dos fundos nesta alocação e sua influência na gestão da dívida pública e no financiamento privado de longo prazo, a regulação do setor deve ser um dos pilares da política financeira. No Brasil, esta regulação é muito abrangente e eficaz. Na legislação vigente, todas as modalidades de fundos de investimento são reguladas e sujeitas a várias restrições da CVM no que

diz respeito à concentração por ativo e por emissor e às possibilidades de alavancagem. Assim, esta configuração é significativamente distinta da vigente nos Estados Unidos, em que os *hedge funds*, modalidade de fundo não regulada, têm um amplo potencial desestabilizador, como ficou evidente na crise financeira de 2008. Uma avaliação preliminar da nova legislação, que entrará em vigor em julho de 2015, sugere que algumas mudanças adotadas, as quais procuram espelhar os padrões internacionais, tendem a ampliar o grau de liberdade dos possuidores de riqueza na gestão do seu portfólio no Brasil e no exterior.

2. Os títulos isentos de tributação e ao alcance do público do varejo, como as Letras de Crédito Imobiliário e as Letras de Crédito Agrícola, apresentaram crescimento sustentado ao longo de todo o período em questão, surgindo como opção alocativa de recursos financeiros para os agentes privados. Esta tendência vem preocupando os fundos de investimento, uma vez que estas são operações que não passam pela sua intermediação e são particularmente atrativas para o varejo devido não somente à isenção tributária, mas também às altas taxas de administração de fundos de investimento para este segmento. Note-se que os grandes emissores destes papéis são respectivamente a Caixa Econômica Federal (LCI) e o Banco do Brasil (LCA).
3. Ocorreu uma migração no âmbito dos fundos concentrados em títulos públicos, um movimento em direção a títulos pré-fixados e indexados a índices de inflação.
4. Chama atenção a grande participação dos fundos de investimento no financiamento da dívida pública mobiliária federal. Uma análise da relação entre as mudanças do apetite dos investidores e do perfil das emissões por parte do Tesouro pode jogar luzes sobre a dinâmica da alocação da riqueza financeira no país.
5. Impera entre os gestores de fundos de investimento – e entre os proprietários da riqueza gerida – uma convenção de que as aplicações financeiras devam render *no mínimo* o que rende o CDI. Ou seja, este é o *benchmark* com o qual tomadores de decisão *efetivamente* trabalham no mercado (a chamada *cultura do CDI*) – uma convenção formada no contexto de alta inflação dos anos 1980, ainda não quebrada e que afeta negativamente o alongamento do prazo das aplicações financeiras. Segundo informação obtida em entrevista, há um movimento por parte de alguns gestores na direção de quebrar esta convenção, mas há uma forte resistência por parte dos investidores. Um caminho apontado seria o fortalecimento de um mercado secundário de títulos de renda fixa.<sup>23</sup>

---

23. Essa linha de argumentação pode ser encontrada, por exemplo, em entrevista de 2012 concedida por Marcelo Giufrida, então presidente da Anbima à TV Capital Aberto. *Os próximos passos do novo mercado de renda fixa (Anbima)*, disponível em: <<http://migre.me/qlwK3>>. Na mesma linha, ver Cidade e Corradin (2014).



6. Os fundos estruturados foram objeto de benefícios tributários e, de fato, houve importante crescimento de sua participação no total do patrimônio líquido do setor de fundos, sobretudo dos fundos imobiliários, também beneficiados pelo dinamismo do setor imobiliário no período. Além disso, foram receptores, ao lado dos fundos multimercado, de um movimento em direção a uma gestão mais ativa de portfólio na busca por maior rentabilidade nos momentos de queda da taxa Selic.

## REFERÊNCIAS

AKYÜZ, Y. **Financial liberalization: the key issues**. Geneva: Unctad, 1998. (Discussion Paper, n. 56). Disponível em: <<http://goo.gl/sQJwHz>>.

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS. Fundos de Investimento. **Boletim Anbima**, São Paulo, vários anos.

\_\_\_\_\_. Fundos de Investimento. **Súmulas de Legislação**. São Paulo, 2014.

BB – BANCO DO BRASIL. **Cartilha de fundos de investimento**. [s.d.]. Disponível em: <<http://goo.gl/CCqtsu>>.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução nº 1.779 da CMN, de 20 de dezembro de 1990. Dispõe sobre a obrigatoriedade de registro no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) e no sistema de registro e de Liquidação Financeira de Títulos (Cetip). BCB, 1990.

\_\_\_\_\_. Resolução nº 2.451, de 27 de novembro de 1997. Dispõe sobre a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição. BCB, 1997.

BELLUZZO, L. G. M. **Os antecedentes da tormenta: origens da crise global**. 1.ed. São Paulo: Editora Unesp; Campinas: Facamp, 2009.

BRASIL. Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Brasília, 1965.

\_\_\_\_\_. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 1976.

CIDADE, M.; CORRADIN, V. **Fomentando o financiamento privado de longo prazo**. São Paulo: Anbima, 2014. (Texto para Discussão). Disponível em: <<http://goo.gl/LAf52M>>.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. **Diário Oficial da União**, 2004.

\_\_\_\_\_. Instrução CVM nº 555, de 23 de dezembro de 2014. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento. **Diário Oficial da União**, 2014.

EID JUNIOR, W.; ROCHMAN; R. R. (Coord.). **Indústria de fundos de investimento – anuário 2014**. São Paulo: Anbima, 2014.

FREITAS, M. C. P. Financiamento de longo prazo no Brasil: avanços e desafios. **Boletim do Grupo de Economia/Fundap**, n. 4, 2011. Disponível em: <<http://goo.gl/IZF3ba>>.

GOMES, K. R.; CINTRA, M. A. M. Hedge Funds e as implicações para o Brasil. *In*: CINTRA, M. A. M.; GOMES, K. R. (Orgs.). **As transformações no Sistema Financeiro Internacional**. Brasília: Ipea, 2012. v. 1.

MINSKY, H. P. Money manager capitalism. **Bard Digital Commons**, n. 13, 1989. Disponível em: <<http://goo.gl/1vfMT3>>.

RAGAZZI, A. P. CVM reforma regulação de fundos. **Valor Econômico**, 18 dez. 2014. Disponível em: <<http://goo.gl/a6vhyR>>.

TAKAHASHI, C. Maior gestor de fundos do Brasil diz onde existem oportunidades na Bovespa. **InfoMoney**, 28 mar. 2014. Disponível em: <<http://migre.me/rNRNs>>.

TORRES FILHO, E. T.; MACAHYBA, L. **O elo perdido**: o mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil: avaliação e propostas. São Paulo: IEDI; ITB, jun. 2012.

\_\_\_\_\_. **Os mercados brasileiro e britânico de títulos corporativos**: evolução recente, estrutura regulatória, principais problemas e propostas para o desenvolvimento do mercado brasileiro. Brasília: CNI, 2014.

TRINDADE, M. **Desafios estratégicos para a indústria de fundos de investimento**. Rio de Janeiro: CVM, 2012.

SOCHACZEWSKI, A. C. **Desenvolvimento econômico e financeiro do Brasil: 1952-1968**. São Paulo: 1993.

#### BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

PAULA, L. F. *et al.* **Mercado de títulos de dívida brasileiro no período 1995-2008**: causas e determinantes da evolução recente. *In*: PROJETO BNDES – 2008-2009. SUBPROJETO: MERCADO DE TÍTULOS BRASILEIRO – RELATÓRIO, 2., 2008-2009, Campinas; Rio de Janeiro: Unicamp; Fecamp; UFRJ, 2008-2009.

SANT'ANNA, A. A. Decisões de financiamento via mercado de capitais no período 2004-2006. **Revista do BNDES**, v. 15, n. 30, p. 161-179, dez. 2008.



## EDITORIAL

### Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

### Supervisão

Everson da Silva Moura

Reginaldo da Silva Domingos

### Revisão

Ângela Pereira da Silva de Oliveira

Clícia Silveira Rodrigues

Idalina Barbara de Castro

Leonardo Moreira Vallejo

Marcelo Araujo de Sales Aguiar

Marco Aurélio Dias Pires

Olavo Mesquita de Carvalho

Regina Marta de Aguiar

Erika Adami Santos Peixoto (estagiária)

Laryssa Vitória Santana (estagiária)

Pedro Henrique Ximendes Aragão (estagiário)

Thayles Moura dos Santos (estagiária)

### Editoração

Bernar José Vieira

Cristiano Ferreira de Araújo

Daniella Silva Nogueira

Danilo Leite de Macedo Tavares

Jeovah Herculano Szervinsk Junior

Leonardo Hideki Higa

### Capa

Luís Cláudio Cardoso da Silva

### Projeto Gráfico

Renato Rodrigues Bueno

*The manuscripts in languages other than Portuguese published herein have not been proofread.*

### Livraria Ipea

SBS – Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES, Térreo.

70076-900 – Brasília – DF

Fone: (61) 2026-5336

Correio eletrônico: [livraria@ipea.gov.br](mailto:livraria@ipea.gov.br)







### **Missão do Ipea**

Aprimorar as políticas públicas essenciais ao desenvolvimento brasileiro por meio da produção e disseminação de conhecimentos e da assessoria ao Estado nas suas decisões estratégicas.



**ipea** Instituto de Pesquisa  
Econômica Aplicada

Ministério do  
Planejamento, Orçamento  
e Gestão

