

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

JAQUELINE PAIVA SYLOS

**IMPACTO NO VOLUME CAPTADO NA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE
INVESTIMENTOS APÓS A VINDA DO MODELO “CONTA E ORDEM”
Uma Avaliação Preliminar ao longo do período 2019-2020**

PORTO ALEGRE

2021

JAQUELINE PAIVA SYLOS

**IMPACTO NO VOLUME CAPTADO NA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE
INVESTIMENTOS APÓS A VINDA DO MODELO “CONTA E ORDEM”
Uma Avaliação Preliminar ao longo do período 2019-2020**

Trabalho de conclusão submetido ao curso de Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima

PORTO ALEGRE

2021

JAQUELINE PAIVA SYLOS

**IMPACTO NO VOLUME CAPTADO NA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE
INVESTIMENTOS APÓS A VINDA DO MODELO “CONTA E ORDEM”**

Uma Avaliação Preliminar ao longo do período 2019-2020

Trabalho de conclusão submetido ao curso de Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima

Aprovada em:

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima - Orientador

UFRGS

Prof. Dr. Leonardo Xavier da Silva

UFRGS

Prof. Dr. Róber Iturriet Avila

UFRGS

CIP - Catalogação na Publicação

Sylos, Jaqueline Paiva

IMPACTO NO VOLUME CAPTADO NA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE
INVESTIMENTOS APÓS A VINDA DO MODELO "CONTA E ORDEM"

Uma Avaliação Preliminar ao longo do período 2019-2020. / Jaqueline Paiva
Sylos. -- 2021.

45 f.

Orientador: Antônio Ernani Martins Lima.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas,
Curso de Ciências Econômicas, Porto Alegre, BR-RS, 2021.

1. Conta e Ordem. 2. CVM 555. 3. Distribuição. 4. Fundos de
Investimentos. I. Lima, Antônio Ernani Martins, orient. II. Título.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, por tantas bênçãos a mim concedidas.

Ao Meu marido por ser meu maior impulsionador e

Ao meu filho Miguel, a Luz da minha vida!

RESUMO

A indústria de fundos de investimento no Brasil cresce ano após ano. Este crescimento é visível tanto pelo aumento do volume captado quanto pelo aumento do número de fundos ofertados. Com o crescimento do volume de aplicações em fundos de investimento muitos distribuidores passaram a exercer a subscrição das cotas de seus clientes por meio do modelo de conta e ordem em contrato firmado com o administrador fiduciário e o gestor de recursos. Nesse sentido, este trabalho é uma análise exploratória do biênio 2019-2020 no que tange aos dados de captação nos fundos de investimento que foram obtidos através do modelo conta e ordem pela ANBIMA. Posteriormente, identificaremos qual a relevância do impacto do novo modelo Conta e Ordem na captação total da indústria de fundos de investimento brasileira ainda é pouco relevante, dado que esta ocupa apenas 4% do montante total aplicado neste segmento.

Palavras-Chave: Administrador. Conta e Ordem. CVM 555. Distribuidor. Fundo de Investimento.

ABSTRACT

The investment fund industry in Brazil grows year after year. This growth is visible both in the increase in the volume of funds raised and in the increase in the number of funds offered. With the growth in the volume of investments in investment funds, many distributors began to underwrite the quotas of their clients through the Conta e Ordem model in a contract signed with the trustee and the asset manager. In this sense, this work is an exploratory analysis of the biennium 2019-2020 regarding the data of fund raising in investment funds that were obtained through the Conta e Ordem model by ANBIMA. Subsequently, we will identify the relevance of the impact of the new Conta e Ordem model on the total fund raising in the Brazilian investment fund industry is still of little relevance, given that it occupies only 4% of the total amount invested in this segment.

Key Words: Administrator. Conta e Ordem Model. CVM 555. Distributor. Investment Fund.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Volume Financeiro Aplicado em Fundos de Investimento 2020, agrupado por Classe de Fundos. Total X Conta e Ordem – Dados em R\$ Milhões.....	32
Gráfico 2 – Percentual do Volume Aplicado em Fundos de Investimento 2019, agrupado por Classe de Fundos.....	32
Gráfico 3 – Volume Aplicado em Fundos de Investimento em 2020, agrupado por Segmento – Dados em R\$ Milhões.....	33
Gráfico 4 – Percentual do Volume Aplicado por Conta e Ordem em Fundos de Investimento 2020, agrupado por Classe de Fundos.....	34
Gráfico 5 – Volume Aplicado em Fundos de Investimento ao longo de 2019, por Classe - Ações – Dados em R\$ Milhões.....	35
Gráfico 6 – Volume Aplicado em Fundos de Investimento ao longo de 2020, por Classe - Ações – Dados em R\$ Milhões.....	35
Gráfico 7 – Volume Aplicado em Fundos de Investimento ao longo de 2019, por Classe - Multimercados – Dados em R\$ Milhões.....	36
Gráfico 8 – Volume Aplicado em Fundos de Investimento ao longo de 2020, por Classe - Multimercados – Dados em R\$ Milhões.....	37
Gráfico 9 – Volume Aplicado em Fundos de Investimento ao longo de 2019, por Classe – Renda Fixa – Dados em R\$ Milhões.....	38
Gráfico 10 – Volume Aplicado em Fundos de Investimento ao longo de 2020, por Classe – Renda Fixa – Dados em R\$ Milhões.....	38
Gráfico 11 – Captação Líquida em Fundos de Investimento ao longo de 2019/2020 – Dados em R\$ Milhões.....	39
Gráfico 12 – Representatividade do Conta e Ordem no Patrimônio Total dos Fundos em 2019.....	42
Gráfico 13 – Representatividade do Conta e Ordem no Patrimônio Total dos Fundos em 2020.....	42

LISTA DE FIGURAS E TABELAS

Figura 1 – Fluxograma de distribuição por Conta e Ordem.....	27
Tabela 1 – Imposto sobre operações financeiras.....	22
Tabela 2 – Imposto de renda de Fundos Longo Prazo	23
Tabela 3 – Imposto de renda de Fundos Curto Prazo.....	23
Tabela 4 – Captação Líquida em Fundos de Investimento ao longo de 2020, agrupado por Classe de Fundos – Dados em R\$ Milhões	40
Tabela 5 – Captação Líquida em Fundos de Investimento ao longo de 2020, agrupado por Classe de Fundos – Dados em R\$ Milhões.....	41

GLOSSÁRIO

ADMINISTRADOR FIDUCIÁRIO: pessoa jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários e também responsável pela administração do fundo;

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais: Representa instituições como bancos, gestoras, corretoras, distribuidoras e administradoras;

B3: Bolsa, Brasil, Balcão. Trata-se da Bolsa de Valores do Brasil desde 2017;

BACEN ou BCB: Banco Central do Brasil;

CARTEIRA (do fundo): conjunto de ativos financeiros e disponibilidades do fundo;

CDB: Certificados de Depósito Bancário;

CDI: Certificado de Depósitos Interbancário;

CETIP: Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos Privados. – Desde 2017, após unificação com BMF&Bovespa, passou a ser chamada de B3;

CONTA E ORDEM: Uma operação de Conta e Ordem ocorre quando uma instituição financeira distribui os investimentos administrados por outra empresa;

COTA: As cotas do fundo correspondem a frações ideais de seu patrimônio, as quais são escriturais, nominativas e conferem iguais direitos e obrigações aos cotistas. O valor da cota do dia é resultante da divisão do valor do patrimônio líquido pelo número de cotas do fundo, ambos apurados no encerramento do dia;

COTISTA: aquele que detém cotas de um fundo de investimento mediante sua inscrição no livro de cotistas do fundo, que pode se dar inclusive por meio de sistemas informatizados;

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS: Uma autarquia que é vinculada ao Ministério da Fazenda e tem poderes que vão desde a normatização, disciplina e fiscalização dos atuantes no mercado financeiro;

DISTRIBUIDOR: intermediário contratado pelo administrador em nome do fundo para realizar a distribuição de suas cotas;

ETF: Exchange Traded Fund. É um fundo negociado em Bolsa de Valores;

FIDC: Fundo em Direitos Creditórios;

FII: Fundo de Investimento Imobiliário;

FIP: Fundo de Investimento em Participações;

FUNDO DE INVESTIMENTO: é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio e destinada à aplicação em ativos financeiros. O funcionamento do fundo depende do prévio registro na CVM;

FUNDOS OFF SHORE: Quando a gestão ocorre no Brasil, mas os ativos são de empresas do exterior;

GESTOR: pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, contratada pelo administrador fiduciário em nome do fundo para realizar a gestão profissional de sua carteira;

IBOVESPA: é o principal indicador de desempenho das ações negociadas na B3. Ele reúne as empresas mais importantes do mercado de capitais brasileiro;

IBrA: Índice Brasil Amplo: é o indicador do desempenho médio das cotações de todos os ativos negociados no mercado a vista da B3;

IBrX 100: Índice Brasil 100. Indicador de desempenho médio dos 100 ativos mais negociados e mais representativos do mercado de ações brasileiro;

IBrX 50: Índice Brasil 50. Indicador de desempenho médio dos 50 ativos mais negociados e mais representativos do mercado de ações brasileiro;

IGPM: Índice Geral de Preços do Mercado. Calculado pela Fundação Getúlio Vargas;

IMA-B: índice formado por títulos públicos indexados ao IPCA;

IMA-C: índice formado por títulos públicos indexados ao IGP-M;

IMA-S: índice formado por títulos públicos indexados à Selic;

ÍNDICES IMA: O Índices de Mercado ANBIMA, é referência para os investimentos em renda fixa;

IPCA: Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo. Calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística;

LFT: Letra Financeira do Tesouro, conhecido também como Tesouro Selic;

LTN: Letra do Tesouro Nacional – conhecida também por Tesouro Prefixado;

NTNF: Notas do Tesouro Nacional série F, classificado como título do Tesouro Direto com taxa prefixada e com juros semestrais;

PATRIMÔNIO LÍQUIDO (do fundo): é a diferença entre o total do ativo realizável e o passivo exigível;

REGULAMENTO: é o documento de constituição do fundo de investimento que contém, no mínimo, as disposições obrigatórias previstas nesta Instrução;

RFB: Receita Federal do Brasil;

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
2	PANORAMA DA INDÚSTRIA DE FUNDOS NO BRASIL	15
2.1	História da Indústria de Fundos de Investimento no Brasil	15
2.2	Estruturação e Funcionamento dos Fundos de Investimento	18
2.2.1	Definição e Funcionamento.....	18
2.2.2	Órgãos Reguladores	19
2.2.3	Classificação CVM	20
2.2.4	Taxas Cobradas	21
2.2.5	Tributação.....	21
2.2.6	Índices e Benchmarks.....	24
3	DISTRIBUIÇÃO POR CONTA E ORDEM	26
3.1	Definição e Funcionamento	26
3.2	Segregação de Papéis e Responsabilidades	28
3.2.1	Distribuidor de Fundo de Investimento.....	28
3.2.2	Administrador de Fundo de Investimento	28
3.2.3	Gestor de Fundo de Investimento.....	29
3.2.4	Cotista	29
4	AVALIAÇÃO DO IMPACTO NA CAPTAÇÃO DE RECURSOS NOS FUNDOS DE INVESTIMENTO	30
4.1	Metodologia	30
4.2	Amostra	30
4.3	Boletim ANBIMA	30
4.4	Dados Quantitativos	31
5	CONCLUSÕES FINAIS	44
	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	45

1 INTRODUÇÃO

Os fundos de investimentos são formas mais simples e rápidas de investir recursos disponíveis sem a necessidade de grandes conhecimentos sobre mercado financeiro. Cada vez mais as pessoas vêm confiando seu capital a empresas administradoras de fundos de investimentos, que na sua grande maioria são instituições financeiras, as quais oferecem à população títulos e valores mobiliários capazes de proporcionar retornos compatíveis com os riscos assumidos pelos investidores.

O capital alocado em fundos registrou um volume financeiro sob gestão superando, em dezembro de 2020, 80% do PIB estimado para o referido ano, tornando os diversos fundos de investimento importantes tomadores das dívidas pública e privada brasileiras.

Os números que se seguem indicam que a indústria de fundos é relevante e consistente, pois, conforme dados da ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais do Brasil), os saldos acumulados dos fundos de investimentos até o mês de dezembro de 2020 correspondiam a R\$ 6,005 trilhões.

Desde o ano de 2004 o órgão responsável pelas normas gerais de constituição, funcionamento, administração e divulgação de informações dos fundos de investimento é a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que além de estabelecer normas, também tem atuado fortemente na supervisão e proteção dos investidores. A regulamentação da CVM tem afetado positivamente os fundos ao fornecer um arcabouço legal para a disseminação dessas oportunidades e proporcionar maior proteção para os investidores em fundos.

Em 2015, com a publicação da INSTRUÇÃO CVM 555, a qual dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento, iniciou-se uma nova modalidade de distribuição de fundos, o modelo Conta e Ordem. Assim, com o crescimento do volume de aplicações, muitos distribuidores passaram a exercer essa nova modalidade de distribuição das cotas de fundos, mediante a qual o administrador fiduciário e os gestores podem contratar outros agentes para serem os distribuidores dos seus fundos, ampliando então o alcance deste produto financeiro.

Na distribuição por Conta e Ordem, há uma espécie de terceirização de serviços financeiros, onde uma instituição financeira distribui, ou seja, disponibiliza a seus clientes, produtos de investimentos que são administrados e geridos por outras instituições. Antes da instrução CVM 555, somente o administrador ou gestor do fundo poderia exercer o direito de distribuir suas cotas no mercado.

O objetivo geral deste trabalho será o de, a partir da base conceitual de Distribuição por Conta e Ordem e um breve panorama geral sobre de fundos de investimento, analisar sem a busca por uma conclusão definitiva o impacto na captação de recursos na Indústria de Fundos brasileira após a implementação do modelo de distribuição por Conta e Ordem, mediante o volume alocado por cotistas classificados no período 2019-2020. Apesar deste modelo estar disponível desde 2015, a ANBIMA só passou a segregar estes dados e trazer em seu boletim mensal este segmento em janeiro de 2019.

O objetivo específico do Capítulo 1 deste trabalho corresponde ao panorama da indústria de fundos de investimentos no Brasil, visando a situar a importância dela no âmbito do mercado financeiro e da economia brasileira.

O objetivo do Capítulo 2 trata da apresentação do conceito de Distribuição por Conta e Ordem e a sua possível relevância para a captação de recursos na indústria de fundos brasileira.

Por fim, no Capítulo 3 avaliar-se-á quantitativamente o impacto na captação de recursos na indústria de fundos de investimentos após a implementação no Brasil do modelo de distribuição Conta e Ordem pela Comissão de Valores Mobiliários e posteriormente serão feitas as conclusões sobre os dados analisados.

2 PANORAMA DA INDÚSTRIA DE FUNDOS NO BRASIL

Este capítulo abordará os principais conceitos sobre fundos de investimento. Primeiramente, será apresentado o contexto histórico da indústria de fundos no Brasil, em seguida tomaremos conhecimento das regulamentações e classificações juntamente com a estrutura de funcionamento de um fundo, com suas taxas e impostos arrecadados.

2.1 História da Indústria de Fundos de Investimento no Brasil

Ao longo das últimas décadas, a indústria brasileira de fundos de investimento cresceu e amadureceu em diversos aspectos.

O primeiro fundo de investimentos no Brasil, segundo Andrezo e Lima (1999), foi o Fundo Crescinco, criado em 1957. O nascimento da indústria automobilística brasileira brilhava aos olhos de investidores norte-americanos e, por essa motivação, o Fundo Crescinco (Fundo Brasileiro de Participações Industriais e Comerciais) foi criado em 18 de janeiro de 1957, por meio da parceria do grupo Rockefeller com o Banco Deltec. O fundo se propunha a investir em ações de multinacionais e foi um importante instrumento de acesso ao mercado de capitais, que ainda apresentava uma estrutura muito precária na época, com o Banco do Brasil acumulando as funções do Banco Central e da CVM.

Já em novembro de 1959, a Portaria nº 309 do Ministério da Fazenda autorizou a criação dos chamados fundos em condomínio, com um sistema de tributação próprio e a possibilidade de resgate de cotas, sendo este o primeiro documento oficial a tratar de fundos de investimentos segundo Tosta de Sá (1979).

Na década de 1960, deu-se início à regulamentação dos fundos de investimento com a criação da Lei do Mercado de Capitais, a Lei nº 4.728, de 1965. Já em 1967, em meio ao regime militar, que buscava fomentar o mercado acionário por meio de isenção fiscal, foi aprovado o Decreto-Lei nº 157, que permitiu que pessoas físicas e jurídicas aplicassem uma fração do imposto de renda devido em fundos de ações conhecidos como “Fundos 157”. Este Decreto-Lei visava a incentivar o investimento em ações por meio da aplicação de parcela (10%) deduzida do imposto de renda a ser pago por pessoas físicas e jurídicas. Aqueles fundos tiveram um papel muito maior do que os fundos de ações no desenvolvimento do mercado de ações, haja vista seu patrimônio ter atingido três vezes o dos demais fundos de ações no fim da década de 1970. Já em 7 de dezembro de 1976, houve a criação da Comissão de Valores Mobiliários

(CVM), com a Lei nº 6.385. Nota-se que até o início dos anos 70 existiam apenas onze fundos no Brasil e ao fim da década, contávamos com 121 fundos operantes no Brasil.

A criação da Resolução nº 145, de 1970, pelo Banco Central do Brasil, regulamentou definitivamente a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos mútuos de investimentos. Nesta resolução, foram estabelecidas diversas regras que perduram até hoje, tais como divulgar a qualificação dos gestores, criar um regulamento para o fundo, divulgar a composição e rentabilidade da carteira e limitar a aplicação em ativos do próprio administrador. Em 1979 surgiram os Fundos de Renda Fixa, possibilitando aos gestores operar também títulos públicos e CDBs em nome dos fundos.

O volume aplicado em fundos cresceu fortemente em paralelo aos períodos de alta da bolsa, criando uma demanda artificial devida pela isenção de impostos e a falta de fiscalização dos fundos. Isso acabou culminando em grandes perdas, pois em 1971, com a acentuada queda no valor das ações, os fundos de ações também perderam boa parte de seu patrimônio, alguns chegando a cair cerca de 90% segundo Brito e Neves (1989).

A década de 1980 foi marcada por várias resoluções publicadas pelo Bacen. Em 1984, por meio da Resolução BACEN nº 961, criaram-se duas categorias de fundos: Fundo Mútuo de Ações, com um mínimo de 70% em ações, e o Fundo Mútuo de Renda Fixa, com um mínimo de 60% em títulos de renda fixa emitidos pelo governo e um máximo de 10% investidos em ações. Em 1985, a Resolução BACEN nº 1023 transformou os fundos fiscais “157” em Fundos Mútuos de Ações. Em 1986, a Resolução BACEN nº 1.199 criou o Fundo de Aplicações de Curto Prazo, visando às aplicações financeiras com menos de 30 dias. Esse também foi um período de alta inflacionária, período em que o sistema financeiro girava em torno das aplicações de renda fixa de curtíssimo prazo, normalmente as com vencimento de um dia, por meio das operações compromissadas realizadas diretamente com investidores finais, conhecidas como “overnight”.

No início dos anos 1990, dois planos econômicos (Planos Collor I e II), com o objetivo de controlar a inflação, ocasionaram grandes mudanças no valor das aplicações financeiras, sem conseguir, contudo, acabar com a inflação. Por conta desses planos, o governo instituiu novas regras (Resoluções nºs 1.787/1991 e 1.912/1992), as quais criaram os Fundos de Aplicação Financeira (FAF), os Fundos de Renda Fixa (FRF), os Fundos de Renda Fixa-Curto Prazo (FRF-CP) e os Fundos de Commodities. Eles absorveram os Fundos Mútuos de Renda Fixa e os Fundos de Aplicação de Curto Prazo. Com o intuito de alongar o prazo das aplicações financeiras, o Bacen instituiu em 1995, por meio da Resolução nº 2.183, o Fundo de

Investimento Financeiro (FIF) e o Fundo de Aplicação em Cotas (FAC) de FIF, que incorporaram os FAF, FRF, FRF-CP e os Fundos de Commodities.

O FIF e o FACFIF eram sujeitos a depósito compulsório que restringia a rentabilidade e eram oferecidos como de curto prazo. Quanto menor o prazo, maior o compulsório. Os FIF-60 e FIF-90 eram livres de compulsório e, se o investidor mantivesse o dinheiro aplicado por pelo menos 60 dias, receberia toda a rentabilidade gerada pela carteira do fundo (já que não perdia rentabilidade por conta do compulsório).

Em junho de 1999, por meio da Circular nº 2.906, os fundos foram desobrigados de efetuar o depósito compulsório, ficando sem sentido a separação dos fundos de acordo com o prazo. Com isso, passaram a existir apenas o FIF e o FAC. O incentivo para manter o dinheiro por um prazo maior passou a ser feito por meio do imposto sobre operações financeiras (IOF).

Além das Resoluções do Bacen, a CVM, por meio de instruções, também fez várias mudanças nos fundos de ações. Até 1994, os fundos de ações eram simplesmente denominados de Fundos Mútuos de Ações. Em 1991 e 1992, por meio das Instruções nºs 148 e 177, a CVM estabeleceu o Fundo Mútuo de Investimento em Ações (FMIA), o Fundo Mútuo de Investimento em Ações – Carteira Livre (FMIA-CL), e o Fundo de Investimento em Cotas de Fundo Mútuo de Investimento em Ações – FICFMIA.

Em 1997, O Ministro da Fazenda da época, Pedro Malan, aprovou o “pacote 51”, do qual dentre as medidas tomadas uma delas foi a criação do imposto “Come-cotas”, que visa a antecipação da tributação dos rendimentos das aplicações em fundos de investimento. A seguir, abordaremos mais detalhadamente o tema, no subcapítulo referente à tributação.

A história financeira do Brasil é marcada pela alta inflação (GOLDSMITH, 1986), e hiperinflação entre 1986 e 1994. Mesmo assim, o mercado financeiro sobreviveu por meio de diversos mecanismos que protegiam os investidores. Novas crises perturbaram a indústria de fundos e levaram as autoridades a adotarem uma regulamentação mais rigorosa. Ao final da década de 90, logo após a forte desvalorização do real, o governo, por meio do Bacen e da CVM, lançou nova regulamentação para os fundos de investimentos. O Bacen emitiu uma norma (Circular nº 2.893), separando totalmente as atividades dos bancos de seus fundos. Com isso, os bancos não puderam mais socorrer seus fundos, o que evitava a transferência de prejuízo do banco para o fundo, além de exigir que o administrador desse total clareza ao investidor dos riscos do fundo. Em 1997, por meio da Resolução nº 2.451, o Bacen obrigou as instituições financeiras a separarem as atividades de gestão de recursos das demais atividades da instituição, criando assim a famosa “Chinese Wall”.

Apesar dessas crises, a indústria de fundos continuou a crescer e a se sofisticar. Em 2004, a CVM, por meio da Instrução nº 409, estabeleceu novas normas para os fundos de investimentos, agora englobando a renda fixa. Nessa norma a CVM detalhou melhor a responsabilidade de diversos participantes da indústria de fundos; definiu e aumentou as responsabilidades do gestor e do administrador, que passou a ser responsável pela política de investimento, riscos e limites de concentração da carteira; destacou a figura do distribuidor, que ficou responsável pelo pagamento dos tributos devidos pelo investidor; criou um padrão de apresentação e obrigatoriedade de divulgação de: rentabilidade (12 meses), patrimônio (últimos 12 meses), data de início, taxas de administração e performance; e permitiu a carência no resgate das cotas dos fundos.

A instrução nº 409 foi modificada e substituída pela Instrução nº 555, em que além de permitir a distribuição de cotas por Conta e Ordem, também permitiu o investimento direto no exterior por parte dos fundos multimercado em até 20% da carteira, 10% para os outros fundos e ilimitada para fundos destinados exclusivamente para investidores qualificados. Permitiu-se o maior investimento em títulos de crédito privado e se criaram os fundos com apenas risco de crédito privado.

2.2 Estruturação e Funcionamento dos Fundos de Investimento

Para o correto funcionamento de um Fundo de Investimento, há várias diretrizes a serem seguidas, de acordo os principais órgãos reguladores.

2.2.1 Definição e Funcionamento

Segundo a Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014: “Art.3º. O Fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros, observadas as disposições desta instrução”

Conforme Assaf Neto (2003), os fundos de investimento são regidos pelo regulamento, sendo este disponível a todos os participantes no momento da aplicação inicial. No regulamento haverá a descrição das regras básicas para o funcionamento do fundo, como o limite para exposição a um tipo de ativo específico.

Um fundo de investimento requer uma equipe de profissionais especializados com funções e responsabilidades específicas, nos capítulos que se seguem, abordaremos detalhadamente todos os profissionais e suas respectivas responsabilidades.

2.2.2 Órgãos Reguladores

O sistema é composto por um conjunto de instituições de regulação e de fiscalização e por um conjunto de empresas que vendem seus serviços ao público.

Esses órgãos governamentais trabalham em conjunto para melhorar as condições de poupança e de investimento no Brasil. Em junho de 1996 foi instituído o Comitê de Política Monetária (COPOM), com o objetivo de estabelecer diretrizes para a política monetária e fixar a taxa de juros de curto prazo praticada pelo Bacen, adotando um arcabouço semelhante ao utilizado pelo Federal Reserve (FED) dos Estados Unidos no estabelecimento da taxa de juros básica norte-americana (Vargas, 2011).

As instituições reguladoras são:

Banco Central do Brasil (Bacen), que faz o controle monetário e a supervisão bancária, atuando diretamente no mercado financeiro com a compra e venda de títulos, bem como regulando o sistema financeiro por meio de resoluções, circulares e comunicados;

Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que regula o mercado de capitais e emite suas decisões por meio de instruções, além de ter poder para intervir em negócios efetuados no mercado de capitais.

A Comissão de Valores Mobiliários foi criada em 07/12/1976 pela Lei 6.385/76, com o objetivo de fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil. É uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Economia, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, assim como autonomia financeira e orçamentária (CVM, 2021);

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA), que com o propósito de complementar à instrução CVM 555, reúne diversos gestores e administradores de fundos e vem estabelecendo diversas regras e regulamentos que devem ser seguidos por seus associados. Tais regras estão contidas no código de auto-regulamentação da ANBIMA para os fundos de Investimento. Este código expede diretrizes

gerais que, observada em conjunto aos demais normativos publicados pela ANBIMA, integram o arcabouço regulatório que deve ser cumprido pelas instituições participantes.

A ANBIMA nasceu no ano de 2009 após a união entre ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimento - e ANDIMA que significa Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro. A ANBIMA é hoje uma das maiores entidades financeiras do Brasil, tendo em média 340 associados. Seu objetivo é se constituir pluralmente tal qual os mercados, com os objetivos específicos de representar, autorregular, informar e educar os agentes financeiros a ela associados.

2.2.3 Classificação CVM

Os fundos oferecidos no Brasil costumam ter uma classificação relacionada às classes de ativos, às demandas dos investidores e à regulamentação imposta pelas autoridades. A classificação CVM cumpre o propósito de facilitar a identificação de certas características dos fundos, bem como de permitir o agrupamento de fundos de investimento cujos ativos das carteiras sejam semelhantes, viabilizando a análise comparativa pelo potencial cotista, entre produtos de mesma classe. Assim, temos:

Renda Fixa: O fundo classificado como “Renda Fixa” deve possuir, no mínimo, 80% (oitenta por cento) da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome à classe;

Ações: Os fundos classificados como “Ações” devem ter como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado organizado. Em sua carteira deve ter um mínimo de 67% de sua carteira em ações;

Multimercado: Os fundos classificados como "Multimercado" devem possuir políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial ou em fatores diferentes das demais classes;

Cambial: Os fundos classificados como “Cambiais” devem ter como principal fator de risco de carteira a variação de preços de moeda estrangeira ou a variação do cupom cambial. Sua carteira deve ser composta por no mínimo 80% (oitenta por cento) de ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco de câmbio.

Os fundos estruturados possuem corpo normativo próprio e entre os principais segmentos destacam-se os Fundos de Investimento Imobiliário (FII), os Fundos de

Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e os Fundos de Investimento em Participações (FIP).

2.2.4 Taxas Cobradas

Ao aplicar seus recursos em um fundo de investimentos, o investidor está sujeito aos seguintes tributos, cobrados pelas autoridades, e taxas, cobradas pelos administradores:

Taxa de Entrada: É um percentual cobrado no momento da aplicação, incide sobre o valor total investido no fundo;

Taxa de Administração: é a forma de remuneração do administrador pelo gerenciamento do fundo. Ela é uma taxa que incide sobre o patrimônio do fundo e que compreende todos os serviços prestados que estão relacionados de maneira direta ou indireta à administração e manutenção do mesmo. A instituição financeira tem o direito de definir qual será a taxa cobrada, entretanto, este valor, provisionado diariamente e cobrado mensalmente, deve estar previsto no regulamento do fundo e não poderá ser elevado sem previa aprovação dos cotistas em assembleia;

Taxa de Performance: Está relacionada ao desempenho do fundo. Esta taxa representa um percentual da diferença entre o que o fundo rendeu e o indexador do mercado escolhido como referência para o fundo. Este tipo de taxa só pode ser cobrado após a dedução de todas as despesas, inclusive a taxa de administração;

Taxa de Saída: É uma taxa cobrada em alguns fundos no momento do resgate dos valores. O percentual incide sobre o montante retirado do fundo. Atua como um estímulo para que as aplicações sejam mantidas por mais tempo.

2.2.5 Tributação

Os tributos cobrados no mercado financeiro brasileiro são o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) e o Imposto de Renda (IR).

O IOF é um imposto definitivo cobrado que não pode ser compensado, mas diminui a base de cálculo do IR. Nas aplicações financeiras de renda fixa, tal imposto é tanto menor, quanto maior o prazo da aplicação, chegando a 0% para aplicações com prazo superior a 30 dias corridos e incidente sobre os rendimentos. Aplicações em renda variável estão isentas de IOF.

Tabela 1 – Imposto sobre operações financeiras

Dias	Limite Tributável do Recolhimento
1	96%
2	93%
3	90%
4	86%
5	83%
6	80%
7	76%
8	73%
9	70%
10	66%
11	63%
12	60%
13	56%
14	53%
15	50%
16	46%
17	43%
18	40%
19	36%
20	33%
21	30%
22	26%
23	23%
24	20%
25	16%
26	13%
27	10%
28	6%
29	3%
30	0%

Fonte: Elaborado pelo autor a partir da Portaria MF nº 264

O IR pode ser cobrado diretamente, Imposto de Renda Retido na Fonte –IRRF, ou indiretamente na declaração de renda. O IR para investimento em ações é de 15% e é cobrado apenas no resgate do investimento. Para investimentos em fundos de renda fixa é preciso distinguir fundos de renda fixa de curto prazo e de longo prazo. No primeiro grupo, estão os fundos com uma carteira de títulos de prazo médio inferior a um ano; no segundo grupo, fundos com carteiras com prazo médio superior a um ano. A cobrança dos impostos nos fundos de renda fixa ocorre semestralmente sempre no último dia de maio e de novembro, ou no momento do resgate, o que ocorrer primeiro.

Para fundos enquadrados como Longo Prazo, ou seja, que possuem prazo médio dos ativos em carteira superior a 365 dias, as alíquotas seguem a tabela abaixo:

Tabela 2 – Imposto de renda de Fundos Longo Prazo

Prazo	% IR
Até 180 dias	22,50%
De 181 dias até 360 dias	20%
De 361 dias até 720 dias	17,50%
Acima de 720 dias	15%

Fonte: Elaborado pelo autor a partir da Instrução Normativa RFB nº 1.022.

Para os fundos com prazo médio inferior a 365 dias, a tabela vigente é a seguinte

Tabela 3 – Imposto de renda de Fundos Curto Prazo

Prazo	% IR
Até 180 dias	22,50%
De 181 dias até 360 dias	20%

Fonte: Elaborado pelo autor a partir da Instrução Normativa RFB nº 1.022.

A cobrança semestral sobre fundos de investimentos de renda fixa é conhecida como “come-cotas”, porque, para que o pagamento seja efetuado, um determinado número de cotas deve ser resgatado. Tendo em vista que as menores alíquotas são, respectivamente, para os fundos de Longo e Curto prazo, de 15% e 20%, tais alíquotas são cobradas no final dos meses de maio e novembro. Ele é uma antecipação do recolhimento do imposto, já que o restante da tributação será cobrado no resgate, conforme o prazo de aplicação.

Para fundos de ações, a alíquota é de 15% sobre o lucro líquido da operação, independente do prazo da aplicação. Para os investimentos em fundos, perdas auferidas podem ser compensadas com rendimentos auferidos em resgates ou incidências posteriores no mesmo fundo, ou em outro fundo do mesmo administrador, desde que sujeitas à mesma alíquota de IR.

2.2.6 Índices e Benchmarks

O Benchmark é um padrão de referência do mercado utilizado para avaliar o desempenho de uma estratégia nos investimentos, é uma medida para fins comparativos a fim de avaliar se determinada tomada de decisão está conforme o esperado. Cada tipo de investimento deve ser comparado ao benchmark financeiro adequado, de acordo com o nível de risco que oferece.

O mercado norte-americano conta com uma infinidade de índices para descrever todas as porções do mercado. Eles vão desde índices abrangentes, como o Wilshire 5000, que engloba um grande número de ações negociadas nos Estados Unidos, ou o International Financial Corporation Global Composite Index, que engloba um grande conjunto de países emergentes, até índices setoriais muito específicos, como Goldman Sachs Technology Indexes - GSTI Internet, que acompanha apenas ações de tecnologia da internet. Atualmente, a maior parte dos ativos (financeiros ou não) existentes é acompanhada por algum tipo de índice. Isso vale para metais, commodities, títulos de renda fixa e imóveis. (Neubert, 1997).

No mercado brasileiro existem poucos índices, eles podem ser vinculados às várias classes de ativos com base em sua descrição. Para a classe de renda fixa, por exemplo, há vários índices disponíveis, porém todos com séries históricas curtas, pois retornos anteriores a 1990 são impossíveis de obter por causa da alta inflação e dos diversos planos econômicos, especialmente o Plano Collor I em 1990. Ao congelar e reter grande parte dos ativos financeiros à época e ao postergar o pagamento de títulos da dívida pública esse plano econômico tornou impossível a construção dessas séries. (SANVICENTE e LEITE, 1995).

Para a construção de um índice de renda fixa são necessários, além de preços de mercado para cada título, o valor dos juros pagos e a variação do valor do eventual indexador. Esses três componentes devem ser acumulados para gerar um número índice. Temos os seguintes índices para acompanhar o mercado de renda fixa:

CDI: taxa divulgada diariamente, baseada nas transações interbancárias, pelo prazo de apenas um dia útil, e divulgada pela CETIP. A acumulação diária da taxa do CDI permite gerar um índice de renda fixa;

Índice de Renda Fixa de Mercado – IRFM: tem metodologia bastante simples e busca reproduzir o retorno de aplicações prefixadas. Pondera o preço de mercado das LTN e NTNFP pelo volume em poder do público. Diariamente, são divulgados seu número-índice, a composição da carteira do índice, a duração e os eventos (novas emissões e pagamentos de cupons) que afetaram os títulos componentes da carteira do índice;

Índices IMA: também são divulgados diariamente, sendo IMA-C e IMA-B, que acompanham o valor de títulos indexados à inflação (respectivamente pelo IGPM e pelo IPCA), IMA-S, que acompanha os títulos LFT e IMA geral, que engloba IRFM, IMA-C, IMA-B e IMA-S. Todos têm um esquema de ponderação pelo volume em poder do público.

É comum também que o índice seja reproduzido em uma carteira de ativos negociados no mercado, permitindo a criação de um fundo passivo que visa acompanhar o retorno de cada classe de ativo que compõe o índice. É o caso do Ibovespa, o principal índice de renda variável;

Ibovespa: é o principal indicador de desempenho das ações negociadas em bolsa e reúne as empresas mais importantes do mercado de capitais brasileiro. Foi criado em 1968 e, ao longo desses 50 anos, consolidou-se como referência para investidores ao redor do mundo. Reavaliado a cada quatro meses, o índice é resultado de uma carteira teórica de ativos. É composto pelas ações e units de companhias listadas na B3 que atendem aos critérios descritos na sua metodologia, correspondendo a cerca de 80% do número de negócios e do volume financeiro do nosso mercado de capitais (B3, 2021);

IBrX 100 e IBrX 50: São índices que medem o retorno total de uma carteira teórica composta respectivamente, por 100 e 50 ações selecionadas entre as mais negociadas na Bovespa. A carteira é ponderada pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação. Ele foi desenhado para ser um referencial para os investidores e gestores de carteiras e tem as mesmas características do IBX, mas apresenta a vantagem operacional de ser mais facilmente reproduzido pelo mercado (B3, 2021);

IBrA :é o indicador do desempenho médio das cotações de todos os ativos negociados no mercado a vista (lote-padrão) da B3 que atendam a critérios mínimos de liquidez e presença em pregão, de forma a oferecer uma visão ampla do mercado acionário. Dentre os critérios de seleção, precisa estar entre os ativos que representem 99% em ordem decrescente de Índice de

Negociabilidade (IN); 95% de presença em pregão; e não ser penny stock. O rebalanceamento é feito quadrimestralmente, em janeiro, maio e setembro (B3, 2021).

Com um conjunto bem definido e conhecido de classes de ativos e seus respectivos índices, fica mais fácil investigar a performance dos principais gestores de investimentos no Brasil. As classes de ativos são um “mapa” simplificado do que os gestores de fundos podem fazer. Na prática, tornam-se benchmarks para avaliação do risco e da performance dos fundos.

Para serem úteis como benchmark para avaliação de performance ou objeto de fundos passivos devem-se obter os retornos de cada uma dessas classes. Os retornos são calculados com base em índices que reproduzem o valor de cada uma dessas classes de ativos. Do ponto de vista prático, é necessário algum índice que reproduza o valor de cada classe.

Assim, este capítulo apresentou os principais conceitos relativos à estruturação e funcionamento dos fundos de investimento, passando por toda a história da indústria de fundos brasileira juntamente com o arcabouço legal que a cerca. Este tópico cumpre a função de demonstrar a importância dos fundos de investimento no Brasil.

3 DISTRIBUIÇÃO POR CONTA E ORDEM

Este capítulo aborda o arcabouço teórico que respalda a análise desenvolvida no capítulo 3 com definição de funcionamento, estrutura e segregação de responsabilidades de todos os envolvidos na distribuição por Conta e Ordem.

3.1 Definição e Funcionamento

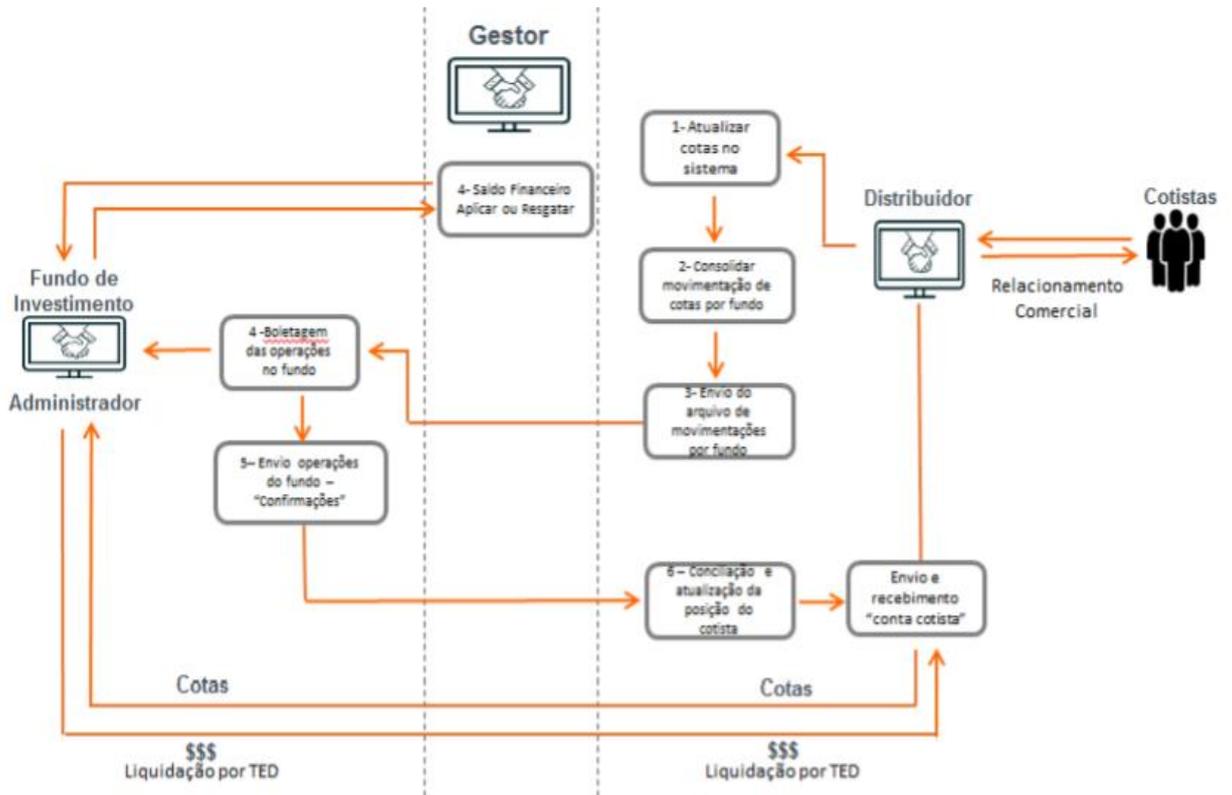
No mercado de capitais é permitido a uma instituição financeira distribuir aplicações em fundos administrados por outra instituição do mercado. Nesse caso, a instituição que distribuir o investimento está efetuando aplicações por Conta e Ordem de seus clientes na instituição que administra o fundo. Portanto, é uma espécie de terceirização de serviços financeiros.

Esse modelo se tornou cada vez mais demandado devido ao crescente aporte de recursos feito em fundos nos últimos anos. Antes da instrução CVM 555, somente o administrador ou gestor do fundo podia exercer o direito de distribuir suas cotas no mercado.

Nesse modelo de negócios, a empresa que administra os ativos e a que distribui os investimentos devem formalizar as suas obrigações por escrito em um contrato formal. Além

disso, deve criar o registro complementar de todos os associados e cotistas. Essa regra é mencionada pela instrução CVM 555, que em seu artigo 33 estabelece que “os distribuidores que estejam atuando por Conta e Ordem de clientes assumem todos os ônus e responsabilidades relacionadas aos clientes, inclusive quanto a seu cadastramento, identificação e demais procedimentos que, na forma desta Instrução, caberiam originalmente ao administrador”.

Figura 1 – Fluxograma de distribuição por Conta e Ordem



Fonte: ANBIMA - Distribuição por Conta e Ordem - Melhores práticas na troca de informações entre distribuidores e administradores

Toda movimentação realizada nesse tipo de operação, seja aplicação ou resgate de cotas, ocorre a partir da solicitação do cotista ao distribuidor, este por sua vez, reporta ao Administrador que consolida essas ordens e encaminha ao Gestor.

Para manter os registros dos clientes atualizados, o distribuidor por Conta e Ordem e o administrador devem manter um fluxo de comunicação para conciliar as posições mantidas no distribuidor e as posições mantidas no administrador, garantindo a consistência entre elas.

3.2 Segregação de Papéis e Responsabilidades

Conforme informado anteriormente, a seguir abordaremos os responsáveis legais envolvidos para o funcionamento do Fundo de Investimento.

3.2.1 Distribuidor de Fundo de Investimento

Instituição Participante que desempenha a atividade de Distribuição de Produtos de Investimento. A distribuidora responde pelo cadastro dos cotistas e deve manter os controles sempre atualizados. Os distribuidores que estejam investindo em ativos de acordo com as especificações dos clientes respondem pelos ônus e responsabilidade em relação a esses investimentos, inclusive quanto à identificação, cadastramento e outras obrigações que seriam de responsabilidade do administrador. Também é de sua responsabilidade a obrigação de fornecer aos cotistas os regulamentos, normas e demais documentos referentes aos fundos de investimento dos quais participem. Se o fundo apresentar termo de adesão ou outros documentos que possam ser do interesse dos investidores, esses devem ser encaminhados a todos os clientes pelos administradores.

Antes da realização das assembleias gerais, as empresas participantes devem encaminhar aos participantes um documento no qual seja possível verificar a quantidade exata de cotas que possuem. Além do nome do fundo, esse documento deve conter o nome do cliente, seu código de identificação e os documentos pessoais como CPF e Carteira de Identidade.

O distribuidor deve comparecer e votar nas assembleias gerais dos fundos de investimento em nome dos seus clientes, sendo, nesse caso, preciso ter em mãos uma procuração com poderes específicos para realizar as atividades mencionadas e que exiba o dia, o horário e o local da referida assembleia.

3.2.2 Administrador de Fundo de Investimento

São os representantes legais dos investidores. O administrador deve ser devidamente qualificado para responder civil e criminalmente pela gestão, supervisão e acompanhamento do Fundo. Ele é responsável por constituir o fundo, pela contratação de prestadores de serviço em nome do fundo, assim como pela produção do regulamento e demais documentos legais. Segundo Lima (2009), o administrador é também o responsável por prestar aos clientes, órgãos reguladores e ao mercado as seguintes informações:

- Valorização das cotas;
- Contabilização de todos os eventos realizados;
- Controle da posição dos cotistas;
- Retenção e recolhimento de impostos e taxas; e
- Controle da documentação legal do fundo.

3.2.3 Gestor de Fundo de Investimento

O Gestor, na forma de prestador de serviço do fundo, faz a gestão profissional e qualificada dos ativos em carteira, bem como realiza operações no mercado.

De acordo com o Código ANBIMA de regulação e melhores práticas: “A gestão compreende o conjunto de decisões que, executadas com observância dos termos do Regulamento, determinam a performance do Fundo de Investimento.”

Os gestores são responsáveis pelas seguintes atividades:

- Tomada de decisão de investimento e desinvestimento;
- Ordens de compra e venda dos ativos financeiros e demais modalidades;
- Prestação de informações relativas a negócios realizados pelo Fundos de Investimento ao administrador do mesmo;
- Gerenciamento de liquidez das carteiras dos Fundos;
- Análise de risco e retorno das operações.

O gestor deve ser devidamente credenciado pela CVM.

3.2.4 Cotista

O inciso XIV, do art. 2º da I-CVM 555, define cotista como sendo “aquele que detém cotas de um fundo de investimento, mediante sua inscrição no livro de cotistas do fundo (...)”. Para os efeitos deste trabalho, o cotista, é também o tomador de decisões, responsável pela construção do portfólio ótimo e determinado pelas suas predileções de risco e de retorno.

Este capítulo apresentou a estrutura de uma operação por Conta e Ordem, conceituando todos os envolvidos e responsabilidades de cada um.

4 AVALIAÇÃO DO IMPACTO NA CAPTAÇÃO DE RECURSOS NOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

Tendo sido apresentado toda a importância da indústria de fundos e conceituado o modelo de aplicação por Conta e Ordem, este capítulo, inicialmente, apresentará a metodologia empregada neste estudo, depois, delimitará o universo amostral nos anos de 2019 e 2020. A parte final do capítulo apresentará os resultados da análise.

4.1 Metodologia

A metodologia utilizada nesse trabalho consiste em um método dedutivo, sendo do tipo quantitativo e de formato explicativo e comparativo, enquadra-se como uma pesquisa exploratória nas amostras retiradas dos dados disponibilizados pela ANBIMA. Tem como procedimentos analisar dados referentes à captação líquida e volumetria total alocada nos fundos de investimentos, tentando identificar o impacto total que esta modalidade de aplicação teve na indústria de fundos como um todo.

4.2 Amostra

A coleta de dados foi obtida nos rankings de gestão, divulgados mensalmente pela ANBIMA. Dentro deste universo se trabalhou apenas com os fundos que apresentavam cotistas classificados como Conta e Ordem. Os fundos estão agrupados por sua classificação CVM e subgrupados por gestores e os dados analisados são do período de janeiro de 2019 a dezembro de 2020.

4.3 Boletim ANBIMA

O Boletim ANBIMA é um retrato da indústria de fundos de investimento com informações consolidadas de patrimônio líquido, captação líquida e rentabilidade. Este boletim é divulgado mensalmente sempre no 5º dia útil, pela própria ANBIMA e a informação é pública e disponível no site.

Os dados são consolidados com pela ANBIMA, com base nos Rankings enviados mensalmente por cada administrador e gestor com as informações de patrimônio líquido bem como com as movimentações segregadas por classe de fundos e tipo de investidor.

Apesar de aplicações via Conta e Ordem serem permitidos desde 2015, com a publicação da Instrução CVM 555, só a partir de 2019, atendendo a uma demanda de mercado, a ANBIMA incluiu o segmento “Conta e Ordem” nos rankings de gestão de fundos, referindo-se a instituições que distribuem fundos de outras casas. Após esta inclusão, foi possível traçar um melhor retrato da indústria, dado que este tipo de distribuição vem ganhando destaque com o crescimento das plataformas digitais.

Isso porque, nesses casos, o distribuidor é o único que tem acesso aos dados dos cotistas e fica responsável por consolidar a posição deles com os diversos prestadores de serviços dos fundos.

As classes ANBIMA são: Renda-fixa, Multimercados, Previdência, Ações, FIP, FIDC, FII, Off shore, ETF e Cambial.

Os tipos ANBIMA são definidos a partir das classificações CVM acima e observam as estratégias dos fundos bem como seus fatores de risco. Do mesmo modo que a classificação CVM, o tipo ANBIMA também facilita o processo de comparação entre fundos.

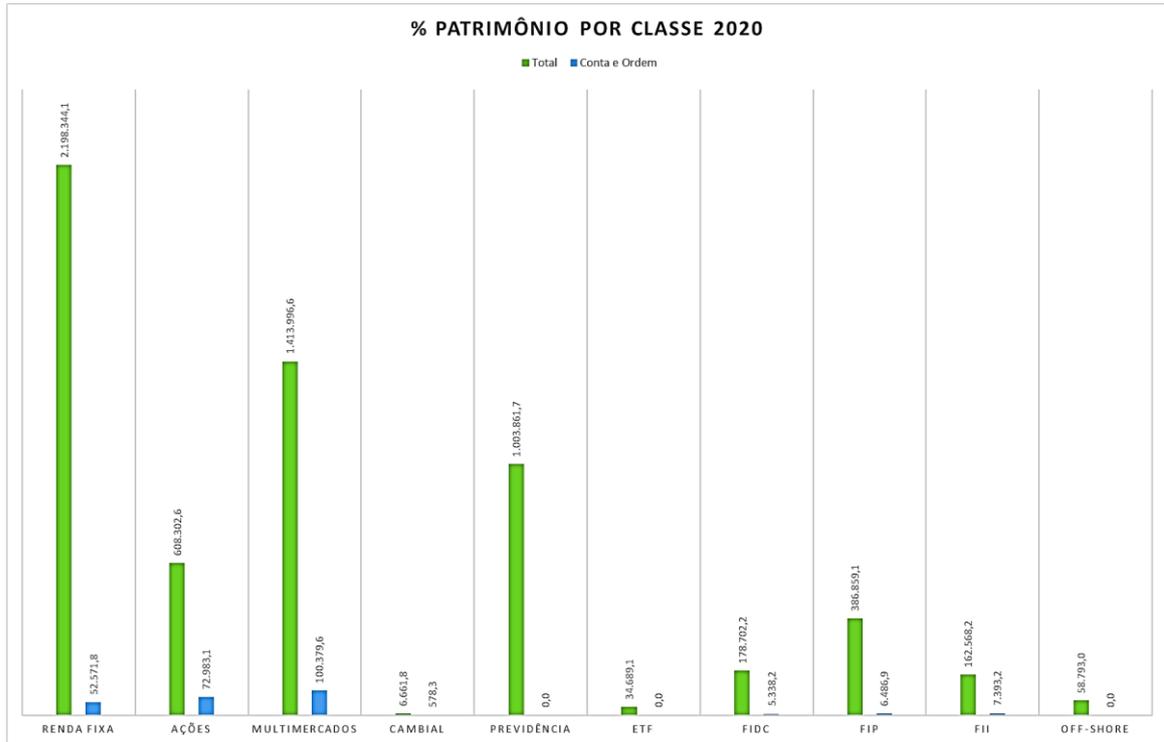
Logo abaixo, temos o volume total e o volume por Conta e Ordem, aplicados ao longo de 2019 e 2020, apurados mensalmente.

4.4 Dados Quantitativos

No Gráfico abaixo, temos o volume total de recursos financeiros aplicados em Fundos de Investimento no final do ano de 2020, agrupado pelas classes ANBIMA.

As barras em verde representam o total alocado no mercado, ao passo que as barras em azul representam o montante alocado pelos cotistas Conta e Ordem.

Gráfico 1 - Volume Financeiro Aplicado em Fundos de Investimento 2020, agrupado por Classe de Fundos. Total X Conta e Ordem – Dados em R\$ Milhões.



Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos Boletins Mensais divulgados pela ANBIMA

Gráfico 2 – Percentual do Volume Aplicado em Fundos de Investimento 2020, agrupado por Classe de Fundos

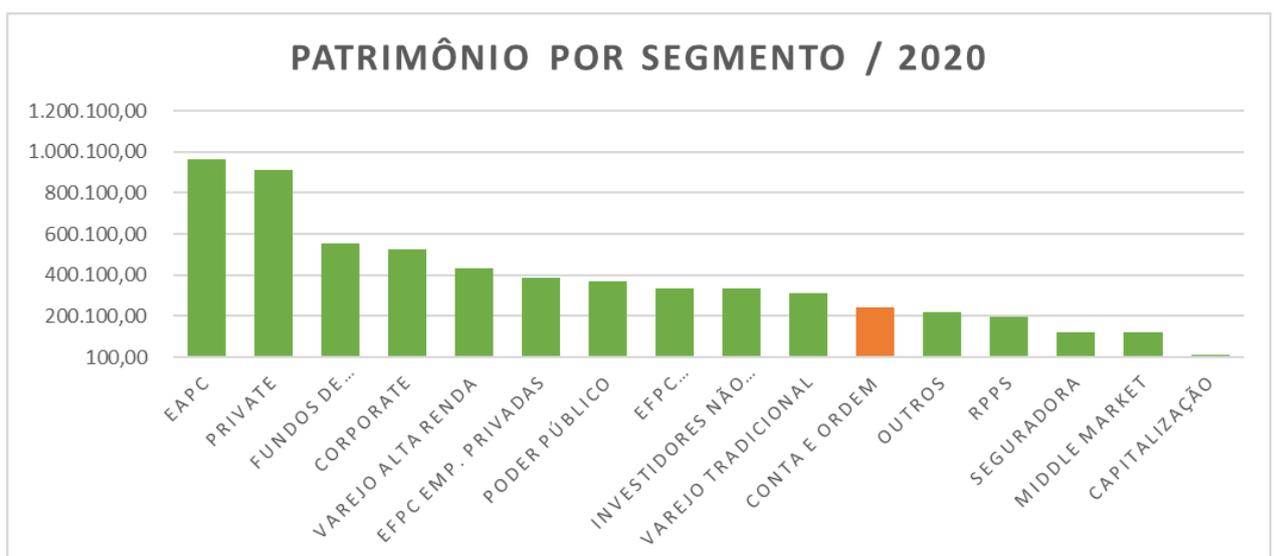


Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos Boletins Mensais divulgados pela ANBIMA

A análise dos dados de patrimônio da indústria segmentado por classe ANBIMA demonstra que a classe Renda-Fixa responde por mais de 36% do volume total, seguido pelas classes Multimercado (23%) e Previdência (16%); com menos de 1% de participação, estão as classes ETF (0,57%) e Cambial (0,11%), conforme Gráfico 2.

No Gráfico 3, temos um dado relevante reportado pelo Boletim ANBIMA, refere-se ao volume da indústria sob a ótica do passivo dos fundos, ou seja, seus cotistas. A ANBIMA segrega os investidores em 16 segmentos. A família de cotistas que absorve a maior parte do volume da indústria de fundos de investimento, cerca de R\$ 960 bilhões, equivale a 15,91% do volume total no ano de 2020, os quais são as EAPCs – Entidades Abertas de Previdência Complementar, as quais instituem planos de previdência complementar a quaisquer pessoas físicas interessadas, conforme definição da Secretaria de Previdência, os segmentos Private (15,04%), composto por clientes de bancos que possuem patrimônio mínimo de 1 milhão, os Fundos de investimento que aplicam em cotas e também entram na conta, representando 9,12% do volume total, e Corporate (8,72%), integrado por empresas de grande porte. Os segmentos Varejo Alta Renda e Varejo, ao qual pertence o investidor comum, registraram participação de 7,19 % e 5,13% respectivamente. Podemos identificar também, na 11ª posição, o volume total no segmento Conta e Ordem, com 4,06% do total alocado, representando um montante de aproximadamente R\$ 245 bilhões.

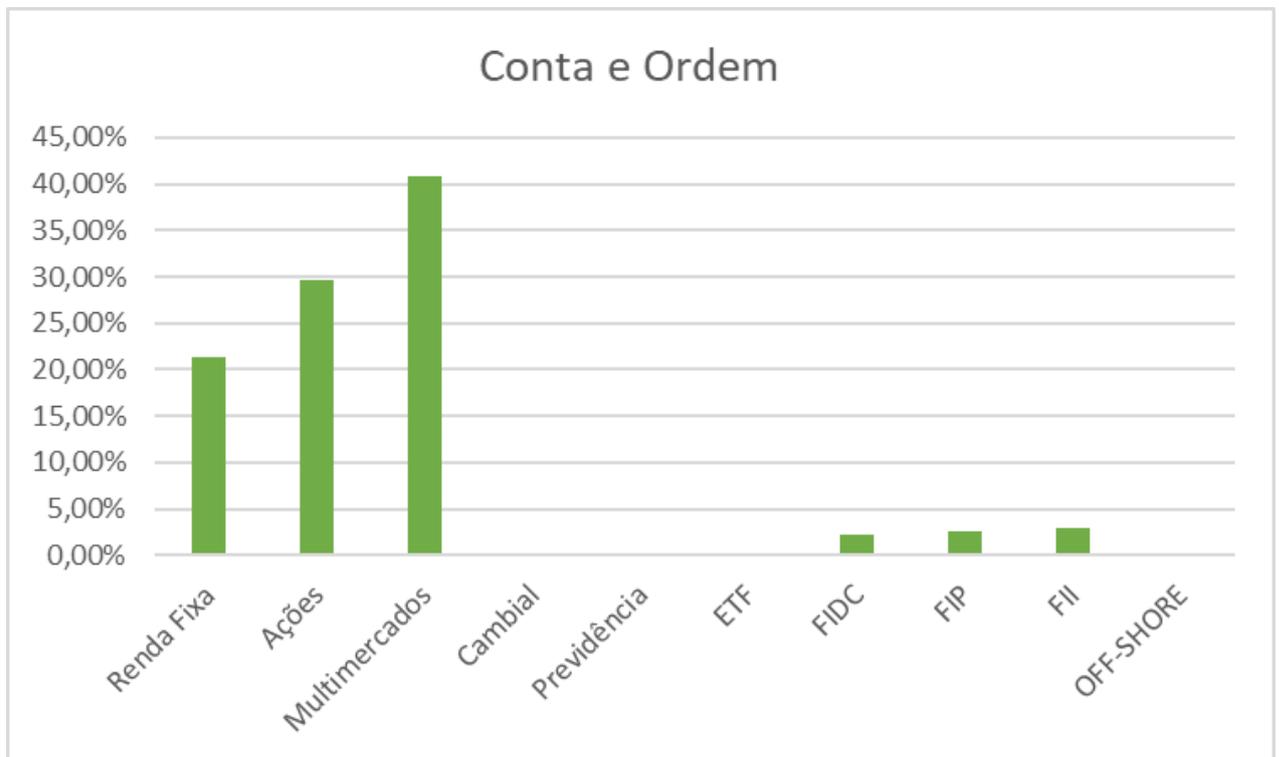
Gráfico 3 – Volume Aplicado em Fundos de Investimento em 2020, agrupado por Segmento –
Dados em R\$ Milhões.



Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos Boletins Mensais divulgados pela ANBIMA

Em comparação, no gráfico 4, podemos identificar que para os cotistas de Conta e Ordem, os fundos que mais possuem patrimônio são os Multimercados, representando 40,85% do total aplicado em Conta e Ordem. Em segundo, os fundos de ações, que ocupam um total de 29,70%, e os Fundos de Renda-Fixa, que ficaram com a terceira posição, com 21,39% do volume total alocado em 2020.

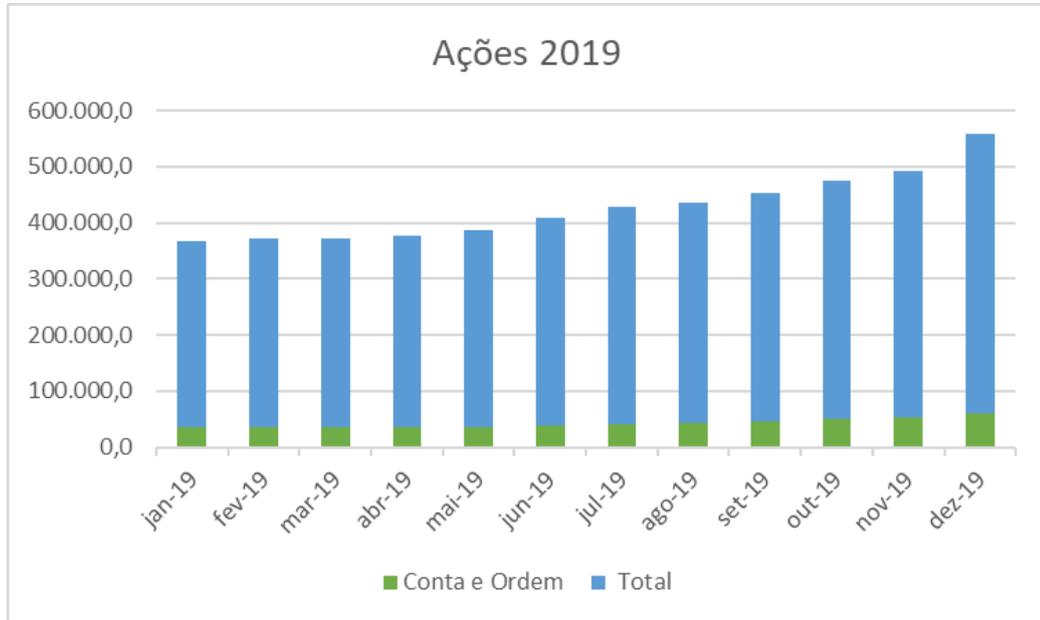
Gráfico 4 – Percentual do Volume Aplicado por Conta e Ordem em Fundos de Investimento 2020, agrupado por Classe de Fundos



Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos Boletins Mensais divulgados pela ANBIMA

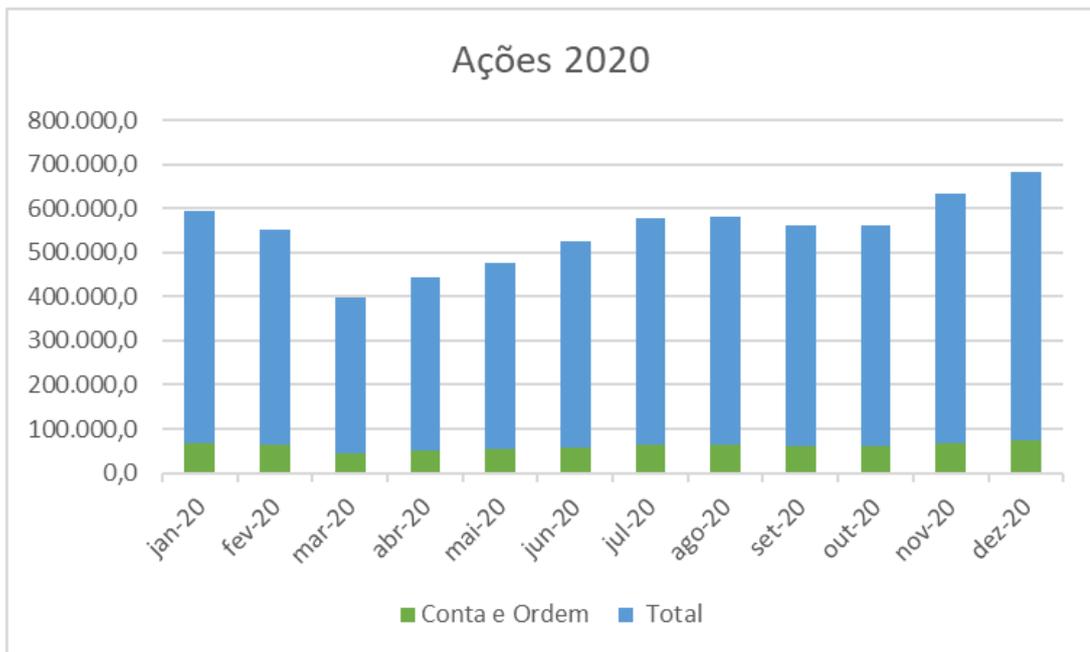
Nos gráficos que seguem abaixo, segregam-se as três classes com maior aporte dos Conta e Ordem para uma análise mensal ao longo dos anos de 2019 e 2020.

Gráfico 5 – Volume Aplicado em Fundos de Investimento ao longo de 2019, por Classe - Ações – Dados em R\$ Milhões.



Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos Boletins Mensais divulgados pela ANBIMA

Gráfico 6 – Volume Aplicado em Fundos de Investimento ao longo de 2020, por Classe - Ações – Dados em R\$ Milhões.



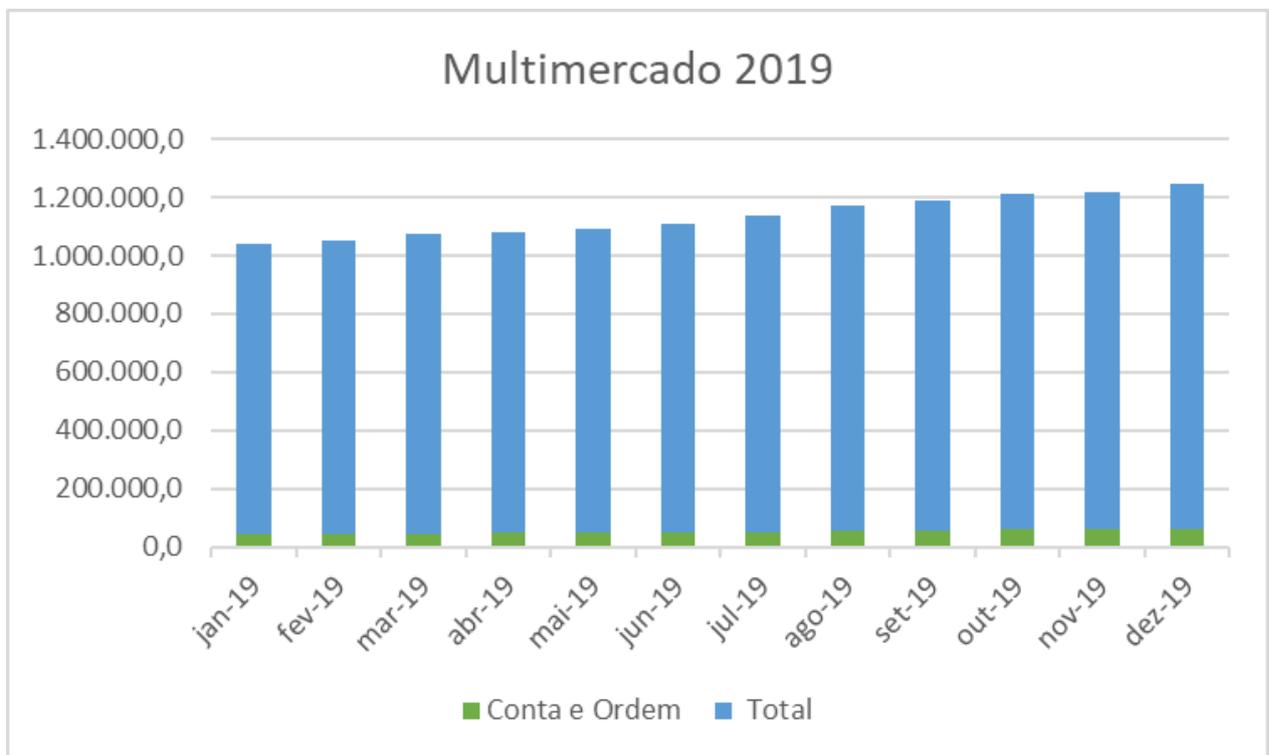
Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos Boletins Mensais divulgados pela ANBIMA

No ano de 2019 percebe-se uma subida constante no patrimônio dos fundos de ações e podemos ver que o volume alocado por Conta e Ordem também acompanha essa subida.

Já em 2020, logo no início da pandemia (março de 2020), há uma queda brusca nesse patrimônio, o impacto no patrimônio deve-se tanto à desvalorização dos ativos quanto à saída de recursos.

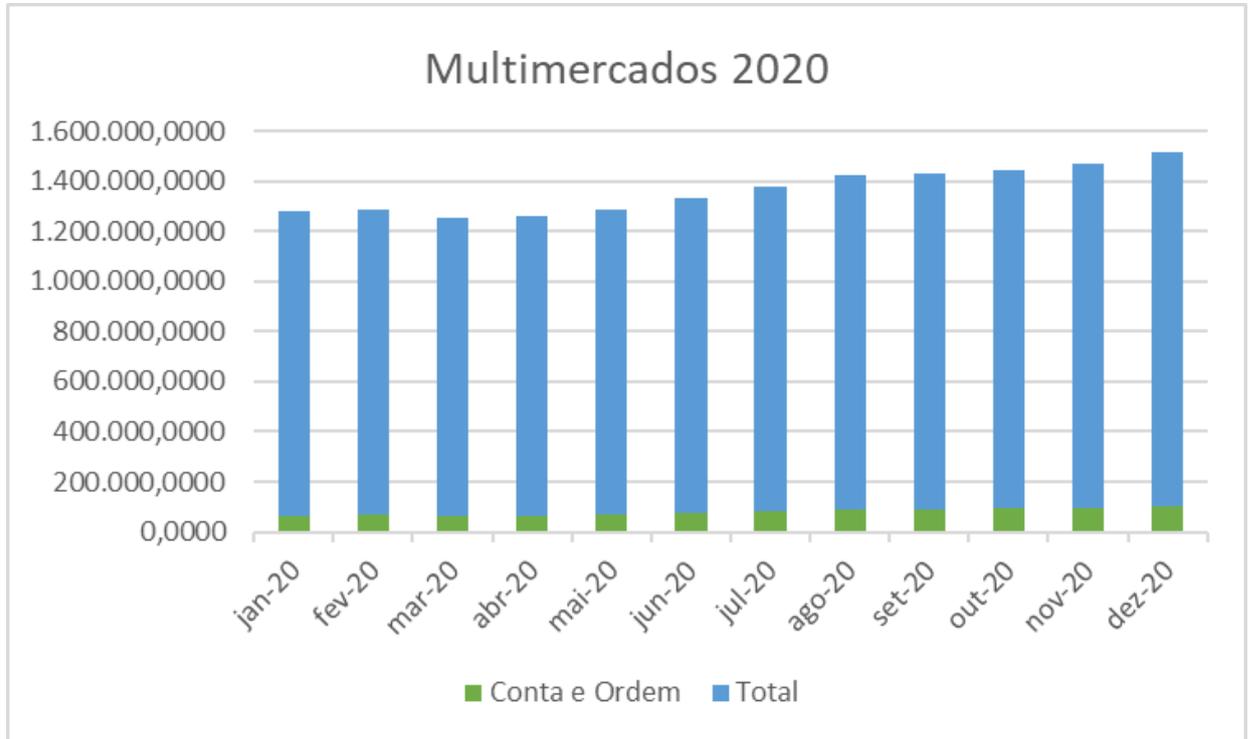
No entanto, ao final de 2020, o valor total alocado, já ultrapassava o montante do mesmo período em 2019.

Gráfico 7 – Volume Aplicado em Fundos de Investimento ao longo de 2019, por Classe - Multimercados – Dados em R\$ Milhões.



Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos Boletins Mensais divulgados pela ANBIMA

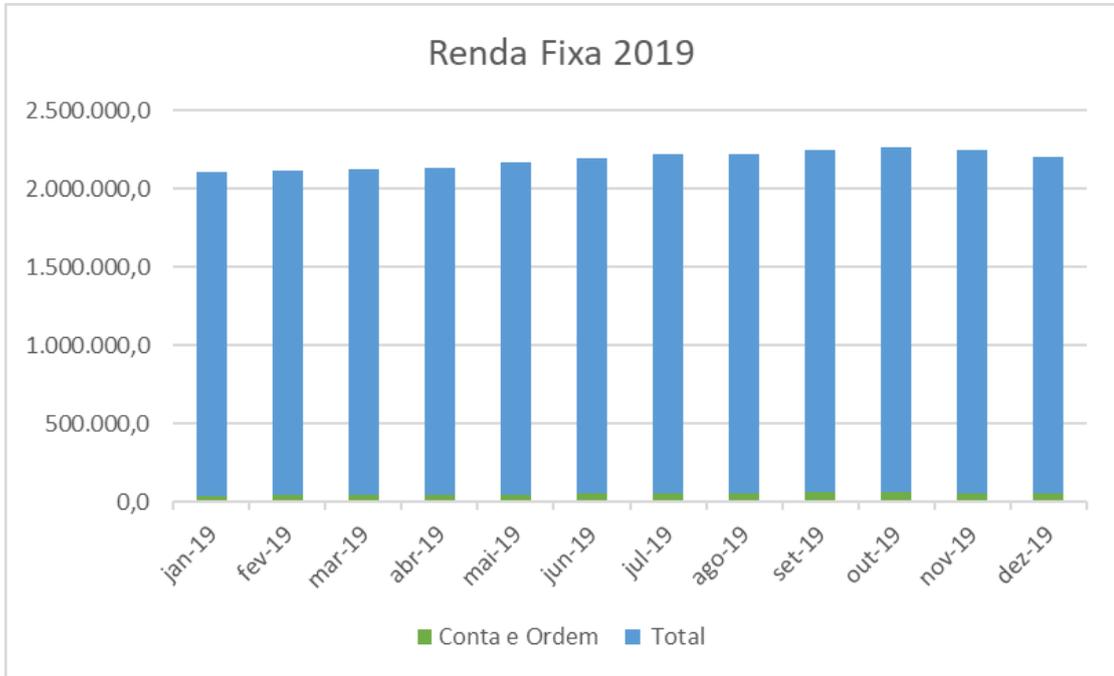
Gráfico 8 – Volume Aplicado em Fundos de Investimento ao longo de 2020, por Classe - Multimercados – Dados em R\$ Milhões.



Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos Boletins Mensais divulgados pela ANBIMA

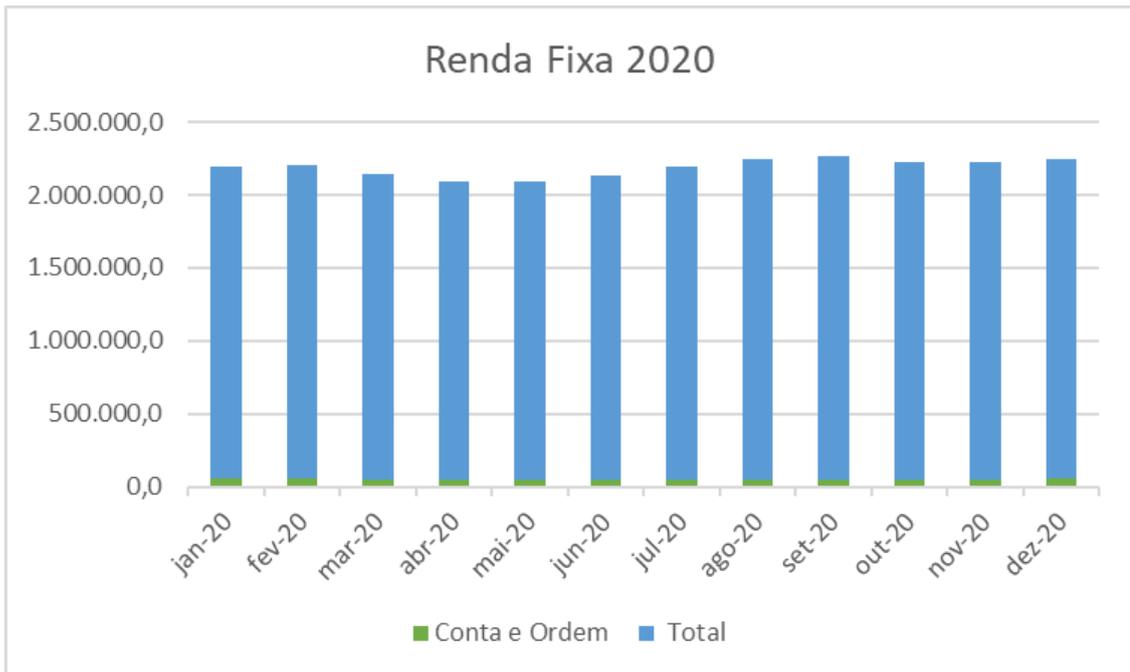
De acordo com os dados, depreende-se que os multimercados se mantiveram em alta, a queda devido ao início da pandemia foi bem mais atenuada nessa classe de fundos e, ao final de 2020, o volume total em patrimônio alocado também ultrapassou o montante de 2019.

Gráfico 9 – Volume Aplicado em Fundos de Investimento ao longo de 2019, por Classe – Renda Fixa – Dados em R\$ Milhões.



Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos Boletins Mensais divulgados pela ANBIMA

Gráfico 10 – Volume Aplicado em Fundos de Investimento ao longo de 2020, por Classe – Renda Fixa – Dados em R\$ Milhões.



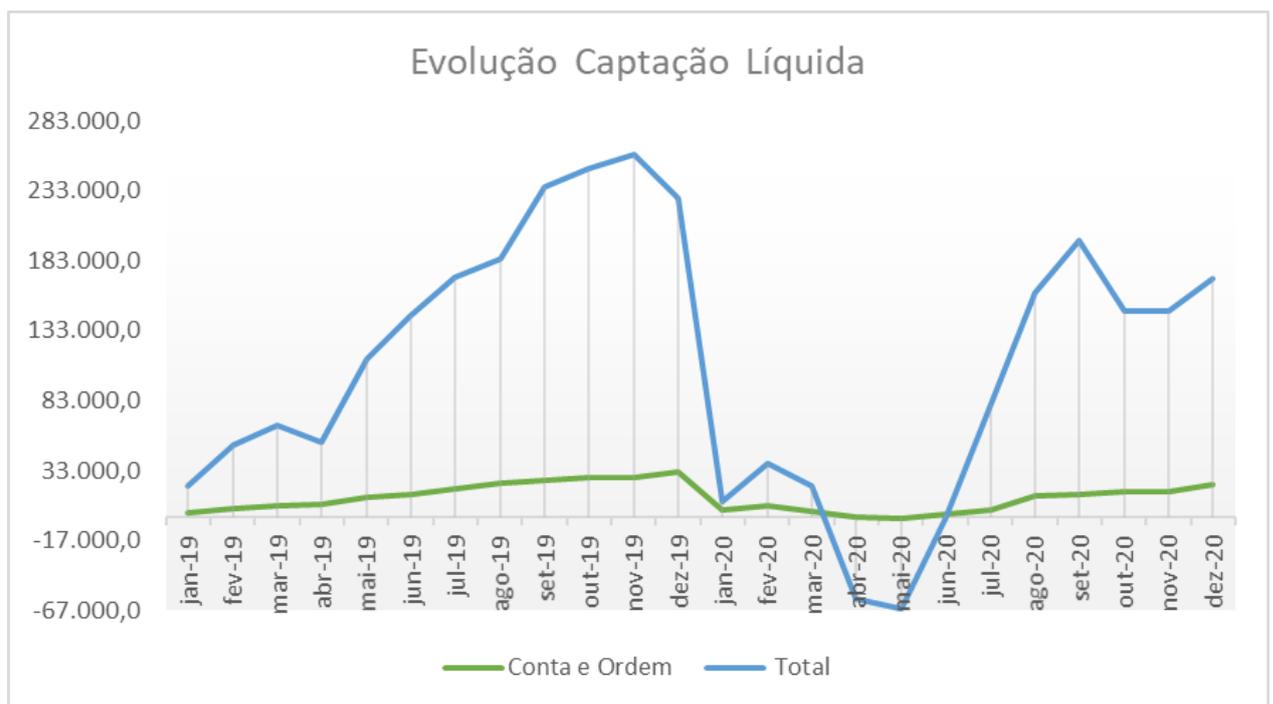
Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos Boletins Mensais divulgados pela ANBIMA

A representatividade dos Conta e Ordem nos fundos de renda fixa é inferior às classes anteriores. Também nota-se uma leve queda no patrimônio total entre março e junho.

Medida amplamente utilizada no mercado financeiro, a captação líquida de determinado produto de investimento é o resultado da diferença entre as aplicações e os resgates dos investidores em dado período. A captação líquida dos fundos de investimento acumulada no ano de 2020 foi de aproximadamente R\$ 170 bilhões, volume inferior ao apurado no fechamento de 2019, cerca de R\$ 227 bilhões, conforme publicações da ANBIMA.

Isso pode ser atribuído à trajetória de redução da taxa de juros ao longo do ano, abaixo do que era previsto no período pré-pandemia, que reforçou o movimento do investidor de menor aversão ao risco em busca de melhor rentabilidade.

Gráfico 11 – Captação Líquida em Fundos de Investimento ao longo de 2019/2020 – Dados em R\$ Milhões



Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos Boletins Mensais divulgados pela ANBIMA

Percebemos pelo gráfico que a redução na captação líquida de recursos no ano de 2020 foi impactada pelo período que compreende entre março a junho, justamente o início da pandemia.

Pelo gráfico, identifica-se também que as captações líquidas dos Conta e Ordem seguiram o mesmo movimento, sofrendo uma queda no período entre março e junho.

Tabela 4 – Captação Líquida em Fundos de Investimento ao longo de 2019, agrupado por Classe de Fundos – Dados em R\$ Milhões

CLASSE ANBIMA	CONTA E ORDEM	TOTAL	% TOTAL	% CEO
RENDA FIXA	9.235,3	-57.052,3	-25,1%	28,6%
AÇÕES	10.582,8	88.504,1	38,9%	32,8%
MULTIMERCADOS	11.855,6	74.634,4	32,8%	36,8%
CAMBIAL	-30,3	-715,4	-0,3%	-0,1%
PREVIDÊNCIA	0,0	42.859,3	18,8%	0,0%
ETF	0,0	10.007,5	4,4%	0,0%
FIDC	513,9	61.173,6	26,9%	1,6%
FIP	88,7	8.073,8	3,5%	0,3%

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos Boletins Mensais divulgados pela ANBIMA

Quando examinada a captação líquida de todo o mercado, segregando-a por classe ANBIMA, no ano de 2019, identifica-se que as alocações nos fundos de ações superam os multimercados. Com efeito, em 2019, os fundos classificados como Ações obtiveram captação de 38,9%, os Multimercados representaram o equivalente a 32,80% da captação líquida total, Renda-Fixa teve captação negativa, com redução de 25,10%, Previdência, 18,80%, e a participação restante foi diluída entre as demais classes.

Já para os fundos de Conta e Ordem, os Multimercados lideraram as preferências, com 36,80%, seguidos pelos fundos de ações, com 32,80% e deixando Renda-Fixa em terceiro lugar, com 28,60%. As demais classificações são pouco representativas, sendo a classe Cambial a única com captação negativa, ainda que em um volume pouco expressivo de -0,1%.

Diante deste cenário de 2019, pôde-se concluir que os cotistas por Conta e Ordem, seguiram aplicando seus recursos, ao passo que no restante do mercado, nos fundos de renda fixa especialmente, houve uma grande saída de recursos.

Tabela 5 – Captação Líquida em Fundos de Investimento ao longo de 2020, agrupado por Classe de Fundos – Dados em R\$ Milhões

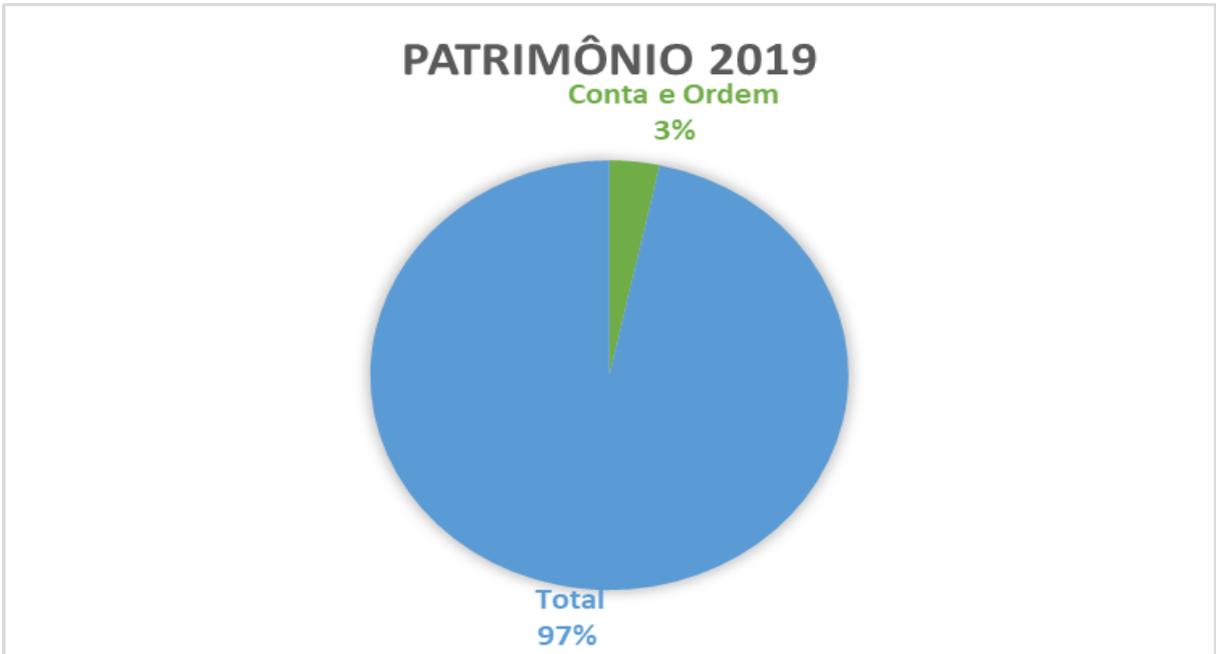
CLASSE ANBIMA	CONTA E ORDEM	TOTAL	% TOTAL	% CEO
RENDA FIXA	-6.768,4	-39.003,5	-22,92%	-29,86%
AÇÕES	9.770,8	70.662,5	41,53%	43,11%
MULTIMERCADOS	14.603,7	102.808,9	60,42%	64,43%
CAMBIAL	206,4	1.514,6	0,89%	0,91%
PREVIDÊNCIA	0,0	34.304,9	20,16%	0,00%
ETF	0,0	2.412,3	1,42%	0,00%
FIDC	4.064,9	-15.727,9	-9,24%	17,93%
FIP	788,9	13.196,5	7,75%	3,48%

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos Boletins Mensais divulgados pela ANBIMA

Agora, pôde-se examinar a captação líquida no ano de 2020, também segregado pela classe ANBIMA. Mais um ano em que os multimercados superaram os fundos de renda fixa, que novamente tiveram captação negativa, em -22,16%, seguido dos FIDC, com queda de -9,24%. Os Multimercados representaram o equivalente a 60,42% da captação líquida total, os Renda-Fixa, Previdência, 20,16%, Ações, 41,53%, e a participação restante foi diluída entre as demais classes.

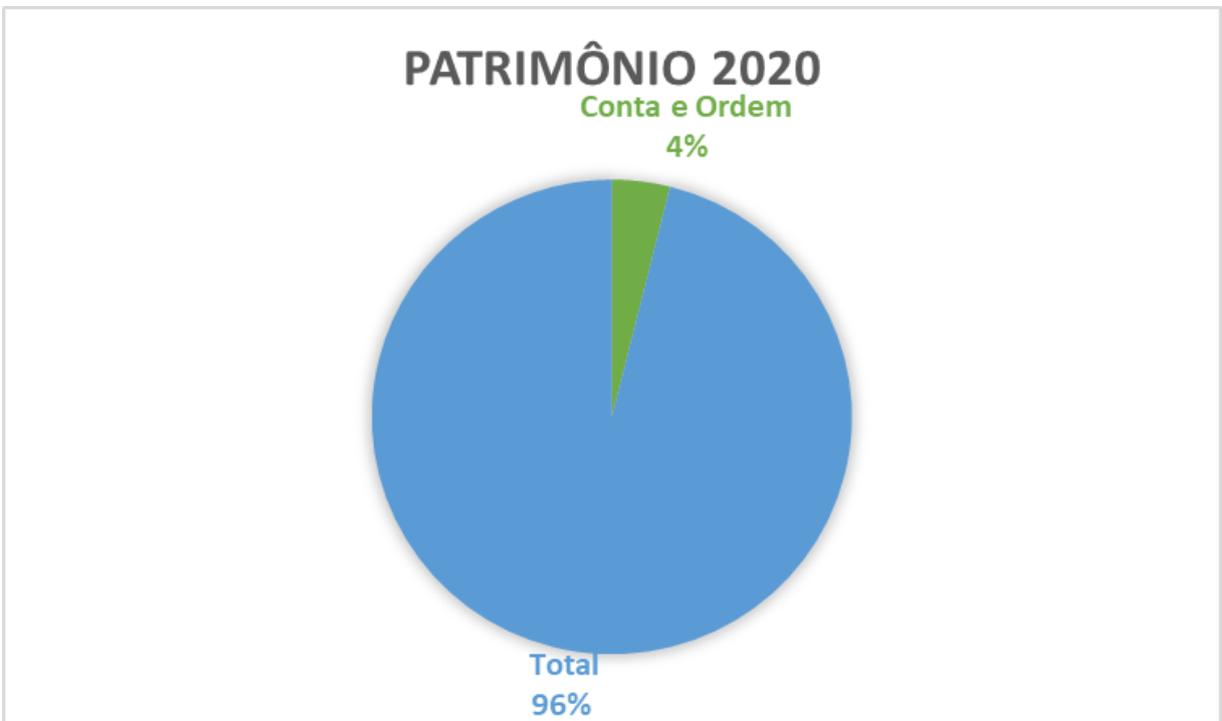
O movimento foi semelhante para os Conta e Ordem, pois os Multimercados lideraram o ranking de captações, com um total de 64,43%. Os Renda-Fixa tiveram captação líquida negativa de -29,86%, ou seja, houve mais resgates do que aplicações para esta classe. Ações, como a segunda classe mais procurada, com 43,11%. Os fundos FIDC se destacaram dentre os cotistas Conta e Ordem, enquanto no total a captação líquida foi negativa, na modalidade Conta e Ordem eles ocuparam um total de 17,93% do total. Não há posição em fundos de classificação Previdência e ETF na modalidade Conta e Ordem. Para as demais classes, a participação foi diluída, conforme ilustrado na tabela 5:

Gráfico 12 – Representatividade do Conta e Ordem no Patrimônio Total dos Fundos em 2019.



Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos Boletins Mensais divulgados pela ANBIMA

Gráfico 13 – Representatividade do Conta e Ordem no Patrimônio Total dos Fundos em 2020.



Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos Boletins Mensais divulgados pela ANBIMA

Pelas análises já realizadas, com base nos recursos totais alocados nos fundos de investimento, nos anos de 2019 e 2020, observa-se que as aplicações por Conta e Ordem ainda possuem pouca representatividade na indústria de fundos. De 2019 a 2020, teve um aumento de apenas 1% no montante total. Também é possível observar que a maior procura por essa modalidade de aplicação são para os fundos de ações e multimercados, justamente os mais voláteis do mercado.

A expectativa, de acordo com a ANBIMA, é que esse tipo de aplicação experimente uma expansão devido às plataformas digitais e ao uso da tecnologia como instrumento de captação, fazendo com que esses investimentos estejam ao alcance de mais investidores.

5 CONCLUSÕES FINAIS

Inicialmente, este estudo apresentou um breve panorama da indústria de fundos de investimento brasileira. Nesse sentido, abordou-se todo o contexto histórico desta indústria, desde o surgimento do primeiro fundo de investimento. Foi demonstrada também, a estruturação e o funcionamento deste instrumento financeiro, incluindo as regulamentações legais e classificações indicadas pela CVM e AMBIMA. Assim, a primeira parte deste trabalho, serviu para se apresentar um panorama geral da indústria de fundos de investimento, reforçando sua importância no mercado de financeiro brasileiro.

Já na segunda parte, desenvolveu-se o arcabouço teórico que respalda a análise desenvolvida no capítulo três, qual seja a apresentação do conceito de “Distribuição por Conta e Ordem”, bem como esclarecer alguns entendimentos necessários à compreensão deste estudo, como definição de funcionamento e segregação de responsabilidades das partes envolvidas.

Finalmente, a última seção deste trabalho dedicou-se a avaliar o impacto financeiro na captação de recursos na indústria de fundos de investimento brasileira, no período de 2019 e 2020, após a implementação do modelo de distribuição por Conta e Ordem. Os dados apresentados foram extraídos dos boletins mensais divulgados pela ANBIMA, os quais são atualizados pelos dados enviados pelos gestores através do Rankings de gestão. De fato, os Conta e Ordem ainda possuem pouca representatividade no montante total de recursos alocado em fundos. Sendo apenas 4% no fechamento de 2020, equivalente à aproximadamente R\$ 245 bilhões de reais.

Diante desses fatos, observa-se que as expectativas são positivas quanto ao crescimento de aportes em fundos via distribuição por Conta e Ordem à medida que apareçam cada vez mais gestores independentes e plataformas de investimentos. Nesta linha, há espaço para um novo estudo adiante, com dados atualizados, para que seja avaliada a importância do investimento por Conta e Ordem na indústria de fundos brasileira.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANBIMA. **Cartilha da Nova Classificação de Fundos**. 2021a. Disponível em: <<http://www.classificacaodefundos.com.br/cartilha-nova-classificacao-de-fundos.pdf>>. Acesso em: 15 out. 2021.
- ANBIMA. **Consolidado Histórico de Fundos de Investimento**. 2020. São Paulo.
- ANBIMA. **Índices**. 2021a. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/precos-e-indices/indices/indices.htm>. Acesso em: 15 out. 2021.
- ANDREZO, A.; Lima, I. **Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais**. São Paulo: Pioneira, 1999. 338p.
- ASSAF NETO. Alexandre. **Mercado Financeiro**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- B3. **Estrutura Normativa**. São Paulo: B3, 2021a, Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/> Acesso em 27 de jun. de 2021.
- BRASIL. Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Recursos de Terceiros de 01 de julho de 2021. **ANBIMA**, Rio de Janeiro, RJ.
- BRASIL. Instrução CVM nº 555 de 17 de dezembro de 2014. **Comissão de Valores Mobiliários**, Rio de Janeiro, RJ.
- BRITO, N.; NEVES, A. Desempenho recente de fundos de investimentos. In: BRITO, N. (Org.). **Gestão de investimentos**. São Paulo: Atlas, 1989. Cap. 9, p. 163-189.
- FIGUEIREDO, L.; TIGRE, L. Gestores independentes no Brasil: uma história de sucesso. In: LEAL, R.; VARGA, G. (Orgs.) **Gestão de investimentos e fundos**. Rio de Janeiro: Financial Consultoria, 2006. 480p.
- FONSECA. J. J. S. **Metodologia da pesquisa científica**. Fortaleza: UEC, 2002.
- FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. **Anuário da Indústria de Fundos de Investimento**: 2018. São Paulo, 2018.
- GOLDSMITH, R. **Brasil 1850-1984: desenvolvimento financeiro sob um século de inflação**. São Paulo: Harper & Row do Brasil, 1986. 557 p.
- LOBIANCO, L. O risco na legislação de fundos de investimento. In: DUARTE, A. JR.; VARGA, G. (Orgs.). **Gestão de riscos no Brasil**. Rio de Janeiro: Financial Consultoria, 2003. 861 p.
- NEUBERT, A. Knowing your indexes: background, definitions, and rules. In: FABOZZI, F. J. (Ed.). **Associates professional perspectives on indexing**. Pennsylvania, Frank J. Fabozzi Associates, 1997, Cap. 5, p 54-67.

RECEITA FEDERAL DO BRASIL. **Legislação e Regulamentação** / Portaria MF nº 264, de 30 de junho de 1999. Disponível em: <<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?idAto=25811&visao=anotado>> Acesso em: 12 de ago. de 2021

RECEITA FEDERAL DO BRASIL. **Legislação e Regulamentação** / Instrução Normativa RFB nº 1.022, de 5 de abril de 2010. Disponível em: <<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?idAto=15987&visao=anotado>> Acesso em: 12 de ago. de 2021

SANVICENTE , A.; Leite , H. P. Planos de estabilização e instabilidade nos mercados acionários. Revista de Administração de Empresas, São Paulo, v. 31, n. 2, p.25-36, abr./jun. 1995.

TOSTA DE SÁ, G. **Investimentos no mercado de capitais**. Ao Livro Técnico, 1979. 345p.

VARGA. G; LEAL. R (Orgs.). **Gestão de investimentos e fundos**. Rio de Janeiro: Financial Consultoria, 2006.