

FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO BRASIL: INSTITUCIONALIDADE E DECISÕES DE ALOCAÇÃO DE RIQUEZA (2008-2014)

Adriana Nunes Ferreira¹

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. À possibilidade de os fundos servirem, em alguma medida, como canais de financiamento de longo prazo da economia brasileira; a segunda se refere ao potencial desestabilizador dos fundos de investimento. Este texto avançou na investigação das duas questões: no tocante à primeira delas, evidenciou-se que as estratégias dos gestores destes fundos são fortemente conservadoras, voltadas a resultados de curto prazo e com baixo risco, o que é reforçado em momentos de exacerbação da preferência pela liquidez. No que se refere ao

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.

potencial desestabilizador dos fundos, uma análise ainda preliminar indica que a regulação severa dos fundos de investimentos no Brasil faz com que estes, aparentemente, não engendrem riscos sistêmicos, de forma distinta do que se observa nos *hedge funds* americanos.

Do ponto de vista metodológico, os dados são apresentados em dois recortes. O primeiro, denominado aqui de *fundos de investimento lato sensu* e adotado pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercado Financeiro e de Capitais (Anbima),² inclui os fundos de previdência abertos no total do setor. O segundo, denominado aqui de *fundos de investimento stricto sensu*, exclui os fundos de previdência do total das estatísticas do setor.

Este texto organiza-se da seguinte forma: a segunda seção traz uma visão geral da institucionalidade dos fundos de investimento, tanto no que tange à legislação e regulação do setor, como à organização e ao funcionamento destas instituições; a terceira seção analisará a evolução da composição e da dimensão dos fundos de investimento no período de 2008 a 2014. Na quarta seção, serão abordados os fundos de renda fixa e a atuação dos fundos de investimento no mercado de renda fixa. Esta seção será a mais desenvolvida entre as que tratam das diversas categorias de fundos, por concentrar as reflexões sobre a importante relação entre os fundos de investimento e a gestão da dívida pública mobiliária interna. Os fundos de ações e a atuação dos fundos de investimento no mercado de renda variável serão objeto da quinta seção; a sexta seção versará sobre os chamados *fundos estruturados*; a sétima sobre os fundos multimercado; na oitava seção, os dados referentes às carteiras das cinco maiores instituições gestoras de fundos no Brasil receberão uma análise preliminar; finalmente, reuniram-se as principais conclusões desta etapa da pesquisa, sob a forma de fatos estilizados.

2 OS FUNDOS DE INVESTIMENTO: INSTITUCIONALIDADE

2.1 Legislação

Nesta seção, alinhavam-se os principais passos da estruturação do arcabouço regulatório do segmento de fundos de investimentos no Brasil.

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

2. A Anbima (instituição resultante da fusão da Anbid e da 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.

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”.

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.

Assim, 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 Art. 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” (Brasil, 1965). 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 (MF) 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 Art. 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).

Desse modo, 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, nesta 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 do CMN, de 1990, que determinou a obrigatoriedade de registro de títulos que compunham a carteira dos fundos no 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 (CMN, 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.

Art. 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.

Art. 2º – Para efeito do disposto no Art. 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 (CMN, 1997).

Na prática, essa resolução deu um passo fundamental para a construção de regras salutaras 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 (FIFs) 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 2002,³ a CVM divulgaria a Instrução CVM nº 409/2004, pilar da legislação sobre o setor em vigor até os dias de hoje. Em seu Art. 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 Art. 2º, está 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”.

O objetivo principal da instrução foi unificar a regulamentação dos fundos de renda fixa e de renda variável, oferecendo-se 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 seguintes.

- 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 somente 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.

3. 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 mais 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 quinze 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: foram nove no total até 2013.

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-se a necessidade de intervenção do órgão regulador”.⁴

Assim, ainda que a CVM permaneça como instância última reguladora, a autorregulação parece ter se tornado um traço marcante do mercado de capitais nacional.⁵ 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 entrou em vigor em outubro de 2015. Embora ultrapasse o período aqui contemplado, é importante mencionar as principais mudanças introduzidas por esta instrução.⁶ Os principais destaques constam a seguir.

4. 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/v2gFk>>.

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

6. Para a redação final dessa instrução, ver: <<http://migre.me/v2gKM>>. Sobre a Instrução CVM nº 555/2014, ver também Ragazzi (2014).

- 1) Redução das categorias de fundos de sete tipos 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:⁷ 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 se parte aqui 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.⁸ A lei prevê incentivo 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 meio de fundos de investimento ou fundos de cotas.

7. Para mais informações, ver: <<https://goo.gl/8BBm4i>>.

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

Os principais pontos da Lei nº 12.431/2011 são os seguintes.

- 1) Redução da alíquota do imposto de renda (IR) incidente sobre títulos e valores mobiliários de renda fixa, a partir de 1ª de janeiro de 2011, de emissão de pessoas jurídicas de direito privado não classificados como instituições financeiras e regulamentados 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*: 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”⁹ 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 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.
- 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 (CRIs), Certificado

9. Esse procedimento foi regulamentado posteriormente por meio de uma resolução do 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 desse país em projetos de investimentos.

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 PD&I. 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.¹⁰
- 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 (LFs) poderia ser efetuada com periodicidade igual àquela determinada para o pagamento periódico de juros, mesmo em período inferior a um ano. Esta disposição derroga 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.

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

2.2 Forma de organização dos fundos

Esta seção traz dois tipos de informação fundamentais para que se possam compreender os dados que serão disponibilizados e analisados adiante: a organização típica de um fundo de investimentos (seção 2.2.1) e a tipologia dos fundos definida pela Instrução CVM nº 409 (seção 2.2.3).

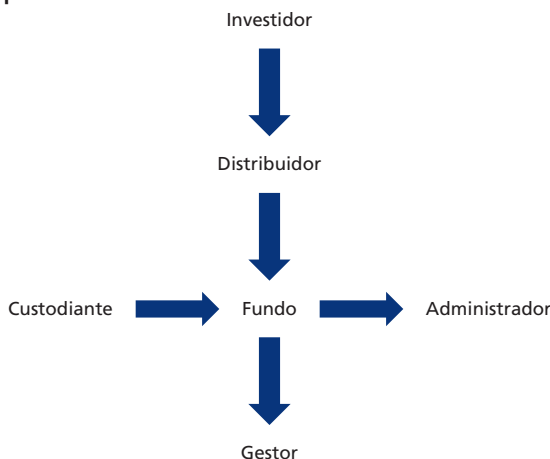
2.2.1 Organização típica de um fundo

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 investimento



Fonte: CVM (2014).
Elaboração da autora.

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: 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: investidor individual de baixa renda, geralmente ligado a este tipo de investimento pelas redes dos bancos comerciais;
- varejo alta renda: 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 como por meio de corretoras e assessores financeiros; a Anbima divulga dados do varejo e do varejo alta renda agregados.
- *private*: 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*: 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: 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;

Distribuidor: responsável pela captação de recursos junto aos investidores, ou seja, é o encarregado 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.

Administrador: pode reter todas as atividades para as quais esteja autorizado, exceto a de auditoria. Responsável pelo funcionamento do fundo, controlando todos os prestadores de serviço. 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.

Gestor: função que pode ser delegada pelo administrador a terceiros autorizados a administrar carteiras. O gestor 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.

Custodiante: responsável pela “guarda” dos ativos do fundo, podendo ele ser indicado no regulamento ou atuar por delegação do administrador. Responde pelos dados e pelo envio de informações dos fundos para os gestores e administradores.

Auditor: função independente e obrigatória, sendo também necessária autorização da CVM para o exercício da atividade.

Todos os envolvidos no funcionamento dos fundos devem ser autorizados pela CVM.

2.2.3 Tipologia dos fundos

Uma primeira grande diferenciação dos fundos diz respeito a sua natureza aberta ou fechada.¹¹

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 investimento, conhecidas no mercado como *rodadas de investimento*). Além disso, também não é admitido o resgate de cotas por decisão do cotista, que tem que 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 (FII) 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.

11. Para mais detalhes, consultar CVM, Portal do Investidor. Disponível em: <<http://migre.me/v2huc>>.

QUADRO 1

Fundos 409: as sete categorias de fundos regulamentadas pela Resolução nº 409/2004 da CVM

Tipo	Descrição
Curto prazo	Fundos que buscam retorno por meio de investimentos em títulos indexados à CDI/Selic ou em papéis prefixados, 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 ou do BC 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/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 Art. 96 da Instrução CVM nº 409.
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 (ICVM 472/2008 para os FII's, ICVM 356/2001 para os FIDCs e ICVM 391/2003 que para os FIPs).

Fonte: CVM (2004).

Elaboração da autora.

Importa, ainda, notar que o imposto de renda incidente sobre as aplicações é cobrado de forma diferenciada nas várias modalidades de fundos (tabela 1).

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 que os recursos permanecem 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 1
Alíquota do IR – fundos de renda fixa
(Em %)

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

Fonte: Cartilha de Fundos de Investimento – Banco do Brasil. Disponível em: <<http://migre.me/v2hOQ>>. Elaboração da autora.

3 PANORAMA GERAL DO SETOR DE FUNDOS DE INVESTIMENTO (2008-2014)

A evolução do setor de fundos de investimento no período 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.

Um primeiro ponto importante a destacar é que o Brasil figura, em 2014, na sétima colocação mundial, em termos de total de ativos geridos pelo setor de fundos de investimentos, e em primeiro lugar entre os países emergentes (tabela 2).

TABELA 2
Total de ativos geridos por fundos de investimentos
(Em US\$ milhões)

País	2010	2011	2012	2013	2014	posição no ranking
Mundo	24.711.508	23.801.209	26.844.414	30.047.406	31.381.245	
Américas	13.599.181	13.534.659	15.147.007	17.173.504	18.012.199	
Brasil	980.448	1.008.928	1.070.998	1.018.641	989.542	7
Canadá	636.947	753.606	856.504	940.580	981.803	8
Chile	38.243	33.425	37.900	39.291	44.166	
Costa Rica	1.470	1.266	1.484	1.933	2.092	

(Continua)

(Continuação)

Pais	2010	2011	2012	2013	2014	posição no ranking
México	98.094	92.743	112.201	120.518	119.504	
Trinidade e Tobago	5.812	5.989	6.505	6.586	7.121	
Estados Unidos	11.832.988	11.631.894	13.052.230	15.034.776	15.852.341	1
Europa	7.903.389	7.220.298	8.230.059	9.374.830	9.576.475	
Áustria	94.670	81.038	89.125	90.633	83.522	
Bélgica	96.288	81.505	81.651	91.528	90.211	
Bulgária	302	291	324	504	496	
Croácia					2.058	
República Tcheca	5.508	4.445	5.001	5.131	5.563	
Dinamarca	89.800	84.891	103.506	118.702	121.092	
Finlândia	71.210	62.193	73.985	88.462	86.621	
França	1.617.176	1.382.068	1.473.085	1.531.500	1.391.271	5
Alemanha	333.713	293.011	327.640	382.976	359.867	
Grécia	8.627	5.213	6.011	6.742	5.256	
Hungria	11.532	7.193	8.570	12.158	11.375	
Irlanda	1.014.104	1.061.051	1.276.601	1.439.867	1.547.343	4
Itália	234.313	180.754	181.720	215.553	238.327	
Liechtenstein	35.387	32.606	31.951	36.235	28.875	
Luxemburgo	2.512.874	2.277.465	2.641.964	3.030.665	3.208.264	2
Malta		2.132	3.033	3.160	3.522	
Países baixos	85.924	69.156	76.145	85.304	75.751	
Noruega	84.505	79.999	98.723	109.325	112.223	
Polónia	25.595	18.463	25.883	27.858	26.098	
Portugal	11.004	7.321	7.509	9.625	8.564	
Romênia	1.713	2.388	2.613	4.000	4.932	
Rússia	3.917	3.072			-	
Eslováquia	4.349	3.191	2.951	3.292	4.183	
Eslovênia	2.663	2.279	2.370	2.506	2.553	
Espanha	216.915	195.220	191.284	248.234	274.049	
Suécia	205.449	179.707	205.733	252.878	279.094	
Suíça	261.893	273.061	310.686	397.080	407.890	
Turquia	19.545	14.048	16.478	14.078	15.292	
Reino Unido	854.413	816.537	985.517	1.166.834	1.182.184	6
Ásia e Pacífico	3.067.323	2.921.276	3.322.198	3.356.204	3.646.276	
Austrália	1.455.850	1.440.128	1.667.128	1.624.081	1.601.132	3
China	364.985	339.037	437.449	460.332	708.884	10
Índia	111.421	87.519	114.489	107.895	134.630	
Japão	785.504	745.383	738.488	774.126	780.636	9
Coreia do Sul	266.495	226.716	267.582	285.173	312.150	
Nova Zelândia	19.562	23.709	31.145	34.185	41.560	
Paquistão	2.290	2.984	3.159	3.464	4.156	
Filipinas	2.184	2.363	3.566	4.662	5.078	
Taiwan	59.032	53.437	59.192	62.286	58.049	
África	141.615	124.976	145.150	142.868	146.474	
África do Sul	141.615	124.976	145.150	142.868	146.474	

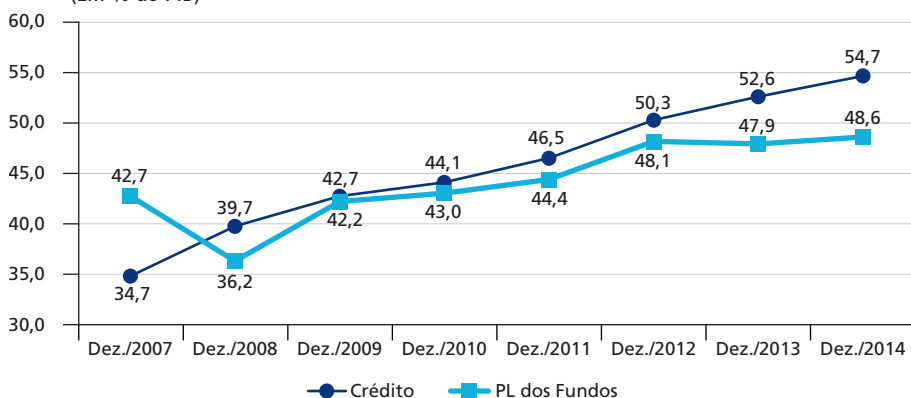
Obs.: no fim do período.

Para que se tenha uma ideia da importância do setor, vale observar que o total de recursos administrados pelo setor se equipara, em termos de porcentagem do produto interno bruto (PIB), ao montante de crédito da economia (gráfico 1).

GRÁFICO 1

Crédito e patrimônio líquido dos fundos de investimentos

(Em % do PIB)



Fonte: BCB e Anbima ([s.d.]).
Elaboração da autora.

O período de 2008 a 2014 registrou um enorme crescimento do segmento de fundos de investimento no Brasil. A tabela 2 registra expressivo incremento do número de fundos de investimento e de fundos de cotas (fundos que investem em fundos de investimentos) entre dezembro de 2008 e dezembro de 2014, período no qual a média de crescimento do número de fundos foi de 10,1% ao ano (a.a.).

TABELA 3

Evolução do número de fundos de investimentos *lato sensu* e fundos de cotas (2008-2014)

	Fundos de investimento	Fundos de cotas	Total	Crescimento anual (%)	Crescimento acumulado (%)
Dez./2008	4.201	4.046	8.247	–	–
Dez./2009	4.772	4.027	8.799	6,69	6,69
Dez./2010	5.673	4.528	10.201	15,93	23,69
Dez./2011	6.662	4.743	11.405	11,80	38,29
Dez./2012	7.352	5.210	12.562	10,14	52,32
Dez./2013	8.207	5.934	14.141	13,00	71,50
Dez./2014	8.704	5.865	14.569	3,02	76,65

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

No acumulado do período, o total do número de fundos cresceu 76,7%. Importante ressaltar que os fundos de investimento cresceram 95%, percentual bem maior que o registrado no caso dos fundos de cotas, de 47%. É razoável

supor que isto reflita a opção por um padrão de gestão mais ativo por parte dos investidores. Em termos de patrimônio líquido, o crescimento, no período, foi de quase 49% no recorte incluindo os fundos de previdência abertos e de 37% excluindo-os do total (tabela 3).

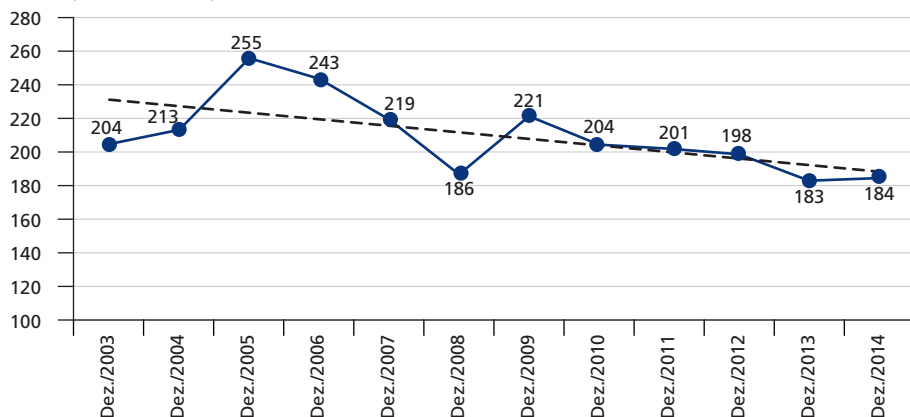
TABELA 4
Patrimônio líquido dos fundos de investimento (2008-2014)
(Em R\$ milhões)

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
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
Dez./2014	2.682.106	2.282.443	5,66	3,08

Fonte: Anbima ([s.d.].a).
Elaboração da autora.
Obs.: Valores constantes de maio de 2014.

Logo, a variação acumulada do número de fundos foi muito superior à observada pelo patrimônio líquido deste setor. Com efeito, no Brasil, há grande número de fundos exclusivos fechados, o que explica que, se tomarmos o patrimônio líquido por número de fundos como *proxy* de concentração do setor, tenha se verificado uma queda de concentração no setor (gráfico 2).

GRÁFICO 2
Proxy de concentração do setor de fundos de investimento – patrimônio líquido/número de fundos (2003-2014)
(Em R\$ milhões)



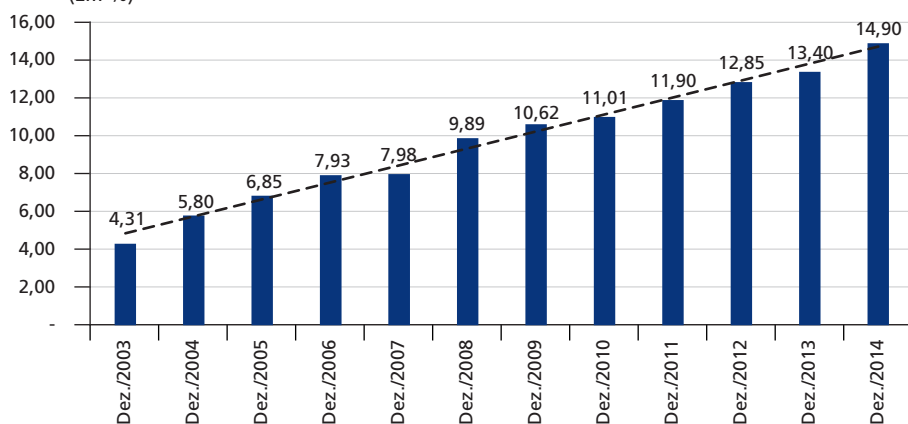
Fonte: BCB e Anbima ([s.d.].a).

Vale a pena observar que a participação dos fundos de previdência no patrimônio total do que se convencionou chamar de *a indústria de fundos*,¹² tem crescido de forma acentuada desde 2003. A partir de entrevista realizada,¹³ foi possível perceber que as aplicações em fundos de previdência têm sido apresentadas aos investidores, pelos próprios gestores de fundos, como uma alternativa rentável, e que goza de importantes vantagens tributárias. O gráfico 3 mostra o aumento desta participação de 4,3%, em 2003, para 8%, em 2007, e 14,9%, em 2014.

GRÁFICO 3

Participação do patrimônio líquido dos fundos de previdência no total do setor de fundos de investimento (2003-2014)

(Em %)



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

Antes de adentrar a análise da composição da carteira dos fundos de investimento – que serão apresentados, em sua maior parte no recorte *stricto sensu*, isto é, excluindo os fundos de previdência – ao longo do período, vale a pena apontar os principais *players* (ou principais instituições gestoras) do setor em maio de 2015, último dado disponível.¹⁴ Salta aos olhos a grande concentração de recursos geridos em poucos agentes: os cinco maiores gestores administram mais de 60% dos recursos aplicados em fundos de investimentos (tabela 4).

12. Termo que será evitado neste texto, e substituído por *setor*.

13. Com Patrícia Magaldi, Itau Private Banking.

14. Considera-se aqui como principais *players* as principais gestoras de fundos uma vez que são os gestores que tomam as decisões sobre a alocação da riqueza, atendendo ao critério de *suitability* – isto é, de compatibilidade com o perfil – dos investidores, donos desta riqueza.

TABELA 5

Ranking de gestores de fundos de investimentos – total de ativos geridos e porcentagem do total de ativos do setor (maio de 2015)

Ordem	Gestor	Total R\$ milhões	%
1	BB-DTVM S/A	581.123,9	21,2
2	Itaú Unibanco S/A	414.662,7	15,1
3	Bradesco	363.221,9	13,2
4	Caixa	198.728,7	7,2
5	Banco Santander (Brasil) S/A	154.475,2	5,6
Top 5		1.712.212,4	62,4
6	BTG PACTUAL	139.405,4	5,1
7	HSBC	89.877,1	3,3
8	J Safra Asset Management	54.894,9	2,0
9	Credit Suisse Hedging-Griffo Cor VAL S/A	42.733,4	1,6
10	Votorantim Asset	38.253,4	1,4
Top 10		2.077.376,7	75,7
11	Western Asset	30.634,5	1,1
12	BNP Paribas	26.580,4	1,0
13	Verde Asset Management S/A	24.866,7	0,9
14	JP Morgan	24.219,1	0,9
15	Opportunity	20.352,7	0,7
16	Sul América Investimentos	18.957,6	0,7
17	BRL-DTVM	17.799,1	0,6
18	Citibank	17.249,2	0,6
19	Quantitas Asset Management	16.905,1	0,6
20	BW Gestão de Investimento LTDA.	16.063,9	0,6
Top 20		2.291.005,0	83,5
524		2.742.971,9	100,0

Fonte: Anbima (2016).
Elaboração da autora.

A variação anual do patrimônio líquido dos fundos de investimentos observa grande amplitude no período em tela. Depois de queda em 2008 e excepcional recuperação em 2009, o crescimento manteve um patamar elevado nos anos de 2010 a 2012 – período de queda dos juros – para sofrer importante redução em 2013 e 2014. Ao longo do período, houve também movimentação significativa de recursos entre as categorias de fundos, como mostra a tabela 5.¹⁵

O início da série reflete o recuo das aplicações frente à crise financeira global de 2008, inflexão totalmente revertida já no ano seguinte. Em 2008, devido à forte queda dos preços dos ativos no exterior, os fundos *off shore* registraram maior queda de patrimônio líquido (-40%), como seria de se esperar. No biênio 2009-2010, o patrimônio líquido dessa categoria de fundos cresceu expressivamente, como reflexo de dois movimentos: a alta dos preços dos ativos decorrente das políticas

15. No anexo B, encontram-se esses dados, na forma de gráfico, com série iniciando-se em 2003.

monetárias contracíclicas nos países centrais e o aumento da captação, expressão da busca dos investidores por ganhos de capital em razão da expectativa de aumento desses preços a partir de patamares muito baixos. Contudo, a partir de 2011, em função da crise do euro, esses fundos voltam a apresentar redução em seu patrimônio líquido, com exceção do ano de 2012, quando o alívio dessa crise após ações do Banco Central europeu teve efeitos positivos sobre o mercado financeiro internacional. Note-se que a participação dos fundos *off shore* é muito pequena no total do patrimônio líquido do setor de fundos de investimentos em todo o período analisado (tabela 6).

Também considerando o total do período, a categoria de fundos com maior crescimento médio de patrimônio líquido foi o de participações (39,7%), seguido dos cambiais (26,4%) e dos *outros* – que incluem, como categoria mais importante, os fundos imobiliários (17,9%). Os fundos de participação foram beneficiados pela Lei nº 12.431 quando relativos a alguns setores prioritários, o que possivelmente impulsionou as aplicações. A captação líquida acumulada desta categoria de fundos, no período em tela, foi de R\$ 86 trilhões, respondendo por 19,8% do total, o maior percentual entre todas as categorias de fundo (tabela 7). Como as aplicações líquidas foram positivas em todos os anos, é razoável supor que essa categoria de fundos proporcionou retornos positivos aos investidores, estimulando o aporte de recursos ano após ano, inclusive em 2014 quando a maioria dos fundos registrou saída líquida de recursos.

É possível perceber que os fundos cambiais apresentam um crescimento muito 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 sinalização, do Federal Reserve (Fed), de que iniciaria o processo de desmontagem da política de afrouxamento quantitativo ainda em 2013. Em 2014, o patrimônio líquido desta categoria de fundos continuou a crescer acima de todas as demais, pela mesma razão, visto que a captação líquida foi insignificante (tabela 7).

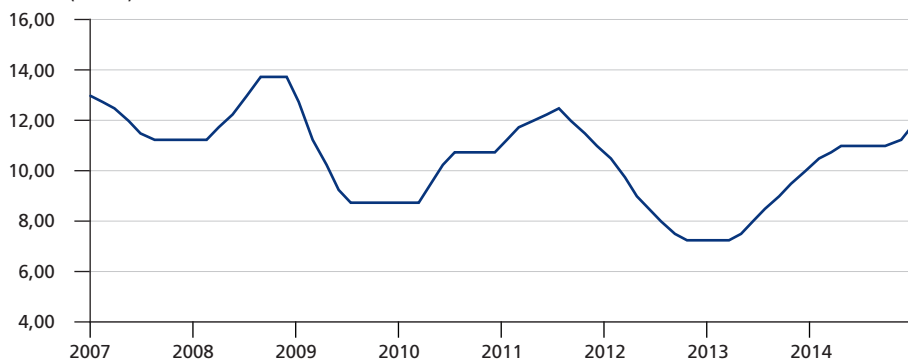
Além da trajetória da taxa de câmbio, a evolução da taxa de juros também teve papel decisivo nas decisões de alocação de recursos dos gestores dos fundos de investimento. De agosto de 2011 a outubro de 2012, a redução da meta da taxa Selic (gráfico 4) se refletiu em um aumento expressivo do patrimônio dos fundos estruturados, especialmente os fundos imobiliários (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.¹⁶

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

A reversão da queda (estabilidade até março 2013 e crescimento a partir de abril de 2013) não tirou, até fins de 2014, o ímpeto das aplicações nesses novos produtos financeiros. No entanto, em 2014, 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.

A queda da taxa Selic também teve impacto positivo na captação e no patrimônio líquido dos fundos de renda fixa, concentrados em títulos públicos prefixados, cuja rentabilidade é beneficiada por essa trajetória. Em contrapartida, a nova fase de alta da taxa de juros básica resultou numa saída líquida de recursos dessa categoria de fundos, que migraram para os fundos referenciados DI (concentrados em títulos pós-fixados). 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 6) em dezembro de 2012, justamente quando a taxa de juros básica encontrava-se em seu piso histórico (gráfico 4). Lançar-se-á um olhar mais atento a esta questão no próximo item, que versará especificamente sobre o segmento de renda fixa (seção 3).

GRÁFICO 4
Meta da taxa Selic (2007-2014)
(Em %)



Fonte: BCB. Disponível em: <<http://migre.me/v2ikV>>.
Elaboração da autora.

Após os fundos de renda fixa, a segunda categoria de fundos em participação no patrimônio líquido do setor é a multimercado, com mais de 20 % em todo o período. Essa categoria de fundos supostamente reflete uma gestão mais ativa de portfólio do que no caso dos fundos de renda fixa, e uma busca por diversificação. Curiosamente, sua participação é decrescente no período, mesmo na fase em que se verificou a queda da taxa de juros Selic – o que sugere que a grande movimentação se deu no âmbito dos próprios fundos de renda fixa e referenciado DI.

Vale notar, ainda, o aumento da participação dos chamados *fundos estruturados* – basicamente compostos de FIIs, fundos de participações (FIPs) e fundos de direitos creditórios (FDICs). Estes fundos serão tratados com mais detalhes na seção 6 deste texto, mas por ora vale apontar que, quando se somam as participações (FIP) com a categoria *outros* (composta em sua maior parte por FIIs e FDICs), nota-se uma importante elevação de sua participação do patrimônio líquido do setor de fundos – de 2,8% em dezembro de 2007 para 12,5% em dezembro de 2014, no conceito *stricto sensu* (tabela 6).

O gráfico 5 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 outras (como a de curto prazo, de 194%) ou, especialmente, a de participações (614%), foi a categoria que teve a maior contribuição ao crescimento (34,6%), 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 referenciados DI (pós-fixados) constituem a terceira categoria de fundos com a maior contribuição ao crescimento (16,8%), e a multimercado a quarta (14,9%). O desempenho dos fundos referenciados DI, particularmente atrativos em razão pela alta da Selic, ao longo do ano de 2014, explica essa mudança de posição.

Os fundos de ações, por seu lado, 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 12% para o crescimento do setor.

Vale a pena destacar, no desenho do panorama geral do desempenho do setor de fundos de investimentos, o ano de 2014: o setor observou, nas palavras de vários gestores, uma “volta a 2008”,¹⁷ que havia sido o pior ano para o setor. A tabela 7 evidencia que, se subtraídos os fundos de previdência (ou seja, se adotarmos o recorte *stricto sensu*), o volume de resgates superou o de captação para quase todas as categorias de fundos e no total. Notáveis exceções são os fundos referenciados DI, que acompanharam o recrudescimento dos juros, e os fundos de participações. O resgate pronunciado em fundos de renda fixa aconteceu, na visão de vários analistas, em razão de uma falta de *educação financeira* dos investidores. Com efeito, eles teriam se assustado com o aumento dos juros e retirado os recursos destes fundos, concentrados em papéis com remuneração pré-fixada e indexados à inflação.¹⁸ Os aplicadores retiraram recursos destes fundos para direcioná-los ao referenciados DI (pós-fixados), e perderam a oportunidade de desfrutar de sua boa rentabilidade no período (tabela 8).

17. Ver texto de Seabra, disponível em: <<http://migre.me/tsQ6Q>>.

18. A esse respeito, ver Mattos, disponível em: <<http://migre.me/tsQ8r>>.

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

Período	Curto prazo	Referenciado DI	Renda fixa	Multimercado	Cambial	Ações	Previdência	Participações	Off shore	Outros 2	PL total 1
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	26,4
Dez. 2010	8,68	(6,02)	11,09	8,06	19,20	1,84	11,01	53,49	4,47	4,73	7,0
Dez. 2011	23,79	3,99	25,97	(6,83)	1,94	(8,56)	19,45	57,07	(9,40)	38,02	10,6
Dez. 2012	11,67	3,13	7,37	10,21	(20,28)	3,63	16,84	15,99	6,51	(3,13)	8,2
Dez. 2013	14,81	8,77	(3,40)	0,11	160,86	(3,76)	7,48	34,49	(12,36)	21,87	3,1
Dez. 2014	4,87	22,60	1,36	(0,75)	35,94	(17,30)	16,41	17,47	(7,73)	1,42	4,6
Médio	16,83	5,94	6,28	3,87	26,43	(2,31)	16,74	39,74	8,11	17,86	7,0

Fonte: Anbima ([s.d.]).

Elaboração da autora.

Notas: ¹ Em milhões constantes de dezembro de 2014.

² Outros = FIEX + FIDC + IMOB + FEF.

Fiex – Fundos de Investimento no Exterior. Fundos que aplicam ao menos 80% de seu PL em títulos brasileiros emitidos no exterior.

TABELA 7
Patrimônio líquido do setor de fundos por tipo – PL sem previdência

Período	Curto prazo	Referenciado DI	Renda fixa	Multimercado	Cambial	Ações	Previdência	Participações	Off shore	Outros 1	PL Total
Dez. 2007	2,59	15,82	32,58	25,84	0,07	16,85	-	-	3,44	2,80	100,0
Dez. 2008	3,61	18,11	32,39	26,24	0,08	11,30	-	1,56	2,34	4,38	100,0
Dez. 2009	3,82	15,79	29,69	26,75	0,05	13,48	-	1,99	4,04	4,39	100,0
Dez. 2010	3,90	13,93	30,96	27,13	0,06	12,88	-	2,86	3,96	4,32	100,0
Dez. 2011	4,40	13,24	35,63	23,09	0,05	10,76	-	4,10	3,28	5,44	100,0
Dez. 2012	4,60	12,76	35,75	23,79	0,04	10,42	-	4,45	3,26	4,93	100,0
Dez. 2013	5,15	13,54	33,70	23,23	0,10	9,79	-	5,84	2,79	5,86	100,0
Dez. 2014	5,25	16,14	33,22	22,43	0,14	7,87	-	6,67	2,50	5,78	100,0

Fonte: Anbima ([s.d.]).

Elaboração da autora.

Nota: ¹ Outros = FIEX + FIDC + IMOB + FEF.

Fiex – Fundos de Investimento no Exterior. Fundos que aplicam ao menos 80% de seu PL em títulos brasileiros emitidos no exterior.

TABELA 8
Captação líquida por tipo de fundo (2009-2014)
(Em R\$ milhões)

Categoria/ano	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Média	Acumulado
Curto prazo	5.198,79	4.489,40	7.786,20	8.225,10	11.600,00	-4.065,18	5.539,05	33.234,31
Referenciado	-5.161,14	-10.095,40	-8.297,00	6.436,00	15.000,00	45.363,01	7.207,58	43.245,47
Renda fixa	9.586,71	38.432,00	80.006,00	9.391,10	-18.600,00	-40.803,07	13.002,12	78.012,74
Multimercados	35.611,39	27.511,40	-46.788,00	20.610,40	-6.000,00	-29.759,68	197,59	1.185,51
Cambial	50,60	241,10	-82,50	-222,50	1.200,00	335,30	253,67	1.522,00
Dívida externa	-175,96	90,10	40,10	60,20	400,00	-236,47	29,66	177,97
Ações	805,42	8.086,70	-1.399,00	5.508,10	2.800,00	-14.977,68	137,26	823,54
Previdência	23.344,55	19.308,30	25.350,00	35.012,60	22.700,00	32.005,46	26.286,82	157.720,91

(Continua)

(Continuação)

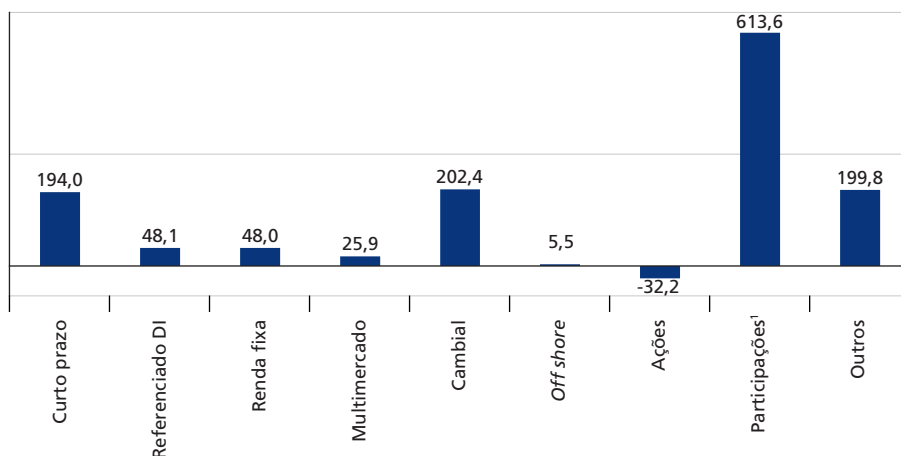
Categoria/ano	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Média	Acumulado
FIDC	9.549,70	1.317,60	8.005,70	-5.299,70	14.100,00	-8.831,37	3.140,32	18.841,93
Participações	8.049,71	15.784,10	17.451,00	17.867,70	11.900,00	15.057,29	14.351,63	86.109,80
Exclusivo fechado	774,62	746,90	2.854,90	-10,50	4.800,00	4.847,25	2.335,53	14.013,17
Total geral	87.634,39	105.912,20	84.927,40	97.578,50	59.900,00	-1.065,15	72.481,22	434.887,34
Total sem previdência	64.289,84	86.603,90	59.577,40	62.565,90	37.200,00	-33.070,60	46.194,41	277.166,44

Fonte: Anbima ([s.d.]).

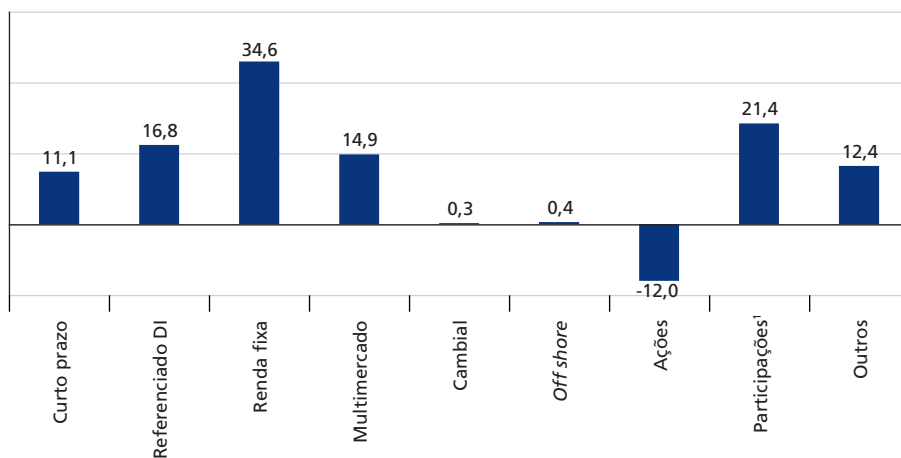
Elaboração da autora.

GRÁFICO 5 Crescimento e contribuição (Em %)

5A – Crescimento (dez. 2007-dez. 2014)



5B – Contribuição ao crescimento total (dez. 2007-dez. 2014)



Fonte: Anbima ([s.d.]).

Elaboração da autora.

Nota: ¹ Comparação com dezembro de 2008.

TABELA 9
Rentabilidade dos fundos por tipo (2008-2014)
 (Em %)

Tipo/ano	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Curto prazo	12,37	9,86	9,7	11,54	8,44	8,14	10,81
Referenciado DI	12,11	10,21	9,91	11,85	8,62	8,06	11
Renda fixa	12,85	10,48	11,71	12,48	12,42	5,45	11,51
Renda fixa - crédito livre	11,87	10,67	10,76	11,91	9,45	7,9	10,79
Balaceados	2,53	19,93	9,87	9,13	14,99	1,03	NC
Capital protegido	-0,3	13,99	9,75	-0,49	7,95	5,17	NC
<i>Long and short</i> - neutro	-	8,12	11,95	11,03	12,15	10,03	12,96
<i>Long and short</i> - direcional	-	8,46	11,11	11,23	13,32	10,2	7,86
Multimercados - macro	-	9,43	12,15	12,38	18,21	8,49	8,16
Multimercados - multiestratégia	-	5,06	12,05	9,54	14,43	6,68	9,91
Multimercados - multigestor	-	7,76	10,64	10,55	11,35	6,76	7,84
Multimercados - juros e moedas	-	5,16	10,83	12,51	11,51	5,1	10,44
Multimercados - estratégia específica	-	6,78	12,53	12,15	8,59	0,39	13,97
Ações Ibovespa ativo	-43,47	79,03	1,75	-15,26	14,36	-2,57	-3,64
Ações IBRX ativo	-43,17	74,53	2,06	-13,95	13,43	-3,67	-2,74
Ações setoriais	-28,48	50,11	2,58	-17,47	0,8	-7,99	NC
Ações small caps	-44,21	117,66	18,37	-16,5	22,01	-10,39	-9,34
Ações dividendos	-28,14	59,39	9,24	3,79	15,96	-3,14	-0,71
Ações livre	-37,8	74,81	11,54	-6,82	20,61	1,94	-1,29

Fonte: Anbima ([s.d.]).

Elaboração da autora.

Obs.: Rentabilidade dos fundos renda fixa-índice em 2014: 12,54%.

NC: não consta na abertura atual da Anbima.

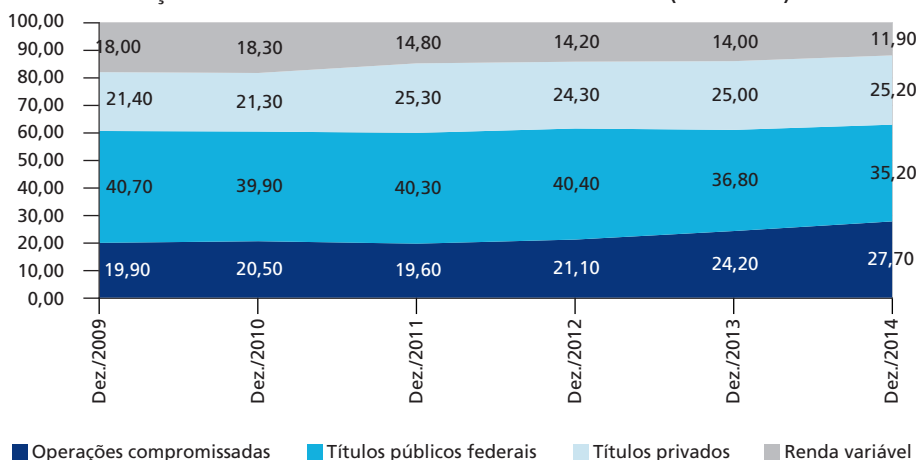
A tabela 8 mostra que os fundos de ações, que serão objeto da seção 4 deste texto, apresentaram rentabilidade negativa em boa parte do período aqui considerado. Após um ano excepcionalmente bom em 2007, o impacto da crise financeira em 2008 e do aprofundamento da crise da região do Euro elevou muito a preferência pela liquidez dos investidores e fez com que eles buscassem aplicações mais seguras, o que reduziu enormemente as captações, levando inclusive à ocorrência de resgate líquido em 2011 e, de forma pronunciada, em 2014 (tabela 7). A rentabilidade dessas aplicações acompanhou o ambiente geral de incerteza, sendo negativa em 2008, 2011, 2013 e 2014.

Um outro recorte pertinente, na análise do panorama geral do setor de fundos de investimentos, é a distribuição de seu patrimônio líquido entre as *diversas categorias de ativos* em distintas categorias: o gráfico 6 mostra que a participação da renda variável declinou, entre 2009 e 2014, de 18% para 11,9%. A participação dos títulos públicos federais, por sua vez, se manteve praticamente constante, observando, no entanto queda em dezembro de 2013 e dezembro de 2014 (cerca de 5 pontos percentuais – p.p.). Quando se somam as operações compromissadas, tem-se que os títulos públicos mais as operações compromissadas (ou seja,

operações lastreadas em títulos públicos) somam cerca de 60% do total de ativos do setor em todo o período. Quando cai a fatia denominada *títulos públicos*, 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%), o que será mais detalhado na seção 3.

GRÁFICO 6

Distribuição dos ativos do setor de fundos de investimento (2009-2014)



Fonte: Anbima ([s.d.]).
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*. A tabela 9 evidencia 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 39%). Os segmentos varejo, *private* e *corporate* apresentaram participações relativamente equilibradas (cerca de 15% cada) em 2014, 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 8,7%, enquanto os estrangeiros oscilaram cerca 0,5 p.p., alcançando em 2014 uma participação de 7,1%.

TABELA 10
Distribuição do patrimônio líquido do setor de fundos de investimento por segmento do investidor (2011-2014)

Segmento/ano	Dez./2008	Dez./2009	Dez./2010	Dez./2011	Dez./2012	Dez./2013	Dez./2014
Investidor institucional	40,4	39,2	40,3	38,8	37,5	38,7	38,9
Varejo	11,7	14,3	15,1	17,2	16	14,2	15,3
<i>Private</i>	12,5	13,1	13,3	12,5	15	15,6	15,1
<i>Corporate</i>	20,7	19,4	17,2	17,6	16	14,9	14,9
Estrangeiro/outros	8,2	7,2	7,7	6,6	7,5	7,5	7,1
Poder público	6,5	6,7	6,4	7,3	7,9	9,1	8,7

Fonte: Anbima (2016).

Elaboração da autora.

Obs.: Há uma descontinuidade nos dados entre 2010 e 2011.

A queda da participação do varejo tem sido motivo de preocupação entre vários analistas do setor. Ocorre que novos produtos oferecidos diretamente pelos bancos a seus correntistas, as letras de crédito imobiliário (LCIs) e as letras de crédito agrícola (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.

A Anbima acompanha o segmento *varejo*, que divide em *varejo* e *varejo alta renda*.¹⁹ Este segmento de investidor responde por aproximadamente 15% do total do patrimônio líquido gerido pelos fundos de investimentos.

No período de 2011 a 2014, as aplicações do varejo foram cada vez menos intermediadas por fundos de investimentos (as aplicações via fundos de investimentos passaram de 49,3% do total para 35,3%, uma queda de quase 15 p.p.). A participação das LCAs e LCIs e no total das aplicações passa de 0% a 8,5% do total (LCAs) e de 4,9% para 22,6%. A participação de todas as demais aplicações, tanto intermediadas pelos fundos de investimentos quanto as demais, cai no mesmo período. Entende-se a grita geral dos gestores de fundos de investimento pelas retiradas das vantagens tributárias desses papéis quando se olha para estes dados (tabela 10).

O mesmo fenômeno, em menor intensidade, ocorre com o segmento *varejo alta renda*. O total de aplicações intermediadas pelos fundos de investimento passa de 53% para 45,8%, com crescimento da participação tanto das LCAs quanto das LCIs da ordem de 8 p.p. (tabela 11).

19. O critério de demarcação varia segundo a instituição financeira.

TABELA 11
Aplicações do varejo

	Dez./2011		Dez./2012		Dez./2013		Dez./2014	
	R\$ bilhões	%	R\$ bilhões	%	R\$ bilhões	%	R\$ bilhões	%
Fundos de investimento	89,2	49,3	92,3	48,7	81,3	38,2	88	35,3
Curto prazo	3,8	2,1	4,9	2,6	3,5	1,6	6,5	2,6
Referenciados DI	25,9	14,3	22,9	12,1	27,8	13,1	3,5	1,4
Renda fixa	45,3	25,0	50,2	26,5	38,4	18,0	38,8	15,6
Multimercados	4,2	2,3	5,1	2,7	3,3	1,6	2	0,8
Ações	4,7	2,6	4,5	2,4	3,6	1,7	2,2	0,9
Estruturados/ETFs 3		0,0		0,0	0,9	0,4	1,1	0,4
Outros FI 1	5,3	2,9	4,7	2,5	3,6	1,7	2,2	0,9
Títulos e valores mobiliários	92	50,8	97,4	51,3	131,5	61,8	161	64,7
CDB/RDB	73,4	40,5	70,9	37,4	66,9	31,4	55,5	22,3
Operações compromissadas	9,5	5,2	10,6	5,6	14,5	6,8	17,9	7,2
Ações		0,0		0,0	5,1	2,4	7,8	3,1
Tesouro direto		0,0		0,0	1,3	0,6	2,4	1,0
LCA	0	0,0	1,4	0,7	13,3	6,3	21,1	8,5
LCI	8,9	4,9	14,4	7,6	30,3	14,2	56,2	22,6
Outros TVM 2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1
Total	181,1	100,0	189,7	100,0	212,8	100,0	249	100,0

Fonte: Anbima ((s.d.)d).

Elaboração da autora.

Notas: ¹ Cambial, dívida externa e ações FMP.² LHS, LFs e debêntures.³ ETFs: fundos de índices.TABELA 12
Aplicações do varejo alta renda

	Dez./2011		Dez./2012		Dez./2013	
	R\$ bilhões	%	R\$ bilhões	%	R\$ bilhões	%
Fundos de investimento	153,8	53,0	164	52,2	167,9	45,5
Curto prazo	1,4	0,5	1,5	0,5	2	0,5
Referenciados DI	64,3	22,1	55,3	17,6	66	17,9
Renda fixa	59,8	20,6	77,7	24,7	64,8	17,6
Multimercados	17,1	5,9	18,7	6,0	21,8	5,9
Ações	8,8	3,0	8,6	2,7	7,2	2,0
Estruturados/ETFs 3		0,0		0,0	4,1	1,1
Outros FI 1	2,4	0,8	2,2	0,7	2,1	0,6
Títulos e valores mobiliários	136,6	47,0	150,2	47,8	201,1	54,5
CDB/RDB	96,8	33,3	90,7	28,9	83,2	22,6
Operações compromissadas	25,4	8,7	25	8,0	31,4	8,5
Ações		0,0		0,0	17,1	4,6
Tesouro direto		0,0		0,0	3,4	0,9
LCA	0,9	0,3	13,9	4,4	31,3	8,5
LCI	12,8	4,4	19,9	6,3	31,9	8,6
Outros TVM 2	0,6	0,2	0,7	0,2	2,7	0,7
Total	290,4	100,0	314,1	100,0	368,8	100,0

Fonte: Anbima ((s.d.)d).

Elaboração da autora.

Notas: ¹ Cambial, dívida externa e ações FMP.² LHS, LFs e debêntures.³ ETFs: fundos de índices.

Nos investidores do segmento *private*,²⁰ ou *super-ricos*, também detentores de cerca de 15% do patrimônio líquido dos fundos de investimento, não se observou este mesmo movimento de “desintermediação” dos fundos de investimento, ao menos no período para o qual, até o momento, foi possível coletar dados.

A tabela 12 mostra a distribuição dos ativos do segmento *private* em suas diversas categorias.

TABELA 13
Total de ativos sob gestão (AuM) por categoria, investidores *private*

	2012		2013		2014	
	R\$ milhões	%	R\$ milhões	%	R\$ milhões	%
Fundos	244.595,74	46,4	273.407,05	47,4	289.347,52	44,9
Fundos abertos	109.886,61	20,8	113.055,85	19,6	117.372,37	18,2
Renda fixa	34.414,48	6,5	34.256,55	5,9	39.286,89	6,1
Multimercado	45.154,51	8,6	47.323,19	8,2	42.925,15	6,7
Ações	10.140,26	1,9	11.006,64	1,9	8.481,28	1,3
Curto prazo/referenciado DI	20.044,80	3,8	19.881,87	3,4	25.143,56	3,9
Cambial/investimento no exterior	132,57	0,0	587,60	0,1	1.535,50	0,2
Fundos exclusivos/restritos	109.716,41	20,8	133.137,23	23,1	141.487,22	21,9
Renda fixa	3.764,63	0,7	3.438,73	0,6	3.997,79	0,6
Multimercado	92.423,79	17,5	108.604,05	18,8	117.768,78	18,3
Ações	8.992,93	1,7	14.949,95	2,6	14.108,14	2,2
Curto prazo/referenciado DI	4.535,06	0,9	6.144,49	1,1	5.602,25	0,9
Cambial/investimento no exterior	0,00	0,0	0,00	0,0	10,26	0,0
Fundos estruturados	24.992,72	4,7	27.213,98	4,7	30.487,94	4,7
Participações	16.238,73	3,1	17.503,55	3,0	20.682,55	3,2
FIDC	695,59	0,1	843,38	0,1	1.198,78	0,2
Imobiliário	7.349,66	1,4	8.382,27	1,5	7.952,39	1,2
Outros	708,73	0,1	484,78	0,1	654,21	0,1
Títulos e valores mobiliários	249.504,47	47,3	261.456,96	45,3	303.919,03	47,1
Renda variável	83.360,29	15,8	83.004,33	14,4	90.316,27	14,0
Ações/renda variável	80.806,07	15,3	80.611,73	14,0	87.918,47	13,6
Clubes de investimento	2.554,21	0,5	2.392,59	0,4	2.397,80	0,4
Ativos de renda fixa	166.144,18	31,5	178.452,64	30,9	213.602,76	33,1
Títulos públicos	9.102,77	1,7	9.049,80	1,6	8.325,73	1,3
Títulos privados	157.041,41	29,8	169.402,84	29,4	205.277,04	31,8
Ativos de captação bancária	81.549,63	15,5	64.596,14	11,2	57.753,48	9,0
Debêntures	4.737,70	0,9	4.371,73	0,8	7.893,30	1,2
Ativos com lastro imobiliário	31.816,92	6,0	37.563,74	6,5	52.282,56	8,1
Ativos com lastro agrícola	38.161,95	7,2	62.185,83	10,8	85.340,51	13,2
Outros títulos privados	775,21	0,1	685,40	0,1	2.007,19	0,3

(Continua)

20. “*Private banking* é o segmento das instituições financeiras destinado a atender clientes que possuem uma disponibilidade mínima de investimento, definida por cada instituição, sendo que, raramente, esse valor seja inferior a R\$ 1 milhão. Para atender à demanda deste tipo de cliente, as instituições prestam serviços muito mais abrangentes que os tradicionais serviços bancários e de crédito prestados nas agências. São exercidos por profissionais altamente capacitados (os gerentes de relacionamento ou *private bankers*) para atender ao perfil e ao objetivo patrimonial de cada cliente, sugerir realocação de ativos financeiros e não financeiros, fornecer informações que o auxiliem na tomada de decisão, além de identificar as necessidades relacionadas a questões legais e tributárias” (Anbima, 2014).

(Continuação)

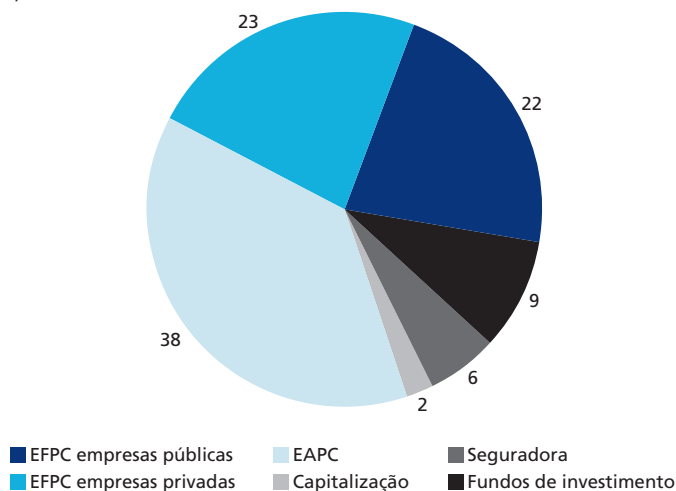
	2012		2013		2014	
	R\$ milhões	%	R\$ milhões	%	R\$ milhões	%
Caixa/poupança	4.073,72	0,8	3.677,25	0,6	3.195,79	0,5
Caixa	2.867,57	0,5	1.426,01	0,2	1.313,83	0,2
Poupança	1.206,15	0,2	2.251,25	0,4	1.881,95	0,3
Previdência aberta	27.904,97	5,3	37.434,75	6,5	47.824,17	7,4
Outros investimentos	1.187,21	0,2	1.201,20	0,2	778,00	0,1
Total de ativos sob gestão	527.266,12	100,00	577.177,22	100,00	645.064,51	100,00

Fonte: Anbima [s.d.].c.
Elaboração da autora.

Nessa categoria de investidores, chamam a atenção algumas características interessantes: em primeiro lugar, a importância dos fundos exclusivos e, nestes, a da classe dos *multimercado* com cerca de 18% de total de ativos desta categoria de investidores; em segundo lugar, a importância das aplicações em renda variável mas sem o intermédio dos fundos de investimentos (as ações respondem por cerca de 15% dos ativos desta classe de investidores); e, finalmente, o perfil de aplicação em renda fixa, em que – contrariamente ao que se observa no total da economia – predominam as aplicações em títulos privados (com cerca de 30% do total de ativos), não intermediados pelos fundos de investimento: ativos de captação bancária (LF) e, de forma crescente, LCI e principalmente LCA.

Por fim, o gráfico 7 mostra a distribuição do patrimônio líquido dos fundos de investimentos no segmento *investidores institucionais* entre seus diversos integrantes para o ano de 2013. Importante notar que os fundos de investimentos, no recorte *stricto sensu* (isto é, excluídos os fundos de previdência), somam apenas 9,1% do patrimônio líquido da categoria dos investidores institucionais. As entidades abertas de previdência complementar (EAPCs) são a categoria mais importante, com 38,4% do total, seguida das entidades fechadas de previdência complementar (EFPCs) de empresas privadas, com 22,8% e as EFPCs de empresas públicas, com 21,9%. Ou seja, o patrimônio líquido das entidades de previdência soma mais de 83% do total dos investidores institucionais.

GRÁFICO 7
Distribuição do PL – investidores institucionais (2013)
 (Em %)



Fonte: Anbima (2016).
 Elaboração da autora.

Nas próximas seções, lança-se um olhar sobre os quatro segmentos de mais destaque do setor de fundos de investimentos: a renda fixa, as ações, os fundos estruturados e os multimercados.

4 FUNDOS DE RENDA FIXA E PARTICIPAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO MERCADO DE RENDA FIXA

Dois recortes são utilizados nesta seção: de um lado, a análise dos *fundos de renda fixa* no total dos fundos; de outro, o exame do *mercado* de renda fixa propriamente dito e, particularmente, *da atuação dos fundos de investimento* neste mercado.

Segundo a classificação da Instrução CVM nº 409/2004,²¹ ainda em vigor, os *fundos de renda fixa* são definidos da seguinte forma.

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 (CVM, 2004).

21. A partir de outubro de 2015, as Instruções CVM nºs 554 e 555 entraram em vigor, substituindo a atual Instrução CVM nº 409/2004.

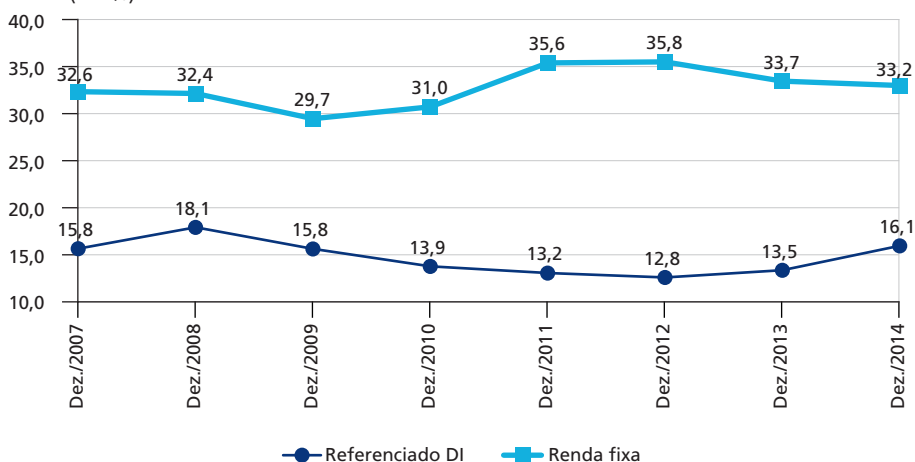
Os fundos de renda fixa concentram suas aplicações em títulos públicos federais, predominantemente prefixados ou indexados à inflação. Os *fundos referenciados DI*, em contrapartida, são fundos definidos da seguinte forma.

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/deságio dos títulos em relação a estes parâmetros de referência.

Esses fundos concentram suas aplicações também em títulos da dívida pública federal, mas pós-fixados, indexados à Selic.

A participação no patrimônio líquido total dos fundos de renda fixa é muito sensível à trajetória da taxa de juros, e muitas vezes vai no sentido inverso ao dos fundos referenciados DI (gráfico 8). No período em tela, a participação dos fundos de renda fixa no patrimônio líquido do setor de fundos observou quatro momentos distintos: *i*) queda de dezembro de 2007 a dezembro de 2009 (este foi um 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. Em contraste, o movimento da participação dos fundos referenciados DI segue de perto o da taxa de juros Selic. Importa ressaltar que as duas categorias de fundo concentram, ao longo de todo o período aqui considerado, uma média de 48% do patrimônio líquido total do setor de fundos de investimentos.

GRÁFICO 8
Participação dos fundos de renda fixa e dos fundos referenciados DI no patrimônio líquido total (2007-2014)
(Em %)

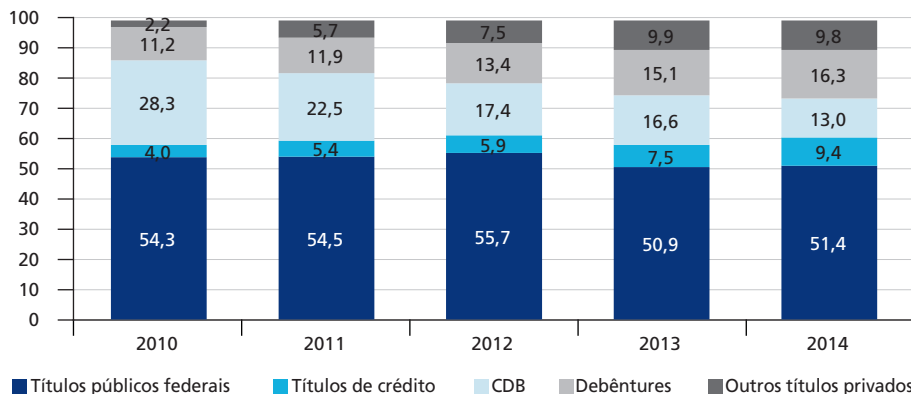


Fonte: Consolidado histórico dos fundos de investimentos da Anbima.
Elaboração da autora.

Para que seja possível ter um pouco mais de pistas sobre a evolução da atuação dos fundos de investimentos no mercado de renda fixa em um contexto de queda e posterior aumento de juros, vale procurar distinguir as várias categorias de ativos de renda fixa.

O gráfico 9 permite que se observe a evolução da composição dos ativos de renda fixa na economia, enquanto o gráfico 12 exhibe esta mesma evolução na carteira dos fundos de investimento. A participação dos títulos públicos federal no total dos ativos de renda fixa aumentou em um primeiro momento, de 54,3% para 55,7%, para depois cair, em 2014, aproximadamente 4 p.p., para 51,4%. Os CDBs observam contínua e acentuada queda em sua participação no período em tela, de 28,3% em 2010 para 13,0% em 2014. Em contrapartida, elevam-se as participações das debêntures (de 11,2% em 2010 para 16,3% em 2013), dos títulos de crédito (de 4% para 9,4%) e dos outros títulos privados (de 2,2% para 9,8%), categoria composta majoritariamente por LFs.

GRÁFICO 9
Composição dos ativos de renda fixa na economia (2010-2014)
(Em %)



Fonte: Boletins Renda Fixa Anbima.
Elaboração da autora.
Obs.: Meses de dezembro.

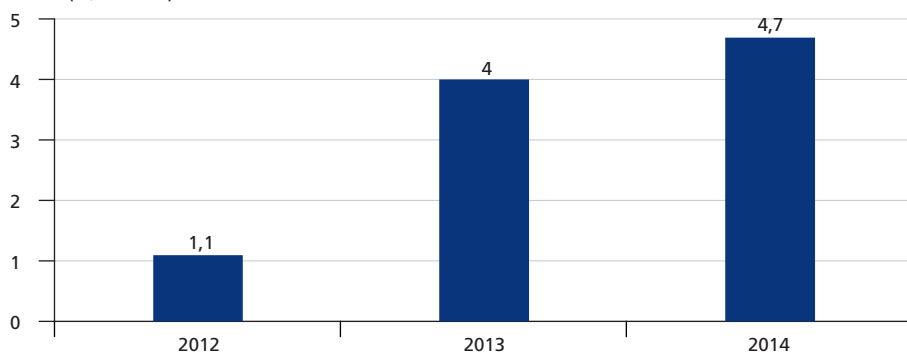
Um dos determinantes desse movimento foi a mudança na estratégia de administração de passivos por parte dos bancos, que ampliaram a captação mediante LF – sobre as quais não incide recolhimento compulsório, e passaram, pela Lei nº 12.431/2011, a ter correção monetária mesmo para períodos inferiores a um ano – e reduziram a colocação de CDBs. O aumento da participação das debêntures²² também é um reflexo da Lei nº 12.431,²³ uma vez que novas categorias foram criadas e tornadas objetos de benefícios tributários. De fato, dados disponíveis para o triênio 2012-2014 mostram que as captações de recursos via debêntures objeto da Lei nº 12.431/2011 somaram quase R\$ 10 bilhões (gráfico 10).

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

23. Um resumo das principais medidas da Lei nº 12.431 encontra-se no anexo A deste texto.

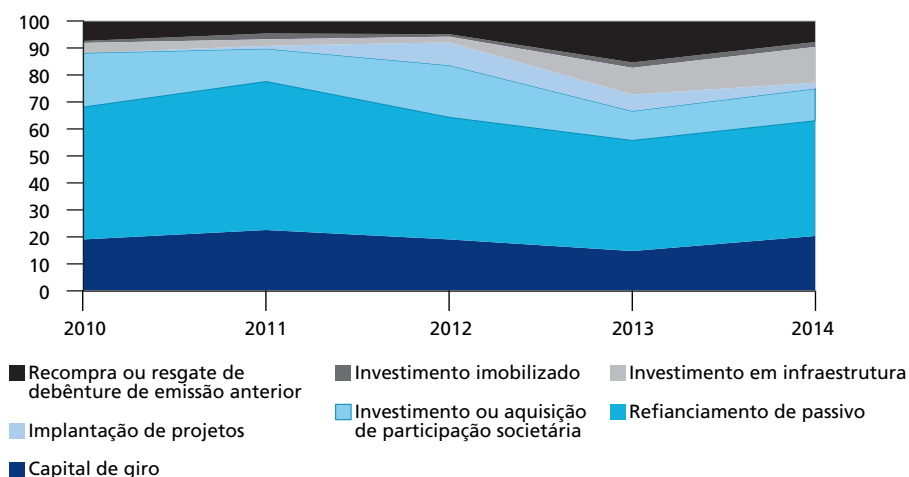
O gráfico 11 confirma a importância das debêntures de infraestrutura com vantagens tributárias criadas pela Lei nº 12.431/2011. Embora mais de 40% dos recursos captados via debêntures no período de 2010 a 2014 tenham sido destinados a refinanciamento de passivo e outros mais de 20% a capital de giro, é possível notar que cresceu no período a parcela utilizada para investimento em infraestrutura (de 3,8% em 2010 para 13,3% em 2014).

GRÁFICO 10
Captações de debêntures pelo Art. 2º da Lei nº 12.431/2011
(R\$ bilhões)



Fonte: Boletim renda fixa Anbima.
Elaboração da autora.

GRÁFICO 11
Destinação de recursos captados via debêntures
(Em % do total)

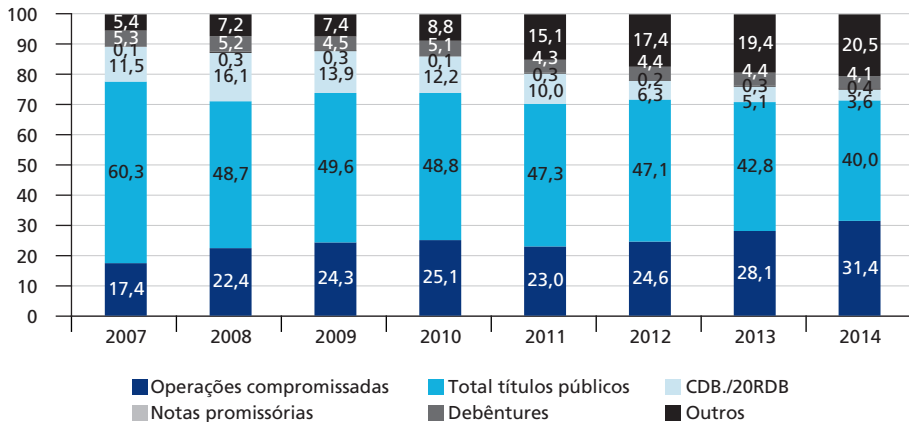


Fonte: Boletim renda fixa Anbima.
Elaboração da autora.

GRÁFICO 12

Composição dos ativos de renda fixa na carteira dos fundos de investimentos (2007-2014)

(Em %)



Fonte: Consolidado histórico dos fundos de investimentos, Anbima.

Elaboração da autora.

Obs.: Meses de dezembro.

Quando se considera a composição dos ativos de renda fixa na carteira dos fundos de investimento, duas distinções importantes merecem destaque em relação ao que se verifica no total da economia. Em primeiro lugar, 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 71,3%, em 2014. A participação dos títulos públicos cai pouco mais de 20 p.p., de 60,3%, em 2007, para 40%, em 2014. No mesmo período, a das operações compromissadas passa de 17,4% a 31,4% – acréscimo de 14 p.p. Uma possível explicação é que, diante de um aumento de preferência pela liquidez dos investidores em razão da deterioração das expectativas decorrente da piora do cenário econômico, as operações envolvendo compromisso de recompra se tornaram mais atrativas aos seus olhos. Além disso, é possível pensar que foi uma forma que o Tesouro encontrou de colocar no mercado títulos prefixados mesmo em um contexto de aumento de juros: assegurar recompra a prazos curtíssimos.

Outro ponto que merece atenção é que, embora no total dos ativos de renda fixa da economia brasileira tenha crescido a participação das debêntures, o mesmo não se pode dizer desta participação na carteira dos fundos de investimento, que cai pouco mais de 1 p.p., passando de 5,3%, em 2007, para 4,1%, em 2014. Ou seja, se aumentou a emissão de títulos corporativos na economia brasileira, não foi pelo intermédio dos fundos de investimentos que eles chegaram aos investidores.

Em 5 de junho de 2015, anunciaram-se medidas que visam dar impulso ao mercado de renda fixa, em especial o segmento de títulos de dívida empresarial: o financiamento do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) à taxa vinculada à TJLP será condicionado – para grandes grupos econômicos, com faturamento acima de R\$ 1 bilhão e projetos de ao menos R\$ 200 milhões – ao levantamento de 25% do valor da operação total com uma captação em mercado via debêntures. Se a empresa optar pela não emissão de títulos, a parcela da operação financiada pelo BNDES à menor taxa de juros, atualmente de 50%, será limitada a 25%. Neste caso, o BNDES financiará os outros 75% à taxa de mercado (no caso da emissão de debêntures por parte da empresa, esta parcela de financiamento a taxas de mercado seria de apenas 25%).²⁴

A questão que fica é: quem comprará as debêntures? Não se pode negar que é muito difícil qualquer aplicação competir com títulos públicos e operações compromissadas neles lastreadas – altíssimas liquidez e rentabilidade, o sonho de qualquer proprietário de riqueza.

Uma questão fundamental a respeito da atuação dos fundos de investimento no mercado de renda fixa é sua importante participação no financiamento da dívida pública mobiliária federal – DPMFi (gráfico 13). No início da série, em 2007, esta participação chegou a 29,7%, caindo para ainda expressivos 20,3% em 2014. No recorte *lato sensu*, incluindo fundos de previdência, esta participação variou no período em consideração de 47,4%, em dezembro de 2007, a 37,4% em dezembro de 2014.

Os maiores detentores da DPMFi são as instituições bancárias, com uma participação que variou, no período considerado, de 37,8% a 29,8% no período em tela. Bittencourt (2009) ressalta que, considerando o agregado *instituições financeiras* mais *fundos de investimento*, chegava-se a uma participação de quase 70% no início do período, e de pouco mais de 50% ao seu final. Quando consideradas estas instituições como conglomerados financeiros, este dado reflete sua importância para o financiamento da dívida pública – e seu consequente poder, como principal fonte de demanda pelos títulos.

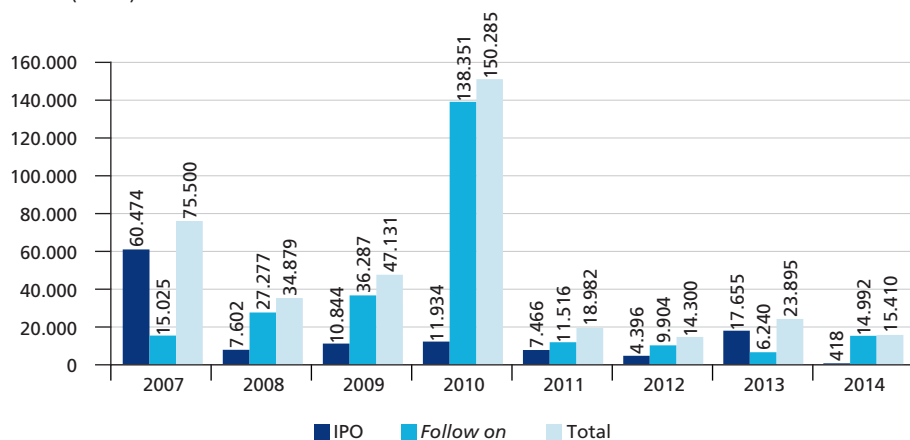
Entendidos como conglomerados financeiros, os bancos, além das tesourarias, incluem corretoras, gestoras de ativos, seguradoras e administradoras de planos de previdência, dentre outras instituições, e, desse ponto de vista, pode-se dizer que estão por trás das decisões de investimento de uma parcela muito maior da dívida. Se a participação dos bancos, como detentores finais, não supera a verificada em outros países, somando-se a esse percentual a participação dos fundos de investimento (FI), também historicamente elevada, em que os gestores de ativos de bancos respondem pela principal parcela, fica claro que, ainda hoje, os conglomerados financeiros detêm uma posição estratégica nas decisões sobre demanda por títulos públicos (Bittencourt, 2009, p. 386).

24. Para mais detalhes, ver: <<http://migre.me/tsY0S>>.

A queda de 10 p.p. na participação dos fundos de investimento na detenção da DPMFi foi contrabalançada por um grande aumento na participação de não residentes, da ordem de 13 p.p. (passando de 5,1% em 2007 para 18,6% em 2014). Note-se que nesta categoria estão incluídos também os títulos detidos por não residentes por meio de fundos de investimentos. Convém lembrar que esta categoria de investidores detém cerca de 7% do total do patrimônio líquido dos fundos de investimento (tabela 9) – o que faz com que o dado referente aos fundos de investimento na detenção da DPMFi esteja subestimado.

A participação do governo no carregamento da DPMFi passa a ser discriminada apenas a partir de 2011, quando houve uma reformulação metodológica. Esta categoria inclui *fundos e recursos administrados pela União tais como Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), fundos extramercado, fundo soberano, fundos garantidores* (quadro 1). Anteriormente, estes estoques eram registrados nas categorias de instituições financeiras e fundos de investimentos. Assim, a queda recente da participação dos fundos de investimentos na detenção do estoque da DPMFi deve-se em parte a esta reformulação metodológica.

GRÁFICO 13
Detentores do estoque da dívida pública mobiliária federal interna (2007-2014)
(Em %)



Fonte: Tesouro Nacional. Anexo 2.7 do Relatório Mensal da Dívida Pública Federal.

Elaboração da autora.

Obs.: Notas explicativas (Brasil, 2015, anexo 2.7):

- i) todo o estoque da DPMFi está contemplado nas estatísticas. O estoque dos títulos registrados no Cetip foi incluído na categoria *outs* até jan./2011. A partir de fev./2011, o estoque passou a ser alocado nas categorias específicas de detentores;
- ii) valores apurados com base na posição de carteira avaliada pelo preço da curva de rentabilidade intrínseca dos títulos.
- iii) os dados da categoria governo estão disponíveis apenas a partir de jan./2011 devido a aprimoramentos metodológicos.

Anteriormente os estoques estavam alocados nas categorias de instituições financeiras e fundos de investimentos.

QUADRO 2
Detentores da DPMi

Instituições financeiras	Carteira própria de bancos comerciais nacionais e estrangeiros, bancos de investimento nacionais e estrangeiros e corretoras e distribuidoras. Também inclui os bancos estatais e o BNDES. As aplicações das instituições financeiras em fundos de investimento também estão vinculadas a esta categoria.
Fundos de investimento	Fundos de investimento regidos pela Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, e outros fundos. Excetua-se as aplicações de bancos, entidades de previdência, investidores não residentes, governo e seguradoras que estão alocadas nas suas respectivas categorias.
Previdência	Fundos de investimento e carteira própria de previdência aberta e fechada e RPPS.
Não residentes	Contas de cliente não residente criadas por meio da Carta-Circular nº 3.278, de 18 de junho de 2007. São considerados investidores não residentes as pessoas físicas ou jurídicas e os fundos ou outras entidades de investimento coletivo com residência, sede ou domicílio no exterior. Estão incluídos os títulos detidos por não residentes por meio de fundos de investimento.
Governo	Fundos e recursos administrados pela União tais como FAT, FGTS, fundos extramercado, fundo soberano, fundos garantidores.
Seguradoras	Seguradoras e resseguradoras.
Outros	Contas de cliente pessoa-física residente, carteira própria de distribuidora/corretora estrangeira e nacional, sociedade de capitalização, outros carteira própria.

Fonte: Brasil (2015, anexo 2.7).

Elaboração da autora.

Cabe agora investigar as mudanças na composição da DPMFi no mercado financeiro em geral, e na carteira dos fundos de investimento, em particular.

O gráfico 14 traz a composição da DPMFi em poder dos fundos de investimento, por indexador. Chama a atenção, aqui, a acentuada migração para papéis indexados ao índice nacional de preços ao consumidor amplo (IPCA), numa clara demonstração de que os investidores e gestores de fundos apostavam que a inflação iria aumentar: sua participação no total da carteira dos fundos de investimento passa de 23,4%, em dezembro de 2010, a 38,9% em dezembro de 2014, crescimento de mais de 15 p.p. Aumenta também, de forma acentuada, a participação dos títulos prefixados, no período compreendido entre dezembro de 2010 e dezembro de 2013: de 21,4% a 27,9% – movimento revertido em 2014, com a percepção, pelos aplicadores, de que a alta de juros teria continuidade.²⁵

Em contrapartida, entre 2010 e 2013, observa-se uma queda de mais de 20 p.p. da participação dos títulos pós-fixados no total (LFTs) – tendência interrompida em 2014, quando esta participação recuperou 3 p.p. em relação ao patamar atingido no ano anterior.

25. Diversos relatórios macroeconômicos Anbima apontam para essas duas projeções: subida dos juros e da inflação. Disponíveis em: <<http://migre.me/tsYZF>>.

GRÁFICO 14
Estoque da DPMFi na carteira dos fundos de investimento por indexador (2010-2014)
(Em %)

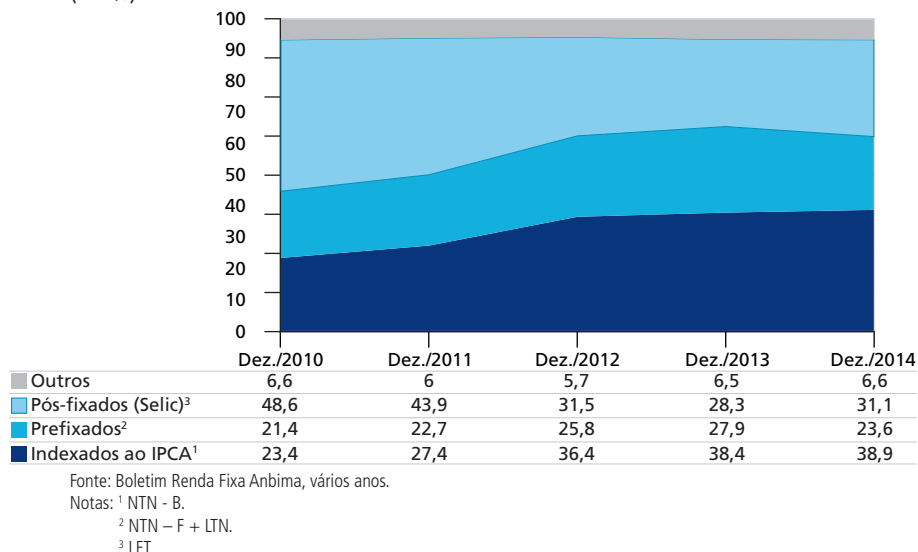
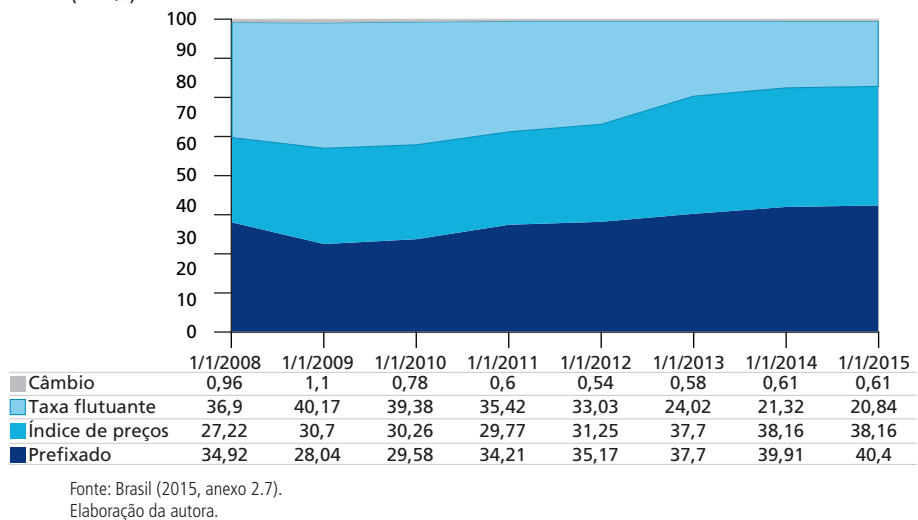


GRÁFICO 15
Estoque da DPMFi por indexador (2007-2014)
(Em %)



Quando se observa o perfil do estoque da DPMFi no total da economia, vê-se um importante aumento da proporção de papéis prefixados, de 28%, em 2009, para 40,4% em 2015, mesmo quando se observava uma alta de juros (em contraste com o que se observou na carteira dos fundos de investimento). Aumenta também

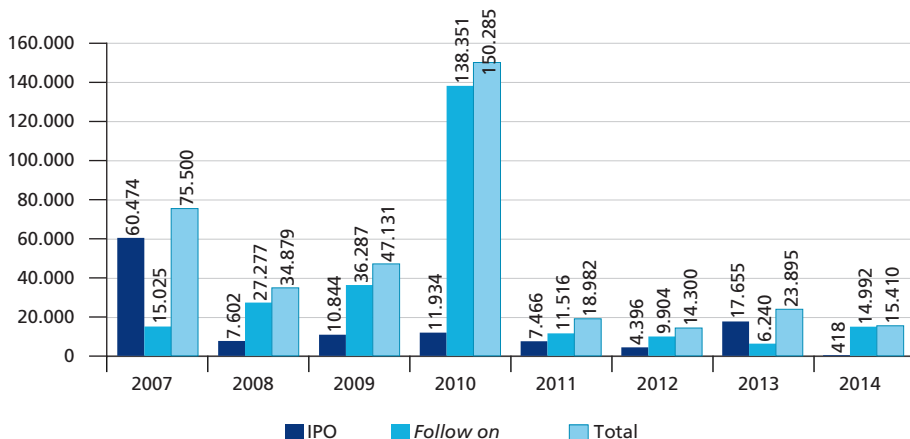
a participação dos papéis indexadas aos índices de preços, e aqui, em consonância com o verificado na carteira dos fundos. Os papéis indexados à taxa flutuante têm sua participação reduzida até janeiro de 2014, e mantida aproximadamente constante desde então (com leve redução). Os fundos de investimento mostraram, assim, mais sensibilidade que a verificada no total da economia quando do aumento dos juros, com clara redução da proporção de ativos prefixados e aumento dos pós-fixados.

Cabe pensar que as mudanças “de apetite” do setor de fundos têm o poder, dada sua participação no total de detentores da DPMFi, de influenciar as decisões de emissão do poder público, a natureza e o volume de títulos que serão lançados no mercado.

5 OS FUNDOS DE AÇÕES E A PARTICIPAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO MERCADO DE RENDA VARIÁVEL BRASILEIRO

O ano de 2007 ficou marcado como o mais próspero do mercado de ações. Do ápice, o mercado de ações nacional viu, nos seis anos seguintes, o número de novas ofertas públicas iniciais²⁶ cair drasticamente (gráfico 16). O ano de 2010 apresenta, no total das emissões, um crescimento atípico em função do *follow-on* realizado pela Petrobrás, no valor de aproximadamente R\$ 120 bilhões. Em 2013, observa-se um pequeno ímpeto de IPOs, que superaram as emissões do tipo *follow on*, o que não se sustentou posteriormente.

GRÁFICO 16
Emissão de ações registradas na CVM (2007-2014)
(Em R\$ milhões)



Fonte: CVM – Acesso à informação – Séries históricas.
Elaboração da autora.

26. A oferta pública inicial (ou IPO, a sigla para o termo *initial public offering*) caracteriza o momento em que a empresa decide abrir seu capital pela primeira vez ao público. O *follow on* (equivalente em inglês ao *follow on public offering* – FPO) consiste em uma nova rodada de ações lançadas ao mercado de uma empresa que já possui capital aberto. Desta forma, um número maior de IPO sinalizaria um mercado atrativo para que empresas não listadas se lancem no mercado acionário. Como o IPO envolve mais riscos e demanda que as empresas transitem de um tipo de estrutura de financiamento e de gestão para outro, um número elevado indica uma economia com boas expectativas por parte dos agentes econômicos.

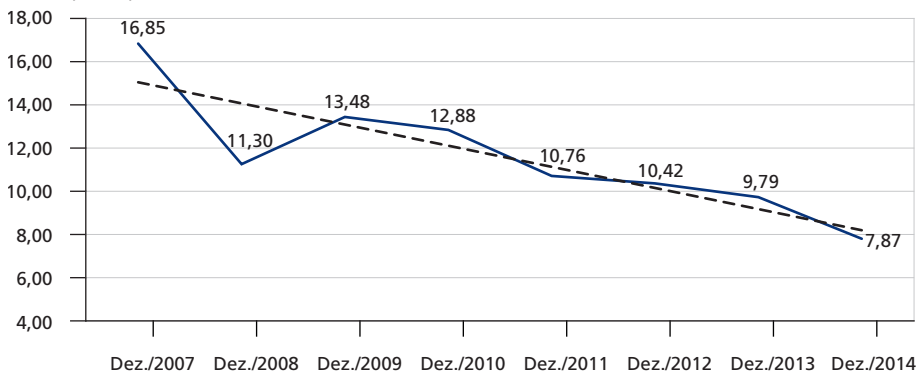
A queda da emissão de ações, em concomitância à baixa rentabilidade desses papéis (aludida na seção 2 deste texto), levou à redução da participação dos *fundos* de ações no total do patrimônio da indústria de fundos de 2007, de cerca de 17%, em 2007 para 7,9% em 2014, no recorte *stricto sensu* (gráfico 17). Mas não somente os fundos de ações aplicam em ações. Fundos multimercados também têm parte de suas carteiras no mercado de renda variável. Assim, um outro recorte é importante: a participação das ações no total dos ativos dos fundos de investimento, que cai no período nada menos que 10 p.p. (de 21,7% em dezembro de 2007 para 11,7% em dezembro de 2014).

O período em que se verificou a queda da Selic foi também um momento de queda desta participação. Assim, a esperança de que haveria migração de investimentos de renda fixa para renda variável – em tese, uma alternativa de financiamento do setor produtivo – não se concretizou (gráfico 18).

Vale notar que informações obtidas por meio de entrevista²⁷ indicam que a liquidez das aplicações nos fundos de renda variável é enorme – os resgates acontecem em sua maioria em até cinco dias (D5). Este prazo curto de resgate constitui um empecilho à diversificação da carteira destes fundos em direção a papéis de menor liquidez. Isto aponta para a necessidade de aprofundamento do mercado secundário de ações, ainda muito concentrado em alguns papéis, para que estes fundos contribuam para fortalecer o mercado de capitais enquanto canal de financiamento para o setor produtivo.

GRÁFICO 17

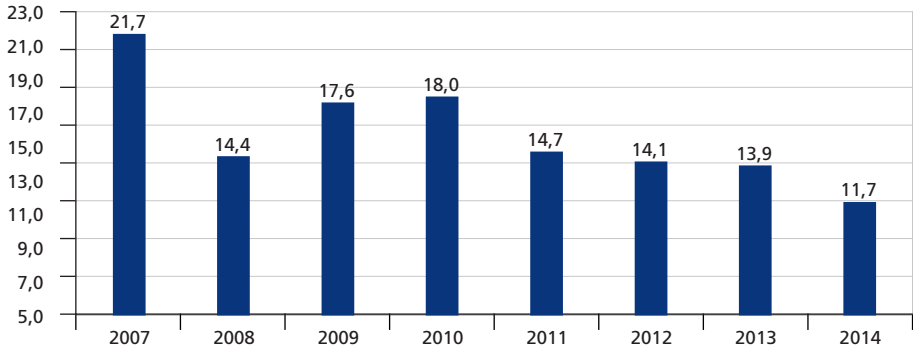
Participação do patrimônio líquido dos fundos de ações no patrimônio líquido total do setor de fundos (2007-2014) – recorte *stricto sensu*
(Em %)



Fonte: Consolidado histórico dos fundos de investimentos, Anbima.
Elaboração da autora.

27. Entrevista com Patrícia Magaldi, Itaú Private Banking.

GRÁFICO 18

Participação das ações na carteira dos fundos de investimentos (2007-2014)
(Em %)

Fonte: Consolidado histórico dos fundos de investimentos, Anbima
Elaboração da autora..
Obs.: Meses de dezembro.

O gráfico 19 exhibe o perfil de captação das empresas brasileiras entre 2008 e 2014.²⁸ O primeiro movimento que salta aos olhos é o aumento da parcela de recursos captada via títulos de renda fixa. O ano de 2010 apresenta, no segmento de renda variável, um crescimento atípico em razão do já citado *follow-on* realizado pela Petrobrás. No período de 2008 a 2014, a participação da renda fixa no *funding* de empresas brasileiras passa de 61% para 93%. O segmento de renda variável passa de 40% do *funding* total para 7%, sendo que as captações no mercado externo praticamente se reduzem a zero.

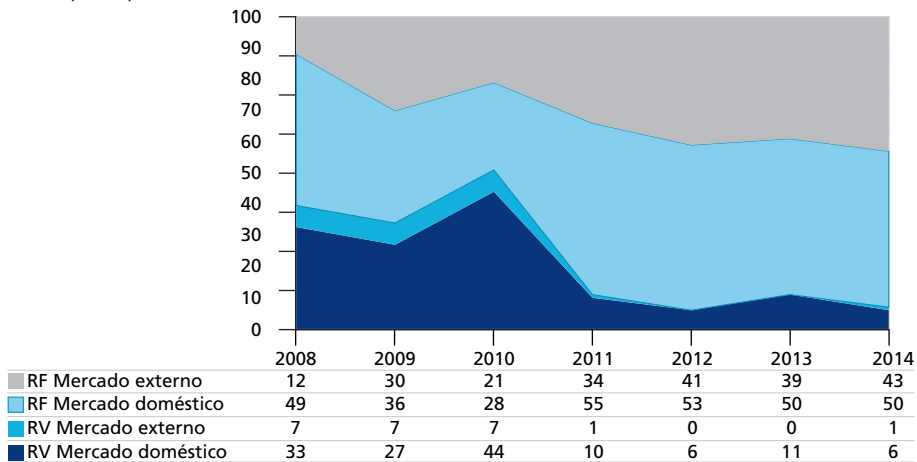
O segundo movimento interessante é o aumento pronunciado da parcela de renda fixa captada no mercado externo – que passa de 12% no início do período para 43% ao seu final. O ambiente pós-crise, marcado por política de afrouxamento quantitativo (*quantitative easing*), além do patamar de taxas de juros historicamente baixo fez com que a demanda por títulos provenientes de mercados emergentes aumentasse muito.

Corradin (2015, p. 7), no entanto, adverte que:

ainda há dúvidas se a mesma tendência de crescimento poderá ser mantida em 2015, já que grande parte das ofertas externas é concentrada no setor de óleo e gás, que enfrenta algumas dificuldades neste início de ano. Em 2014, este setor respondeu por 37,7% do volume das captações internacionais com renda fixa.

28. Levantamento realizado por Anbima (ANBIMA, 2015). Será necessária a realização de entrevistas para compreender precisamente a metodologia utilizada.

GRÁFICO 19
Composição da captação das empresas brasileiras (2008-2014)
 (Em %)



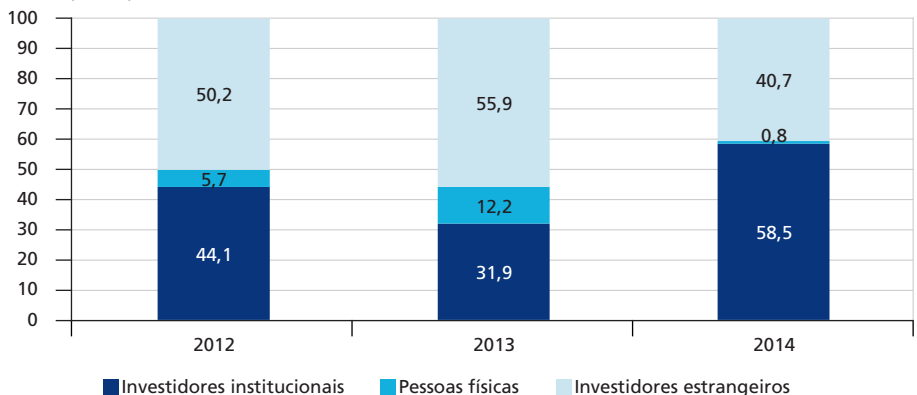
Fonte: Anbima (2015).

Elaboração da autora.

Obs.: Valores calculados com o dólar médio de cada período.

No que diz respeito aos compradores das ações emitidas no Brasil, no período de 2009 a 2014, mostram que investidores estrangeiros responderam por entre 40% e 60% das ofertas brasileiras de ações, enquanto os investidores institucionais por 60% a 40% complementares, com exceção do ano de 2010, atípico em razão da operação de *follow on* da Petrobrás (gráfico 20). Destes investidores institucionais, os fundos de investimentos são apenas cerca de 9% – a maior parte é de entidades de previdência.

GRÁFICO 20
Investidores nas ofertas brasileiras de renda variável
 (Em %)



Fonte: Anbima (2015).

Elaboração da autora.

6 OS FUNDOS ESTRUTURADOS

Os fundos estruturados, embora representem uma pequena parcela do total dos fundos de investimento, apresentaram crescimento expressivo no período em análise. O quadro 2 traz uma definição sucinta de cada categoria desses fundos.

QUADRO 3
Tipos de fundo e suas principais características

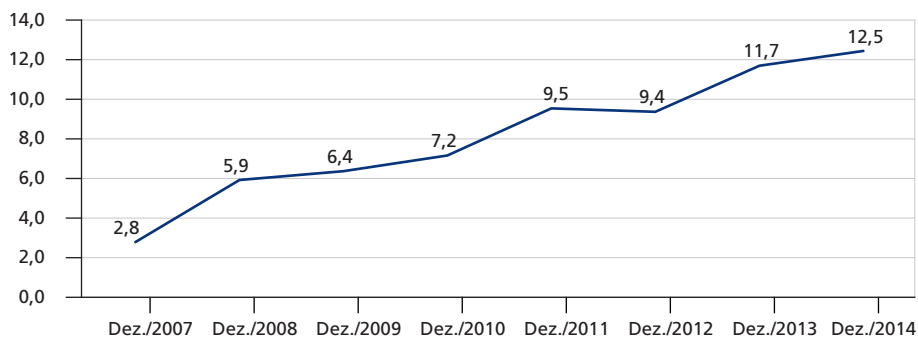
Tipo de fundo	Características
Fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs)	Também conhecidos como fundos de recebíveis, eles aplicam a maior parte de seu patrimônio em direitos creditórios (direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas em diversos segmentos 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 atuem, o que se espera que tenha um impacto positivo sobre a governança dos fundos, mas talvez traga uma redução das aplicações nesses fundos.
Fundo de investimento em participações (FIP)	Fundos 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)	Fundos 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.

Elaboração da autora.

A participação dos fundos estruturados no patrimônio líquido total do setor de fundos apresentou crescimento acentuado de 2007 a 2014: de 2,8% em dezembro de 2007 no recorte *stricto sensu*, alcança 12,5% em dezembro de 2014 (gráfico 21).

Os fundos de investimento imobiliários (FIIs), e em menor medida os fundos de investimento em participações (FIPs), foram o alvo principal. Os primeiros estavam respaldados por uma fase de expansão do negócio imobiliário. Assim, os projetos imobiliários que lastreavam estes fundos tinham, pela mera natureza da valorização imobiliária das disputadas áreas urbanas, uma fonte de rentabilidade garantida. Além disso, ambos contavam com vantagens tributárias (alíquota zero de IR sobre rendimentos para investidores pessoa física).

GRÁFICO 21
Participação dos fundos estruturados no patrimônio líquido total (2009-2014) – recorte *stricto sensu*
(Em %)



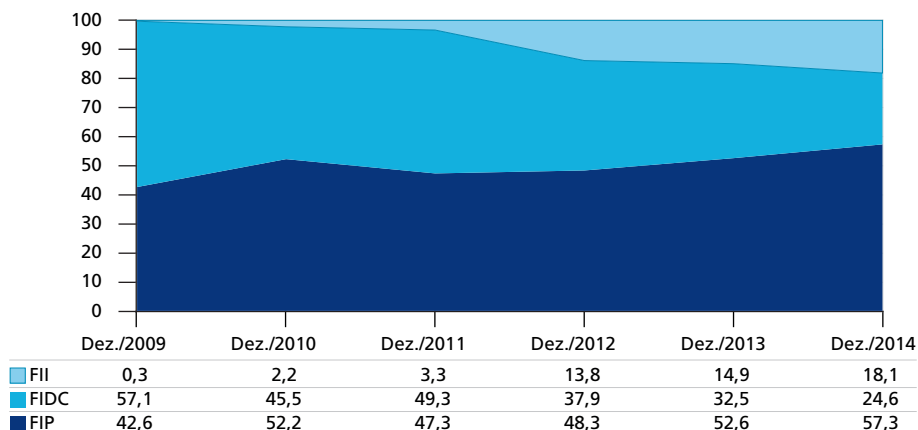
Fonte: Consolidado histórico dos fundos de investimentos, Anbima

Elaboração da autora.

Obs.: Recorte *stricto sensu*.

O gráfico 22 mostra que, entre os fundos estruturados, os FIIs foram os que mais apresentaram crescimento, tendo observado um aumento de participação de cerca de 18 p.p. no total do patrimônio líquido dos fundos estruturados. Os FIPs, que foram objeto de estímulo governamental por meio da Lei nº 12.431/2011 quando direcionados aos “projetos prioritários” ali definidos, também tiveram sua participação ampliada em cerca de 15 p.p.²⁹

GRÁFICO 22
Participação dos FIIs, FIDCs e FIPs no patrimônio líquido total dos fundos estruturados (2009-2014)
(Em %)



Fonte: Anbima.

Elaboração da autora.

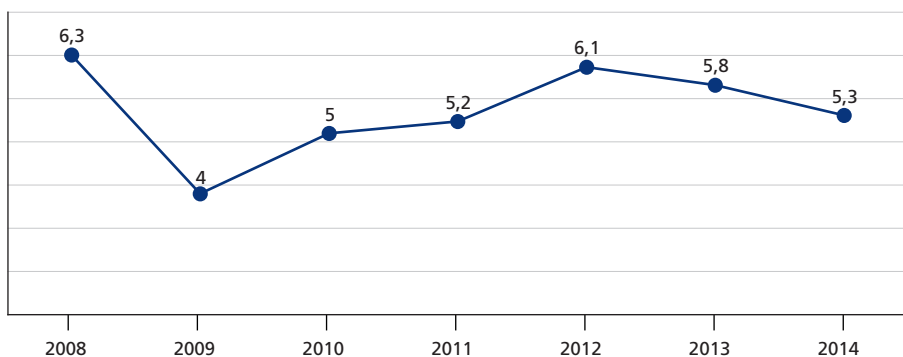
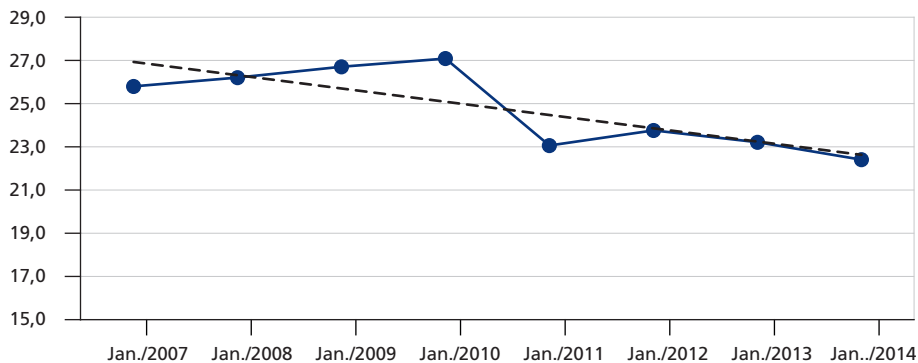
29. Ver anexo A.

7 OS FUNDOS MULTIMERCADOS

GRÁFICO 23

Participação do patrimônio líquido dos fundos multimercado no total do setor de fundos de investimento (2007-2014)

(Em %)



Fonte: Consolidado histórico dos fundos de investimentos, Anbima.
Elaboração da autora.

A crise financeira global de 2008 trouxe à tona o papel destabilizador dos fundos de investimento, em especial dos *hedge funds* dos Estados Unidos.

Quando se examina o potencial destabilizador dos fundos de investimento no Brasil, parece pertinente atentar para a categoria de fundos multimercado, na qual residiriam os *hedge funds*, que seriam aqueles subtipos de fundos multimercado que admitem alavancagem.

Os fundos da categoria multimercado são diversificados, compatíveis com um padrão de gestão mais ativo que as demais categorias de fundo, e cuja participação no patrimônio líquido total dos fundos permanece, historicamente (ao menos desde 2003), acima de 20%. São assim definidos segundo a Instrução CVM nº 409/2004.

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.

Para alguns analistas, não há *hedge funds* propriamente dito no Brasil. Notadamente, o termo “alavancagem”, quando se refere aos fundos multimercado no Brasil, 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.

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.³⁰ Segundo estimativa desta associação, o PL destes fundos seria equivalente, em janeiro de 2015, a 2,7% do total do setor.

Em junho de 2015, a International Organization of Securities Commissions (Iosco) realizou uma consulta sobre instituições financeiras não bancárias que acarretam riscos sistêmicos. Vale a pena fazer uma síntese da resposta da Anbima, que defendeu que, pelas características estruturais do setor e pela regulação vigente, não vê no setor de fundos uma fonte de risco sistêmico.³¹

Em primeiro lugar, os fundos de investimento no Brasil são estabelecidos como condomínios; assim, embora possuam registro no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ), não são empresas. Assim, os investidores dos fundos de investimento não estão sujeitos ao princípio da “responsabilidade limitada” – se o fundo sofrer perdas, as perdas serão deles.

Em segundo lugar, apesar do crescimento consistente experimentado nos últimos quinze anos, o mercado brasileiro continua a ser predominantemente nacional e as carteiras dos fundos são caracterizadas por alocações de ativos conservadoras, com forte predominância de títulos de renda fixa vinculados à DPMFi.

Em terceiro lugar, todos os fundos são registrados, sujeitos a requisitos de regulamentação e de supervisão: há extensas exigências de disponibilização de

30. A metodologia de cálculo deste índice pode ser encontrada: <<http://migre.me/tt023>>. Os fundos que entram nesta carteira são detalhados no arquivo: <<http://migre.me/tt034>>. Vale lembrar que os fundos da amostra variam ao longo do tempo, conforme detalhado na metodologia.

31. A resposta na íntegra encontra-se em: <<http://migre.me/tt04q>>.

relatórios diários e mensais para o regulador (incluindo informações sobre as carteiras dos fundos, os balanços e a utilização de derivativos); ainda, são obrigados a usar marcação a mercado, de acordo com processos definidos e supervisionados pela CVM juntamente com a Anbima; por fim, o modelo brasileiro exige que fundos tenham administrador e gestor habilitados pela CVM, ambos legalmente responsáveis pelos fundos, o que cria um nível adicional de robustez.

O último argumento colocado diz respeito às dimensões dos grandes *players* do setor no Brasil: em razão do grande número de fundos, aludido na seção 2 deste texto, os fundos apresentam um tamanho médio relativamente pequeno. Para fins de comparação, enquanto no Brasil, em dezembro de 2014, havia cerca de 14 mil fundos, os Estados Unidos, no mesmo período, contam com 8 mil fundos e a Irlanda com 3 mil. Além disso, os cinco maiores *players* do Brasil, embora, como já se disse, concentrem mais de 60% dos ativos geridos pelos fundos de investimentos no Brasil, não são atores globalmente muito importantes. A tabela 14 mostra a colocação destes atores no *ranking* global de *player*, ao final de 2013. O primeiro colocado no Brasil (BB-DTVM) ocupa a 77ª posição no *ranking* mundial.

TABELA 14

Extrato do *ranking* P&I/TowersWatson dos quinhentos maiores gestores de recursos de terceiros
(Em US\$ bilhões)

Posição no ranking	Gestor	Ativos totais
77	BB-DTVM	226
94	Bradesco	181
100	Itaú Unibanco	169
169	Caixa Econômica Federal	75
190	BTG Pactual	61
283	Safra	28
381	Banco Votorantim	15
461	Opportunity	8

Fonte: Disponível em: <<http://migre.me/tt0d8>>.

Obs.: *Ranking* realizado com base no total de ativos sob gestão (AUM), ao final de 2013.

8 ANÁLISE PRELIMINAR DAS CARTEIRAS DAS CINCO MAIORES INSTITUIÇÕES GESTORAS DE FUNDOS DO BRASIL

Os gráficos de 24 a 33 retratam a composição do patrimônio líquido das cinco maiores gestoras de fundos por categoria de fundos, no período de 2011 a 2014. Para cada uma das instituições, disponibilizaram-se os dados no recorte *lato sensu* (isto é, incluindo os fundos de previdência abertos) e no *stricto sensu* (excluindo-os). A partir dos dados até agora disponíveis, foi possível observar um crescimento dos fundos de previdência no total do patrimônio líquido das cinco maiores gestoras de fundos, bem como um crescimento da participação dos fundos no total de fundos

de previdência no caso do BB-DTVM (de cerca de 10% para 20%), Itaú (de 20% a 25%) e BRAM (de 29,3% a 31%); no caso das duas outras instituições, houve ligeira redução (Caixa) ou estabilidade (Santander Brasil).

No recorte *stricto sensu*, observa-se que a parcela de renda fixa e referenciados DI é predominante em todos os casos, e a sensibilidade à subida dos juros, com a migração do primeiro tipo de fundo para o segundo, foi observada em todas as instituições gestoras.

Chama atenção, no que diz respeito a renda variável, a participação dos fundos de ações no caso do BB-DTVM, que embora decrescente no período (de cerca de 16% a 12%), é bastante superior àquela verificada no caso das outras quatro maiores gestoras. A Caixa guarda a segunda colocação em termos de participação destes fundos em seu patrimônio líquido (7,3% em 2014), enquanto nas demais a participação é inferior a 3%.

O gráfico 34 traz a distribuição do patrimônio líquido por tipo de ativo, que reflete em grande parte o observado a partir das categorias de fundos. Infelizmente, a Anbima apenas divulga para o público o último dado coletado em seu “*ranking* de gestão”: neste caso, são os dados referentes a maio de 2015. Chama atenção, aqui, a importância das operações compromissadas no total do patrimônio líquido das cinco maiores gestoras: BB-DTVM traz a maior proporção (42%), seguida do Bradesco (37,9%), do Itaú (34,8%), da Caixa (27,35) e do Santander (18,1%).

Os títulos públicos federais respondem pela outra grande parcela da composição dos ativos das cinco maiores gestoras: Santander concentra 51,8% dos ativos sob sua gestão nesses papéis, o Bradesco 38,7%, a Caixa 38,4%, o BB-DTVM 35,3% e finalmente o Itaú 24,2%. Ainda no mercado de renda fixa, as Letras Financeiras se destacam no portfólio do Itaú (20,5%), Santander, (14%) e Bradesco (11,8%). Para BB-DTVM e Caixa, essa participação fica em torno de 8%. O Santander é a gestora que apresenta a maior (embora muito pequena) participação de debêntures em seu portfólio (6,1%). No tocante à renda variável, são as duas gestoras ligadas a banco públicos que exibem maior participação destes papéis no total de seus ativos: Caixa com 15,2% e BB-DTVM com 9,1%.

Um outro recorte é importante, para entender melhor a composição do portfólio desses fundos: o das diversas categorias de investidores, uma vez que o “*apetite*” de cada uma delas pode ser bastante distinto. Os gráficos 35 e 36 trazem exatamente esse recorte, para maio de 2015. Como seria de esperar, BB-DTVM e Caixa são os gestores com maior participação do poder público como investidor: cerca de 30%, enquanto para as demais esta proporção não chega a 7%. A categoria dos investidores institucionais responde por cerca de 45% do patrimônio líquido do Itaú (42,1%), BB-DTVM (43,1%), Santander (46,7%) e do Bradesco

(50,1%). Apenas a Caixa guarda um perfil diferente de investidores: a participação dos investidores institucionais é de apenas 20,8%.

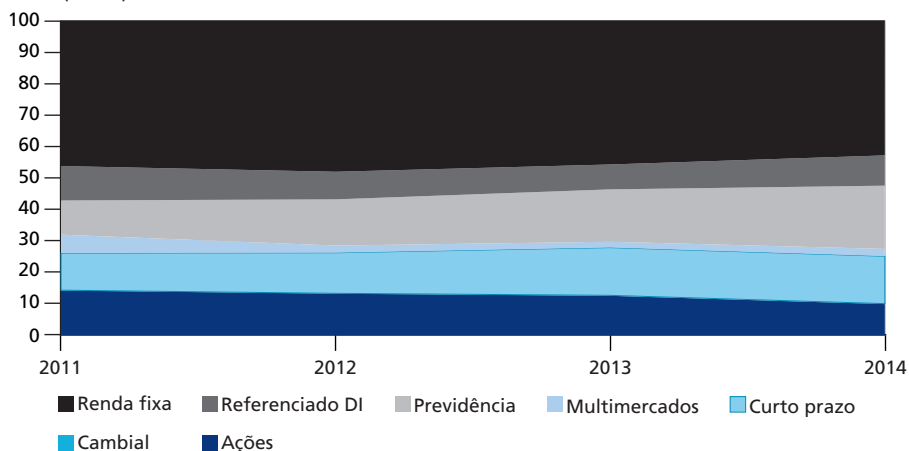
Os investidores institucionais são, em sua ampla maioria, entidades abertas de previdência complementar (EAPC) – categoria que responde por 74,6% dos investidores institucionais no caso do Bradesco, 65% na Caixa e 62,1% no Itaú. No BB-DTVM e no Santander, essas proporções são menores – 47,5% e 35,2%, respectivamente. No BB- DTVM, outra categoria de investidores institucionais cuja participação se destaca são as entidades fechadas de previdência complementar (EFPCs) de empresas públicas, enquanto no Santander são as EFPCs de empresas privadas. Note-se que na Caixa também, a proporção de investidores da categoria EFPC de empresas públicas é importante (28,5% do total dos investidores institucionais).

As parcelas do patrimônio líquido de propriedade do segmento Corporate são aproximadamente equivalentes para Itaú (23,7%), Bradesco (23,3%) e Caixa (21,9%), enquanto guardam uma proporção muito menor no caso do BB-DTVM (4,6%) e Santander (6,4%).

Entre as cinco gestoras, o Santander é aquela com a maior participação do segmento varejo (32,7%) em seu patrimônio líquido, seguido da Caixa (32%), do Itaú (20,9%), do BB-DTVM (19,6%) e finalmente do Bradesco (13,7%). Aparentemente, apesar de o Banco Bradesco atrair grande contingente do varejo, o mesmo não se aplica a sua gestora de fundos.

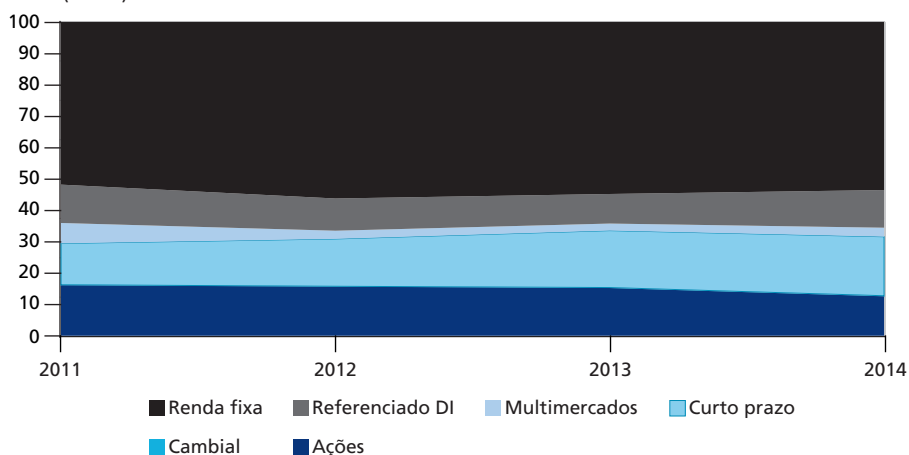
O segmento *private* tem pequena participação nos patrimônios líquidos das cinco maiores instituições gestoras de fundos, oscilando em torno de 5% – com exceção do Itaú, em que esta proporção atinge 11,6%. Quando se compara esta participação com a verificada para o total do setor de fundos de investimentos, de aproximadamente 15%, vê-se que ela fica bem abaixo. Isto porque o segmento *private* é atendido, muitas vezes, por pequenas instituições gestoras que operam com fundos exclusivos, especificamente voltados exatamente para este segmento.

GRÁFICO 24
Patrimônio líquido do BB-DTVM por tipo de fundo
 (Em %)



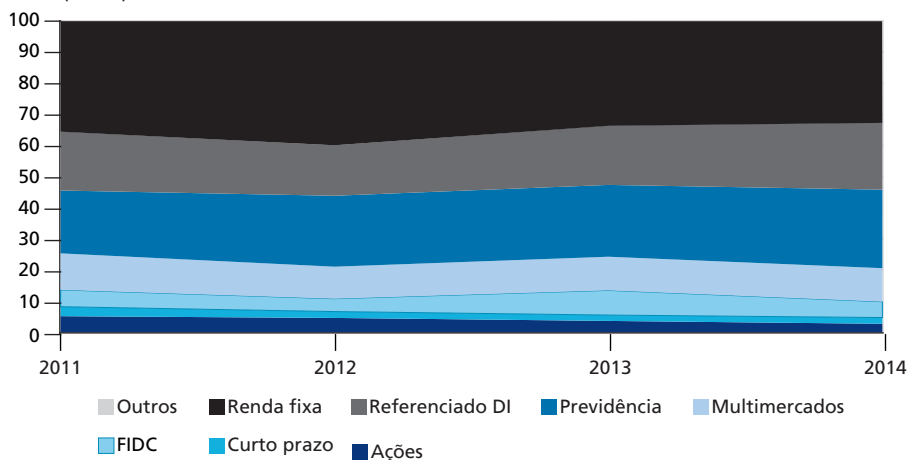
Fonte: Anbima ([s.d.]e).
 Elaboração da autora.

GRÁFICO 25
Patrimônio líquido do BB-DTVM por tipo de fundo – recorte *stricto sensu*
 (Em %)



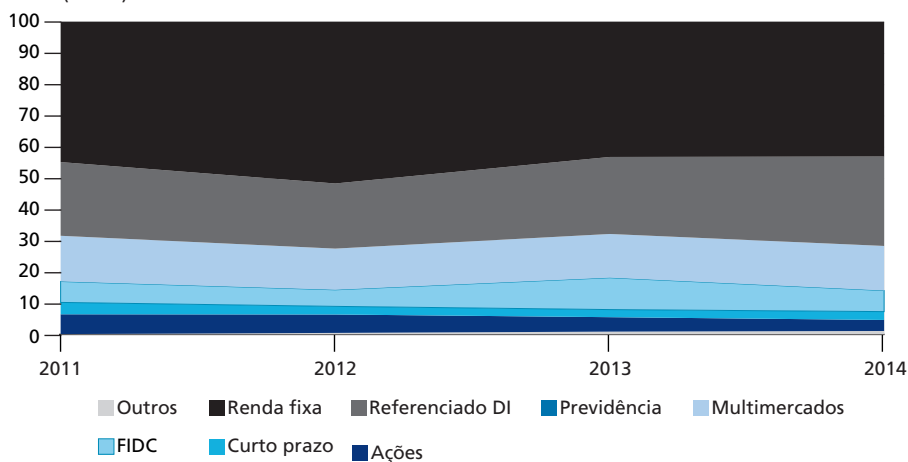
Fonte: Anbima ([s.d.]e).
 Elaboração da autora.

GRÁFICO 26

Patrimônio líquido do Itaú-Unibanco por tipo de fundo
(Em %)

Fonte: Anbima ((s.d.)e).
Elaboração da autora.

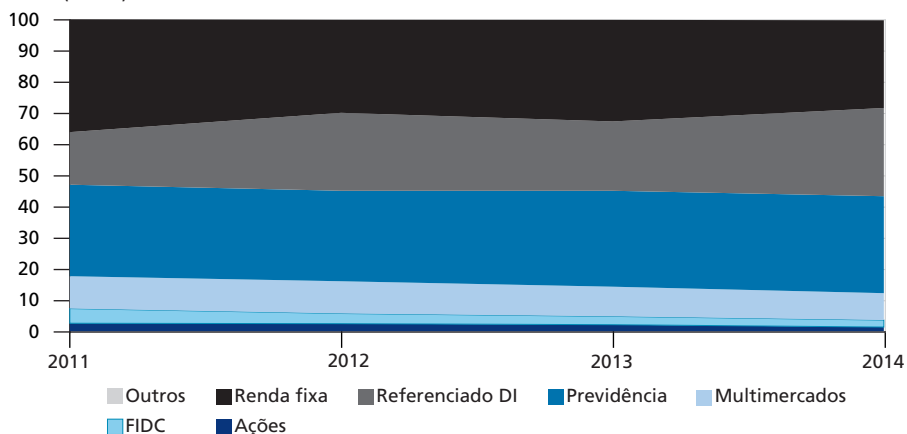
GRÁFICO 27

Patrimônio líquido do Itaú-Unibanco por tipo de fundo – recorte *stricto sensu*
(Em %)

Fonte: Anbima ((s.d.)e).
Elaboração da autora.

GRÁFICO 28

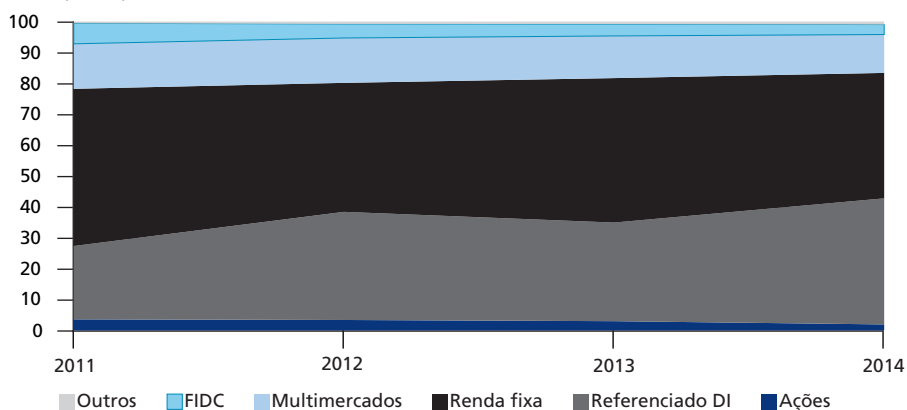
Patrimônio líquido do Bradesco Asset Management (Bram) por tipo de fundo (Em %)



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

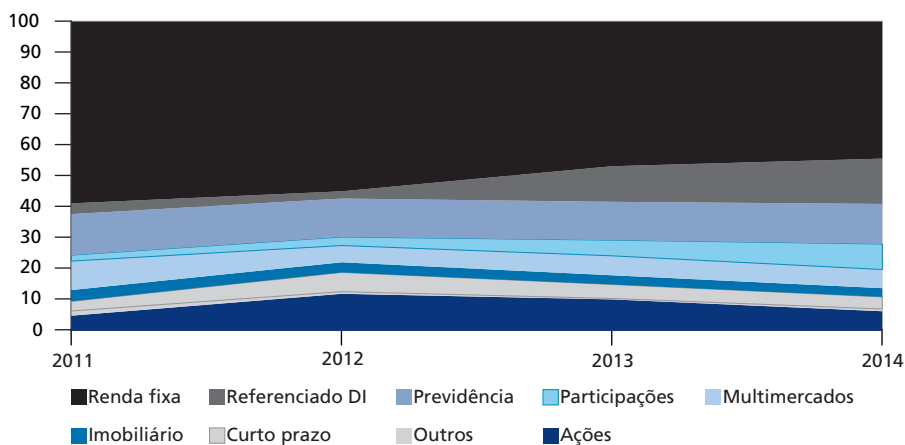
GRÁFICO 29

Patrimônio líquido do Bradesco Asset Management (Bram) por tipo de fundo – recorte *stricto sensu* (Em %)



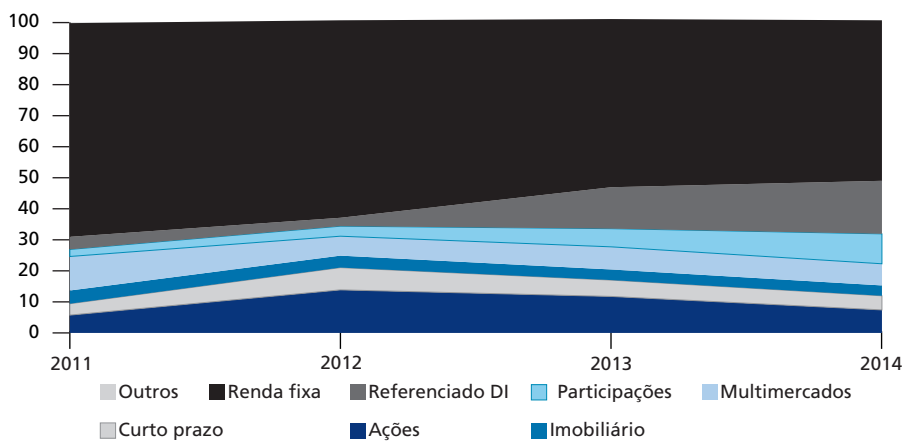
Fonte: Anbima ([s.d.]e).
Elaboração da autora.

GRÁFICO 30
Patrimônio líquido da Caixa por tipo de fundo
(Em %)



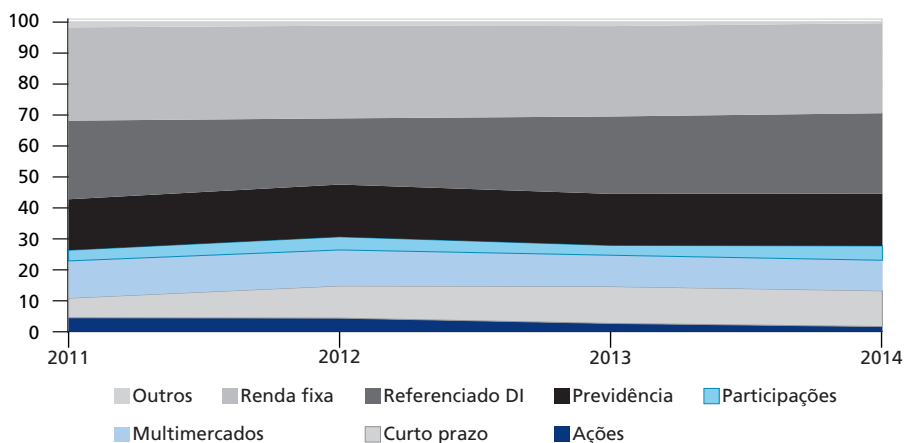
Fonte: Anbima ((s.d.)e).
Elaboração da autora.

GRÁFICO 31
Patrimônio líquido da Caixa por tipo de fundo – recorte *stricto sensu*
(Em %)



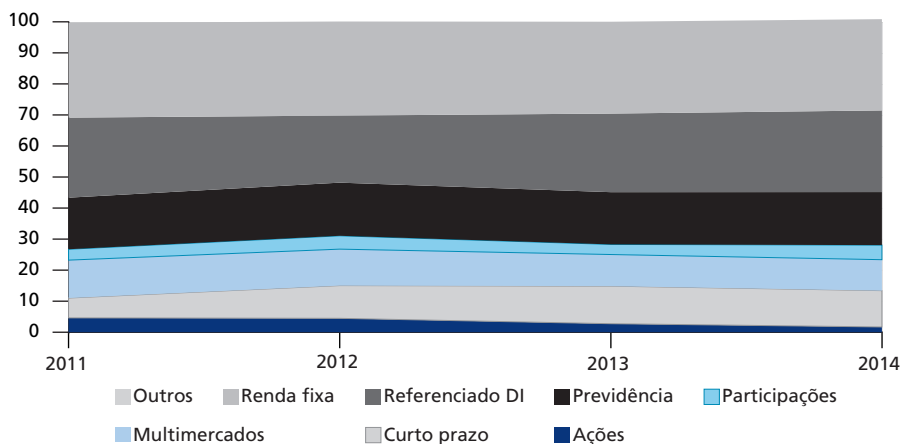
Fonte: Anbima ((s.d.)e).
Elaboração da autora.

GRÁFICO 32
Patrimônio líquido do Santander Brasil por tipo de fundo
 (Em %)



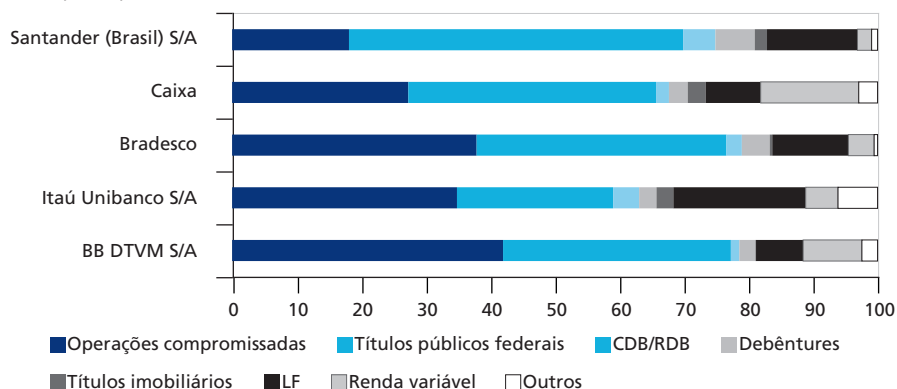
Fonte: Anbima ((s.d.)e).
 Elaboração da autora.

GRÁFICO 33
Patrimônio líquido do Santander Brasil por tipo de fundo – recorte *stricto sensu*
 (Em %)



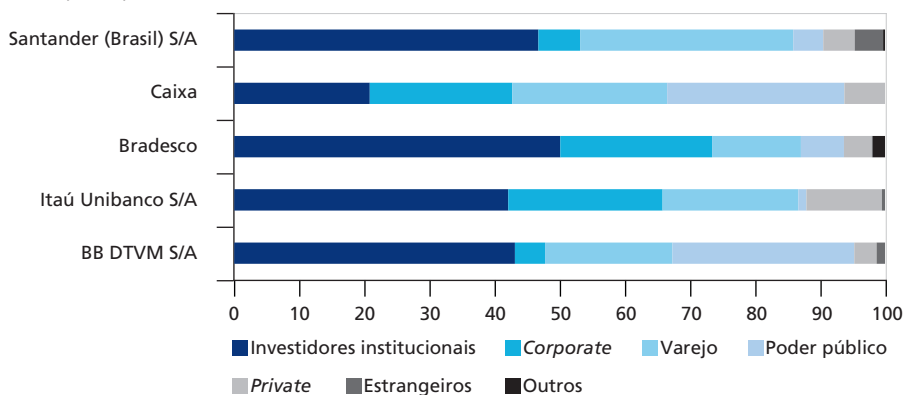
Fonte: Anbima ((s.d.)e).
 Elaboração da autora.

GRÁFICO 34
Patrimônio líquido por ativo (maio de 2015)
(Em %)



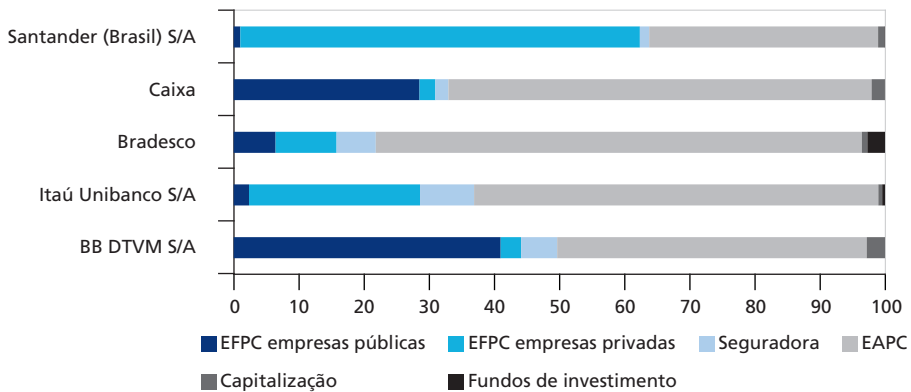
Fonte: Anbima ([s.d.]).
Elaboração da autora.

GRÁFICO 35
Distribuição do patrimônio líquido por investidor (maio de 2015)
(Em %)



Fonte: Anbima (2016).
Elaboração da autora.

GRÁFICO 36
Composição dos investidores institucionais (maio de 2015)
 (Em %)



Fonte: *Anbima (2016)*.
 Elaboração da autora.

9 À GUIA DE CONCLUSÃO: FATOS ESTILIZADOS

Os condicionantes das decisões de alocação de riqueza dos agentes privados são de três ordens:

- a política macroeconômica, que condiciona a trajetória dos preços-chave;
- a política tributária, que aparece como um importante instrumento de política financeira; e
- o ambiente regulatório, que condiciona o espaço dos proprietários de riqueza para tomarem suas decisões. A fim de entender a importância deste ambiente e as particularidades do Brasil, as comparações internacionais são fundamentais.

Os fundos de investimentos têm fundamental importância no carregamento da DPMFi, o que implica eventuais cobranças de “pedágios” no caso de redução de taxa de juros básica. No caso de um aumento da taxa de juros, eles se mostraram mais sensíveis do que o que se observa no total da economia e rapidamente migraram para papéis indexados a juros pós-fixados.

Observa-se uma competição entre fundos de investimento e novos instrumentos de captação, LCI e LCA, em função de vantagens tributárias destes papéis. O segmento varejo, especialmente, vem optando crescentemente por esta alternativa de aplicação de riqueza. Há grande pressão por parte dos gestores para que estas vantagens sejam eliminadas.

A análise preliminar das carteiras dos cinco maiores gestores de fundos deve ser aprofundada, especialmente pela extensão do período coberto pelos dados e pela realização de entrevistas. Por ora, é possível ver que todos têm como principal aplicação os fundos concentrados em títulos públicos, e que a sensibilidade dos gestores à subida dos juros, no sentido de migrar para aplicações pós-fixadas, foi equivalente em todos eles – tanto os ligados a bancos públicos quanto aqueles pertencentes a conglomerados privados. As duas instituições ligadas a bancos públicos guardam duas diferenças importantes em relação às demais: a maior parcela aplicada em fundos de ações (especialmente no caso do BB-DTVM) e a maior participação do poder público entre as categorias de investidores.

Está na pauta da atual política econômica a redefinição do papel dos bancos públicos no financiamento de longo prazo (infraestrutura, indústria) em prol do aumento da importância do mercado de capitais (renda fixa); a recente iniciativa do BNDES, aludida na seção 3 deste texto, foi nessa direção, mas a liquidez e a rentabilidade dos títulos públicos e das operações compromissadas coloca limites a esta expansão via fundos de investimentos.

Por sua vez, com a regulação vigente, os fundos de investimentos não parecem colocar riscos à estabilidade financeira.

REFERÊNCIAS

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Fundos de investimento**. Vários anos. [s.d.]a.

_____. **Mercado de capitais**. Vários anos. [s.d.]b.

_____. **Private**. Vários anos. [s.d.]c.

_____. **Varejo**. Vários anos. [s.d.]d.

_____. **Anuário de fundos**. Vários anos. [s.d.]e.

_____. **Súmula de legislação: fundos de investimento**. 2014.

_____. **Panorama Anbima**. ano V, n. 39, jan. 2015.

_____. **Ranking global de administração de recursos de terceiros**, vários anos. Dados cedidos pela ANBIMA a partir de pedido institucional, atestando sua utilização para fins de pesquisa, 2016.

AKYÜZ, Y. Financial liberalization: the key issues. **UNCTAD**, Geneva, n. 56, 1993. (Discussion Paper). Disponível em: <<http://goo.gl/sQJwHz>>.

BELLUZZO, G. L. **Os antecedentes da tormenta: origens da crise global**. 1. ed. Campinas: Unesp, 2009.

BITTENCOURT, J. L. A base de investidores da Dívida Pública Federal no Brasil. *In*: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Orgs.). **Dívida pública: a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009. 502 p.

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

_____. Lei nº 6.385,12 de julho de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília: Congresso Nacional, 1976.

_____. Tesouro Nacional. **Relatório mensal da dívida pública federal**. 2015. anexo 2.7. Disponível em: <<http://migre.me/v2lga>>.

CIDADE, M.; CORRADIN, V. **Fomentando o financiamento privado de longo prazo**. *In*: SEMINÁRIO ANBIMA DE RENDA FIXA E DERIVATIVOS DE BALCÃO, 5., 2014. Rio de Janeiro, 2014. Disponível em: <<http://goo.gl/LAf52M>>.

CMN – CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução nº 1.779, 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). Brasília: CMN, 1990.

_____. Resolução nº 2.451/1997. Dispõe sobre a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição. Brasília: CMN, 1997.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Instrução nº 409/2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Brasília: CVM, 2004.

_____. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro, 2014.

CORRADIN, V. Captações com dívida aumentam em dezembro. **Panorama Anbima**, Ano V, n. 39, jan. 2015.

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.; CINTRA, M. *Hedge funds* e as implicações para o Brasil. *In*: CINTRA, M.; GOMES, K. (Org.). **As transformações no sistema financeiro internacional**. Brasília: Ipea, 2012. v. 1.

MINSKY, H. **Money manager capitalism**. Levy Economics Institute of Bard College, 1989. Disponível em: <<http://migre.me/v2gib>>.

RAGAZZI, A. P. CVM reforma regulação de fundos. **Valor Econômico**, 18 dez. 2014. Disponível em: <<http://migre.me/v2h3Z>>.

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

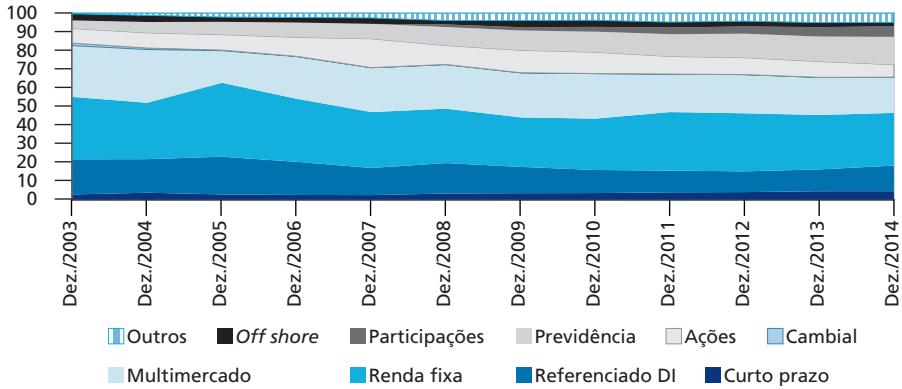
TORRES FILHO, E. T.; MACAHYBA, L. **O elo perdido:** o mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil: avaliação e propostas. São Paulo: Iedi, jun. 2012.

_____. **Os mercados brasileiro e britânico de títulos corporativos:** evolução recente, estrutura regulatória, principais problemas e propostas para o desenvolvimento do mercado brasileiro. Brasília: Confederação Nacional da Indústria, 2014.

TRINDADE, M. **Desafios estratégicos para a indústria de fundos de investimento.** Rio de Janeiro, 15 mar. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/y6jl97>>.

ANEXO A

GRÁFICO A.1
Panorama geral – distribuição do patrimônio líquido dos fundos de investimento entre as diversas categorias de fundos – recorte *lato sensu* (2003-2014)
 (Em %)



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

REFERÊNCIAS

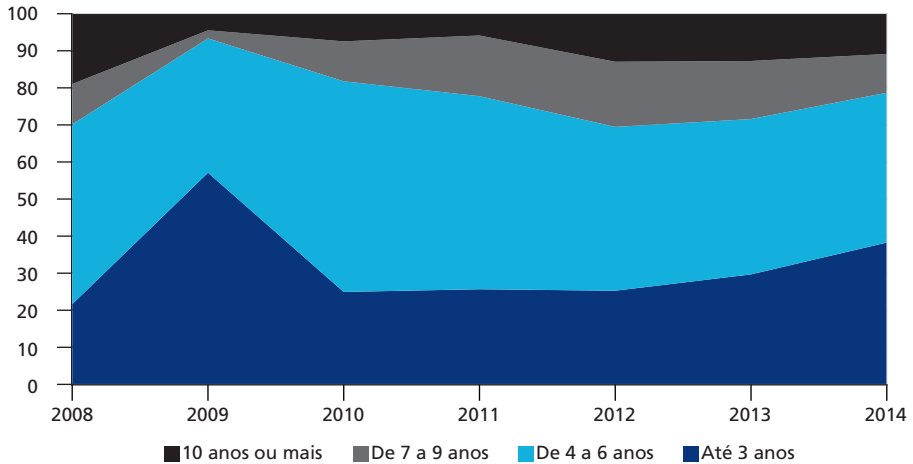
ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. Fundos de investimen-to. Vários anos. [s.d.].

ANEXO B

MERCADO DE RENDA FIXA – DEBÊNTURES

GRÁFICO B.1

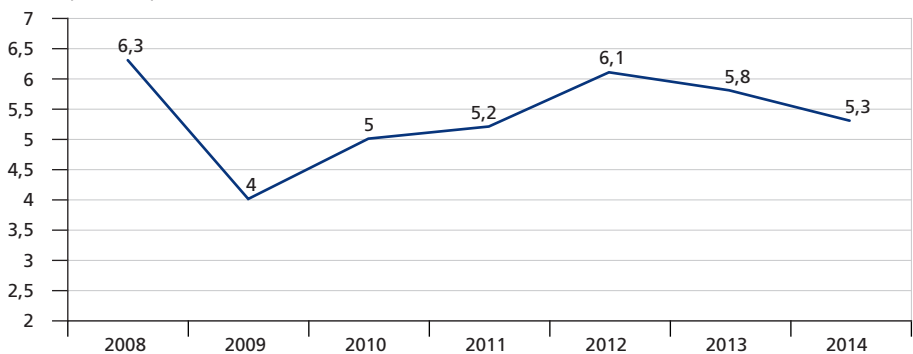
Perfil do prazo de debêntures (1ª repactuação) – participação por número
(Em %)



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

GRÁFICO B.2

Prazo médio das debêntures
(Em anos)



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

REFERÊNCIAS

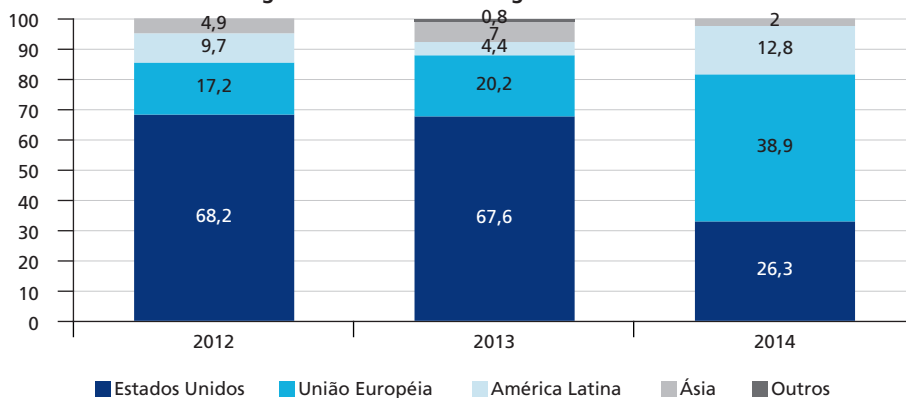
ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Mercado de capitais**. Vários anos. [s.d.].

ANEXO C

RENDA VARIÁVEL

GRÁFICO C.1

Investidores estrangeiros nas ofertas estrangeiras de renda variável



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

REFERÊNCIAS

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Mercado de capitais**. Vários anos. [s.d.].

