

Ferreira, Adriana Nunes

Working Paper

Fundos de investimentos de 2003 a 2015: Proxy de lucro e análise da composição da carteira por segmento de investidor, classe de fundos e categoria de ativos

Texto para Discussão, No. 2332

Provided in Cooperation with:

Institute of Applied Economic Research (ipea), Brasília

Suggested Citation: Ferreira, Adriana Nunes (2017) : Fundos de investimentos de 2003 a 2015: Proxy de lucro e análise da composição da carteira por segmento de investidor, classe de fundos e categoria de ativos, Texto para Discussão, No. 2332, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Brasília

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/177548>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

TEXTO PARA **DISCUSSÃO**

2332

**FUNDOS DE INVESTIMENTOS DE 2003
A 2015: *PROXY* DE LUCRO E ANÁLISE
DA COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA POR
SEGMENTO DE INVESTIDOR, CLASSE DE
FUNDOS E CATEGORIA DE ATIVOS**

Adriana Nunes Ferreira



FUNDOS DE INVESTIMENTOS DE 2003 A 2015: *PROXY* DE LUCRO E ANÁLISE DA COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA POR SEGMENTO DE INVESTIDOR, CLASSE DE FUNDOS E CATEGORIA DE ATIVOS

Adriana Nunes Ferreira¹

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

Governo Federal

**Ministério do Planejamento,
Desenvolvimento e Gestão**
Ministro Dyogo Henrique de Oliveira

ipea Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

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

Presidente
Ernesto Lozardo

Diretor de Desenvolvimento Institucional
Rogério Boueri Miranda

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

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas
José Ronaldo de Castro Souza Júnior

**Diretor de Estudos e Políticas Regionais,
Urbanas e Ambientais**
Alexandre Xavier Ywata de Carvalho

**Diretor de Estudos e Políticas Setoriais
de Inovação e Infraestrutura**
João Alberto De Negri

Diretora de Estudos e Políticas Sociais
Lenita Maria Turchi

**Diretor de Estudos e Relações Econômicas
e Políticas Internacionais**
Sérgio Augusto de Abreu e Lima Florêncio Sobrinho

Assessora-chefe de Imprensa e Comunicação
Regina Alvarez

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

Texto para Discussão

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

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2017

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

ISSN 1415-4765

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

CDD 330.908

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

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

JEL: G23.

SUMÁRIO

SINOPSE

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO	7
2 UMA <i>PROXY</i> DE LUCRO DO SETOR DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS.....	7
3 A MOVIMENTAÇÃO DA RIQUEZA FINANCEIRA NO BRASIL POR ATIVOS E SEGMENTO DE INVESTIDOR.....	13
4 OS APETITES DISTINTOS DOS DIFERENTES SEGMENTOS DE INVESTIDOR.....	21
5 OS PERFIS DE INVESTIDOR E DE CARTEIRA DE ATIVOS DAS CINCO MAIORES ADMINISTRADORAS DE FUNDOS	26
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	39
APÊNDICE A	41
APÊNDICE B	42
APÊNDICE C	43
APÊNDICE D	46
APÊNDICE E.....	49

SINOPSE

Os fundos de investimentos são instituições fundamentais para a compreensão da dinâmica da riqueza financeira de um país, e uma peça essencial para examinar a interação entre os donos desta riqueza e a gestão da política macroeconômica. Este texto tem três objetivos fundamentais. Em primeiro lugar, busca-se uma *proxy* de lucro do setor de fundos de investimento para a análise de sua evolução no Brasil, no período de 2003 a 2015. A primeira tarefa é de conceituação, e a segunda, de mensuração sob os vários recortes possíveis, dada a disponibilidade de dados. Em segundo lugar, busca-se investigar como se moveu a riqueza gerida pelo setor em três recortes distintos: classe de fundos, tipo de ativos e segmento de investidor. Por fim, analisam-se as mudanças das carteiras administradas pelas cinco maiores gestoras de fundos, que, juntas, eram responsáveis, em dezembro de 2015, pela administração de 70% do patrimônio líquido total dos seguintes fundos de investimentos: Banco do Brasil-Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (BB-DTVM), Bradesco Asset Management (Bram), Caixa, Itaú e Santander.

Palavras-chave: investidores institucionais; fundos de investimento; lucro.

ABSTRACT

Investment funds are key institutions for understanding the dynamics of a country's financial wealth and for analysing the interaction between wealth owners and the macroeconomic policy management. This text has three fundamental objectives: firstly, it seeks to construct a profit proxy of the investment fund industry for the analysis of its evolution in Brazil, from 2003 to 2015. The first task is to conceptualize it, the second is its measurement under the various possible cuts, given the availability of data. Secondly, it seek to analyse how the wealth managed by the sector moved, under three distinct lenses: by class of funds, by type of assets and by segment of investor. Finally, the changes in the portfolios managed by the five largest fund managers – which in December 2015 were responsible for the management of 70% of the total net assets of the investment funds – BB-DTVM, BRAM (Bradesco Asset Manager), Caixa, Itaú and Santander are examined. The final section of the paper brings the main conclusions of the research.

Keywords: institutional investors; investment funds; profits.

1 INTRODUÇÃO

Os fundos de investimentos são instituições fundamentais para a compreensão da dinâmica da riqueza financeira de um país, e uma peça essencial para examinar a interação entre os donos desta riqueza e a gestão da política macroeconômica. Em *Texto para Discussão* anterior,¹ versa-se sobre a composição dos portfólios geridos pelos fundos de investimentos no Brasil no período de 2008 a 2014, com ênfase para seu papel no carregamento da dívida pública. Neste texto, avança-se em três frentes. Em primeiro lugar, busca-se uma *proxy* de lucro do setor de fundos de investimento. A primeira tarefa é de conceituação, e a segunda, de mensuração sob os vários recortes possíveis, dada a disponibilidade de dados.

Em segundo lugar, estende-se o período de análise da carteira gerida pelos fundos de investimentos no Brasil para abranger o período anterior à crise financeira internacional, de importante expansão do mercado de capitais. Busca-se investigar como se moveu esta riqueza em três recortes distintos: classe de fundos, tipo de ativos e segmento de investidor.

Por fim, analisam-se as mudanças das carteiras administradas pelas cinco maiores gestoras de fundos, que, juntas, eram responsáveis, em dezembro de 2015, pela administração de 70% do patrimônio líquido total dos seguintes fundos de investimentos: Banco do Brasil-Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (BB-DTVM), Bradesco Asset Management (Bram), Caixa, Itaú e Santander. Em particular, busca-se investigar as relações entre os perfis de seus investidores e a composição de suas carteiras de ativos.

2 UMA PROXY DE LUCRO DO SETOR DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS

Os fundos de investimento, embora possuam inscrição no Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica (CNPJ), não são, rigorosamente, empresas. Antes, são condomínios de riqueza de terceiros. O patrimônio líquido (PL) de um fundo é igual à soma total de todos

1. Ferreira, Adriana Nunes. *Os fundos de investimento no Brasil de 2008 a 2013: institucionalidade e interfaces com a política econômica*. Brasília: Ipea, nov. 2015. (Texto para Discussão, n. 2153).

os ativos que compõem sua carteira, menos despesas e provisões. O valor das cotas pertencentes aos donos da riqueza, que representam a menor fração desse patrimônio, é calculado dividindo-se o valor do patrimônio pelo número total de cotas.

Por sua vez, são empresas financeiras as gestoras e administradoras de fundos de investimentos, e as maiores delas pertencem a conglomerados financeiros. Portanto, estas têm lucro operacional, que compõe parte do lucro do conglomerado. A grande dificuldade é a obtenção de dados que permitam aferir os lucros da operação da gestora de forma discriminada da operação do conglomerado financeiro.

De toda forma, do ponto de vista da pesquisa sobre a dinâmica da riqueza financeira do Brasil nos últimos anos, o recorte mais relevante é o do movimento da riqueza gerida pelos fundos de investimentos – que se expressa, *grosso modo*, pela variação do PL de um período a outro. Mas, para se aproximar mais precisamente de um conceito de rentabilidade desta riqueza gerida, há de se descontar, da variação do PL, as captações líquidas ao longo do período. Desta forma, a *proxy* de rentabilidade captura a variação da riqueza que resulta da variação do valor dos ativos que compõem o portfólio dos fundos.

Assim, a *proxy* de rentabilidade dos fundos de investimentos foi calculada da seguinte forma:

$$[\text{Variação anual do PL } (PL_{\text{dez } t} - PL_{\text{dez } t-1}) - \text{Captação líquida anual}_{\text{jan-dez } t}]$$

$$PL_{\text{dez } t-1}$$

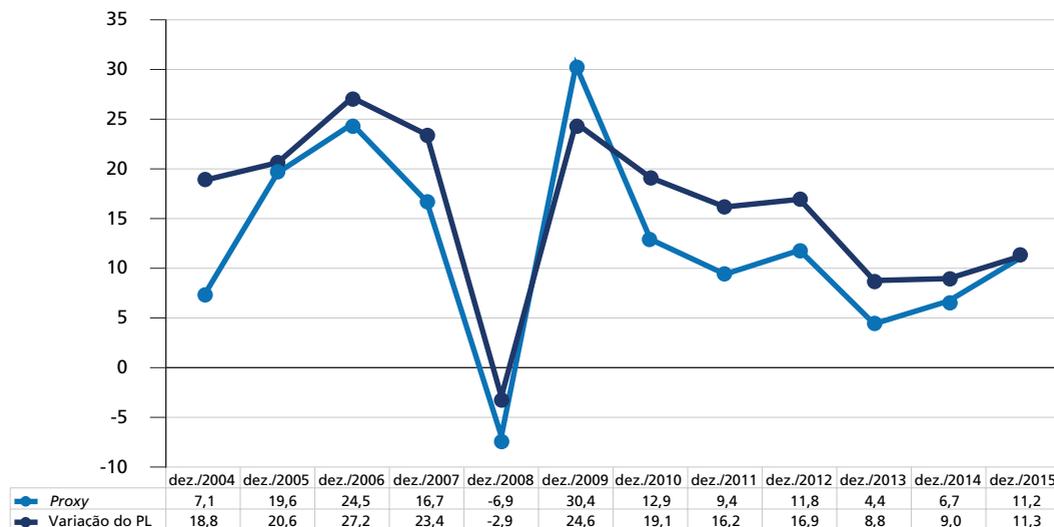
O gráfico 1 mostra que os movimentos das variações anuais de PL e de nossa *proxy* de rentabilidade são parecidos. Ressalte-se que será possível calcular a *proxy* para o recorte por classe de fundos, e não para o tipo de ativo e o segmento de investidor, para os quais há apenas as variações de PL, uma vez que a falta de dados sobre captação líquida por esses recortes impede o cálculo da *proxy*. O gráfico mostra que, no período analisado, a *proxy* de rentabilidade é positiva e crescente antes da crise financeira internacional, tornando-se negativa em 2008. Após recuperação expressiva no ano seguinte, volta a exibir tendência de declínio em seu patamar, com exceção de 2012 e nos últimos dois anos, período em que o país esteve mergulhado em profunda

crise, mas com taxas de juros crescentes, o que foi traduzido por um aumento de rentabilidade da renda fixa.

GRÁFICO 1

Proxy de taxa de rentabilidade e taxa de variação do PL

(Em %)



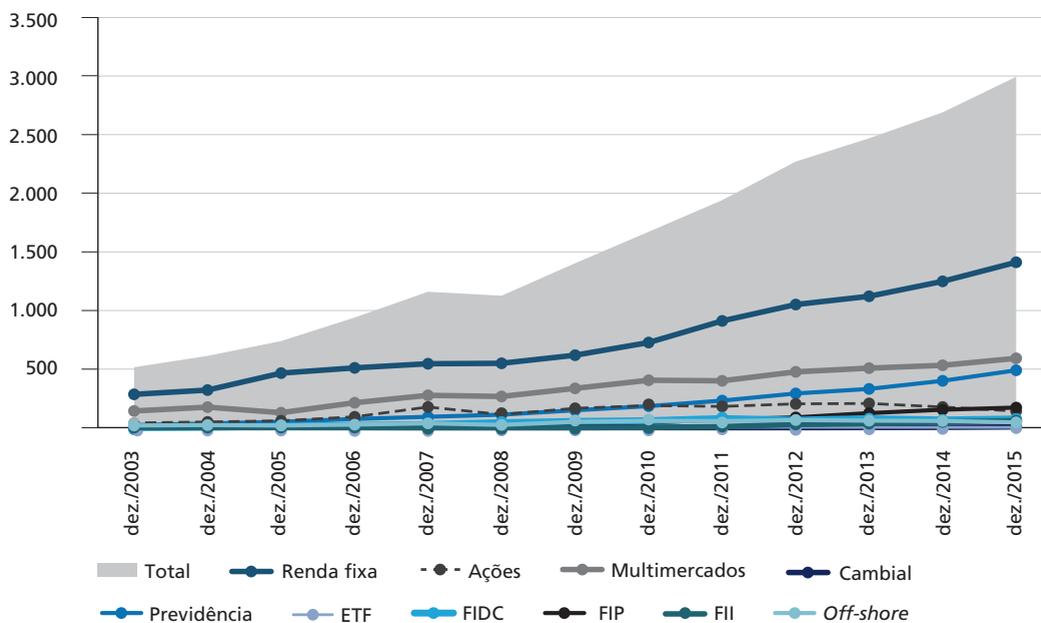
Fonte: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (Anbima) – consolidado histórico dos fundos de investimentos. Elaboração da autora.

Vale a pena, agora, lançar um olhar sobre a *proxy* de rentabilidade por classe de fundo. Antes, cabe examinar a evolução do PL dos fundos de investimentos ao longo do período sob análise (gráfico 2).

Em dezembro de 2015, o PL dos fundos de investimentos alcançou a marca de R\$ 3 trilhões. No período, nota-se o crescimento expressivo dos segmentos de renda fixa e de previdência – que chega, no final do período, a quase alcançar o montante de recursos dos multimercados, historicamente sempre colocados como segunda alternativa mais importante de aplicação de riqueza no âmbito dos fundos de investimento. Isto se deve ao fato de que os fundos de previdência, por gozarem de vantagens tributárias, são oferecidos, de maneira crescente, como uma alternativa de aplicação de riqueza pelos gestores. Outra classe de fundos que exhibe crescimento importante é a dos Fundos de Investimento em Participações (FIPs), uma categoria

dos chamados “fundos estruturados”, que ultrapassa, no final do período, o PL dos fundos de ações.²

GRÁFICO 2
PL dos fundos de investimentos por classe de fundos
(Em R\$ milhões)



Fonte: Anbima – consolidado histórico dos fundos de investimentos.
Elaboração da autora.
Obs.: ETF – Exchange Traded Fund.

Como resultado dessa evolução, altera-se a participação de cada classe de fundos no PL total dos fundos de investimentos (gráfico 3). Ao longo do período, há um aumento da participação dos fundos de previdência da ordem de 12 pontos percentuais (p.p.). Os chamados fundos estruturados são fundos não regulados pela Instrução CVM nº 555/2015. Seus principais tipos são os já citados FIPs, os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) e os Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs).³

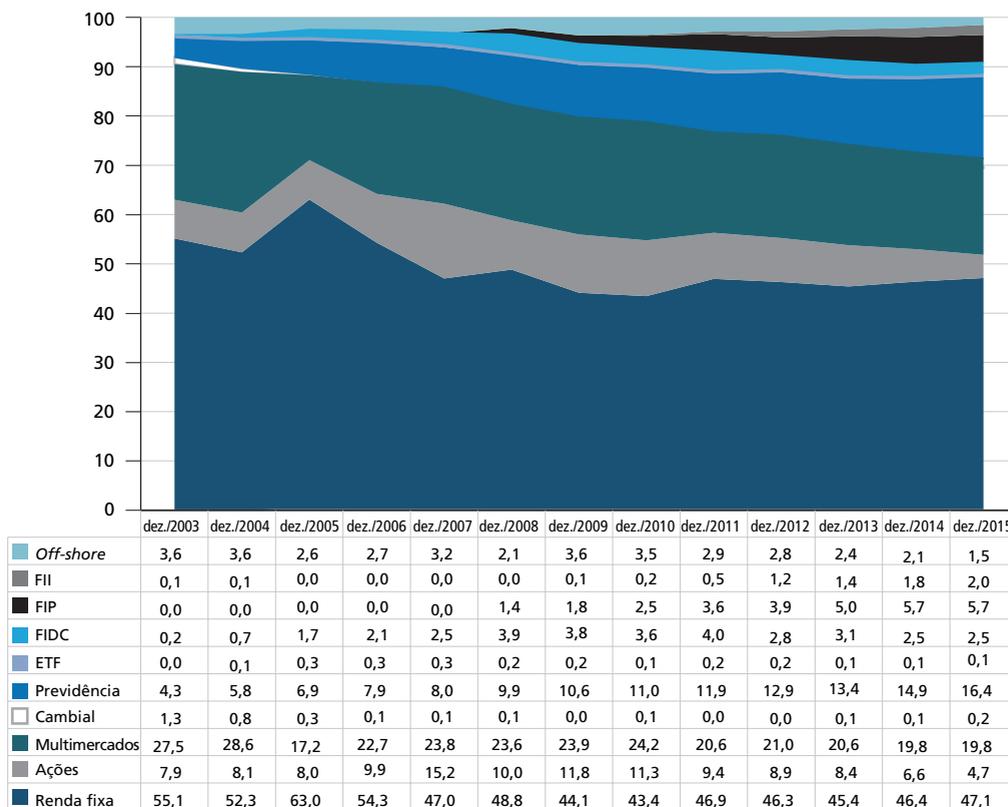
2. O FIP é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em companhias abertas ou fechadas, em fase de desenvolvimento. Cabe ao administrador constituir o fundo e realizar o processo de captação de recursos com os investidores por meio da venda de cotas. O FIP é constituído sob a forma de condomínio fechado, em que as cotas somente são resgatadas ao término de sua duração ou quando é deliberada em assembleia de cotistas a sua liquidação. Para mais detalhes, consultar: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/fundos-de-investimento-em-participacoes-fip.htm>.

3. O apêndice A deste texto apresenta um quadro com a definição de cada um desses fundos.

Os fundos estruturados tiveram aumento de cerca de 10 p.p. em sua participação, com destaque para os FIPs (aumento de 4,3 p.p.).

Em contrapartida, as categorias de fundos que observaram queda em sua participação no PL total do setor de fundos foram os multimercados (-7,7 p.p.) e os fundos de renda fixa (-8 p.p.). As ações observam dois movimentos: crescimento até 2007 e queda desde então (embora com uma pequena recuperação em 2009). O movimento de ponta a ponta, no período observado, foi de uma queda de 3 p.p.

GRÁFICO 3
Participação das classes de fundos no PL do setor de fundos
(Em %)

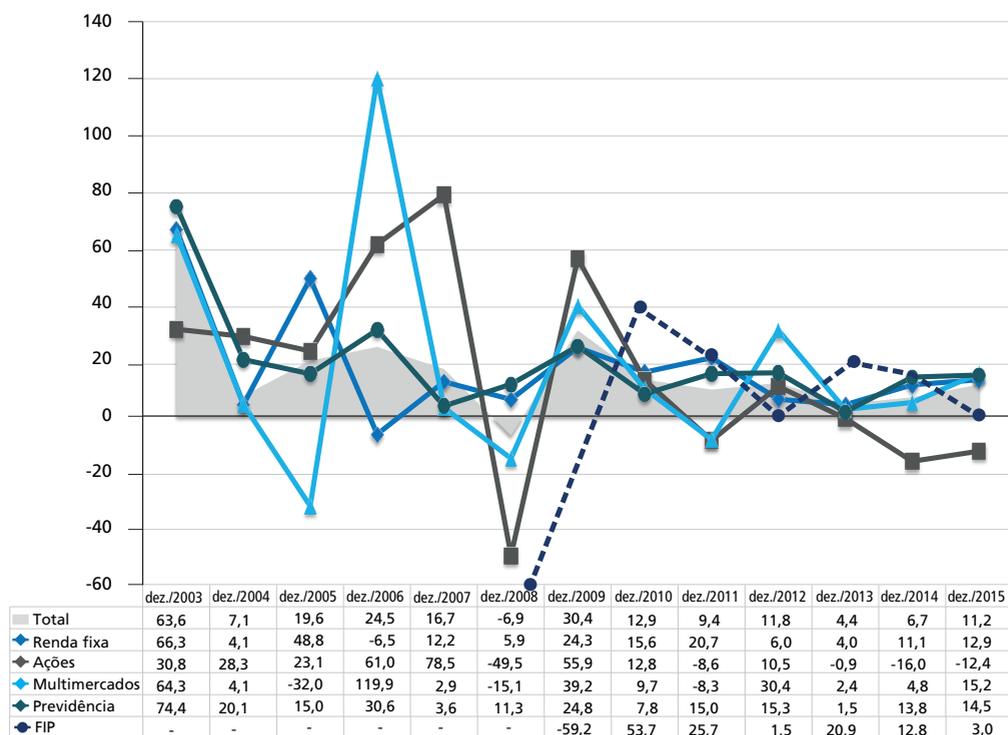


Fonte: Anbima – consolidado histórico dos fundos de investimentos.
Elaboração da autora.

É possível, a partir dos dados disponibilizados pela Anbima, calcular as *proxys* de rentabilidade por classe de fundos. Como seria de se esperar, as classes de fundos com maior volatilidade são multimercado e ações. Chama atenção, também, o resultado negativo dos

fundos de ação em 2008, em consequência da crise financeira internacional, e a partir de 2013. Os FIPs, por sua vez, surgem em 2008, sofrem uma grande queda de rentabilidade em 2009, quando a alternativa preferencial dos investidores foram os fundos de ações, mas, a partir de então, vêm exibindo uma rentabilidade, em vários anos, acima das demais classes de fundos. Ressalte-se que alguns desses fundos foram objeto de incentivo da Lei nº 12.431/2011.⁴

GRÁFICO 4
Proxy de rentabilidade por classe de fundos e total
(Em %)



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

4. Especificamente em relação aos FIPs, a Lei nº 12.431 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). Este é constituído na forma de condomínio fechado e tem por objetivo o investimento em novos projetos, em território nacional, desenvolvidos por Sociedades de Propósito Específico (SPEs) e voltados à produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação. As pessoas físicas investidoras nesses fundos passaram a gozar de isenção tributária sobre rendimentos auferidos no resgate das cotas e nos ganhos obtidos na alienação de cotas em bolsa de valores ou fora dela. Além disso, os Fundos de Investimento em Participações de Infraestrutura (FIPs-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 FIPs-IE), e ampliou-se de 20% para 40% o limite máximo de cotas emitidas pelos FIPs-IE e pelos FIPs-PD&I que podem ser detidas por cada cotista.

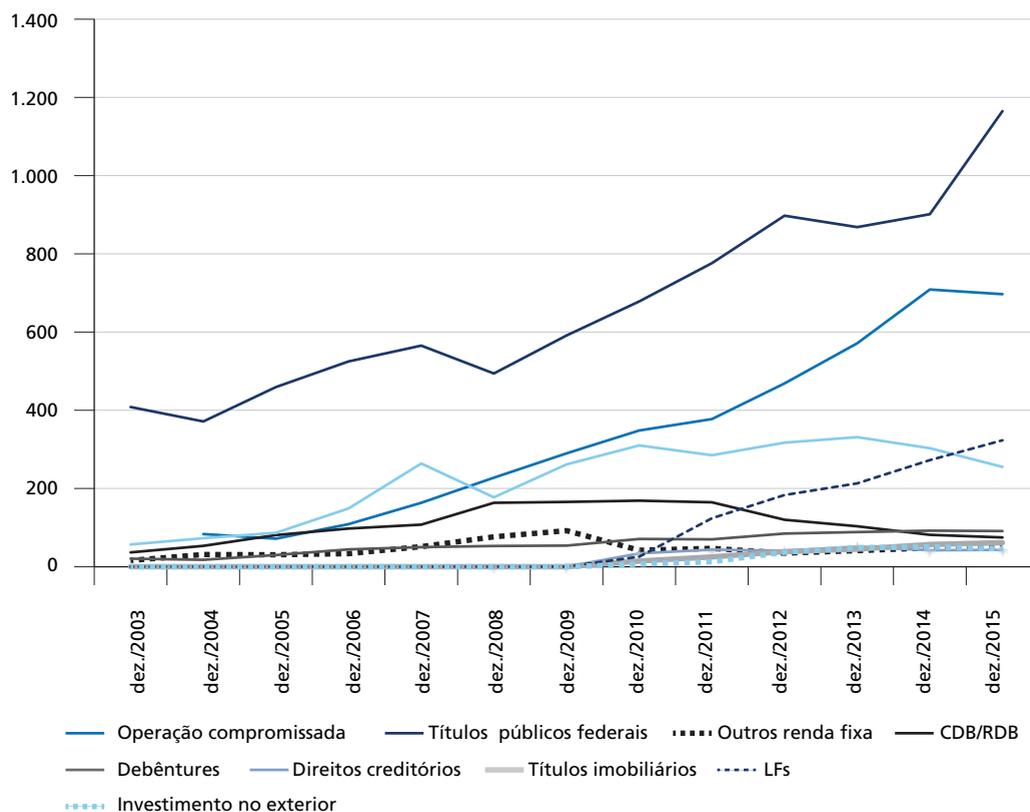
3 A MOVIMENTAÇÃO DA RIQUEZA FINANCEIRA NO BRASIL POR ATIVOS E SEGMENTO DE INVESTIDOR

Na análise do movimento da riqueza financeira gerida pelos fundos de investimentos no período sob análise, outro recorte, além do das classes de fundos, é fundamental: o de categorias dos ativos nos quais são investidos os recursos. Infelizmente, para este recorte, não há dados de captação líquida. Assim, não sendo possível calcular a *proxy* de rentabilidade, calcula-se a variação do PL por este recorte, que, como vimos, observa, *grosso modo*, os mesmos movimentos que nossa *proxy*.

Vale a pena, em um primeiro momento, observar a evolução do PL dos fundos de investimento por categoria de ativo, no período em análise. No gráfico 5, nota-se que três categorias de ativos foram receptoras de riqueza de forma crescente: os títulos públicos federais, as operações compromissadas (ou seja, lastreadas em títulos públicos) e as letras financeiras (LFs). Duas observações se fazem necessárias: em primeiro lugar, é importante notar que as operações compromissadas aqui registradas são realizadas entre fundos e bancos ou fundos e fundos – não envolvendo o Banco Central do Brasil (BCB). Elas correspondem às “*repos*” e são utilizadas para aumentar a liquidez e a rentabilidade das carteiras.

Em segundo lugar, o aumento do montante de LFs foi acompanhado de uma queda dos certificados de depósito bancário (CDBs) e dos recibos de depósito bancário (RDBs). Isto refletiu em uma mudança na estratégia de administração de passivos por parte dos bancos, que ampliaram a captação mediante LFs – sobre as quais não incide recolhimento compulsório, e que passaram a ter, pela Lei nº 12.431/2011, correção monetária mesmo para períodos inferiores a um ano – e reduziram a colocação de CDBs. A renda variável (composta basicamente por ações) mostra um movimento de crescimento até 2013 (salvo em 2008) e de queda desde então. Note-se que o crescimento deste tipo de ativo é maior que o da classe de fundos de ação. Isto se deve ao fato de que fundos multimercados, que demonstraram crescimento muito mais consistente que esses, bem como os FIPs, também têm as ações entre os ativos que compõem sua carteira.

GRÁFICO 5
PL dos fundos de investimentos por tipo de ativos
 (Em R\$ milhões)

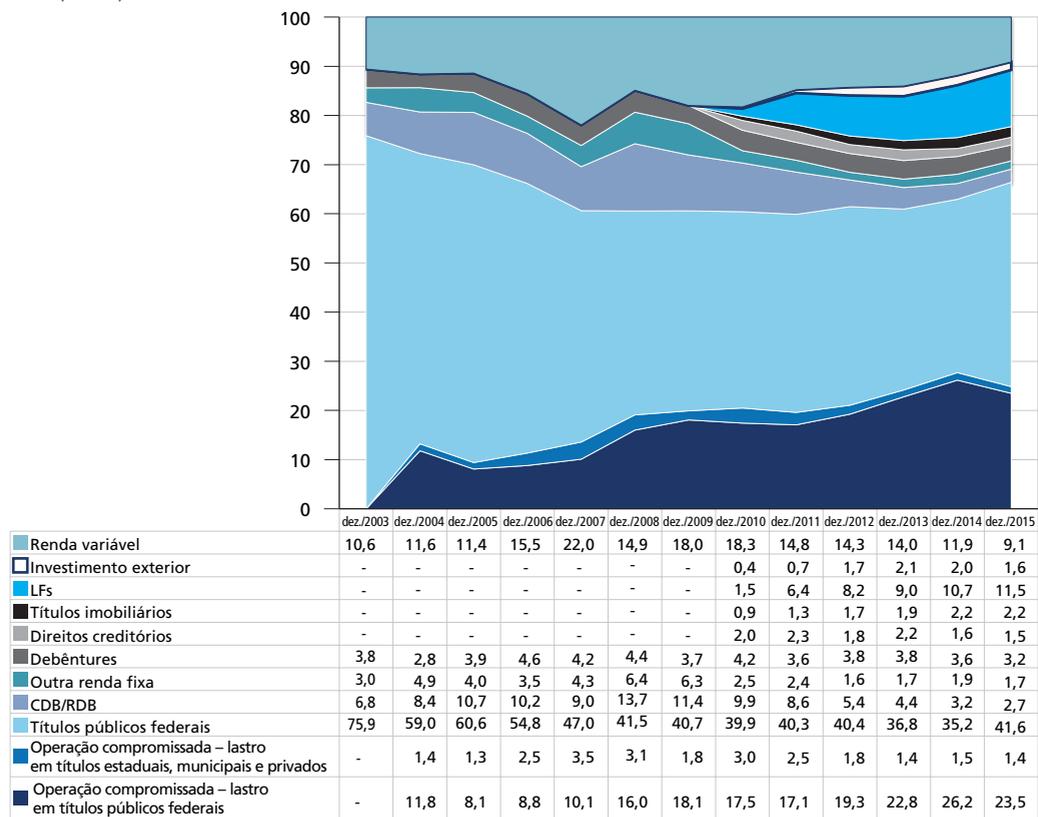


Fonte: Anbima – consolidado histórico dos fundos de investimentos.
 Elaboração da autora.

A evolução observada levou a uma recomposição da carteira dos fundos de investimento, em termos de participação percentual de cada tipo de ativos (gráfico 6). Salta aos olhos, primeiramente, o predomínio do agregado títulos públicos federais mais operações comprometidas ao longo de todo o período: de uma participação de mais de 75% do total do PL dos fundos de investimentos, passa para ainda expressivos 66,5%. Ao longo do período, observa-se uma queda da participação dos títulos públicos federais (-33 p.p.) e um aumento concomitante das operações comprometidas (+25 p.p.). O terceiro ativo, em termos de participação no PL do setor, são as LFs (11,5%), e em seguida a renda variável (9,1%). As debêntures, por sua vez, apresentam um pequeno aumento de participação até 2010 para depois voltarem a recuar. Isso mostra que

os fundos de investimentos não foram sensíveis aos incentivos a esta modalidade de financiamento privado providos pela Lei nº 12.431/2011.⁵

GRÁFICO 6
PL dos fundos de investimentos por ativo
(Em %)



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

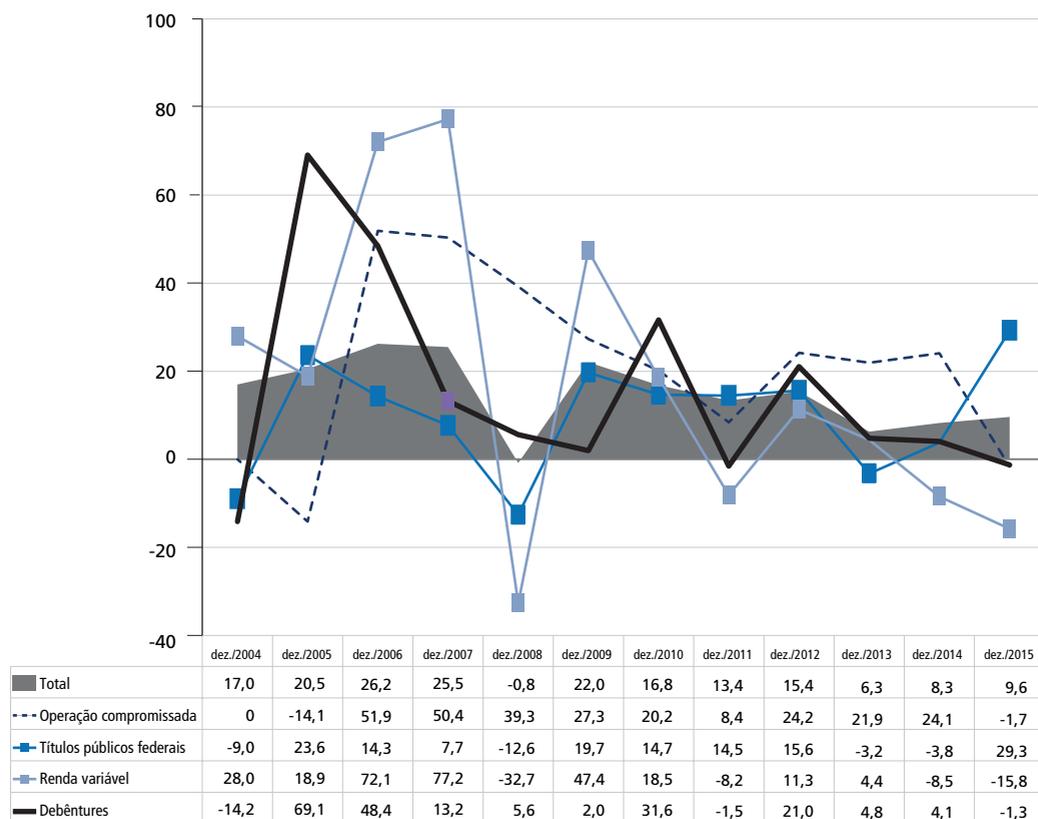
O exame da taxa de variação anual do PL por tipo de ativo ilumina alguns outros pontos. Excluindo-se as LFs, cuja variação positiva da ordem de 400% obscurece a evolução dos demais ativos,⁶ vê-se que ocorreu uma queda forte da renda

5. Essa lei estabeleceu incentivos tributários para a aquisição de debêntures emitidas por SPEs por pessoas físicas. No que tange especificamente aos fundos de investimentos, seus cotistas têm seus rendimentos tributados pelo imposto de renda (IR) à alíquota zero, desde que se tratem de fundos de investimento que apliquem no mínimo 85% do valor de seu PL nas chamadas “debêntures de projetos prioritários”. Também têm seu rendimento isento cotistas de fundos de investimento que aloquem 95% de seus recursos em cotas dos fundos de investimento anteriormente mencionados. Os beneficiários podem ser tanto pessoas físicas residentes no Brasil quanto pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no exterior, conforme regras estabelecidas na lei.

6. O apêndice B apresenta o gráfico de variação do PL incluindo as LFs.

variável em 2008, 2011, 2014 e 2015 (gráfico 7). Os títulos públicos federais, por seu turno, cresceram acima das operações compromissadas apenas em 2011 e 2015; nos demais anos, observou-se o crescimento consistente destas operações acima da taxa de crescimento total. 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. Para que se tenha uma ideia, em 2008, na crise financeira internacional, o PL dos fundos de investimento em operações compromissadas teve variação positiva de 39%, quando todos os demais ativos (exceto debêntures) exibiram desempenho negativo.

GRÁFICO 7
Variação anual do PL dos fundos de investimentos por ativo
(Em %)



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

Um último e importante recorte é o de segmento de investidor. Os investidores são os proprietários da riqueza investida pelos fundos de investimentos. Os gestores dos fundos tomam as decisões diárias sobre o destino da riqueza, mas o apetite dos investidores é fundamental nessas escolhas: a própria regulação dos fundos garante isto, uma vez que obriga os gestores dos fundos a atender ao critério de *suitability* – isto é, a adequação dos produtos nos quais a riqueza é investida ao perfil de seu dono. A Instrução CVM nº 539/2013 dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente.

Os três primeiros capítulos são os de maior importância (box 1).

BOX 1**Instrução CVM nº 539/2013****Capítulo I – abrangência**

Art. 1º As pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários não podem recomendar produtos, realizar operações ou prestar serviços sem que verifiquem sua adequação ao perfil do cliente.

§ 1º As regras previstas na presente instrução são aplicáveis às recomendações de produtos ou serviços, direcionadas a clientes específicos, realizadas mediante contato pessoal ou com o uso de qualquer meio de comunicação, seja sob forma oral, escrita, eletrônica ou pela rede mundial de computadores.

§ 2º As regras previstas na presente instrução devem ser adotadas para o cliente titular da aplicação.

Capítulo II – perfil do cliente

Art. 2º As pessoas referidas no art. 1º devem verificar se:

I – o produto, serviço ou operação é adequado aos objetivos de investimento do cliente;

II – a situação financeira do cliente é compatível com o produto, serviço ou operação; e

III – o cliente possui conhecimento necessário para compreender os riscos relacionados ao produto, serviço ou operação.

§ 1º Para cumprimento do disposto no inciso I, as pessoas referidas no art. 1º devem analisar, no mínimo:

I – o período em que o cliente deseja manter o investimento;

II – as preferências declaradas do cliente quanto à assunção de riscos; e

III – as finalidades do investimento.

§ 2º Para cumprimento do disposto no inciso II, as pessoas referidas no art. 1º devem analisar, no mínimo:

I – o valor das receitas regulares declaradas pelo cliente;

II – o valor e os ativos que compõem o patrimônio do cliente; e

III – a necessidade futura de recursos declarada pelo cliente.

§ 3º Para cumprimento do disposto no inciso III, as pessoas referidas no art. 1º devem analisar, no mínimo:

I – os tipos de produtos, serviços e operações com os quais o cliente tem familiaridade;

II – a natureza, o volume e a frequência das operações já realizadas pelo cliente no mercado de valores mobiliários, bem como o período em que tais operações foram realizadas; e

III – a formação acadêmica e a experiência profissional do cliente.

§ 4º O disposto no inciso III do § 3º não se aplica ao cliente pessoa jurídica.

§ 5º No cumprimento do dever previsto no *caput* do art. 2º, as pessoas referidas no art. 1º devem considerar os custos diretos e indiretos associados aos produtos, serviços ou operações, abstendo-se de recomendar aqueles que, isoladamente ou em conjunto, impliquem custos excessivos e inadequados ao perfil do cliente.

Art. 3º Com o objetivo de atender às obrigações contidas no art. 2º, as pessoas referidas no art. 1º devem avaliar e classificar o cliente em categorias de perfil de risco previamente estabelecidas.

Capítulo III – categorias de produtos

Art. 4º Com o objetivo de atender às obrigações contidas no art. 2º, as pessoas referidas no art. 1º devem analisar e classificar as categorias de produtos com que atuem, identificando as características que possam afetar sua adequação ao perfil do cliente.

Parágrafo único. Na análise e classificação das categorias de produtos devem ser considerados, no mínimo:

I – os riscos associados ao produto e seus ativos subjacentes;

II – o perfil dos emissores e prestadores de serviços associados ao produto;

III – a existência de garantias; e

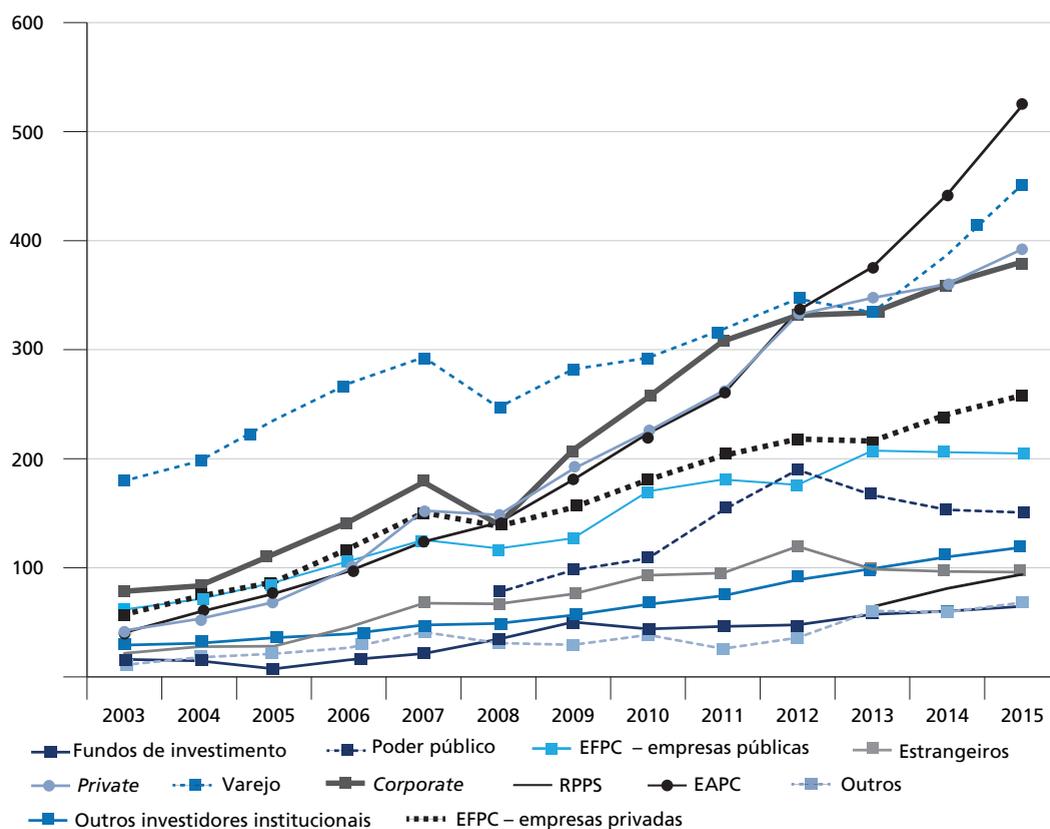
IV – os prazos de carência.

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

O gestor deve verificar, portanto, se o investidor tem qualificação para compreender o perfil do produto, o que inclui, de forma privilegiada, sua capacidade de entender os riscos associados a ele. O perfil de renda e as necessidades do cliente também devem ser verificados, por meio de questionários abrangentes e entrevistas com o gestor. Na seção 4, em que se examinarão os perfis de investidores e de portfólio das cinco principais gestoras de fundos, isto ficará mais claro. O perfil de investidores determina, em grande parte, as classes de fundos e as categorias de ativos em que é aplicada a riqueza gerida.

O gráfico 8 exibe a evolução do PL dos fundos de investimentos por segmento de investidor.

GRÁFICO 8
PL dos fundos de investimentos por segmento de investidor
(Em R\$ milhões)



Fonte: Anbima – consolidado histórico dos fundos de investimentos.

Elaboração da autora.

Obs.: EFPC – entidade fechada de previdência complementar; RPPS – Regime Próprio de Previdência Social; EAPC – entidade aberta de previdência complementar.

O segmento que apresenta crescimento mais expressivo ao longo do período, chegando a ser a categoria preponderante ao seu final, é o das EAPCs; o segundo segmento mais importante em termos de volume de recursos é o varejo (que inclui o varejo alta renda), seguido pelos segmentos *private e corporate* – ambos com notável crescimento ao longo do período, especialmente após 2008.

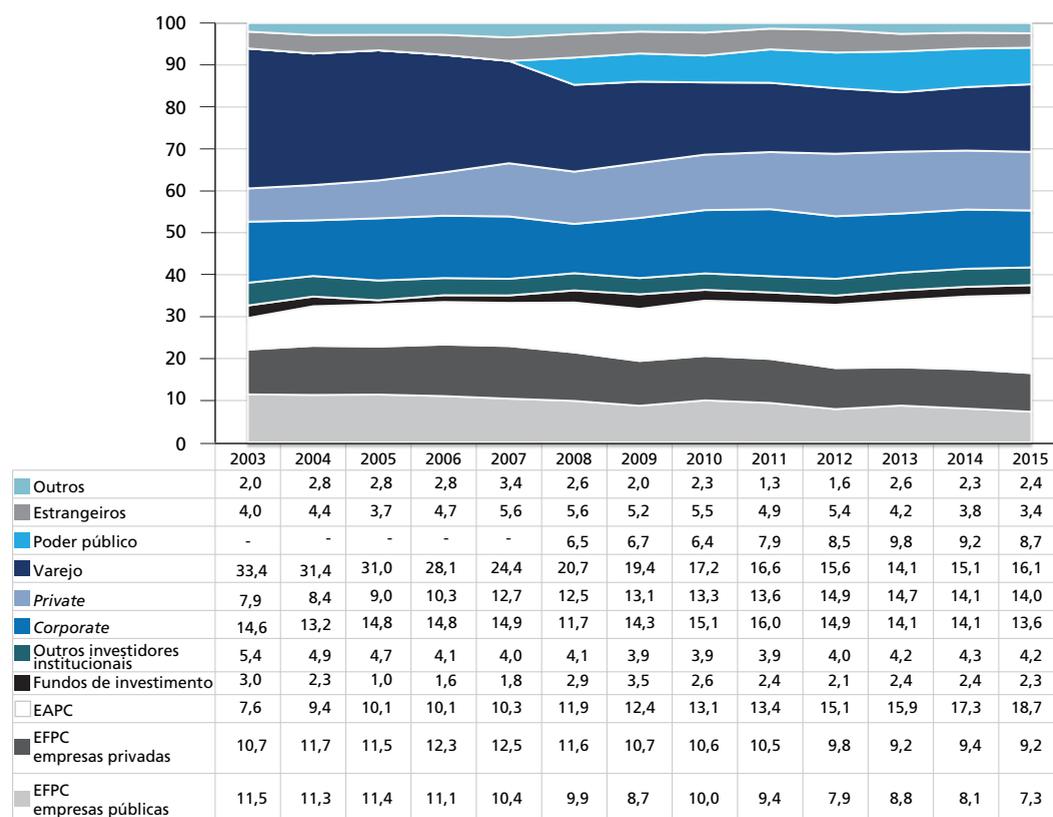
Como resultado desta evolução, nota-se uma mudança na distribuição do PL dos fundos de investimentos por segmento de investidor (gráfico 9). Com efeito, ao longo do período, ocorre um acentuado declínio da participação do varejo da ordem de 17,3 p.p. Em grande parte isso se deve ao fato de que novos 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 IR.⁷

O maior grupo de investidores é o institucional. A participação desse agregado aumenta 3 p.p., mantendo-se em torno de 40% ao longo do período. No entanto, ocorre uma recomposição da participação desses investidores, com participação crescente das EAPCs e queda relativa das EFPCs de empresas públicas. Ao longo do período, cresce também a participação dos segmentos *private* (+6 p.p.) e poder público, que passa a ser discriminado nas estatísticas a partir de 2008.⁸

7. Importa notar que as aplicações do segmento varejo (que compreende varejo e varejo alta renda, sendo o critério de demarcação estabelecido por cada instituição financeira), no período de 2011 a 2014, 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 no total das aplicações deste segmento passou de 0% a 8,5% (LCAs) e de 4,9% para 22,6% (LCIs). A participação de todas as outras aplicações, tanto as intermediadas pelos fundos de investimentos quanto as demais, caiu no mesmo período. Entende-se a grita geral dos gestores de fundos de investimento pela retirada das vantagens tributárias desses papéis quando se olha para estes dados.

8. Sobre o segmento *private*: "*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 entender o perfil e o 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" (Metodologia para Envio de Estatísticas Private – Anbima, 2014). O segmento poder público inclui as entidades de RPPS: entidades públicas – institutos de previdência ou fundos previdenciários e de filiação obrigatória para os servidores públicos titulares de cargos efetivos da União, dos estados, do Distrito Federal e dos municípios.

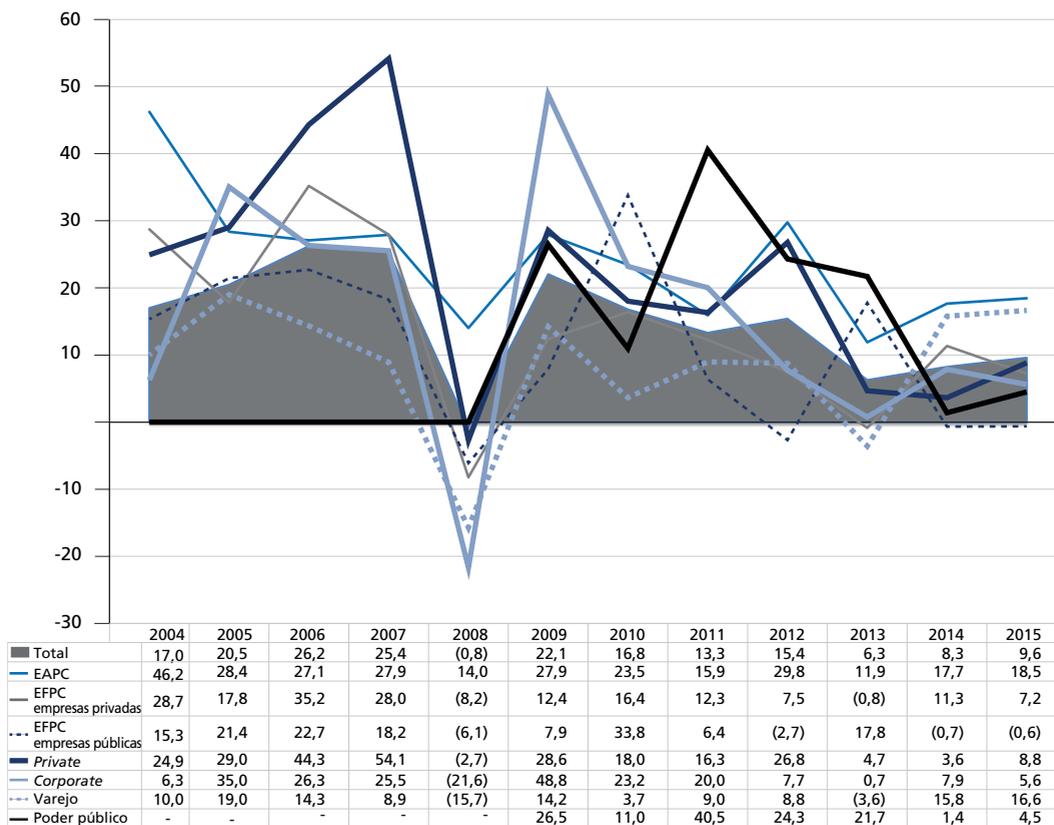
GRÁFICO 9
PL dos fundos de investimentos por segmento de investidor
 (Em %)



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

Finalmente, o gráfico 10 mostra que os PLs dos segmentos EAPC e *private* crescem acima da taxa de crescimento total em todo o período, assim como o *corporate* até 2012 (excetuando-se 2008, ano em que este segmento é o que apresenta maior queda); em contrapartida, os segmentos varejo e EFPC crescem a uma taxa consistentemente abaixo da verificada no total. Em 2008, em meio à crise financeira internacional, o segmento EAPC é o único a observar variação positiva de PL.

GRÁFICO 10
Variação anual do PL dos fundos de investimentos por segmento de investidor
(Em %)



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

4 OS APETITES DISTINTOS DOS DIFERENTES SEGMENTOS DE INVESTIDOR

Cabe agora voltar os olhos para os dados disponíveis sobre o “apetite” de cada segmento de investidor por classe de fundos. Infelizmente, a Anbima somente disponibiliza em seu *site*, com esta abertura, os dados correspondentes ao período mais recente, neste caso, junho de 2016. De toda forma, a matriz segmento de investidor *versus* classe de fundos é bastante elucidativa.

Ao examinar os apetites dos diferentes segmentos de investidor, vê-se que os investidores institucionais são, em junho de 2016, proprietários de 39,7% do total de

recursos investidos, sendo responsáveis por carregar em suas carteiras 57,3% do total de ações e 25,3% do total de renda fixa.

No interior desse segmento, as EAPCs, em junho de 2016 o segmento de investidor com maior participação no PL do setor de fundos (17,7%), investem nada menos que 94,6% de seus recursos em fundos de previdência, e 97,4% do total dos fundos de previdência tem como investidores EAPCs (tabela 1). Não é de se espantar que caminhem juntos os aumentos das participações das EAPCs no total dos investidores e de fundos de previdência no total de classes de fundos sob gestão.

TABELA 1
PL por categoria de fundo e perfil de investidor (jun./2016)
(Em %)

Classe Anbima	EFPC empresas públicas	EFPC empresas privadas	EAPC	Fundos de investimento	Outros investidores institucionais	Corporate	Private	Varejo	Poder público	RPPS	Estrangeiros	Outros	Total
Renda fixa	52,2	57,4	5,1	19,0	80,7	66,1	26,5	87,9	93,5	92,5	2,8	16,8	48,3
Ações	27,1	4,2	0,0	12,5	0,6	0,3	8,1	2,8	0,2	2,7	0,5	7,3	4,7
Multimercados	17,9	35,3	0,2	37,2	3,1	17,7	53,4	6,5	5,7	1,7	20,3	34,7	19,4
Cambial	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Previdência	0,0	0,1	94,6	0,5	15,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	17,2
ETF	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,6	0,1
FIDC	0,2	0,2	0,0	12,0	0,1	9,0	1,3	0,5	0,6	0,9	2,9	2,5	2,3
FIP	2,4	2,3	0,0	16,6	0,3	4,3	7,9	0,6	0,1	1,7	53,2	7,6	5,3
FII	0,2	0,1	0,0	2,1	0,1	2,2	2,5	1,3	0,0	0,6	1,3	26,1	1,8
Off-shore	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	18,9	2,3	0,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Classe Anbima	EFPC empresas públicas	EFPC empresas privadas	EAPC	Fundos de investimento	Outros investidores institucionais	Corporate	Private	Varejo	Poder público	RPPS	Estrangeiros	Outros	Total
Renda fixa	7,0	10,4	1,9	1,6	4,4	18,4	8,1	29,9	10,5	6,7	0,2	0,9	100,0
Ações	37,8	8,0	0,1	11,1	0,3	0,8	25,5	9,7	0,2	2,0	0,4	4,2	100,0
Multimercados	6,0	16,0	0,2	8,0	0,4	12,3	40,6	5,5	1,6	0,3	4,3	4,8	100,0
Cambial	0,0	0,0	0,1	0,7	0,6	41,4	23,4	32,5	0,9	0,0	0,1	0,4	100,0
Previdência	0,0	0,0	97,4	0,1	2,3	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0
ETF	0,0	29,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	6,5	0,0	0,0	0,0	63,7	100,0
FIDC	0,5	0,6	0,0	22,1	0,1	53,7	8,7	3,4	1,4	1,4	5,2	3,0	100,0
FIP	3,0	3,8	0,0	12,9	0,1	10,8	21,9	1,8	0,1	1,1	40,6	3,8	100,0
FII	0,8	0,6	0,0	4,9	0,1	16,6	21,1	12,3	0,0	1,1	2,9	39,5	100,0
Off-shore	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	92,5	7,3	100,0
Total	6,5	8,8	17,7	4,1	2,6	13,4	14,7	16,4	5,4	3,5	4,1	2,7	100,0

Fonte: Anbima – relatório de PL e captação por categoria de fundo e perfil de investidor.

As EFPCs de empresas públicas investem em renda fixa (52,2%), ações (27,1%) e multimercado (17,9%); são o segmento de investidor que mais carrega ações (37,8% do total de ações), e seu declínio no total dos investidores, aludido na seção anterior deste texto, explica em parte a redução da participação das ações no total de fundos geridos pelo setor de fundos. Por sua vez, os fundos de investimento, embora representem somente 4,1% do total de investidores, carregam 11,1% do total de fundos de ações.

O segmento *private* é o segundo maior entre os investidores dos fundos de investimentos. Este segmento tem uma participação de renda fixa em sua carteira bastante inferior à média do observado entre os segmentos de investidor: 26,5% contra 48,3% em média. Os multimercados são os mais presentes em sua carteira (53,4%). Esse segmento de investidor, que teve participação crescente, no período analisado neste texto, escolhe um padrão de gestão mais ativo – por isso carrega 40,6% do total de fundos multimercados, 25,5% do total de ações, 23,4% do total dos fundos cambiais, 21,9% dos FIPs e 21,1% dos FIIs. O crescimento da participação dos FIPs no total das classes de fundos mereceria um estudo setorial mais aprofundado – notadamente para averiguar se os fundos pertencem àqueles que foram objeto de incentivo pela Lei nº 12.431/2011.

A tabela 2, construída a partir de uma série de relatórios Private da Anbima, exhibe o perfil de aplicação dos proprietários de riqueza do segmento *private*.

TABELA 2
Total de ativos sob gestão (AuMs) 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

(Continua)

(Continuação)

	2012		2013		2014	
	R\$ milhões	%	R\$ milhões	%	R\$ milhões	%
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
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	100,0	577.177,22	100,0	645.064,51	100,0

Fonte: Anbima – Relatório Private, vários anos.
Elaboração da autora.
Obs.: AuM – *asset under management*.

No segmento *private*, chamam atenção algumas características interessantes. Em primeiro lugar, a importância dos fundos exclusivos e, nestes, a da classe dos multimercados com cerca de 18% de total de ativos desta categoria de investidores. Esta é uma forma crescentemente indicada pelo *private banking* para administrar fortunas de famílias – a criação de um fundo exclusivo permite auferir vantagens tributárias conforme a aplicação escolhida, além de facilitar o gerenciamento do processo de herança. Em segundo lugar, a importância das aplicações em renda variável, mas majoritariamente 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, não intermediados pelos fundos de investimento

(os títulos privados representam 94,9% do total de títulos, restando apenas 5,1% para os públicos). Entre os privados, chama atenção a crescente importância das LCAs.

O segmento *corporate*, que representa no último dado disponível 13,4% do PL total dos investidores, tem um perfil de aplicação extremamente conservador, investindo 66,1% em renda fixa. Aplica também em multimercados (17,7% do total de seu PL) e em FIDCs.⁹ Vale notar que este segmento carrega em suas aplicações 53,7% do total dos FIDCs. Além disso, é o que mais carrega fundos cambiais (41,4% do total desses fundos) – possivelmente uma forma de fazer *hedge* para operações com o exterior.

O varejo, por sua vez, é o segmento com perfil de aplicações mais conservador afora o poder público, tendo nada menos que 87,9% de seu PL constituído por fundos de renda fixa, sendo o maior carregador desses fundos (29,9% do total dos fundos de renda fixa tem no varejo seus investidores). Além disso, no período recente, 32,5% do total dos fundos cambiais está nas mãos deste segmento de investidor, o que revela uma aposta do mercado de que a desvalorização cambial teria continuidade.

O poder público e as entidades de RPPS são, respectivamente, 5,4% e 3,5% do total de investidores em fundos de investimentos. O primeiro segmento investe quase a totalidade (93,5%) de seu PL em renda fixa, assim como o segundo (92,5%). Note-se que eles carregam, respectivamente, 10,5% e 6,7% do total dos recursos em renda fixa.

Por fim, os estrangeiros representam 4,1% do total de investidores e aplicam 53,2% em FIPs, sendo os mais importantes carregadores deste tipo de fundo (40,6% do total desses fundos). Evidentemente, são também o segmento de investidor que

9. O FIDC é uma comunhão de recursos que destina parcela acima de 50% do seu respectivo PL para aplicações em direitos creditórios. Cabe ao administrador, uma instituição financeira específica, constituir o fundo e realizar o processo de captação de recursos junto aos investidores por meio da venda de cotas. Os FIDCs são uma forma de investimento em renda fixa, constituídos sob a forma de condomínio aberto – em que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas de acordo com o disposto no regulamento do fundo – ou fechado – em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo, de cada série ou classe de cotas conforme seu regulamento, ou em virtude de sua liquidação. Admite-se, ainda, a amortização de cotas por disposição do regulamento ou por decisão da assembleia geral de cotistas. Os direitos creditórios que compõem a carteira de ativos de um FIDC são provenientes dos créditos que uma empresa tem a receber, como duplicatas, cheques e outros. Por exemplo, a empresa vende um produto a prazo para um consumidor por cartão de crédito, e estes recebíveis (as parcelas a serem pagas pelo consumidor) podem ser vendidos para um FIDC na forma de direitos creditórios, permitindo à empresa antecipar o recebimento destes recursos em troca de uma taxa de desconto que, por sua vez, remunera os investidores do fundo.

mais investe em fundos *off-shore* (são donos de 92,5% do total de recursos aplicados nesses fundos).

Resta, agora, examinar o perfil de investidor e de aplicação das cinco maiores administradoras e gestoras de fundos do Brasil, objeto da próxima seção.

5 OS PERFIS DE INVESTIDOR E DE CARTEIRA DE ATIVOS DAS CINCO MAIORES ADMINISTRADORAS DE FUNDOS

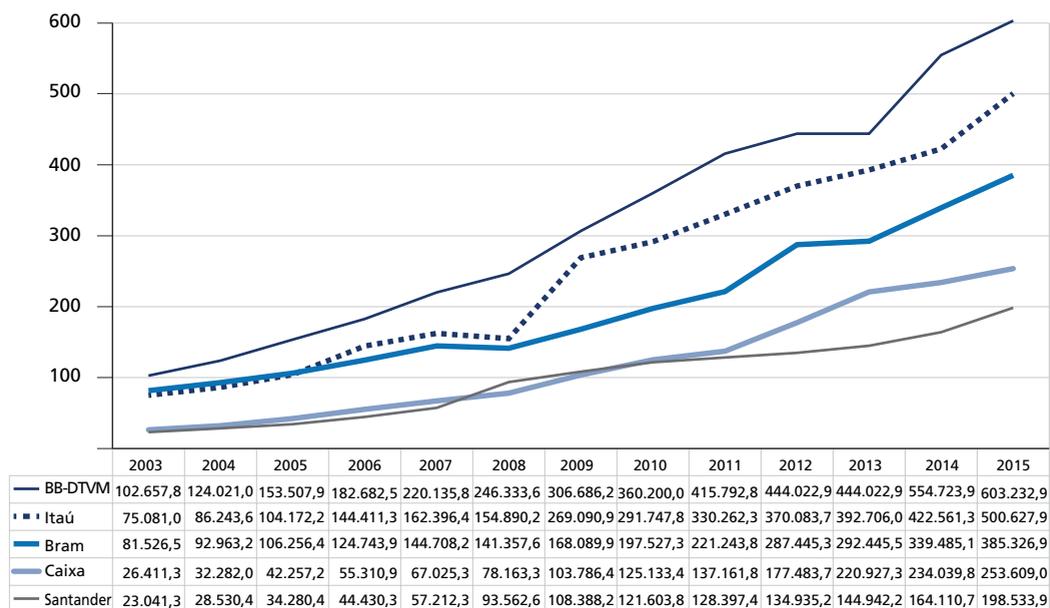
Um primeiro ponto a esclarecer é que o setor de fundos de investimentos é extremamente concentrado. De fato, as cinco maiores instituições administradoras de fundos concentravam a administração, em junho de 2016, de 70% dos ativos sob gestão dos fundos de investimento no Brasil.

Os dados trabalhados nesta seção são do *ranking* global de administração de recursos de terceiros (*global ranking of AuM*). Escolheu-se aqui fazer o recorte por ativos (e não por classe de fundos Anbima), pois, além de este *ranking* seguir uma metodologia de abrangência internacional, ele é um recorte que se compatibiliza com as análises dos demais setores financeiros, de modo a formar um quadro da movimentação da riqueza financeira entre os diferentes atores que compõem o sistema financeiro.¹⁰

O gráfico 11 exibe a evolução dos AuMs das cinco maiores administradoras de fundos do Brasil: BB-DTVM, Itaú, Bram, Caixa e Santander, nesta ordem de importância, com respectivamente 22,2%, 18,1%, 13,8%, 8,9% e 7,5% do AuM total em junho de 2016. Chama atenção o crescimento vertiginoso do montante de recursos administrado por estas instituições no período de 2003 a 2015. Todas, com exceção do Bram, estão bem acima do crescimento total do AuM do setor – 420% de 2003 a 2015 (gráfico 12). Considerando as fatias de mercado de cada uma das instituições, vê-se que, ao longo do período 2003-2015, todas têm seu montante de ativos sob gestão aumentado em cerca de 3 p.p., com exceção do Bram, cuja fatia de mercado declina em 1,4 p.p.

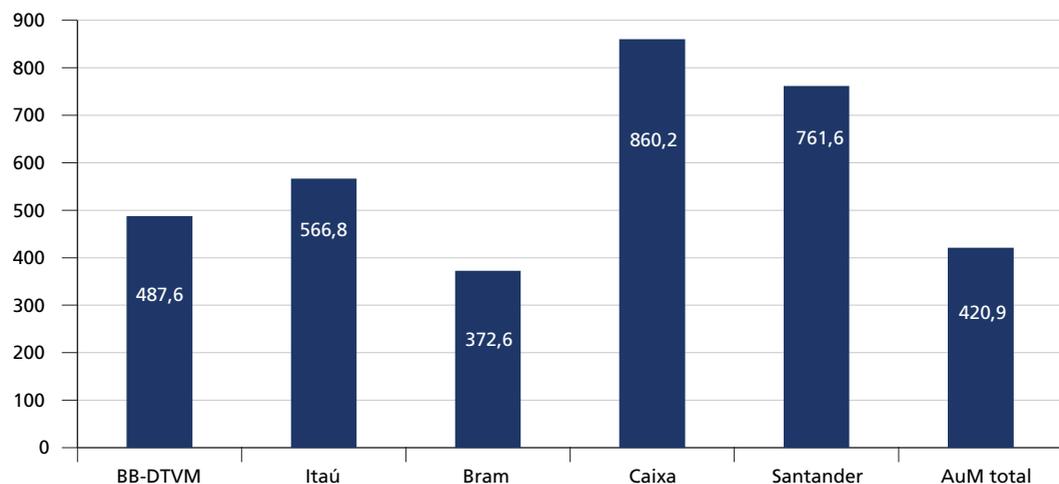
10. Os dados desta seção estão em termos de participação percentual do total dos AuMs. Os dados em reais encontram-se no apêndice D.

GRÁFICO 11
Evolução do AuM das cinco maiores administradoras de fundos
(Em R\$ milhões)



Fonte: Global Ranking of AuM, Anbima, vários anos.
Elaboração da autora.

GRÁFICO 12
Crescimento do AuM das cinco maiores administradoras de fundos e do total do setor de fundos (2003-2015)
(Em %)

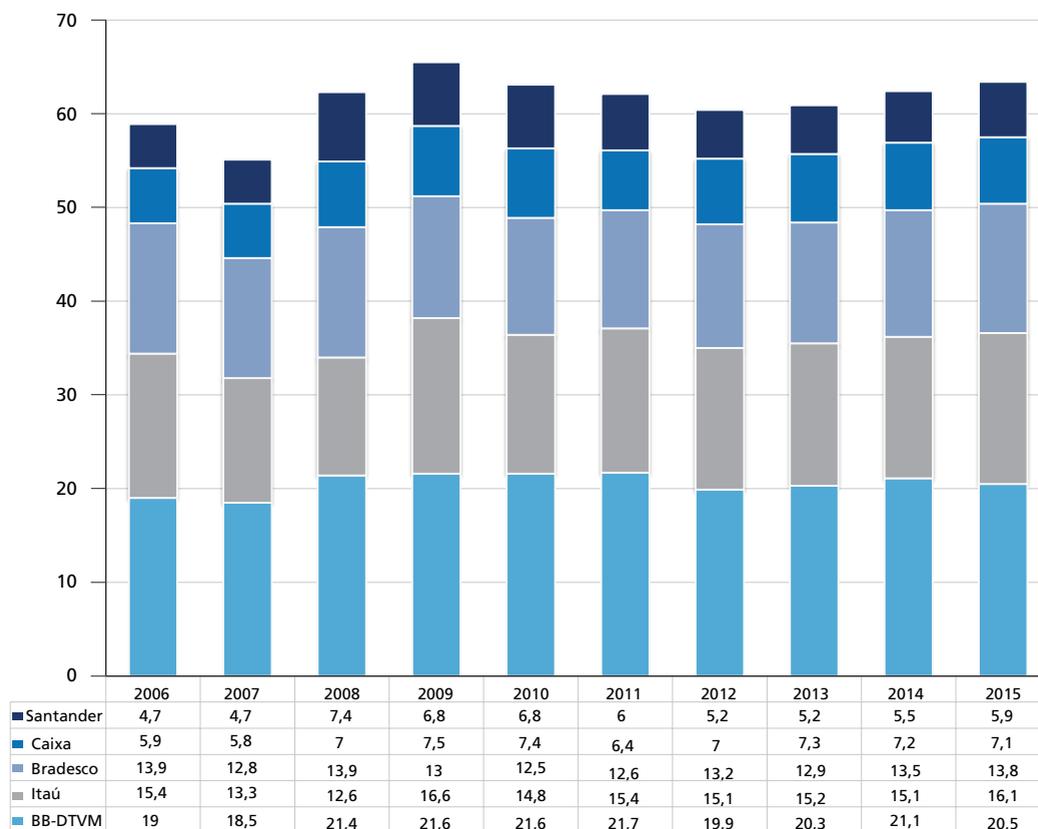


Fonte: Global Ranking of AuM, Anbima, vários anos.
Elaboração da autora.

É possível observar, no período em análise, dois momentos de aumento da concentração dos ativos administrados pelas cinco maiores instituições: em 2009 ocorre o primeiro, em que o total de recursos administrados pelas *top 5* aumenta sobremaneira, de 55,1% em 2007 para 65,5% em 2009; e em 2014, em que se inicia um movimento na mesma direção mas de menor intensidade – passa de 60,9% em 2013 para 62,4% em 2014, e para 63,4% em 2015 (gráfico 13).

GRÁFICO 13

AuM do total dos fundos de investimentos das cinco maiores administradoras de fundos
(Em %)



Fonte: Global Ranking of AuM, Anbima, vários anos.
Elaboração da autora.

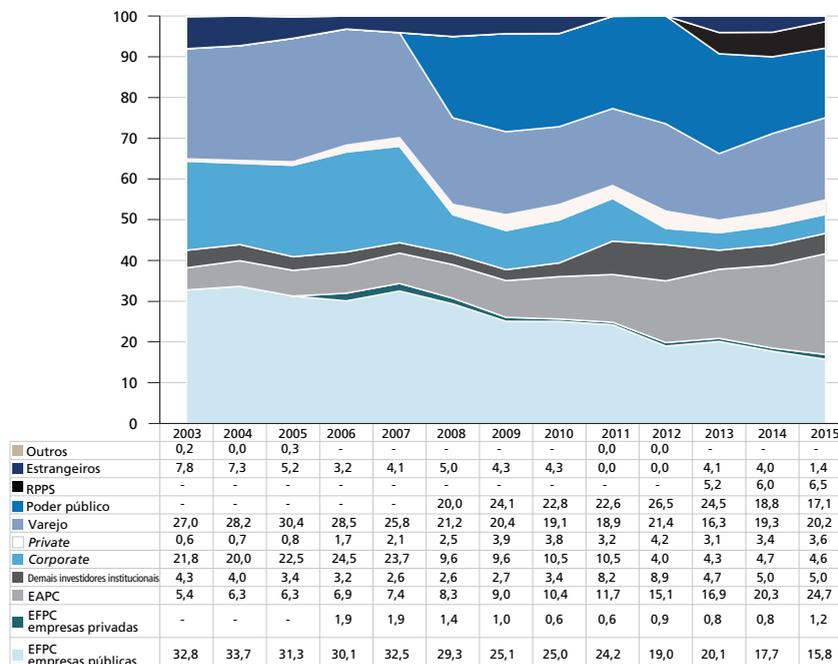
Cabe, agora, iniciar o exame das carteiras das instituições cotejando a evolução do perfil de investidores com a dos ativos nos quais eles investem.

5.1 BB-DTVM

Chama atenção a grande proporção de investidores institucionais na carteira do BB-DTVM: 45%, mantida, *grosso modo*, durante todo o período (gráfico 14). No entanto, observa-se uma recomposição desses atores no interior do agregado de investidores institucionais: durante o período, ocorre queda de 17 p.p. das EFPCs de empresas públicas e aumento concomitante das EAPCs, que passam a ser o segmento de investidores predominante. Nos demais segmentos, observa-se queda acentuada da participação do *corporate* (de 21,8% para 4,6%) e do varejo (de 27% para 20,2%). Em grande parte, este é o reflexo da introdução da contabilização do segmento poder público, cujas operações eram contabilizadas tanto no segmento *corporate* quanto no varejo. Note-se que as entidades de RPPS, discriminadas a partir de 2008, respondem por 6,5% do total do AuM do BB-DTVM e, em boa parte das bases de dados, elas são contabilizadas como parte do poder público. Finalmente, o segmento estrangeiros tem sua participação diminuída em 6,4 p.p., enquanto o *private* apresenta aumento discreto, de 0,6 p.p. para 3,6 p.p., sendo o BB-DTVM a instituição financeira com a menor participação deste segmento de investidor.

GRÁFICO 14

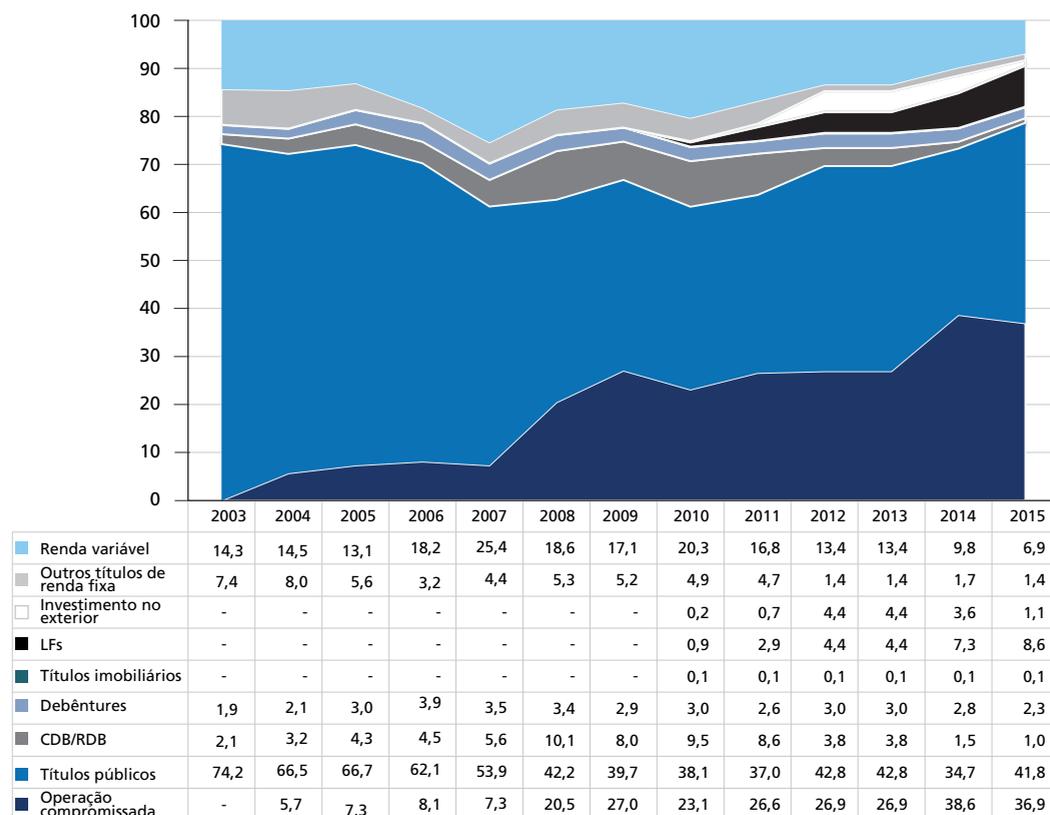
BB-DTVM: composição do AuM por segmento de investidor
(Em %)



Fonte: Global Ranking of AuM, Anbima, vários anos.
Elaboração da autora.

Em consonância com o grande apetite das EAPCs por fundos de renda fixa, observa-se ampla participação de títulos públicos e operações compromissadas (títulos lastreados em títulos públicos) nas carteiras administradas pelo BB-DTVM: a soma dos dois ativos atinge 80% em dezembro de 2015 (gráfico 15). No entanto, ao longo do período, observa-se uma queda da participação dos títulos públicos (de 74,2% para 41,8%) e o concomitante aumento da participação das operações compromissadas (de 5,7% para 36,9%). A diminuição da participação da renda variável (de 14,3% para 6,9% – com queda acentuada a partir de 2010), tendência observada para o conjunto do setor de fundos, foi acompanhada de um aumento das LFs, que atingem uma participação de 8,6% em 2015, terceira maior participação depois das operações compromissadas e dos títulos públicos.

GRÁFICO 15
BB-DTVM: composição do AuM por categoria de ativo
(Em %)

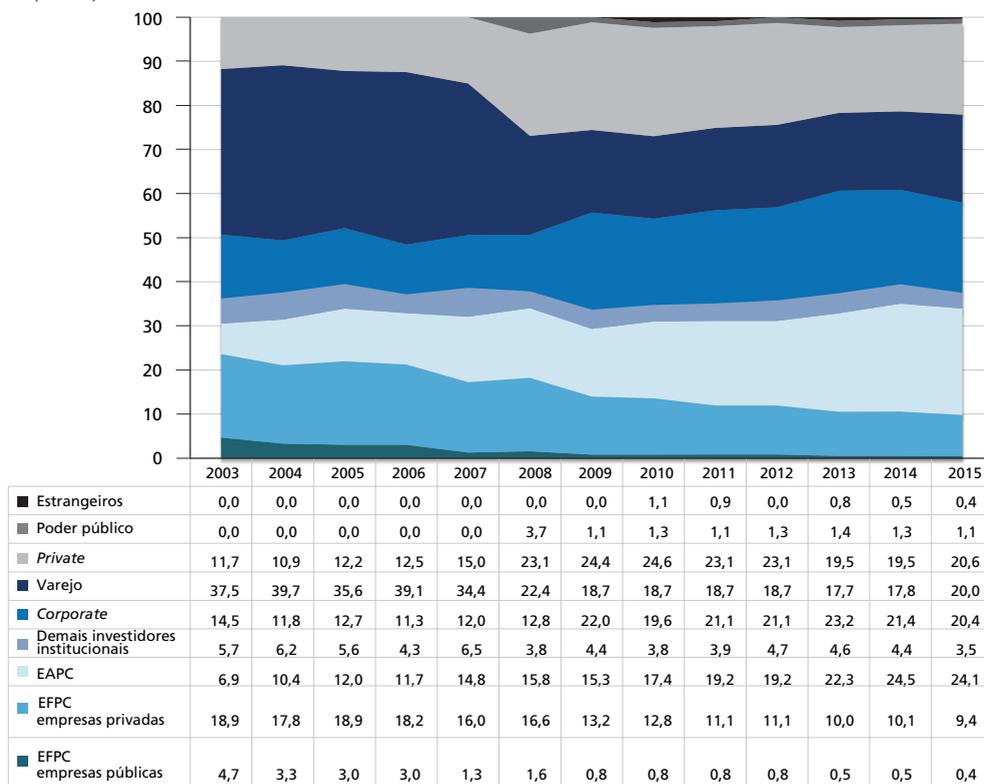


Fonte: Global Ranking of AuM, Anbima, vários anos.
Elaboração da autora.

5.2 Itaú

Os investidores institucionais mantêm, ao longo do período em análise, uma participação de aproximadamente 36% do total dos recursos administrados pelo Itaú (gráfico 16). No entanto, à maneira do que se observou no BB-DTVM, ocorre uma recomposição nesse agregado: observa-se queda acentuada das EFPCs, tanto de empresas privadas quanto de públicas, de 18,9% para 9,4% e de 4,7% para 0,4%, respectivamente, e um acentuado aumento das EAPCs, de 6,9% para 24,1%. Nesta instituição financeira, também, este segmento de investidor passa a ser preponderante, desde 2013. Segmentos que tiveram, no período, aumento da participação foram o *private* (de 11,7% para 20,6%) e o *corporate* (de 14,5% para 20,4%). Em contrapartida, e de forma muito mais acentuada que o observado no BB-DTVM, ocorreu queda do segmento varejo (de 37,5% para 20%). Poder público e estrangeiros apresentam participações mínimas em todo o período.

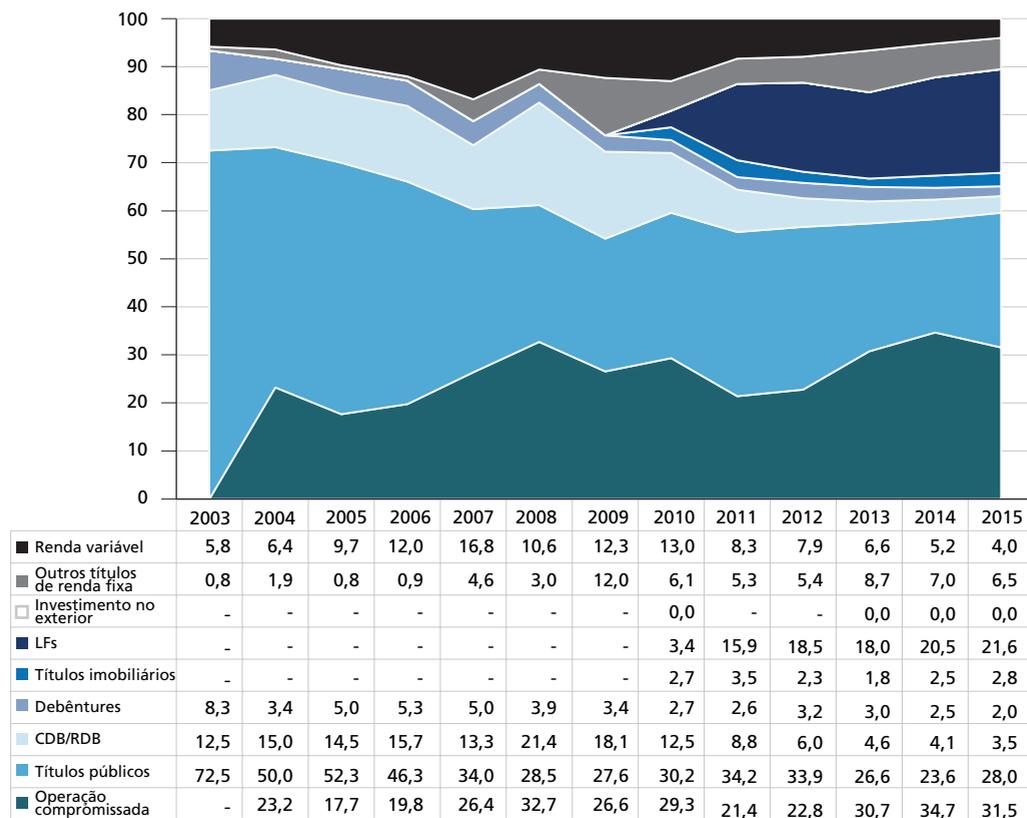
GRÁFICO 16
Itaú: composição do AuM por segmento de investidor
(Em %)



Fonte: Global Ranking of AuM, Anbima, vários anos.
Elaboração da autora.

O gráfico 17 mostra que a participação dos títulos públicos cai vertiginosamente no período considerado, de 72,5% para 28%. As operações compromissadas, por seu lado, passam de 23,2% para 31,5%. Considerando a soma dos dois, há uma queda de 10 p.p., assim como de CDBs/RDBs (-9 p.p.); em contrapartida, ocorre no período um aumento importante das LFs (de 3,4% em 2010 para 21,6% em 2015), também terceira maior participação depois das operações compromissadas e dos títulos públicos. A renda variável apresenta evolução semelhante à observada na carteira do BB-DTVM, aumento até 2010 e queda acentuada desde então; e debêntures apresentam queda de participação da ordem de 6,3 p.p. no período.

GRÁFICO 17
Itaú: composição do AuM por categoria de ativo
(Em %)



Fonte: Global Ranking of AuM, Anbima, vários anos.
Elaboração da autora.

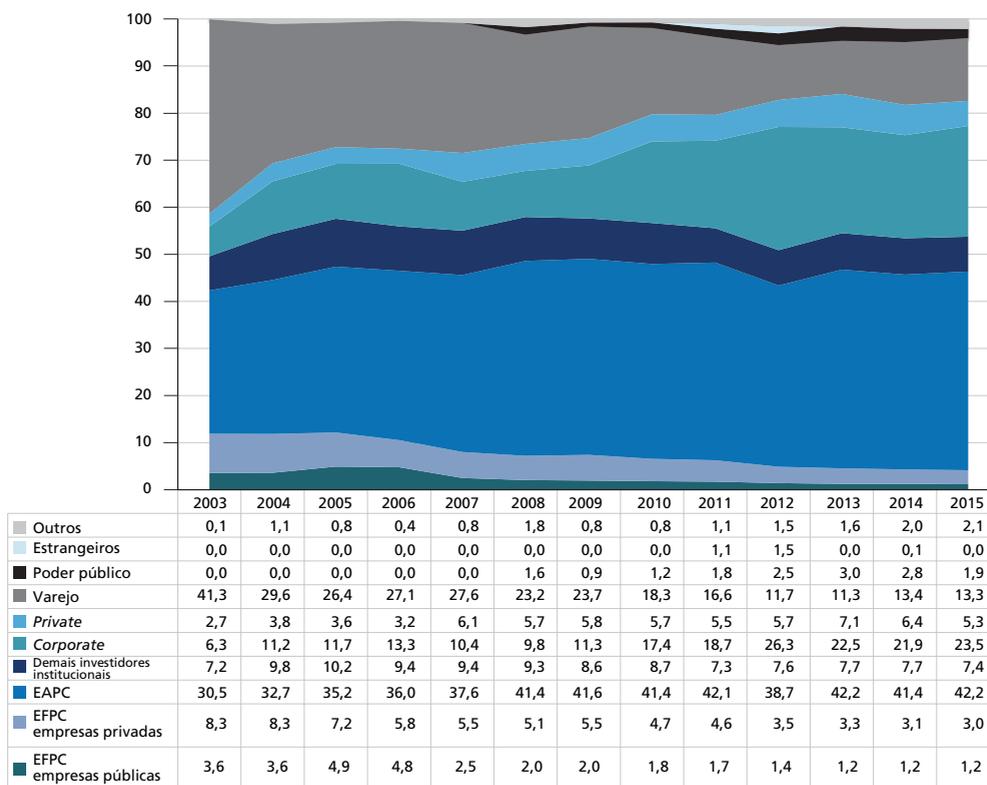
5.3 Bram

A participação dos investidores institucionais é aqui a maior entre as instituições observadas, variando entre 50% e 55% ao longo do período em análise (gráfico 18). À semelhança do que ocorre nas demais, cresce no período a participação das EAPCs em relação às outras entidades de previdência (aumento de 11,7 p.p.); no entanto, em contraste com as demais instituições, essa participação já era preponderante, entre os investidores institucionais, desde o início da série. O movimento que chama muito atenção foi a queda do segmento varejo, de cerca de 30 p.p. (passando de 41,3% para 13,3%). A queda foi contrabalançada em grande parte por um aumento acentuado do segmento *corporate* (de 6,3% para 23,5%), mesmo no último triênio, em que se observou uma diminuição desta participação para o conjunto do setor. A queda da participação do varejo também encontrou contrapartida no aumento da participação dos investidores institucionais (+5 p.p.) e do segmento *private* (+3 p.p.).

GRÁFICO 18

Bram: composição do AuM por segmento de investidor

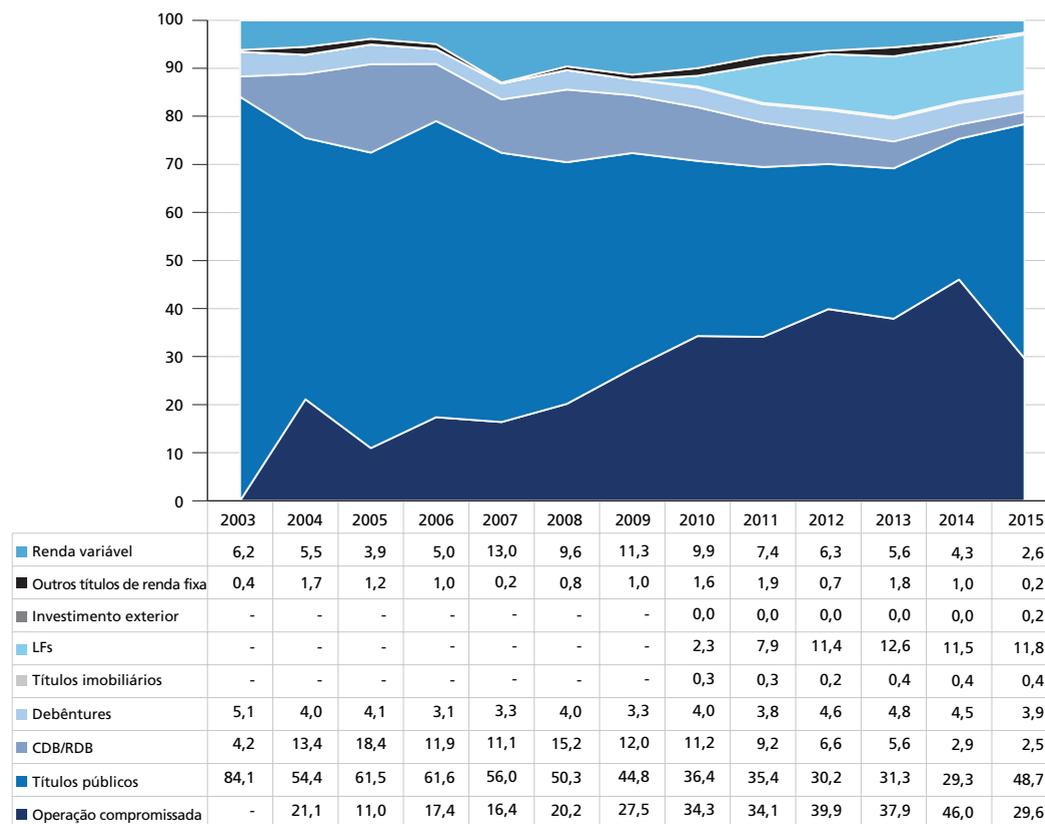
(Em %)



Fonte: Global Ranking of AuM, Anbima, vários anos.
Elaboração da autora.

De forma consistente com o perfil de seus investidores, predomina fortemente o agregado títulos públicos mais operações compromissadas – com participação de mais de 80% ao longo do período –, com queda da participação dos títulos públicos (-35,4 p.p.) e aumento das compromissadas (+8,5 p.p.) (gráfico 19). Também de modo coerente com o perfil conservador de seus investidores, observa-se queda na participação da renda variável (após aumento até 2009), que atinge apenas 2,6% ao final da série. Caem também as participações das debêntures e dos CDBs/RDBs, enquanto se nota forte aumento das LFs, que atingem ao final da série uma participação de 11,8%, a terceira maior categoria de aplicação, à semelhança do observado nas demais instituições.

GRÁFICO 19
Bram: composição do AuM por categoria de ativo
(Em %)



Fonte: Global Ranking of AuM, Anbima, vários anos.
Elaboração da autora.

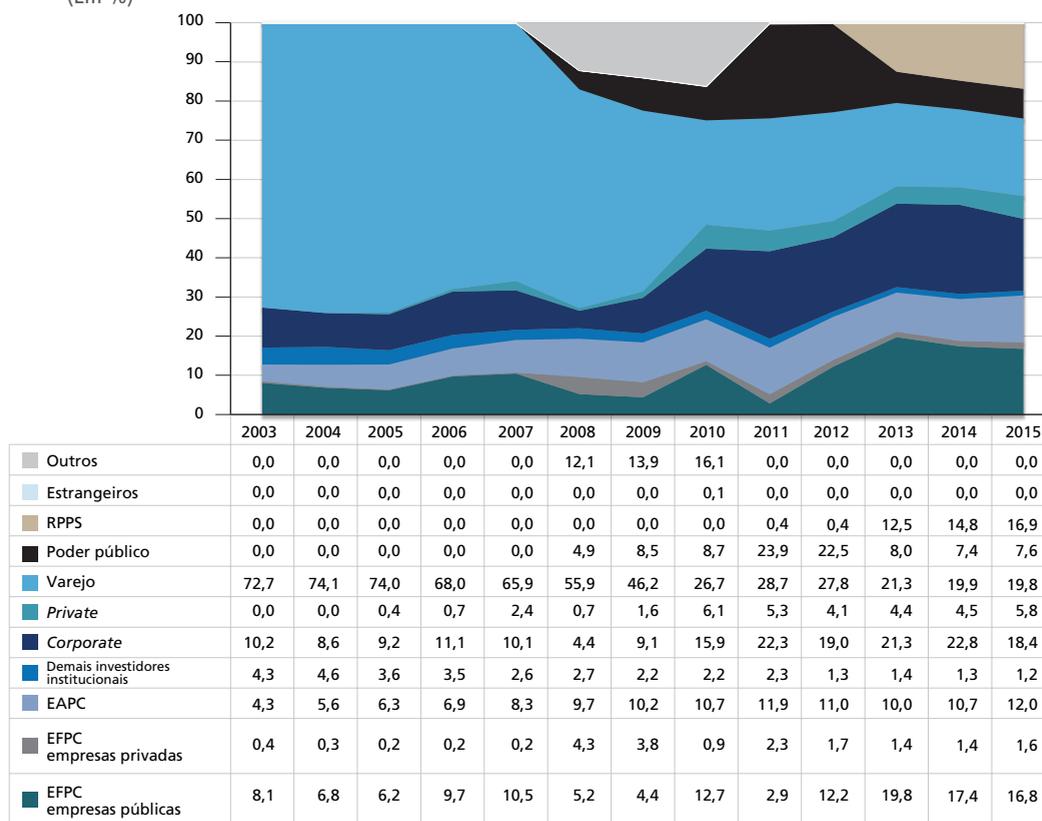
5.4 Caixa

A composição dos investidores da Caixa é distinta das demais: além de contar com uma participação dos investidores institucionais inferior à observada nas demais instituições, no interior deste agregado, há predomínio das EFPCs de empresas públicas, categoria que cresce no período 8,7 p.p. e atinge participação de 16,8% (gráfico 20). A categoria das EAPCs também observa crescimento no período, atingindo 12%, além dos segmentos *corporate* e *private*, que têm aumento na sua participação de 8,2 p.p. e 5,8 p.p., respectivamente (note-se que a categoria *private* tinha participação nula no início da série). O segmento varejo, no entanto, cai em termos relativos nada menos que 52,9 p.p., a maior queda de participação do segmento entre todas as instituições aqui observadas. Poder público e RPPS encontram aqui a maior variação positiva em sua participação, atingindo, no final da série, 7,6% (poder público) e 16,9% (RPPS).

GRÁFICO 20

Caixa: composição do AuM por segmento de investidor

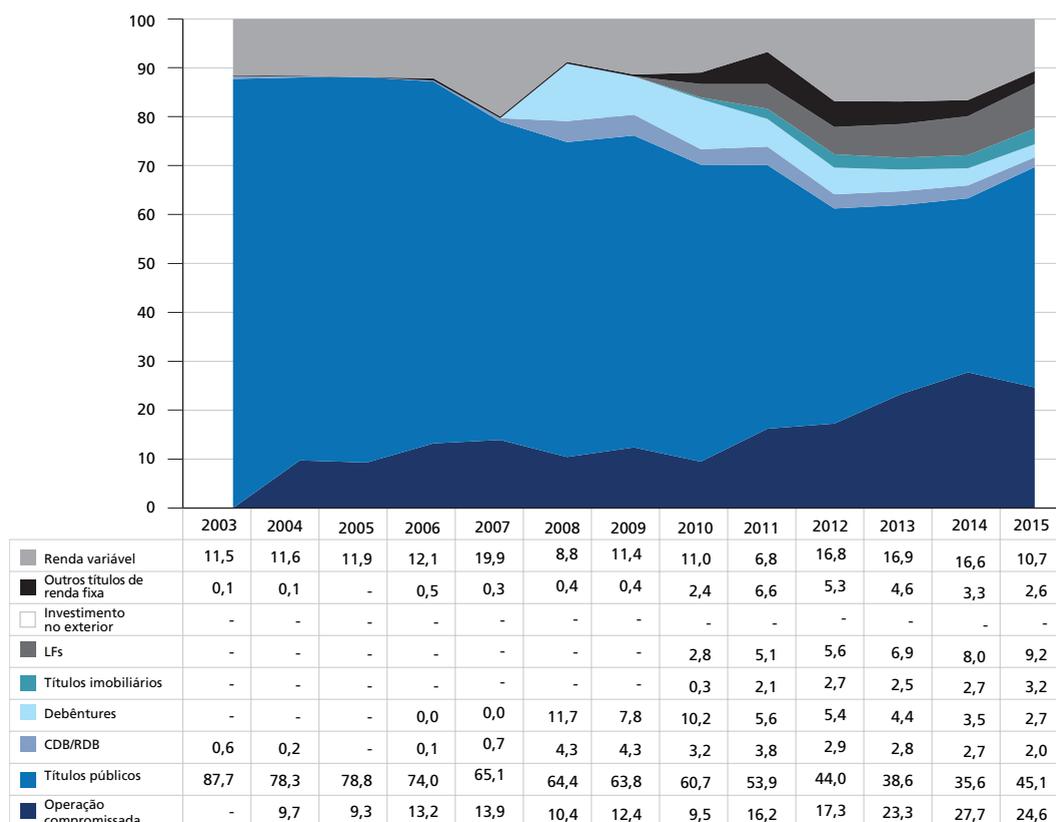
(Em %)



Fonte: Global Ranking of AuM, Anbima, vários anos.
Elaboração da autora.

Em virtude do tipo um tanto *sui generis* de seus investidores, o perfil de ativos nos quais a riqueza está aplicada também é incomum. Com efeito, durante o período, observou-se queda da participação do agregado títulos públicos mais operações compromissadas de quase 20 p.p. À semelhança das demais instituições, aumenta a participação das LFs a partir de 2010 e, em contraste com elas, a participação da renda variável praticamente se mantém, depois de aumentar significativamente no triênio 2012-2014 (gráfico 21). Esta evolução condiz com o apetite por ações do segmento EFPC de empresas públicas aludido em seção anterior deste texto.

GRÁFICO 21
Caixa: composição do AuM por categoria de ativo
(Em %)



Fonte: Global Ranking of AuM, Anbima, vários anos.
Elaboração da autora.

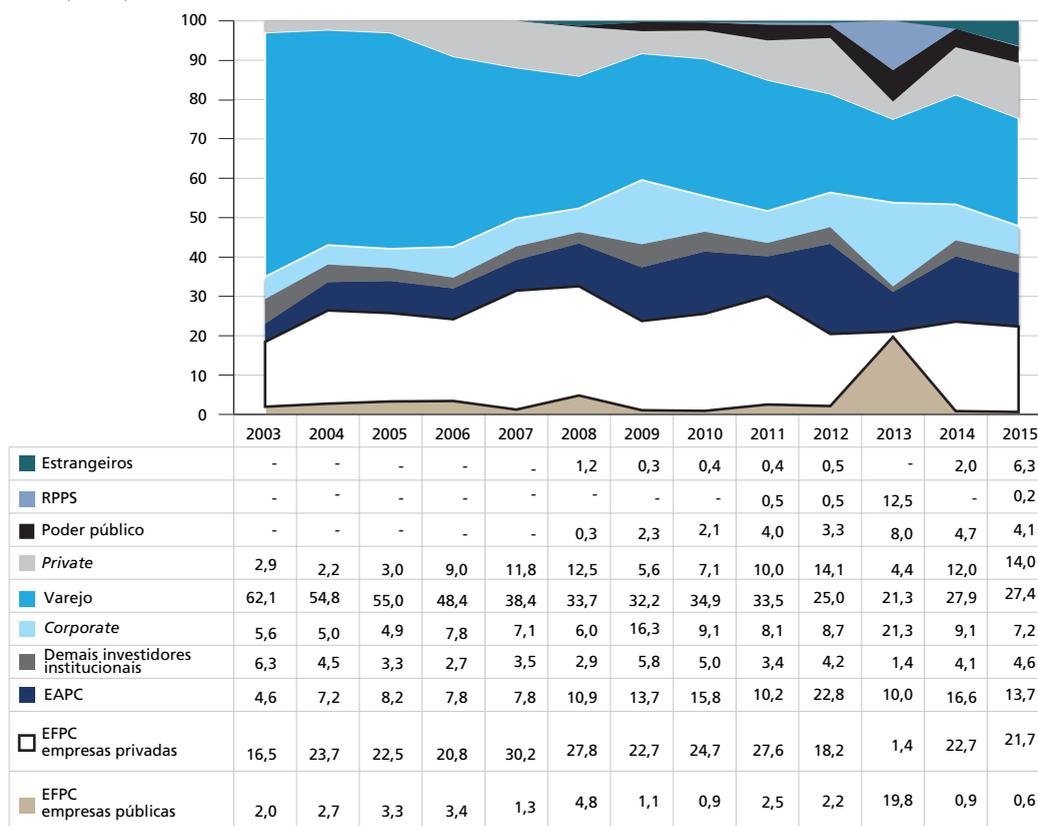
5.5 Santander

A participação dos investidores institucionais cresce no período em análise de 29,4% para 40,6%, especialmente as EAPCs, que respondem por 9,1 p.p. desse crescimento (gráfico 22). No entanto, as EFPCs de empresas privadas, que já no início da série eram o segundo segmento em termos de participação, crescem e mantêm essa posição, sendo o mais importante investidor institucional desta instituição. Observa-se, também, queda pronunciada do varejo (-34,7 p.p.) e concomitante crescimento do *private* (+11,1 p.p.). Além disso, ganham importância os segmentos estrangeiros e poder público, que atingem, respectivamente, participações de 6,3% e 4,1% ao final da série. O segmento *corporate* tem crescimento discreto, mas mantém participação bem mais baixa que a verificada nas outras instituições, sendo apenas maior que a observada no BB-DTVM (7,2% ao final da série).

GRÁFICO 22

Santander: composição do AuM por segmento de investidor

(Em %)



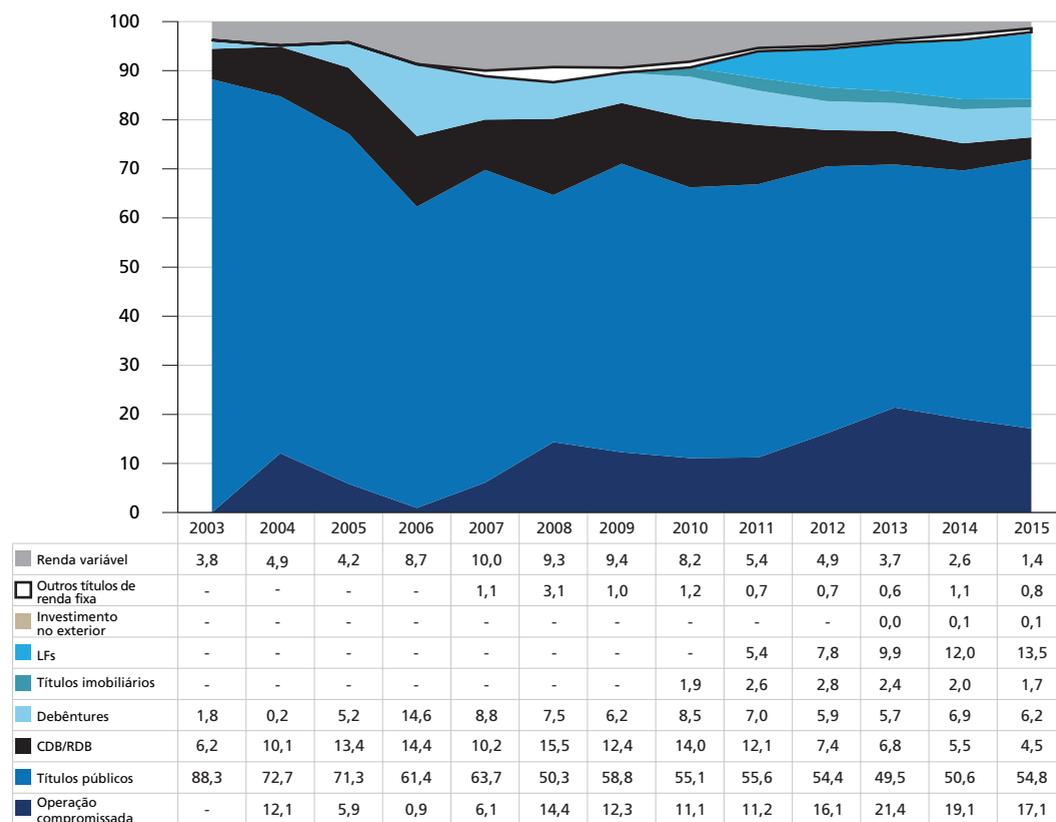
Fonte: Global Ranking of AuM, Anbima, vários anos.
Elaboração da autora.

Nessa instituição, observa-se uma queda de cerca de 15 p.p., ao longo da série, do agregado títulos públicos mais operações compromissadas, com queda expressiva dos primeiros (-33,5 p.p.) e aumento modesto das segundas (+5 p.p.) (gráfico 23). A renda variável, cuja participação nunca foi expressiva, atinge em 2015 a mais baixa proporção entre todas as instituições aqui examinadas: 1,4%. Em compensação, um outro instrumento de financiamento corporativo privado encontra aumento em sua participação: as debêntures. Este é, muito provavelmente, reflexo do perfil de investidor, com grande concentração das EAPCs de empresas privadas. Por fim, à semelhança do que acontece no conjunto do mercado, aumenta a participação das LFs.

GRÁFICO 23

Santander: composição do AuM por categoria de ativo

(Em %)



Fonte: Global Ranking of AuM, Anbima, vários anos.
Elaboração da autora.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O exame das participações dos diferentes segmentos de investidor e dos diferentes ativos das cinco principais administradoras de fundos mostra que o tipo de aplicação é bastante sensível ao perfil dos donos da riqueza. No entanto, em todos há grande importância das aplicações mais seguras e com rentabilidade alta e garantida: títulos públicos ou operações compromissadas. No período examinado, caiu a participação dos títulos públicos e aumentou a das compromissadas.

Outro traço comum a todas as instituições foi o aumento das LFs em suas carteiras, o que evidencia a mudança de estratégia de captação de recursos por parte dos bancos, que encontraram no setor de fundos um grande respaldo, uma vez que este produto foi crescentemente oferecido a seus investidores.

Uma grande aposta dos que acreditavam na expansão do mercado de títulos corporativos, as debêntures, não teve do setor de fundos uma recepção muito calorosa. Embora tenha havido expansão deste ativo no mercado, isto não se refletiu na carteira dos fundos de investimento. Nas instituições aqui examinadas, apenas no Santander se verificou um aumento desta participação no período.

A renda variável teve no período desempenho muito ruim, especialmente depois de 2010, no entanto, os FIPs, uma categoria de fundos estruturados, mostraram (como se viu na seção 2 deste texto) aumento significativo. Mais estudos, de natureza setorial, podem ajudar a entender em que medida este pode significar um aceno positivo para o financiamento corporativo via fundos de investimentos.

Como se viu em *Texto para Discussão* anterior (ver nota de rodapé 1), os fundos de investimentos são importantes detentores da dívida mobiliária federal interna. Em dezembro de 2015, a participação dos fundos de investimentos entre os detentores da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) era de 40,9%.¹¹

Isso revela um dos grandes papéis macroeconômicos destas instituições: carregar grande parte da dívida pública interna. Viu-se também que os fundos

11. Ver apêndice E neste texto.

alteram a composição de títulos públicos em suas carteiras conforme suas expectativas de movimento de taxa de juros. No momento de queda, eles migraram para títulos prefixados. No momento de subida, ou de expectativa de subida, a aposta é nos pós-fixados. Ou seja, há uma importante interface entre o perfil de emissão do Tesouro e o apetite dos fundos.

Por ora, uma das perguntas iniciais desta pesquisa – se os fundos de investimento poderiam ser de alguma forma uma via para construção de mecanismos de financiamento privado de longo prazo – foi respondida negativamente, em função do perfil “curto-prazista” e da “cultura do CDI”. Essa convenção de que as aplicações financeiras devam render *no mínimo* o que rende o Certificado de Depósito Interbancário (CDI) é o *benchmark* com o qual os donos da riqueza se acostumaram e os tomadores de decisão trabalham no mercado.

APÊNDICE A

QUADRO A.1
Fundos estruturados

Tipo de fundo	Características
Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs)	Também conhecidos como fundos de recebíveis; 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.
Fundos de Investimento em Participações (FIPs)	Destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição ou outros títulos e valores conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida (indicação de membros do Conselho de Administração). Os FIPs são constituídos sob a forma de condomínio fechado, destinados exclusivamente a investidores qualificados, com valor mínimo de subscrição de R\$ 100 mil, cujas cotas devem ter a forma nominativa.
Fundos de Investimento Imobiliários (FIIs)	Constituídos na forma de condomínio fechado, para aplicação em empreendimentos imobiliários e/ou valores mobiliários com lastro imobiliário. Não admitem resgate, sendo possível a saída do investidor apenas em mercado secundário. As pessoas físicas aplicadoras em FIIs têm isenção de imposto de renda sobre seus rendimentos desde que: <i>i)</i> as cotas sejam negociadas exclusivamente em bolsa de valores 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.

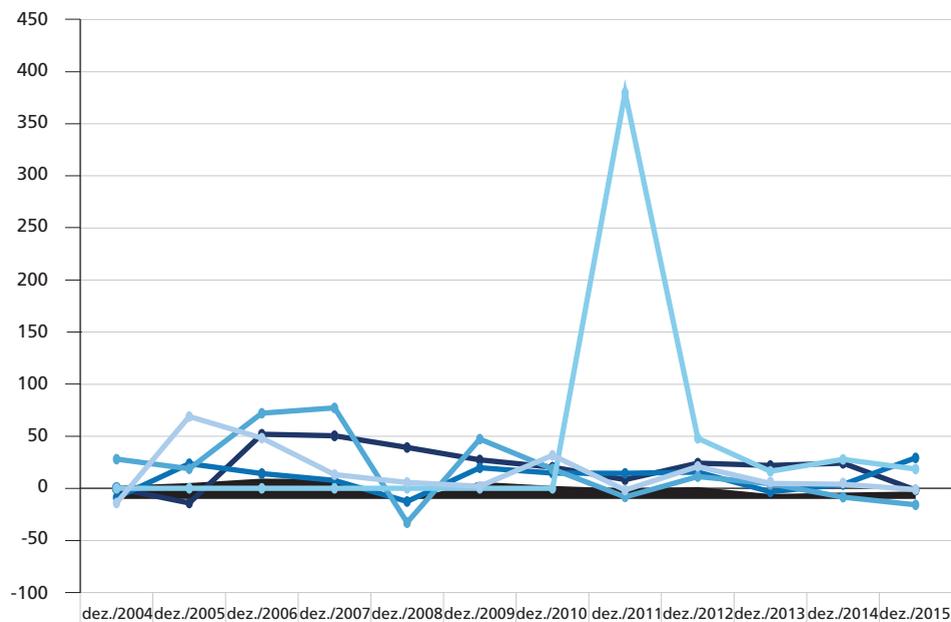
Elaboração da autora.

APÊNDICE B

GRÁFICO B.1

Varição anual do patrimônio líquido dos fundos de investimentos por tipo de ativo

(Em %)



	dez./2004	dez./2005	dez./2006	dez./2007	dez./2008	dez./2009	dez./2010	dez./2011	dez./2012	dez./2013	dez./2014	dez./2015
■ Total	17,0	20,5	26,2	25,5	-0,8	22,0	16,8	13,4	15,4	6,3	8,3	9,6
● Operação compromissada	0	-14,1	51,9	50,4	39,3	27,3	20,2	8,4	24,2	21,9	24,1	-1,7
● Títulos públicos federais	-9,0	23,6	14,3	7,7	-12,6	19,7	14,7	14,5	15,6	-3,2	3,8	29,3
● Renda variável	28,0	18,9	72,1	77,2	-32,7	47,4	18,5	-8,2	11,3	4,4	-8,5	-15,8
● Letras financeiras	0	0	0	0	0	0	0	379,8	47,9	16,4	27,8	18,6
● Debêntures	-14,2	69,1	48,4	13,2	5,6	2,0	31,6	-1,5	21,0	4,8	4,1	-1,3

Fonte: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (Anbima) – consolidado histórico dos fundos de investimentos.
Elaboração da autora.

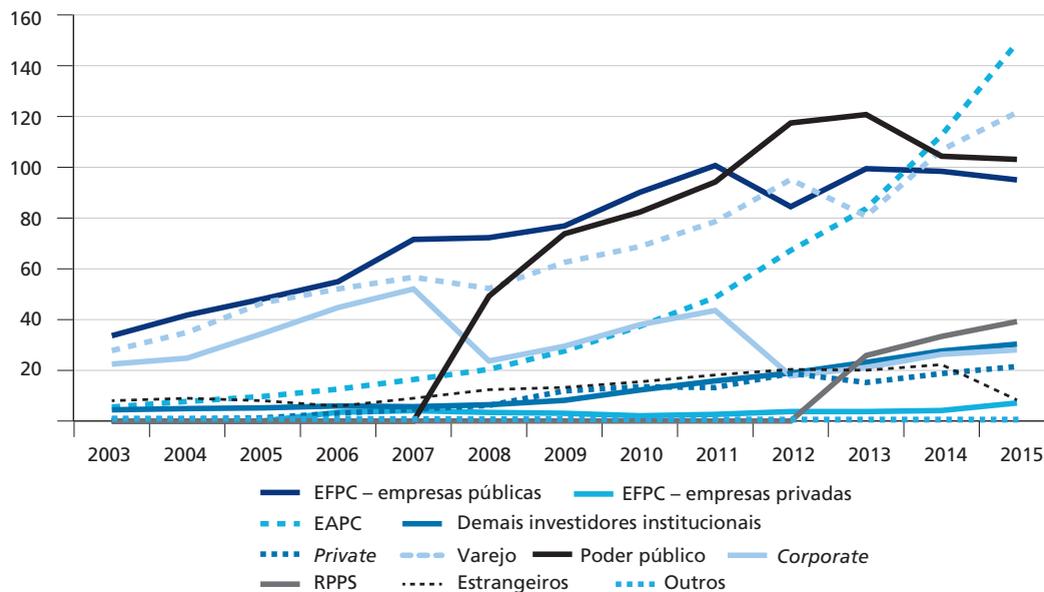
APÊNDICE C

GRÁFICO C.1

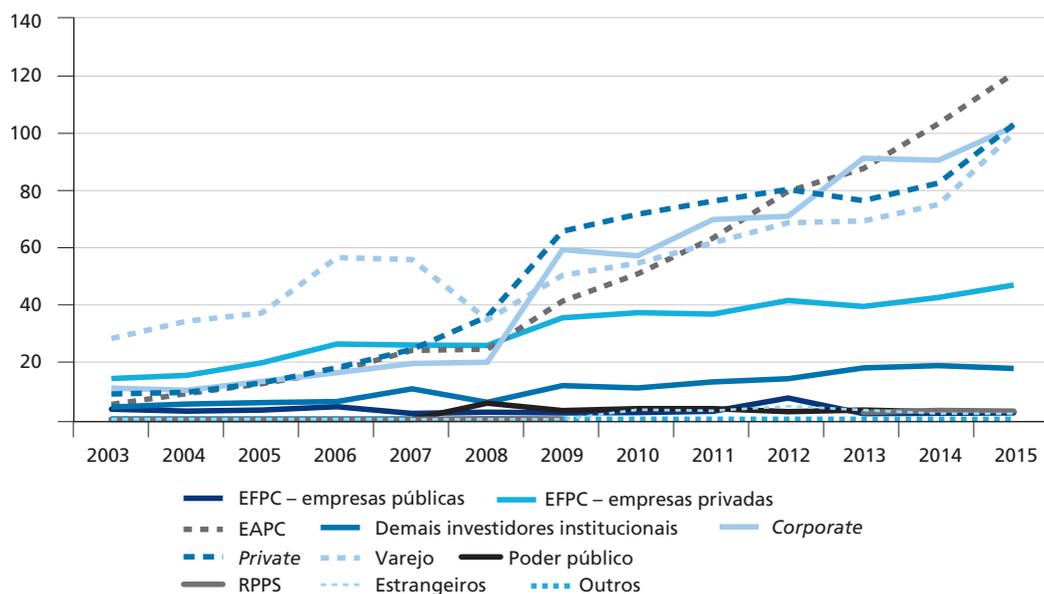
AuM das cinco maiores administradoras de fundos por segmento de investidor

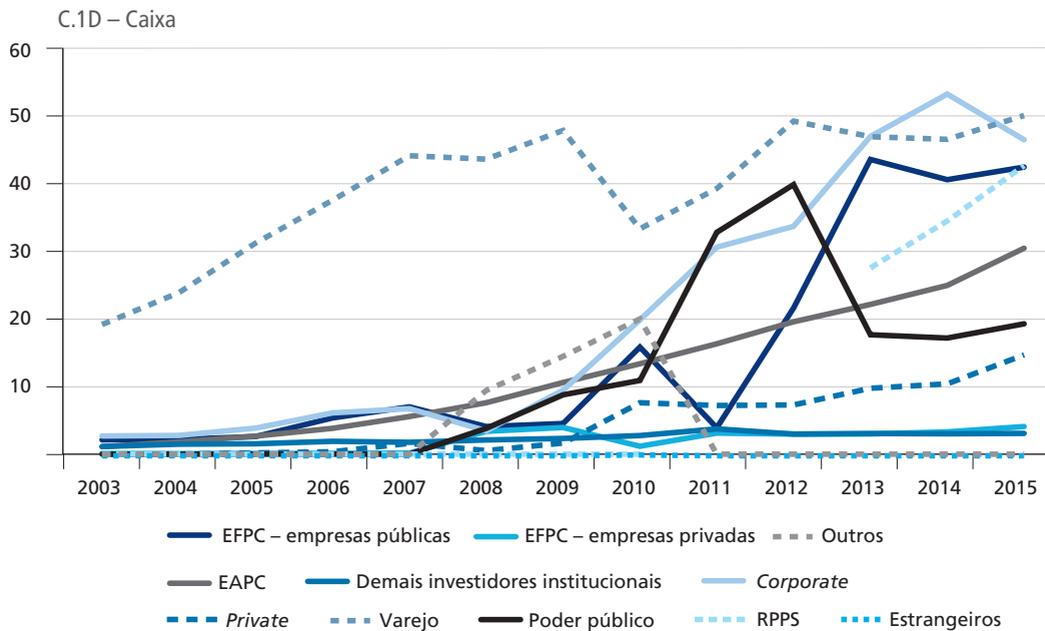
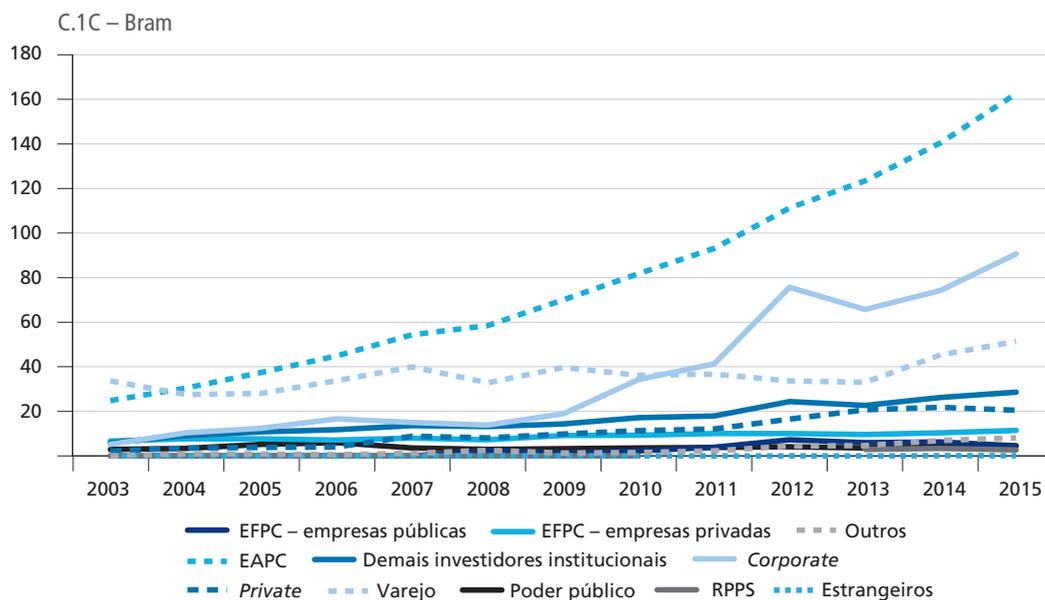
(Em R\$ milhões)

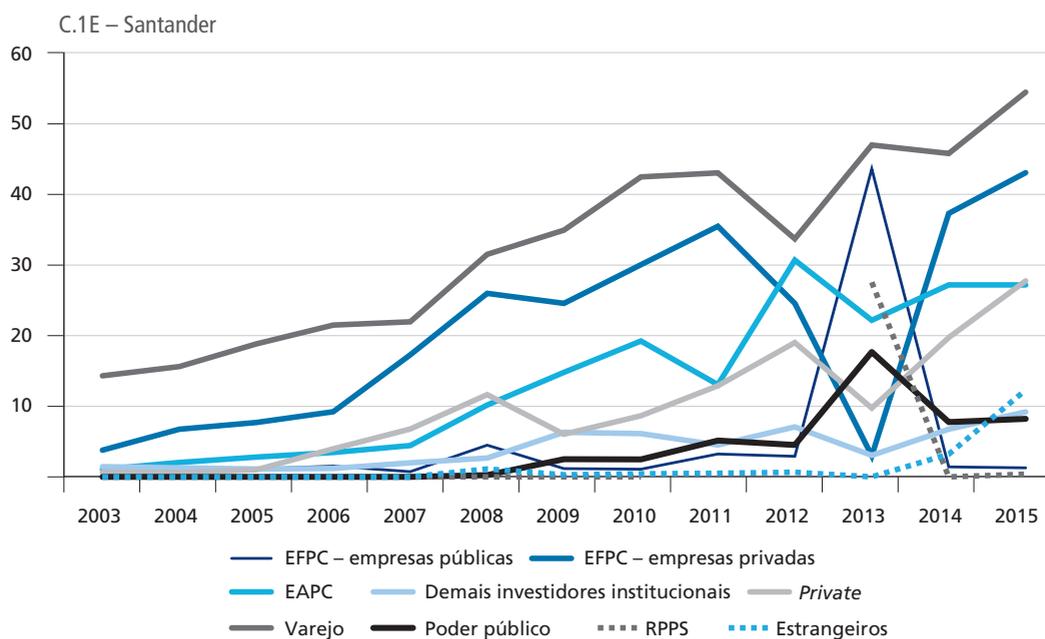
C.1A – BB-DTVM



C.1B – Itaú







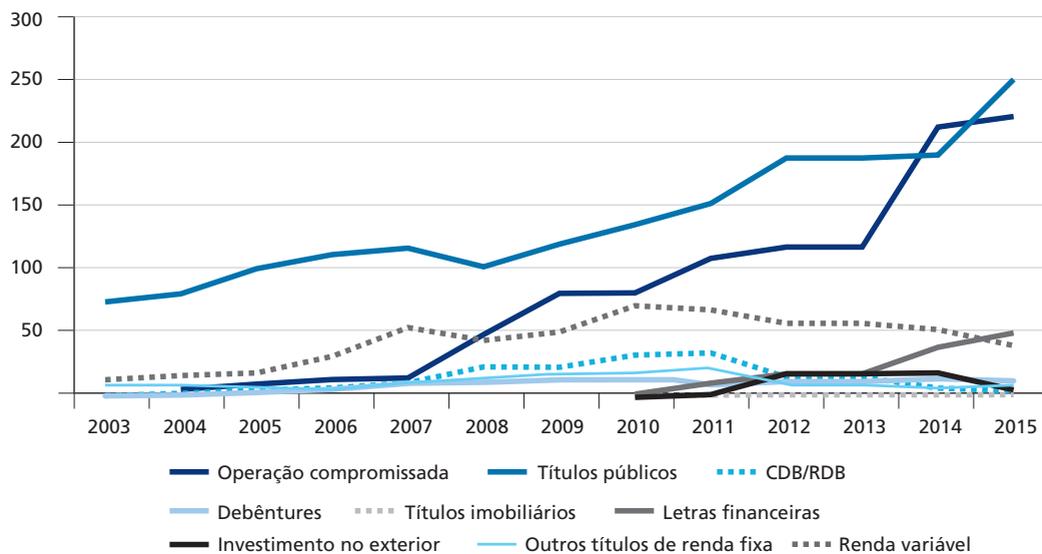
Elaboração da autora.

Obs.: AuM – *asset under management*; BB-DTVM – Banco do Brasil-Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.; Bram – Bradesco Asset Management; EFPC – entidade fechada de previdência complementar; EAPC – entidade aberta de previdência complementar; RPPS – Regime Próprio de Previdência Social.

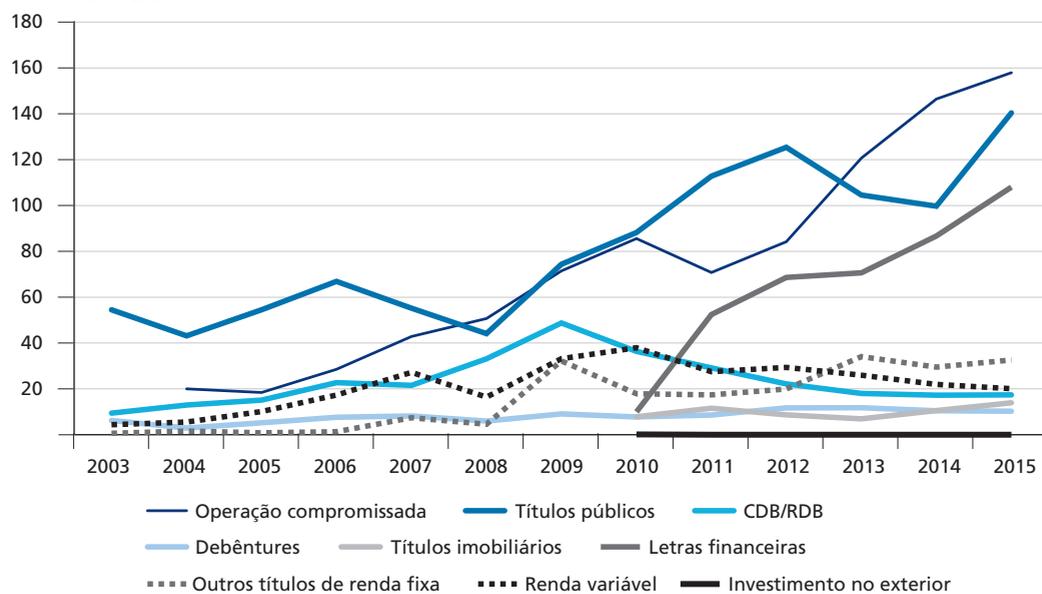
APÊNDICE D

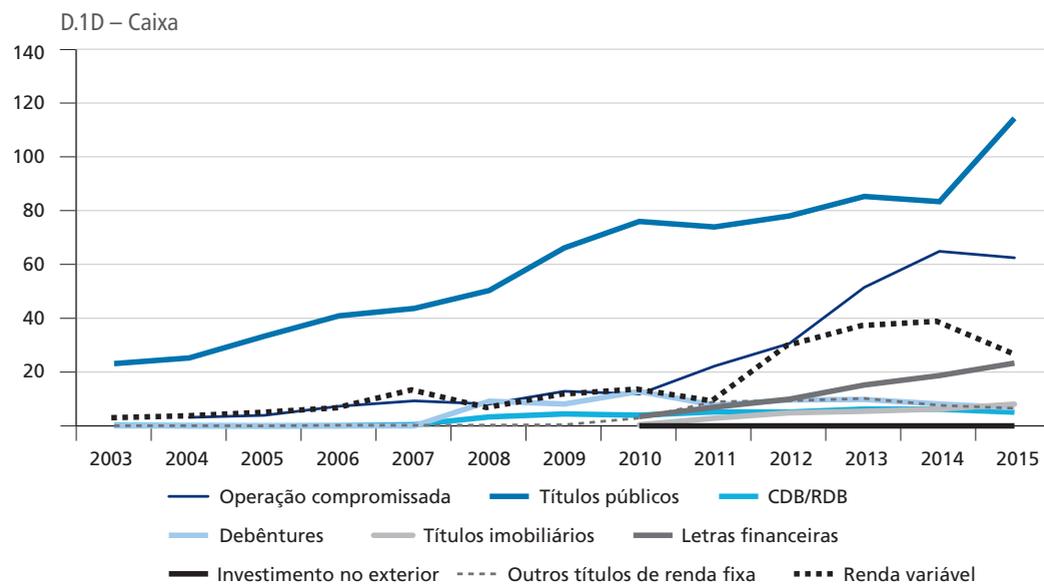
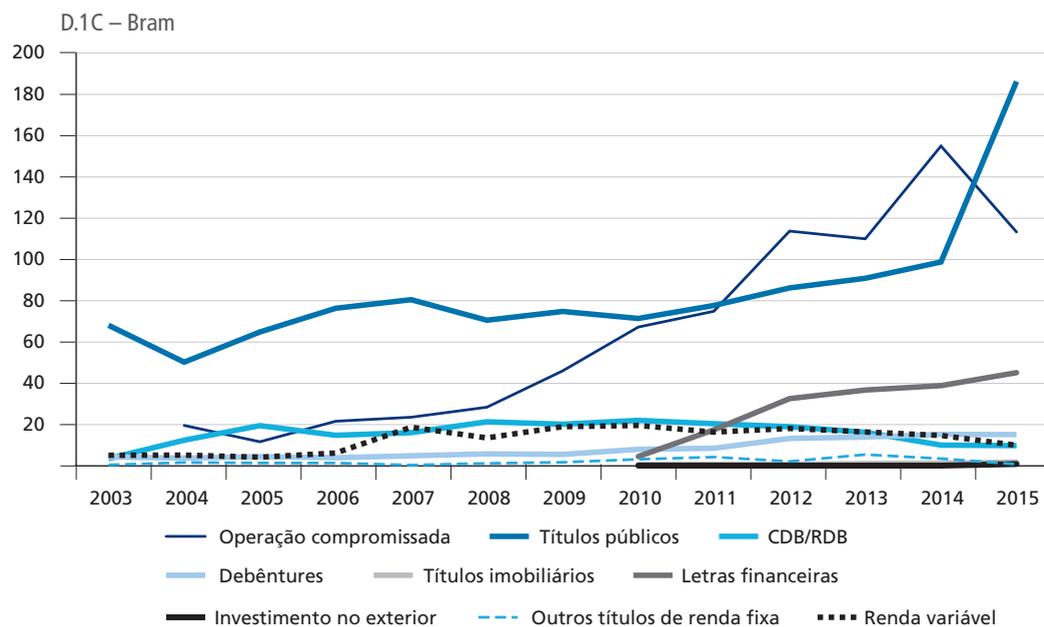
GRÁFICO D.1
AuM das cinco maiores administradoras de fundos por ativo
 (Em R\$ milhões)

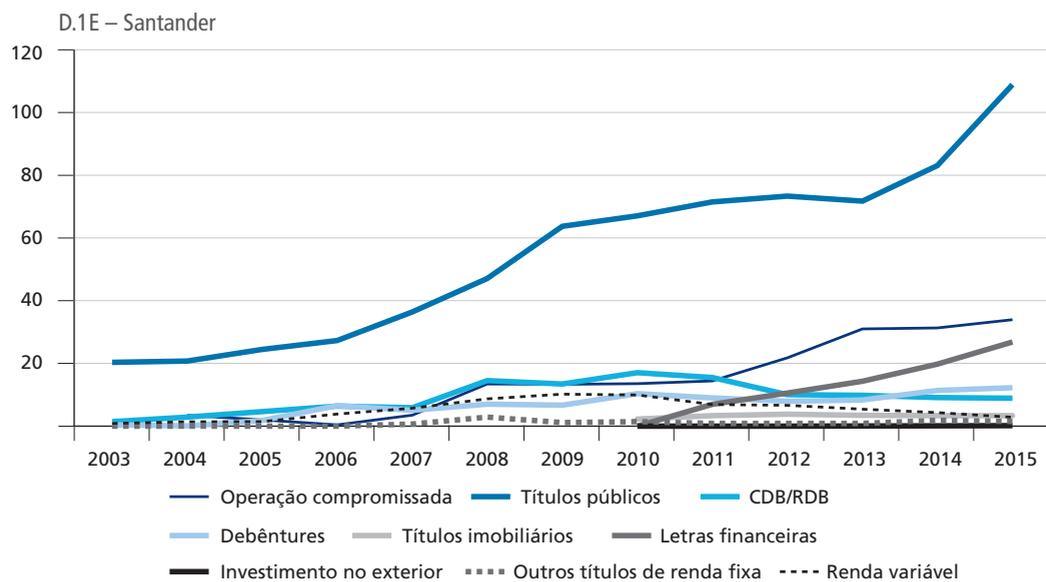
D.1A – BB-DTVM



D.1B – Itaú







Elaboração da autora.

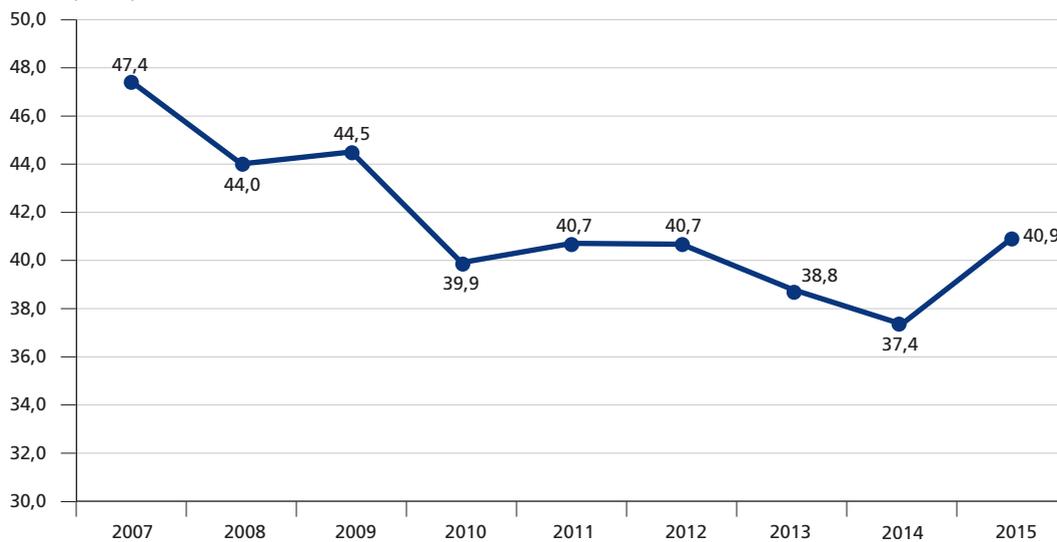
Obs.: AuM – *asset under management*; BB-DTVM – Banco do Brasil-Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.; Bram – Bradesco Asset Management; CDB/RDB – certificado de depósito bancário/recibo de depósito bancário.

APÊNDICE E

GRÁFICO E.1

Detentores da DPMFi: participação dos fundos de investimento e de previdência

(Em %)



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB) – Relatório Mensal da Dívida, anexo 2.7.

Elaboração da autora.

Obs.: DPMFi – Dívida Pública Mobiliária Federal interna.

Ipea – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
Assessoria de Imprensa e Comunicação

EDITORIAL

Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão

Andrea Bossle de Abreu

Revisão

Carlos Eduardo Gonçalves de Melo
Elaine Oliveira Couto
Lara Alves dos Santos Ferreira de Souza
Luciana Nogueira Duarte
Mariana Silva de Lima
Vivian Barros Volotão Santos
Cynthia Neves Guilhon (estagiária)
Madjory de Almeida Pereira (estagiária)

Editoração

Aeromilson Mesquita
Aline Cristine Torres da Silva Martins
Carlos Henrique Santos Vianna
Felipe de Oliveira Souza (estagiário)

Capa

Danielle de Oliveira Ayres
Flaviane Dias de Sant'ana

Projeto Gráfico

Renato Rodrigues Bueno

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

Livraria Ipea

SBS – Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES, Térreo.
70076-900 – Brasília – DF
Fone: (61) 2026-5336
Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

Missão do Ipea

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

ipea Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

MINISTÉRIO DO
**PLANEJAMENTO,
DESENVOLVIMENTO E GESTÃO**



ISSN 1415-4765



9 771415 476001