

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA  
DO RIO DE JANEIRO



**Brenda Alves Pereira Muniz**

**Monografia - CHARLES SCHWAB ‘DOS TRÓPICOS’ –  
É POSSÍVEL TERMOS UMA CHARLES SCHWAB NO  
BRASIL?**

**MONOGRAFIA**

**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**  
Graduação em Ciências Econômicas

Rio de Janeiro, 29 de Novembro de 2019



**Brenda Alves Pereira Muniz**

**Monografia - CHARLES SCHWAB ‘DOS TRÓPICOS’ –  
É POSSÍVEL TERMOS UMA CHARLES SCHWAB NO  
BRASIL?**

**Monografia**

Monografia apresentada ao Curso de Graduação de Ciências Econômicas, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Marcelo Nuno Carneiro de Sousa

Rio de Janeiro, 29 de Novembro de 2019



**Brenda Alves Pereira Muniz**

**Monografia - CHARLES SCHWAB ‘DOS TRÓPICOS’ –  
É POSSÍVEL TERMOS UMA CHARLES SCHWAB NO  
BRASIL?**

Monografia apresentada ao Curso de Graduação de Ciências Econômicas, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

**Marcelo Nuno Carneiro de Sousa**  
**Orientador**

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA – PUC-Rio

**Nome do Examinador**  
Afiliação do Examinador

**Nome do Examinador**  
Afiliação do Examinador

**Nome do Coordenador**  
Coordenador Setorial do Centro de Ciências Sociais - CCS – PUC-Rio

Rio de Janeiro, 29 de Novembro de 2019

*Aos meus pais, Paulo César Soares Muniz e Jane  
Alves Pereira, por todo o apoio e carinho  
dispensados, além dos sacrifícios realizados para  
investir em minha formação;*

*Ao meu orientador, Marcelo Nuno Carneiro de  
Sousa, por ter aceitado orientar um tema tão vasto  
e pouco explorado;*

*À Maria de Nazareth Maciel, por todas as  
orientações educacionais dispensadas e pela ajuda  
no momento em que eu mais precisava;*

*Aos amigos da BTG Pactual Serviços Financeiros  
S.A. DTVM, pelo aprendizado, pelos ótimos  
momentos e pela compreensão da minha dupla  
jornada como estagiária e universitária;*

*Ao meu mentor, Manuel de Almeida Marins Gorito,  
pelos conselhos de vida e por todo o apoio  
proporcionado.*

*“Once we realize that imperfect understanding is the human condition, there is no shame in being wrong, only in failing to correct our mistakes.”*

*— George Soros, Soros on Soros: Staying Ahead of the Curve*

## RESUMO

Com a taxa de juros básica brasileira a níveis mínimos históricos, instituições financeiras e indivíduos buscam novas formas de rentabilizar o capital diante de uma taxa de juros real projetada de 0,80% para 2019 (HIRATA, 2019).

Aliado à introdução de mudanças regulatórias e inovações financeiras, o setor de investimentos financeiros brasileiro vem sofrendo alterações. Com a expansão de plataformas de distribuição de produtos financeiros, a difusão de escritórios de agentes autônomos, e o surgimento de *fintechs*, podemos fazer uma comparação deste setor com a experiência americana.

De forma a analisarmos o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro em comparação ao americano, será realizado um estudo de caso sobre a Charles Schwab e aspectos regulatórios e governamentais de ambos os locais. Assim, verificaremos se sua expansão em terras tupiniquins seria viável e quais elementos permitiriam ou proibiriam tal feito.

**Palavras-chave:** Mercado financeiro, mercado de capitais, Charles Schwab, investimentos.

## **ABSTRACT**

With the Brazilian basic interest rate at historic lows, financial institutions and individuals are looking for new ways to monetize its capital on a projected real interest rate of 0.80% for 2019 (HIRATA, 2019).

Coupled with the introduction of regulatory changes and financial innovations, the Brazilian financial investment industry has been undergoing changes. With the expansion distribution platforms of financial products, the spread of registered independent advisors and the emergence of fintechs, we can compare this industry with the US experience.

In order to analyze the development of the Brazilian versus the US capital markets, a case study will be conducted on Charles Schwab and regulatory and governmental aspects of both locations. Thus, we will verify if its expansion in Brazilian lands would be viable and which elements would allow or forbid such accomplishment.

**Palavras-chave:** financial markets, capital markets, Charles Schwab, investments.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Número cumulativo de filiais da Charles Schwab durante o período 1981 - 2002 . . . . .	15
Figura 2 – Estrutura da regulação financeira no Brasil. . . . .	32
Figura 3 – Taxa de juros americana (1954 - 2019) . . . . .	43
Figura 4 – Porcentagem da distribuição de recursos dentre gestão ativa e passiva .	45
Figura 5 – Divisão entre gestão ativa e passiva dos recursos da indústria de investimentos americana, atual e projetada (PwC) . . . . .	45
Figura 6 – Número de fundos e ETFs americanos abertos ou liquidados de 2007 a 2018 . . . . .	47
Figura 7 – Porcentagem do patrimônio total de fundos mútuos e ETFs americanas no encerramento de 2018 . . . . .	48
Figura 8 – Pessoas físicas americanas detinham 89% do patrimônio de fundos mútuos americanos em 2018 . . . . .	48
Figura 9 – Cerca de 4 entre 10 famílias americanas que investem em ações possuem uma renda anual menor que 68 mil dólares . . . . .	49
Figura 10 – Taxas de custo de fundos de gestão ativa e passiva caíram ao longo do tempo . . . . .	50
Figura 11 – Crescimento da indústria de <i>Registered Investment Advisors</i> continua .	51
Figura 12 – Modelos de remuneração dos <i>Registered Independent Advisors</i> . . . .	52
Figura 13 – Desembolsos de concessão de recursos via BNDES . . . . .	53
Figura 14 – Alocação de recursos no Brasil em investimentos por categorias de produtos financeiros . . . . .	56
Figura 15 – Patrimônio líquido da indústria de <i>mutual funds</i> americana entre 1970 e 1990 . . . . .	61
Figura 16 – Número de cotistas da indústria de <i>mutual funds</i> americana dentre o período de 1970 e 1996 . . . . .	62
Figura 17 – Retorno sobre equity das empresas brasileiras comparado à Selic entre 2005 e 2017. . . . .	69



## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Consolidado Histórico de Fundos de Investimento Patrimônio Líquido R\$ milhões Constante por Classe ANBIMA (2000-2019) . . . . .	55
Gráfico 2 – Consolidado Histórico de Fundos de Investimento Patrimônio Líquido R\$ milhões Constante por Classe ANBIMA, sem Renda Fixa (2000- 2019) . . . . .	55

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

Anbima	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
BCB	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BofA	Bank of America Merrill Lynch
CADE	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CMN	Conselho Monetário Nacional
CS	Charles Schwab
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ETF	Exchange Traded Funds
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
FED	Federal Reserve System
FGC	Fundo Garantidor de Créditos
FII	Fundo de Investimento Imobiliário
ICI	Investment Company Institute
MJSP	Ministério da Justiça e Segurança Pública
NBER	National Bureau of Economic Research
NYSE	New York Stock Exchange
PIB	Produto Interno Bruto
RIA	Registered Investment Advisor
S.A.	Sociedade Anônima
SEC	Securities and Exchange Commission
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados
USD	Dólares Americanos

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO . . . . .</b>	<b>11</b>
<b>1.1</b>	<b>ESTRUTURA . . . . .</b>	<b>11</b>
<b>1.2</b>	<b>MOTIVAÇÃO . . . . .</b>	<b>12</b>
<b>2</b>	<b>HISTÓRIA DA CHARLES SCHWAB . . . . .</b>	<b>13</b>
<b>3</b>	<b>REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS . . . . .</b>	<b>22</b>
<b>3.1</b>	<b>Regulação do Mercado de Capitais dos Estados Unidos . . . . .</b>	<b>23</b>
3.1.1	Office of the Comptroller of the Currency . . . . .	28
3.1.2	Federal Reserve System . . . . .	29
3.1.3	Securities Exchange Commission . . . . .	29
<b>3.2</b>	<b>Regulação do Mercado de Capitais do Brasil . . . . .</b>	<b>30</b>
3.2.1	Conselho Monetário Nacional . . . . .	34
3.2.2	Banco Central do Brasil . . . . .	34
3.2.3	Comissão de Valores Mobiliários . . . . .	37
3.2.4	Anbima . . . . .	40
3.2.5	BSM . . . . .	41
<b>4</b>	<b>CENÁRIO ATUAL DO SETOR DE INVESTIMENTOS AMERI- CANO . . . . .</b>	<b>43</b>
<b>5</b>	<b>CENÁRIO ATUAL DO SETOR DE INVESTIMENTOS BRASI- LEIRO . . . . .</b>	<b>53</b>
<b>6</b>	<b>ANÁLISE . . . . .</b>	<b>61</b>
<b>7</b>	<b>CONCLUSÃO . . . . .</b>	<b>71</b>
	<b>REFERÊNCIAS . . . . .</b>	<b>73</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O setor de investimentos financeiros brasileiro tem recebido a atenção especial de acadêmicos e reguladores pelo baixo desenvolvimento de seu mercado de capitais, sendo exemplo a recente publicação do “Mercado de Capitais: Caminho para o Desenvolvimento”, uma agenda conjunta da Anbima e da B3, onde ambas as entidades possuem como missão estimular o debate sobre o papel do mercado de capitais na sociedade brasileira (ANBIMA; B3, 2018, p. 3).

Outros estudos com foco no cenário microeconômico, como o “O raio-X do investidor brasileiro”<sup>1</sup>, formulado pela Anbima, buscam respostas com base nos hábitos de poupança e de investimento da população brasileira. Ambos os trabalhos nominalmente citados possuem como similaridade a realização de uma análise exclusivamente com foco nas características do cenário sócio-econômico brasileiras.

Este trabalho diferencia-se dos demais a partir da realização de uma análise comparada entre os setores de investimentos brasileiro e americano utilizando-se como ponto focal a Charles Schwab, corretora americana fundada em 1973 e que possui atualmente 3,85 trilhões de dólares de clientes sob custódia<sup>2</sup>(CHARLES SCHWAB, ), aliada ao estudo de médio prazo dos elementos regulatórios e dos participantes dos mercados de capitais de ambos os países.

A escolha da Schwab para esta análise parte da observação da inspiração de seu modelo de negócios sobre as plataformas de distribuição de investimentos em terras tupiniquins, como a XP Inc., antes XP Investimentos, pioneira na distribuição por plataformas abertas no país. (MARQUES; LUCCHESI; ANDRADE, 2019)

Este trabalho caracteriza-se como uma pesquisa qualitativa, com caráter bibliográfico e documental, dividida em seis capítulos, conforme serão elencados a seguir.

### 1.1 ESTRUTURA

Inicialmente será apresentada uma breve história da corretora Charles Schwab, desde a sua fundação em 1971 até os tempos atuais, visto que a utilizamos como modelo referencial desta monografia. Serão citadas as inovações financeiras introduzidas pela corretora no setor de investimentos americano, assim como o cenário econômico ou socio-político base.

Em segundo lugar, analisaremos os elementos regulatórios e governamentais dos Estados Unidos e do Brasil referentes ao setor de investimentos financeiros e de mercado de capitais. Objetiva-se elencar as alterações ocorridas e seus objetivos a uma rápida

<sup>1</sup> [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/especial/raio-x-do-investidor-2018.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-2018.htm)

<sup>2</sup> Dados de 31/10/2019

análise quanto aos seus consequentes impactos em tais setores.

Em terceiro lugar, analisaremos o cenário atual do setor de investimentos financeiros americano e brasileiro, comparando-os em termos quantitativos e qualitativos, de forma a responder à questão secundária desta obra: O que diferencia o setor de investimentos brasileiro do americano?

Por fim, conciliaremos os pontos acima elencados para sermos capazes de responder à questão central deste estudo no quarto e último capítulo: Seria possível replicar a Charles Schwab no Brasil?

Para não incorrerem em confusões entre a Charles Schwab empresa e a Charles Schwab pessoa, iremos referir-nos ao último como “Chuck”. “Charles Schwab” e “Schwab” serão utilizados para referência à empresa fundada.

## 1.2 MOTIVAÇÃO

O objetivo deste trabalho é estudar os setores de investimentos financeiros brasileiro e americano, a partir de um questionamento central – seria possível replicar o sucesso da Charles Schwab, corretora fundada na década de 1970 nos Estados Unidos e conhecida pela popularização de investimentos nas classes média e baixa, em terras tupiniquins?

Esta análise buscará pensar sobre os elementos regulatórios, governamentais, conjunturais e estruturais que permitiram o desenvolvimento da Charles Schwab nos Estados Unidos em relação ao cenário existente no Brasil. Ainda, busca-se pontuar quanto tempo o mercado brasileiro levou para introduzir as mesmas inovações existentes do mercado americano, assim como listar possíveis transformações de médio prazo no setor de investimentos brasileiro.

Tal trabalho mostra-se importante em vista da baixa taxa de investimentos por parte da população brasileira - “Apenas 9% investiram em produtos financeiros em 2017 e menos da metade da população (42%) tinha algum dinheiro aplicado ao final do ano passado.” (ANBIMA, 2018b, p. 45). Associe a isso um estoque de 779,8 bilhões de reais em contas-poupança referente a Novembro/2018 (MARQUES; LUCCHESI; ANDRADE, 2019), podemos constatar que o setor de investimentos brasileiro é diminuto quanto à quantidade de investidores e à qualidade de suas opções de investimento.

## 2 HISTÓRIA DA CHARLES SCHWAB

Antes de analisarmos a história da instituição financeira Charles Schwab, cabe uma rápida citação sobre as iniciativas de Chuck antes da fundação da empresa de mesmo nome.

Chuck graduou-se em Economia em Stanford em 1959 e, ao perceber que a indústria de investimentos estava profissionalizando-se rapidamente, cursou em seguida um MBA na Stanford Business School no início da década de 1960. Antes de concluir seu MBA, foi convidado para trabalhar durante meio período na Foster Investment Services em Palo Alto, Califórnia. Nesta empresa, sua responsabilidade era captar possíveis clientes para investirem através da Foster. Aos 23 anos, Chuck havia tornado-se vice-presidente da mesma.

Chuck, após convite de Desmond Mitchell e John Morse, dois executivos da Foster, pediu demissão e iniciaram em 1963 a Mitchell, Morse & Schwab, uma empresa que geria fundos de investimento e publicava a Investment Indicators, uma newsletter paga de assessoria de investimento. Em seu período de maior sucesso, a newsletter possuía 3,000 inscritos com uma assinatura individual de 84 dólares por ano. (KADOR, 2002, 51)

Aproveitando-se do sucesso de sua *newsletter*, a Mitchell, Morse & Schwab criou um dos primeiros fundos mútuos sem taxa de entrada ou saída dos Estados Unidos, o Investment Indicators, que chegou a ter 20 milhões de dólares sob gestão. Entretanto, o escritório foi impossibilitado de distribuir o fundo no país pela SEC, devido à falha em não responder a um requisito regulatório, o de registrar os valores mobiliários em cada estado. Em 1972, Chuck tinha 35 anos e um prejuízo de 100 mil dólares.

Bill Schwab, tio de Chuck, emprestou-o recursos para o início de uma segunda empresa de investimentos com outros quatro novos sócios, chamada de First Commander Corporation. Em um período de dois anos, Bill e os quatro sócios venderam suas participações para Chuck, ao constatarem o relativo insucesso da companhia. Mesmo em face de tais dificuldades, Chuck continuou com a empreitada e, para refletir as mudanças que estavam ocorrendo, renomeou a empresa para “Charles Schwab & Co”.

No início de 1974, Chuck foi contatado por Hugo Quackenbush, seu amigo de Stanford, informando-o que havia um rumor no mercado que as comissões de brokeragem seriam desreguladas. Sua sugestão era a de inserir a Charles Schwab & Co em um novo tipo de negócio, o de *discount brokerage*, em vez de um serviço de *full comission brokerage*, como oferecido pela Merrill Lynch. Ao analisar os modelos de negócios possíveis em termos de serviços de valor adicionado (*full comission brokerage*) ou serviços de valor subtraído (*discount brokerage*), acabou optando pelo último.

Sua ideia envolvia iniciar com uma brokeragem de serviços completos e subtrair opções

e atividades, como equipes de *equity research* e *stockbrokers*, até chegar a uma estrutura enxuta e financeiramente barata. Seu desinteresse por vendas e assessoria de investimentos, onde via a existência de incentivos incongruentes para a venda de produtos com base no valor da comissão a ser paga ao vendedor, encaixava-se com o modelo de brokeragem que estava planejando (Ibid., 59). Seus *brokers* não poderiam fornecer recomendação de investimentos e seriam pagos com um salário fixo, não com comissões baseadas em vendas. Essa estratégia não era baseada apenas na preocupação com o investidor, mas também estava correlacionada com a impossibilidade de empregar *brokers* bem treinados sendo pagos unicamente com salários fixos.

Em 1.º de maio de 1975, após 183 anos<sup>1</sup> de preços fixos de brokeragem, a NYSE desregulou as comissões. Ou seja, anteriormente à desregulação entrar em vigor, uma compra de 50 ações de uma empresa teria o mesmo custo de comissão que uma compra de 50 mil ações da mesma empresa, dado que a compra ou venda de ações deveria ser feito obrigatoriamente via um broker licenciado e o custo de brokeragem era fixo.

Pós desregulação, a maior parte das firmas de brokeragem diminuiu entre 25% a 60% as taxas de comissões para investidores institucionais (COLBERT, 2001, 206), clientes com grandes volumes e grandes quantidades de ordens, e as aumentou para os investidores pessoas físicas - o que contribuiu com o crescimento da Schwab dentre deste nicho.

A diferenciação apoiava-se no entendimento “[...] que o agrupamento de serviços completos de brokeragem para todas as etapas do ciclo de investimento aumentava os custos de investidores experientes que se sentiam confortáveis em fazer suas próprias decisões financeiras [...]”. (MELNICK et al., 2012, p. 200, capt. 11, tradução nossa)<sup>2</sup>.

Sendo assim, a proposição de valor da CS baseava-se em prover a execução das negociações de seus clientes por um baixo custo, sendo a primeira *discounting broker* pós desregulação de comissões de brokeragem. Schwab foi capaz de atender a uma parcela do mercado formada por “[...] investidores independentes e sofisticados que são altamente educados, alfabetizado em tecnologia, sentem-se confortáveis em negociar ativos financeiros sem conselhos, e em busca de preços baixos.” (Ibid., 200)<sup>3</sup>.

Em 1975, o tio de Chuck emprestou-o mais dinheiro para investir nos negócios e atender aos requisitos regulatórios de capital da instituição. Sua condição foi a inauguração de uma filial da corretora em Sacramento, na Califórnia. Chuck não via razão para o

<sup>1</sup> As taxas de brokeragem encontravam-se fixas desde 17 de maio de 1792, com base no *Buttonwood Agreement*, que serviu de base para a criação da NYSE e que estabeleceu: “We the Subscribers, Brokers for the Purchase and Sale of Public Stock, do hereby solemnly promise and pledge ourselves to each other, that we will not buy or sell from this day for any person whatsoever, any kind of Public Stock, at a less rate than one quarter per cent Commission on the Specie value and that we will give a preference to each other in our Negotiations.” (WAXMAN, 2017)

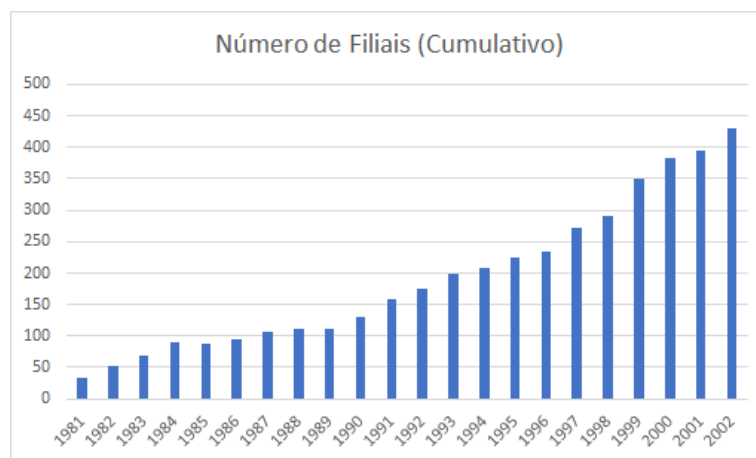
<sup>2</sup> “Instead, Schwab (the company) focused on providing knowledgeable investors low-cost execution services - the third step in the investment cycle.”

<sup>3</sup> “Traditionally, Schwab appealed to sophisticated, independent-minded investors who are highly educated, technology-literate, comfortable trading securities without advice, and in search of low prices.”

estabelecimento de filiais por parte de uma *discount broker*, cujo objetivo era o de atender todos os seus clientes pela internet ou por telefone, mas dada a necessidade de capital, aceitou o empréstimo e a condição. A filial foi inaugurada em setembro de 1975 e a companhia imediatamente viu um aumento no número de novas contas criadas e de *trades* diários originados, muitos dos quais adivinham da região de Sacramento (KADOR, 2002, 76-77). O que havia de novo quanto a este ponto era a incongruência em relação ao número de novos clientes e o de visitantes na filial: o tráfego na filial era bem menor que a contagem de novos clientes registrados na mesma.

Novas filiais foram abertas em Century City, Seattle, Newport Beach, Virginia, Phoenix e Arizona, todas nos Estados Unidos. Após a repetição do fenômeno, a Charles Schwab chegou à conclusão que “[...] as pessoas querem estar perceptivelmente perto de seu dinheiro” (Ibid., 77). Dada a novidade quanto a discount brokerages, havia uma desconfiança por parte da população, onde a existência de um escritório físico tranquilizava aqueles que pensavam em se tornar clientes. No início dos anos 80, a CS percebeu que a rede de filiais era uma vantagem competitiva, levando-a a abrir 20 filiais por ano nas duas décadas seguintes. Este número chegou a 430 filiais em 2002 (Ibid., 80).

**Figura 1 – Número cumulativo de filiais da Charles Schwab durante o período 1981 - 2002**



KADOR, John - Charles Schwab: How One Company Beat Wall Street and Reinvited the Brokerage Industry

Em um negócio orientado para transações, viu-se necessário também o investimento em tecnologia e a implementação de um sistema de forma a reduzir custos, riscos e erros operacionais. Em uma época em que a maior parte das transações ainda envolviam registros em papel, a CS investiu em automatizações de forma a permitir que as operações de compra e venda fossem feitas sem gerar rastros físicos. Com o sistema em ação, foi possível o processamento do dobro de volume de operações com um custo mais baixo e com aumento da precisão da execução de *trades*, dando uma vantagem estratégica à companhia em um período de *bull market* com o início da década de 1980 nos Estados Unidos.

Ao final da década de 70, os Estados Unidos encararam um cenário inflacionário



durante a presidência de Jimmy Carter, onde o *Consumer Price Index* pulou de 4.9% em 1976 para 13.3% ao final da década. A inflação modificou os hábitos dos indivíduos, levando-os a investirem o que possuíam em produtos financeiros, contribuindo com o *bull market* anteriormente mencionado. Já neste período, a Schwab era a maior *discount broker* no mundo, com receita de USD 14,5 milhões e 90 mil contas de clientes (Ibid., 62).

Na década seguinte, a Schwab iniciou as operações da Schwab Technology Services, uma divisão com foco em iniciativas tecnológicas, voltadas para o desenvolvimento de produtos e serviços para ajudar investidores individuais - nicho de mercado atendido pela Charles Schwab. Como unidade independente, a divisão era vista como uma start-up empreendedora, que também poderia vir a desenvolver e prestar serviços financeiros a outras companhias.

Um dos produtos desenvolvidos pela Schwab Technology Services foi o SchwabQuotes, primeiro sistema automatizado de cotação de ativos do mundo, lançado 8 meses antes que a versão da Fidelity em 1984 (Ibid., 81). O sistema proporcionava cotações de ações em tempo real e notícias sobre o mercado, custando menos do que o serviço anteriormente prestado, onde atendentes liam os preços a partir de um terminal para clientes que ligavam para um número 0800 da Charles Schwab.

A inovação do SchwabQuotes residia no fato de não ser necessário entrar em contato com um atendente humano. Nenhuma dos outros *full commission brokers* cogitou oferecer o mesmo tipo de serviço, pois o cliente era visto como propriedade do *broker* que o atendia e da casa de brokeragem, cujo relacionamento deveria ser gerenciado e mantido pelo mesmo (Ibid., 84).

Já em 1983, em meio a necessidades de capital para atender medidas regulatórias e para contínuo investimento em crescimento (Ibid., 114), a venda da Charles Schwab para o Bank of America por US\$ 53 milhões em ações do BofA é concretizada. Nesse mesmo ano, há o lançamento da Schwab One Account, cujo foco era a captação de ativos e a transformação de poupadores em investidores.

O One Account é uma combinação de contas de brokeragem, conta-corrente com pagamento de juros, conta margem e proporcionava o direito a um cartão de crédito e de débito. Os dividendos das ações de um portfólio eram automaticamente investidos em produtos financeiros remunerados, assim como qualquer saldo existente na conta. O funcionamento do cartão, se na modalidade de crédito ou de débito, dependeria dos recursos em conta. Caso não houvesse recursos, a compra com o cartão iria ativar uma conta margem, cujo valor seria pago com o empréstimo em dinheiro utilizando como colateral ativos como ações ou títulos de renda fixa. A receita provinha da diferença entre os juros ganhos pela Charles Schwab a partir do saldo em conta (*float*) e os juros pagos aos correntistas. Dado que os juros pagos estavam um pouco acima das taxas de outras contas-poupança, o produto tornou-se um chamativo para fazer desta a conta-corrente

principal.

Renomeado como TeleBroker em 1989, o antigo SchwabQuotes passou a permitir não só o acesso a cotações, mas também à possibilidade de realizar trades com a introdução de reconhecimento por voz. Em 1995, TeleBroker atendeu a 75% dos chamados telefônicos realizados para a Charles Schwab naquele ano.

Após a regulação em 1982 por parte do Congresso americano quanto a IRAs<sup>4</sup>, contas individuais de aposentadoria, todas as instituições financeiras ofertavam este produto cobrando uma taxa anual para abertura e manutenção da conta (Ibid., 72). Anos depois, no início da década de 90, um dos executivos da Schwab sugeriu eliminar a taxa, cuja perda de receita, estimada em 9 milhões de dólares por ano, viria a ser compensada pelo aumento dos ativos sob custódia. A sugestão não foi facilmente aceita internamente por parte de alguns executivos, como pode ser visto pela fala de David Pottruck, co-CEO: “*Este é um caso em que a incumbência poderia ter nos impedido de ter feito a coisa certa*” (Ibid., 74). Embora criticada, a novidade foi introduzida em 1992, zerando a cobrança anual da taxa vinculada a esta conta.

Em 1987, após problemas financeiros do Bank of America e a busca por desinvestimentos em atividades fora de sua expertise, o BofA vendeu a Charles Schwab de volta para o seu fundador, na quantia de US\$ 280 milhões - mais de 5 vezes acima do preço pago pelo BofA em primeiro lugar. Logo em seguida, 8 meses após a recompra da CS, Chuck decidiu abrir o capital da corretora, emitindo 8.050.000 de ações na NYSE ao valor de US\$ 16,50 por ação. A maior parte da documentação necessária para o *leveraged buyout* que possibilitou a recompra da CS contribuiu para reduzir o tempo necessário na preparação dos documentos relacionados à abertura de capital da corretora.

No início dos anos 90, a Charles Schwab começou a considerar a adição de serviços de recomendação e de análise de investimentos às suas filiais, embora a política de não oferecer aconselhamentos tenha sido uma das características fundamentais de diferenciação em relação aos seus concorrentes (Ibid., 57). O objetivo era a obtenção de uma fonte de receita menos cíclica, com foco na captação de ativos sob gestão. Consequentemente, seu modelo de remuneração foi alterado de forma a permitir que os *brokers* recebessem comissões com base em suas metas de captação.

Para isso, a CS desenvolveu o “Welcome Representative”, um programa para os colaboradores das filiais com foco no desenvolvimento de habilidades de recomendação de investimentos, tornando-os proativos na captação de recursos e profissionalizando-os ao proporcionar ferramentas para a análise de portfólios e curvas de tolerância de risco. “Welcome Representative” acabou sendo encerrado posteriormente, porém, as metas de

<sup>4</sup> *Individual Retirement Account*: conta estabelecida em uma instituição financeira que permite que o indivíduo poupe para a sua aposentadoria com algumas vantagens relativas a impostos, a partir da escolha do beneficiário.

incentivo à captação permaneceram.

Em 1991, Schwab lançou o programa SchwabLink, que permitia o gerenciamento e o arquivo de comprovantes de transações individuais e a preparação de extratos de conta. Dada a inexistência de padrão entre os relatórios produzidos por cada gestor de fundo mútuo, o trabalho de gerenciar contas entre diversas famílias de fundos mútuos impedia a diversificação de investimentos dos clientes.

Alguns anos depois, a equipe de *compliance* da Charles Schwab notou que, após a introdução da SchwabLink, dezenas de contas estavam sendo atreladas a alguns poucos indivíduos com poderes de gestão. Após o estudo do padrão existente, percebeu-se que consultores financeiros independentes estavam utilizando a plataforma para gerenciar contas e criar portfólios individuais, a partir da seleção de fundos mútuos e produtos financeiros. Assim, agentes externos estavam sendo contratados para prestarem o tipo de serviço que a Schwab negava-se a fazer, o de fornecer aconselhamento financeiro.

O que a Schwab deixou de notar foi que o perfil dos clientes atendidos pela Schwab mudou com o tempo. Na década de 70 e 80, o perfil era caracterizado por investidores sofisticados que tomavam suas próprias decisões de alocação de capital. A partir da década de 90, clientes que não possuíam conhecimento sobre o setor de investimentos começaram a ser atraídos para a Schwab (Ibid., 104). Ao notar o potencial de captação de ativos proporcionado pelos consultores independentes, a mudança de perfil de seus clientes e a atratividade do SchwabLink perante os assessores, a CS descobriu um novo nicho e focou seus esforços em formar uma rede de planejadores financeiros.

Outro *insight* da Charles Schwab, cujo impacto podemos ver atualmente no mercado brasileiro, foi a criação do programa de fundos mútuos OneSource, o primeiro supermercado financeiro com fundos mútuos sem taxa transacional ou de entrada e saída. Os consumidores poderiam escolher entre mais de 200 fundos de mais de 25 gestores em uma plataforma digital, comparar seu *track-record*, e entrar e sair facilmente dos fundos.

Para entendermos o impacto desta invenção, citaremos um trecho de uma entrevista de Chuck Schwab para um artigo da Forbes:

“Nos dias anteriores aos supermercados financeiros, para comprar um fundo mútuo, você precisava escrever ou ligar para o distribuidor de um fundo. No sexto dia, você receberia o prospecto. No sétimo ou oitavo dia, você ligaria para ele, que o informaria para aportar os recursos no fundo. Se você tiver sorte, no décimo dia você teria entrado no fundo”. Ibid., 185

Para que os fundos fossem distribuídos na plataforma da CS, os gestores deveriam pagar uma taxa entre 0,25% e 0,35% para cada US\$ 100 investidos via plataforma. Padrão este similar, mas não exatamente igual<sup>5</sup>, ao da XP Inc., BTG Pactual digital e outras

<sup>5</sup> Como poderá ser visto no capítulo 6, sobre a análise das semelhanças e diferenças entre a Charles Schwab e as plataformas brasileiras, nas páginas 67 e 68.

plataformas brasileiras de distribuição de fundos de investimento.

Alguns anos depois, em 1995, a Schwab lançou o programa AdvisorSource, que combinava clientes com uma lista de consultores de investimento individuais pré-qualificados, tendo como condição realizar a custódia do ativo de tais clientes. Os consultores recebiam uma taxa de gestão anual paga pelos clientes e a Charles Schwab recebia um rebate em cima desta taxa. Uma taxa trimestral de USD 2.000 era paga pelos consultores para serem listados na plataforma AdvisorSource. Assim, além da plataforma de distribuição de fundos mútuos, a Charles Schwab inovava adicionando às prateleiras de sua plataforma os contatos de assessores financeiros.

No ano seguinte, após a construção de uma entidade separada com foco no projeto de levar mais produtos da Schwab à internet, a unidade de corretagem eletrônica eSchwab é lançada sem estardalhaço. Em duas semanas houve a abertura de 25 mil contas e no final de 1997, eSchwab possuía 1,2 milhões de contas online e US\$ 81 bi de ativos sob custódia, dez vezes mais que sua concorrente, E\*Trade (KADOR, 2002, 219).

O custo de corretagem via eSchwab correspondia a US\$ 29.95 por *trade* de até mil ações, enquanto o mesmo custo através dos meios tradicionais da Schwab giravam em torno de US\$ 65 por *trade*. Os dois canais eram separados: os clientes tradicionais não podiam realizar trades pela plataforma online, assim como os clientes cadastrados na eSchwab tinham um acesso limitado por telefone aos brokers da corretora. Por consequência, havia uma disputa entre os canais da Schwab que, conseqüentemente, influenciavam o comportamento do consumidor.

Em meio a este cenário de canibalização entre os canais de distribuição, constatou-se que tomar a melhor decisão para o consumidor, ou seja, equalizar o preço cobrado por *trade*, geraria uma queda de US\$ 125 milhões de receita. A decisão final foi de Chuck, que concluiu que todos os *trades* teriam os mesmos custos e todos os serviços eletrônicos da eSchwab seriam integrados no site Schwab.com.

A consequência desse ato sobre as ações da empresa foram imediatas - em 1998, o valor de mercado da CS caiu de US\$ 11,1 bilhões para US\$ 8,7 bilhões. No mesmo ano, o número de *trades* executados duplicou, assim como o número de contas, que passou de 3 milhões para 6,2 milhões. Ao final de 1998, o valor da CS girava em torno de US\$ 23 bilhões (KADOR, 2002, 224).

Na contínua tentativa de aumentar a eficiência de seus processos e reduzir custos, a Schwab lança a eConfirms, um serviço de envio por e-mail das confirmações dos trades realizados. No ano seguinte, Schwab adquire a U.S. Trust com foco em *wealth management*, e a CyBerCorp Inc., para melhor servir os traders que utilizam sua plataforma.

Na década seguinte, com foco em reduzir a volatilidade e a dependência da receita em relação às comissões de brokeragem, Schwab lança dois serviços de aconselhamento

de investimentos para seus clientes abastados, Schwab Private Client e Schwab Advisor Network. Vemos aqui uma nova forma de segmentação dos clientes e a tentativa de oferecer serviços diferenciados voltados para indivíduos de alta renda. Em 2003 há a adição da patente de banco comercial à carteira da Charles Schwab.

Em 2006, a empresa reduz as taxas cobradas de ações, opções, fundos mútuos e negociações de títulos de renda fixa. No mesmo ano, realiza um desinvestimento, vendendo a U.S. Trust, empresa de *wealth management*, para o Bank of America. Nesse mesmo ano, a companhia lança Schwab Managed Portfolios, um serviço oferecendo gestão profissional de ativos para indivíduos com US\$ 50 mil ou mais para investir (CHARLES SCHWAB CO., ). Percebe-se que aconselhar não é o bastante, havendo demanda para que a gestão de recursos seja feita por profissionais da própria Schwab, no lugar dos assessores financeiros que eram responsáveis por carteiras administradas.

Pouco antes da virada da década seguinte, em 2009, Schwab retira as taxas de comissão na compra ou venda de ETFs via Schwab.com, além de reduzir as taxas cobradas para *trades* envolvendo ações, independente da frequência ou do tamanho dos mesmos. No ano seguinte, reduz as taxas de administração em seus ETFs proprietários e introduz três ETFs de renda fixa de baixo custo. Neste mesmo ano, também há o lançamento do seu aplicativo para usuários de smartphones, de forma a facilitar o acompanhamento e a alteração de portfólios de investimento.

Em seguida, em 2011, a Schwab desenvolve uma plataforma voltada para *traders*, a StreetSmart Edge, e adiciona ao seu aplicativo de smartphone a possibilidade de realizar depósitos de cheques ao tirar uma foto do mesmo. No ano seguinte, mais produtos da Schwab são criados e adicionados ao aplicativo, como a Schwab Global Account, que permite acesso 24/7 a 12 mercados financeiros internacionais.

Permanecendo sob o ideal de oferecer produtos e serviços a baixos preços, a Schwab lança a plataforma ETF OneSource em 2013, com a distribuição de ETFs dos maiores emissores sem custo de comissão ao comprá-los ou vendê-los. Ao notar que assessores financeiros muitas vezes tinham de lidar com diversas plataformas para gerenciar as carteiras de seus clientes, a CS lançou a PortfolioCenter Hosted, uma nova solução para os *registered independent advisors* centralizarem as contas de seus clientes e obterem a visualização de dados sobre o patrimônio dos mesmos em um único local.

Em 2015, tentando ser um dos primeiros a lançar um *robot advisor*, há o lançamento do Schwab Intelligent Portfolios para seus clientes de Wealth Investment Advisory, serviço automatizado de assessoria de investimento que, através de algoritmos, cria, monitora e rebalanceia portfólios diversificados com base nos objetivos do investidor. No mesmo ano, há uma redução drástica no valor mínimo de investimento de diversos fundos mútuos presentes no Mutual Fund OneSource, de US\$ 2.500 para US\$ 100, com o investimento subsequente passando para 1 dólar.

Em seguida, lança o Schwab Intelligent Advisory, um serviço híbrido de aconselhamento financeiro, que combina atendimento em pessoa e algoritmos para clientes selecionados. No ano seguinte, em 2017, torna este serviço disponível para uma maior parcela da população, sendo esta “[...] uma das opções mais acessíveis e de menor custo dentre as soluções de advisory disponíveis para os investidores.” (CHARLES SCHWAB CO., ).

Mais a frente, em 2019, a plataforma Schwab ETF OneSource ultrapassa 500 ETFs que podem ser transacionados sem taxa de comissão. Ainda, renomeia o serviço Schwab Intelligent Advisory para Schwab Intelligent Portfolios Premium, também trocando o modelo de remuneração deste produto, substituindo por um de assinatura. O cliente incorre em uma taxa de inscrição única de 300 dólares, mais 30 dólares mensais (VIRI; ARBEX, 2019). Esta foi uma forma de tentar aumentar a participação da CS no ramo de *advisory*, visto que dos 3,5 trilhões que a Schwab possui sob gestão, 37 bilhões encontram-se sob a área de planejamento financeiro digital.

Atualmente, a Charles Schwab possui 3,85 trilhões de dólares de ativos de clientes sob custódia, uma média de 12,2 milhões de contas ativas de *brokerage* e 1,4 milhões de contas bancárias. Em uma lista publicada pelo Statista, a CS encontra-se em segundo lugar no ranking das principais empresas de valores mobiliários em 2018 com base em receita, totalizando uma receita de 10,99 bilhões de dólares (STATISTA, 2019), indicando sua importância atual no mercado americano.

### 3 REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

A análise da regulação do mercado de capitais americano e brasileiro, mesmo que breve, advém da necessidade do estudo de sua influência nos fluxos de capitais transacionados. Dada a correlação do crescimento econômico e a estabilidade financeira de um país com o desenvolvimento do seu mercado de capitais, onde o último torna-se uma alternativa dos empresários ao financiamento bancário, percebe-se a importância do estudo deste assunto para esta obra (CARVAJAL; ELLIOTT, Novembro/2017, 4).

Isso porque, quão mais eficiente forem os mercados, maiores são suas contribuições para a economia real. Dito isso, o desequilíbrio no nível de regulação pode gerar impactos deletérios sobre o mercado de capitais. No caso específico do setor financeiro,

“O exercício de determinadas atividades econômicas, em certos setores de atividade, como acontece no mercado de capitais, não implica em uma relação direta entre parte e contraparte, o que impede o agente econômico de, a tempo e hora próprios, detectar a imperfeição propositalmente criada para ludibriá-lo, de que resulta uma perda patrimonial originada exclusivamente da atuação irregular daquele agente menos escrupuloso. Mais que isso, em decorrência da citada perda, que não fica circunscrita a poucas contrapartes do agente que atuou de modo ilícito, todo um segmento do mercado sofre, o que coloca em risco a credibilidade de todo o sistema. Daí por que, mesmo entre aqueles que defendem a livre iniciativa, é aceita e implementada a tese de que, em circunstâncias especiais, deve o Estado, em defesa da poupança popular, e para preservar a credibilidade de determinado segmento da economia, que tem relevante função a cumprir, interferir no seu funcionamento, estabelecendo regras que cerceiam a participação dos agentes econômicos naquele setor da atividade econômica e, mais que isso, que impõem (aos que são admitidos a participar das atividades referidas) restrições no comportamento que deve ser adotado no encaminhamento dos negócios que pretendem realizar.” (CANTIDIANO, 1996, 25)

Dessa maneira, uma regulação escassa permitiria a ocorrência de eventos que minam a confiança do investidor, gerando perdas para todo o setor. Já a regulação excessiva “[...] pode representar entrave à alocação eficiente de recursos e conseqüentemente prejudicar o crescimento econômico [...]” (FRANCO, 2008, 18).

Sendo assim, definindo a regulação como uma “[...] espécie de intervenção estatal indireta em determinado mercado com o objetivo de corrigir falhas e restabelecer seu ‘regular’ funcionamento [...]” (Ibid., 8), faremos uma análise não exaustiva das entidades regulatórias e das principais leis e métodos que ordenam tal setor. A regulação teria como pressuposto a incapacidade do mercado de solucionar suas próprias falhas. Caso contrário, do ponto de vista da eficiência de mercado, a intervenção seria injustificada.

O estudo da (possível) necessidade de regular o mercado de capitais não será realizado neste trabalho. Dessa forma, caso seja de interesse buscar mais informações sobre o assunto, recomendamos a leitura do *paper* “*Theories of Economic Regulation*“, de Richard

A. Posner, da NBER Working Paper Series, onde são discutidas as Teorias da Regulação que justificariam a intervenção estatal na economia privada.

### 3.1 Regulação do Mercado de Capitais dos Estados Unidos

A era do *free banking* iniciou-se em 1837<sup>1</sup>, ano em que a licença do *Second Bank of the United States* expirou e estendeu-se até 1933, quando o *Glass-Steagall Act* foi aprovado, cujo qual limitou o surgimento de novos competidores no sistema financeiro americano.

O termo “*free banking*“, todavia, não se refere à ausência de regulação, mas sim à possibilidade de livre entrada ao setor financeiro em seu período de vigência (HAYES, 1987, 8). Leis criadas na década de 1860, como *National Banking Acts of 1863 and 1864*, estabeleciam poucos requisitos para licenciamento bancário: o ato de 1863 requer a associação de pelo menos cinco indivíduos e a subscrição de capital social no valor de USD 50 mil, caso o banco seja sediado em uma cidade com população abaixo de dez mil pessoas<sup>2</sup>.

O ato de 1864 atualiza os requisitos monetários mínimos adicionando algumas condições: bancos com capital social mínimo de USD 50 mil deveriam obter aprovação da *Secretary of the Treasury*, não estando sediados em cidades com população acima de 6 mil habitantes. Associações bancárias com capital social acima de USD 100 mil poderiam ser estabelecidas em quaisquer cidades com menos de 50 mil pessoas - caso contrário, deveriam ter um capital social de USD 200 mil<sup>3</sup>. Com tão poucas limitações, mais de 25 mil bancos comerciais encontravam-se em funcionamento durante a Primeira Guerra Mundial (Ibid., 10).

Os detalhes mencionados sobre os atos de 1863 e 1864 parecem ser simples e até demasiados, mas irão nos ajudar na análise a ser feita ao final deste trabalho: o início do arcabouço regulatório do sistema financeiro americano foi bem mais permissivo que o brasileiro, o que pode explicar algumas diferenças estruturais e conjunturais presentes no modelo americano. Entretanto, um “complexo de vira-latas”<sup>4</sup> quanto a isso não é

<sup>1</sup> O *free banking* não era característico de todos os estados norte-americanos, mas de apenas alguns. Nesta época havia uma co-existência de sistemas bancários além do *free banking*, dependendo da legislação estadual: bancos apenas operados pelo Estado, bancos de propriedade conjunta do Estado e da iniciativa privada e atos do legislativo para possibilitar a obtenção da carta patente bancária (OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY, 31/03/2019).

<sup>2</sup> A leitura da redação original do National Banking Act of 1863 pode ser realizada em <https://fraser.stlouisfed.org/title/1111>.

<sup>3</sup> O National Banking Act of 1864 também pode ser conferido em <https://fraser.stlouisfed.org/title/1113>.

<sup>4</sup> “Complexo de vira-latas” foi um termo cunhado pelo escritor e dramaturgo Nelson Rodrigues em sua crônica homônima publicada em 31 de maio de 1958, para fazer alusão à “[...] inferioridade em que o brasileiro se coloca, voluntariamente, em face do resto do mundo” (RODRIGUES, 1993, 51).

Esperamos que, nos capítulos finais deste trabalho, o espírito do leitor esteja em linha com outro trecho de Nelson Rodrigues: “Há todo um Brasil por fazer. Sim, todos os dias, o Brasil espera que



justificável, pois, como iremos ver ao longo do capítulo, a regulação americana tornou-se intrincada com o estabelecimento de leis nacionais e estaduais, existência de entidades regulatórias redundantes e burocráticas, além de exemplos de reserva de mercado.

Firmas que também prosperaram em número nesse período, aproveitando-se da ausência de regulação, foram as que combinavam diversas categorias de serviços financeiros sob o mesmo teto, como os de bancos comerciais, de investimento e seguros - chamadas de “*trust companies*“, totalizavam 300 firmas após a década de 1850 (Id., 1987, 10).

Com tantos recursos fluindo para diversos tipos de instituições financeiras e o aumento da pressão pública para regulação dos entrantes, o Congresso americano aprovou o *Federal Reserve Act* em 1913, criando uma rede com 12 bancos regionais e um conselho diretor em Washington. Bancos nacionais eram obrigados a participar do sistema, enquanto a participação dos bancos estaduais era optativa. O objetivo era a manutenção de liquidez do sistema e regular os requisitos de reserva.

Quanto à expansão física dos bancos, o *National Banking Act of 1864*, citado no início deste capítulo, proibiu o estabelecimento de filiais pelos bancos nacionais, o que só foi ser sentido no início do século XX. Como alguns estados permitiam a construção de subsidiárias, bancos estaduais tinham uma regulação mais permissiva quanto a este ponto (Ibid., 9). Após muitas discussões e resistência, o *McFadden Act* de 1927 permitiu que bancos nacionais pudessem estabelecer filiais na cidade onde se encontra a sua sede, de forma a evitar a troca em massa de licença dos bancos nacionais para estaduais e sua consequente saída do *Federal Reserve*.

Após o crash de 1929, a sociedade americana mudou sua opinião sobre o livre mercado. Diversos atos, como o *Federal Home Loan Act* de 1932, o *Banking Act* de 1933, o *Securities Act* de 1933, o *Securities Exchange Act* de 1934, entre outros, foram promulgados de forma a regular o mercado de capitais. Conforme exposto por Hayes,

Each act, by itself, was the product of intense political contention and maneuvering among diverse banking and securities interests, bureaucracies, and legislative coalitions; taken together, these laws restructured the financial system. They established a maze of new operating standards, segmented asset and liability markets by type and territory, fixed prices, and established guarantees against risk. Stability was the overriding objective, and governmental control and monopoly markets were the results. (Ibid., 16)

O *Banking Act* de 1933, ou *Glass-Steagall Act*, separou as atividades de emissão, compra ou venda de ativos financeiros (bancos de investimento) das atividades de captação de depósitos (bancos comerciais), reforçou os poderes do FED, revisou as limitações para o estabelecimento de filiais de bancos, criou um fundo de garantia para depósitos, dentre outros<sup>5</sup>. Ainda, estabeleceu que *time deposits* (algo similar a um CDB pré) teriam taxas

nós o façamos” (RODRIGUES, 2013, 115).

<sup>5</sup> A leitura do *Banking Act* de 1933 pode ser realizada em <https://fraser.stlouisfed.org/title/991>.

reguladas pelo FED, assim como *demand deposits* (similar a uma conta-corrente) não poderiam pagar juros, a partir do que ficou conhecido como *Regulation Q*.

O *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC)<sup>6</sup>, obrigatório para aqueles que faziam parte do Federal Reserve, “[...] *garantia totalmente depósitos até USD 10 000,00, garantia 75% dos depósitos até USD 50 000,00 e 50% de depósitos de maior valor*” (Ibid., 19, tradução nossa). Ao estabelecer seu poder regulador sobre os bancos comerciais fora do FED via FDIC, o Congresso americano passa a estabelecer mais critérios para a obtenção de licenças bancárias. Além da obrigatoriedade do pertencimento ao FED e de atender ao processo de licenciamento estabelecido pelo *Office of the Comptroller of the Currency*, tais critérios contribuíram com o fim da era do *free banking*.

Outro ato regulatório importante, cujo qual serviu de inspiração ao modelo regulatório brasileiro, foi o *Securities Act*, que estabelecia a necessidade do preenchimento de uma declaração de registro e de um prospecto para distribuições públicas de ativos financeiros, além de um “*quiet period*” pré-emissão. Assim inicia-se o modelo de regulação por *disclosure*<sup>7</sup>, em que os emissores dos ativos são civil e criminalmente responsáveis pela veracidade das informações prestadas no registro.

As bolsas de valores americanas, antes apenas sob autorregulação, também foram influenciadas pela mudança da opinião pública após a crise de 1929. O *Securities Exchange Act* de 1934 criou uma entidade regulatória, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), para fazer cumprir o *Securities Act*. Seus objetivos eram:

“[...] *first, to extend federal control over credit in securities markets by authorizing the Federal Reserve Board to set margin rules and interest rates; second, to extend disclosure to securities brokers and impose a set of rules aimed at preventing manipulation of stock prices and fraudulent trading practices; and third, to provide supervision over the self-regulation of securities markets, particularly the practices of organized exchanges.*” (Ibid., 22)

Complementando os esforços regulatórios sobre os *dealers* de ativos financeiros, o *Maloney Act* de 1938 criou uma entidade autorreguladora, a *National Association of Securities Dealers*<sup>8</sup> (NASD), para supervisionar os participantes do mercado de balcão e estabelecer regras de conduta. O *Investment Company Act* de 1940 padronizou o setor de investimentos, ao estabelecer as funções e a estrutura das companhias de investimento<sup>9</sup>,

<sup>6</sup> Não confundir com o conceito de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, dado que não há qualquer correlação entre ambos.

<sup>7</sup> De acordo com Carvajal, Elliott: “*Regulation is designed to address asymmetries of information between issuers and investors, clients and financial intermediaries and between counterparties to transactions; [...]*” (CARVAJAL; ELLIOTT, Novembro/2017, 6). Sendo assim, a divulgação pública de informações sobre novas emissões de ativos traria luz ao que antes era restrito ou não necessariamente verídico.

<sup>8</sup> A NASD existiu até 2007, tornando-se a Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), após se fundir com o braço autorregulador da NASDAQ.

<sup>9</sup> Termo jurídico utilizado para *closed-end funds* (similar ao conceito brasileiro de fundo de investimento de condomínio fechado) e *regular open-end mutual funds* (similar ao conceito brasileiro de fundo de investimento de condomínio aberto).

obrigar o registro de tais fundos perante a SEC, requerer a disponibilização pública de relatórios trimestrais ou tempestivos com informações de interesse dos investidores sobre os veículos de investimento, entre outros.

Este novo arcabouço regulatório do setor financeiro americano deu um fim à competição no setor de serviços financeiros. Em linha,

*“Product portfolios (assets) were restricted, sourcing of funds (liabilities) was allocated, geographic markets were segmented, prices were fixed, and operating practices were standardized. A stable, secure (and inefficient) financial system was the result.”* (Ibid., 24)

A regulação sobre o setor bancário, especialmente sobre bancos comerciais, foi se estendendo nas décadas seguintes. Em 1956, o *Bank Holding Company Act* expandiu a autoridade do FED sobre todas as *holdings* que possuíam mais de um banco. Inicialmente, ele também proibia que tais *holdings* se envolvessem com atividades não financeiras, como o de seguros ou de serviços fiduciários. Um ato promulgado em seguida, o *Bank Merger Act* de 1960, condicionou a aprovação de fusões e aquisições no setor bancário aos reguladores. Ambos os atos foram alterados de forma a tornar a aprovação condicionada à análise da competitividade do setor em questão.

Cabe aqui tratarmos sobre as regras da NASD, que trouxeram as sementes da destruição às regras anticompetitivas deste setor e influíram no desenvolvimento da atividade de *discount brokerage*, como introduzido no capítulo sobre a história da Charles Schwab e que também será tratado nos capítulos seguintes.

Dentre algumas disposições, desde a sua criação a NASD não alterou a regra de comissão mínima de brokerage que havia sido estabelecida em 1792, que limitava em demasia a competição neste setor. Outro exemplo de reserva de mercado é dado pela regra que proibia que empresas públicas pudessem ser membros de bolsas de valores, impedindo que investidores institucionais e outros participantes pudessem evitar as altas taxas de comissão via aquisição de *broker-dealers* associadas à NYSE (Ibid., 31).

A reforma regulatória no mercado de valores mobiliários foi caracterizada por disputas judiciais, pressão por parte do Departamento de Justiça americano e criticismo do Congresso (Ibid., 41). A mudança da opinião pública quanto à re-regulação e a desregulação dos mercados adveio de um experimento bem-sucedido no setor de seguros do estado de Nova York. Após a aprovação de uma lei experimental<sup>10</sup>, que permitia a fixação da taxa de juros de maneira competitiva por parte das companhias de seguros, constatou-se que a qualidade e a disponibilidade deste serviço aumentou, assim como os preços começaram a cair em termos reais (Ibid., 40).

<sup>10</sup> O experimento foi realizado durante um período de 4 anos. Obtendo sucesso, outros estados americanos inspiraram-se e aprovaram suas próprias leis de forma a incentivar a concorrência no setor de seguros e em outros.

Assim, o estabelecimento de tetos sobre a remuneração de depósitos (*timed e saving deposits*) de bancos comerciais e *thrift banks*<sup>11</sup> imposto pelo *Regulation Q* começou a ser repensado com a escalada da taxa de juros americana ao final da década de 60, que incentivou a mudança da poupança americana para produtos financeiros que melhor remuneravam o capital de acordo com seu custo de oportunidade<sup>12</sup>. O FED tentou corrigir as ineficiências alterando o valor do teto da taxa de juros que remunerava os depósitos, mas o elevado hiato entre o teto e a taxa de juros nominal foi um grande obstáculo.

O teto sobre as taxas de juros não só afetava os indivíduos, em vista da baixa remuneração de sua poupança, como também afetou o *funding* das instituições financeiras, o que acabou contribuindo para um aperto de crédito. Para tentar contornar esta limitação, as instituições começaram a ofertar novos tipos de contas de depósitos e instrumentos financeiros.

Em 1961, o Citibank criou o *Certificate of deposit*<sup>13</sup> (CD), e logo em seguida surgiram as contas com *negotiable order of withdrawal (NOW accounts)* e *super NOW accounts*<sup>14</sup> (Ibid., 34). Com a retirada do teto de juros para depósitos acima de 100 mil dólares pelo FED, a indústria de investimentos criou a figura dos *Money Market Mutual Funds*<sup>15</sup> (MMMF), fundos de investimento que investiam em CD's e em *commercial papers*.

Em 1.º de maio de 1975, após muita pressão política, de investidores institucionais e de possíveis entrantes, a SEC desregulou as comissões de *brokeragem*, criando uma partição nesta indústria: a de *brokers* que prestavam serviços “completos” e a de *discount brokers*. Os primeiros, além da atividade principal, ofereciam relatórios de análise de empresas e de mercado, entre outros benefícios. Os últimos, entretanto, cobravam comissões menores e não ofereciam suporte à tomada de decisão do investidor, atuando apenas na execução da ordem solicitada pelo cliente (MELNICK et al., 2012, p. 200, capt. 11).

Esta mudança foi recebida com muitas críticas, como podemos constatar pela leitura de um trecho do discurso proferido por Philip A. Loomis Jr., um dos cinco comissários da SEC, em uma conferência em junho de 1975:

“It did not surprise me very much to hear of fairly deep discounts on small

<sup>11</sup> *Thrift banks* são instituições financeiras que captam depósitos e utilizam esses recursos para gerar hipotecas. Também são conhecidas como “*savings and loan associations*” ou S&Ls.

<sup>12</sup> Uma rápida análise do impacto do estabelecimento de tetos sobre as taxas de juros sobre a estrutura do mercado hipotecário pode ser vista nas páginas 555 e 556 do livro *Flow-of-funds analysis: A handbook for practitioners*, de John C. Dawson.

<sup>13</sup> Análogo aos nossos Certificados de Depósito Bancário (CDBs).

<sup>14</sup> *NOW e super NOW accounts* são análogos a contas-corrente que pagam juros sobre o montante depositado. A importância desta inovação nesta época reside no fato de ser uma tentativa das instituições financeiras remunerarem os recursos dos depositantes, mesmo sob a proibição do *Banking Act of 1933* de remunerar *timed e saving deposits*. A diferença entre ambas as contas é dada pelo maior pagamento de taxa de juros pela *super NOW account* em comparação à *NOW account*.

<sup>15</sup> Análogo aos nossos fundos de investimento de renda fixa de baixa duração ou “fundos DI”.

institutional orders. [...] It is however rather more troublesome to see such discounts spreading to larger orders which require more execution capacity. [...] The disturbing question is whether these firms really know what their costs are. Under fixed rates this was not so necessary. Firms could charge the fixed rate on what business they could obtain and hope for the best and a good many less well managed securities firms seem to have done just about that. But once a firm gets into de business of fixing its own rates it has to know what its costs are.” (LOOMIS JR., 03/06/1975)

Depois da constatação dos efeitos deletérios do *Regulation Q*, o *Monetary Control Act of 1980* criou um comitê para colocar em execução a desregulação do teto da taxa de juros sobre os produtos financeiros, de maneira que a retirada do controle seria feita durante um período de 6 anos. Dessa forma, a onda de mudanças regulatórias também chegava ao setor bancário. Todavia, o teto sobre *demand deposits* permaneceu - era proibido remunerar este tipo de depósito.

Após vermos um pouco sobre o cenário regulatório da época pré-Charles Schwab, iremos discorrer brevemente sobre três das sete entidades regulatórias federais americanas, cujas atividades impactam diretamente o setor analisado por este trabalho - serão eles o Office of the Comptroller of the Currency, o Federal Reserve Board e a Securities Exchange Commission.

### 3.1.1 Office of the Comptroller of the Currency

Mais antiga das agências federais que regulam o setor bancário norte-americano, criada em 1863 pelo *National Currency Act*, o Office of the Comptroller of the Currency foi designado para organizar e administrar a rede nacional de bancos patentados e a moeda corrente americana.

Em uma época caracterizada pela existência de padrões regulatórios conflitantes dentre estados de um mesmo país, sistema bancário fragmentado, inexistência de moeda única nacional e desconfiança no valor do papel moeda, esta agência foi criada pelo então presidente Abraham Lincoln para solver, além dos pontos anteriormente citados, a necessidade governamental de financiar a Guerra Civil (HAYES, 1987, 9).

Atualmente, como braço independente do *U.S. Department of the Treasury*, o OCC licencia, regula e supervisiona todos os bancos nacionais, associações federais de poupança, filiais de bancos federais e agências de bancos internacionais. Indo além, o OCC intervem sobre fusões e aquisições no setor bancário e fiscaliza os membros quanto aos limites prudenciais<sup>16</sup>. Em 2019, a quantidade total de agentes supervisionados pelo OCC era de 1,220 (OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY, 30/04/2019).

<sup>16</sup> Mais detalhes sobre limites e regulações prudenciais serão vistas no próximo capítulo.

### 3.1.2 Federal Reserve System

O *Federal Reserve System* (FED), banco central americano, foi criado pelo Congresso em 1913 após a promulgação do *Federal Reserve Act*, que o atribuía as funções de assegurar a segurança, a flexibilidade e a estabilidade do sistema financeiro e monetário.

Composto pelo *Federal Reserve Board of Governors*, 12 bancos de reserva federais e pelo *Federal Open Market Committee*, cabe ao FED conduzir a política monetária americana com foco no pleno emprego e em preços estáveis, supervisionar e regular instituições financeiras, manter a estabilidade do sistema financeiro, amparar a segurança e eficiência do sistema de pagamentos e promover a proteção do consumidor norte-americano (FEDERAL RESERVE SYSTEM, 16/05/2019).

O interesse americano pela fragmentação de poder pode ser constatado pela estrutura na qual o FED foi moldado. Não há um único banco central, mas um sistema composto por um conselho, 12 unidades de bancos de reserva e a combinação de características públicas e privadas. Cada filial dos bancos de reserva possui um conselho diretor próprio, onde 3 dos 9 diretores são indicados pelos bancos comerciais daquele distrito. Ainda, cada distrito possui seu banco de reserva e é operado independentemente de maneira supervisionada (FEDERAL RESERVE SYSTEM, Outubro/2016, 2-6)<sup>17</sup>.

### 3.1.3 Securities Exchange Commission

A *Securities Exchange Commission* (SEC), estabelecida pelo *Securities Exchange Act of 1934* para colocar em vigor o *Securities Act* promulgado no ano anterior, foi criada durante o período da Grande Depressão, de forma a também restabelecer a confiança pública nos mercados, promover a estabilidade dos mesmos e proteger investidores.

Seus principais objetivos baseiam-se na divulgação pública de informações tempestivas e relevantes por parte das companhias emissoras de ativos, cujos quais podem afetar os preços de mercado, e a garantia que o interesse do investidor é colocado em primeiro lugar pelos intermediários financeiros.

Sendo assim, são responsabilidades da SEC:

*“interpretar e fazer cumprir as leis federais de valores mobiliários;  
Emitir novas regras e alterar regras existentes;*

<sup>17</sup> Outra forma de constatar a preferência por um sistema descentralizado encontra-se logo na página seguinte da fonte desta citação indireta, onde há a pontuação da relevância de uma estrutura descentralizada diante de divergências de opiniões em um conselho: *“Despite the need for coordination and consistency throughout the Federal Reserve System, geographic distinctions remain important. Effective monetary policymaking requires knowledge and input about regional differences. For example, two directors from the same industry may have different opinions regarding the strength or weakness of that sector, depending on their regional perspectives. The decentralized structure of the System and its blend of private and public characteristics, envisioned by the System’s creators, therefore, remain important features today”* (FEDERAL RESERVE SYSTEM, Outubro/2016, 7).

*Supervisionar a inspeção de empresas de valores mobiliários, brokers, consultores de investimento, e agências de classificação de risco de crédito;*

*Supervisionar organizações reguladoras privadas nos campos de valores mobiliários, contabilidade e auditoria; e*

*Coordenar a regulação de valores mobiliários americanos com autoridades federais, estaduais e internacionais. (U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 10/06/2013, tradução nossa)*

O processo de criação de regras da SEC inicia-se pela divulgação pública da área de interesse da entidade e identifica algumas formas de atuação, caso o assunto seja pouco explorado. Com o feedback do público quanto à necessidade (ou à falta de necessidade) de regular o ponto em questão, a SEC propõe a regra e a disponibiliza para avaliação pública.

Nos casos em que o assunto tratado já é recorrente, a entidade parte diretamente para a formulação de regras, disponibilizando-as ao público e, posteriormente, submetendo a versão final para a aprovação do Congresso (Ibid.). Após ser aprovada pelo Congresso e assinada pelo presidente, a nova regulação depende da sua implementação por parte de agências federais.

A SEC também pode vir a ser convidada a participar de processos por parte do Departamento de Justiça americana, através do seu programa de *amicus curiae*, para contribuir com a interpretação das leis que regulam valores mobiliários. A participação pode ocorrer em processos particulares ou em assuntos em nome dos Estados Unidos de interesse do regulador em questão.

Após a crise do *subprime* de 2008, o Congresso aprovou o *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, para aumentar a regulação, transparência e a prestação de contas por parte das agências de risco de crédito. Para isso, o ato estabeleceu a criação do *Office of Credit Ratings*, departamento da SEC responsável pela supervisão deste tipo de agente presente no mercado de capitais (Ibid.).

### **3.2 Regulação do Mercado de Capitais do Brasil**

A regulação no mercado de capitais brasileiro iniciou-se antes mesmo de sua existência, com a intenção de estimular o nascimento deste. Promulgou-se o Decreto-lei nº 2.627/40, dispondo sobre a sociedade por ações, delimitando suas características e natureza. Disposições sobre o mercado de valores mobiliários e o estabelecimento da entidade reguladora das sociedades anônimas não constavam neste Decreto-lei, vindo a serem formuladas com a Lei nº 6.385/76, que criou a CVM.

A Lei das Sociedades Anônimas (S.A.), Lei nº 6.404/76, atualizou conceitos presentes no Decreto-lei nº 2.627/40 e objetivou:

“[o] disciplinamento jurídico sobre a constituição, a organização e o funcionamento das sociedades por ações, estando incluídas, por óbvio, as companhias

abertas, a quem é facultada a emissão de títulos e valores mobiliários negociados no mercado de capitais” (CARVALHO, 2011, 88).

Já a Lei nº 4.595/64 organiza o Sistema Financeiro Nacional, cria o Conselho Monetário Nacional (CMN), atribuindo-o o supervisionamento do mercado financeiro brasileiro e a formulação da política da moeda e do crédito; e o Banco Central do Brasil (BCB), atribuindo-o a condução das políticas monetária, cambial e do crédito, entre outras competências.

Quanto à implantação da estrutura regulatória básica do mercado financeiro, a mesma ocorreu com a Lei nº 4.728/65, “*que disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento*“. Seu arcabouço teórico advém do modelo regulatório norte-americano, que foi analisado no capítulo anterior, cujo qual possui como base a atuação da SEC e a política de *disclosure*, como explicitado por Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira:

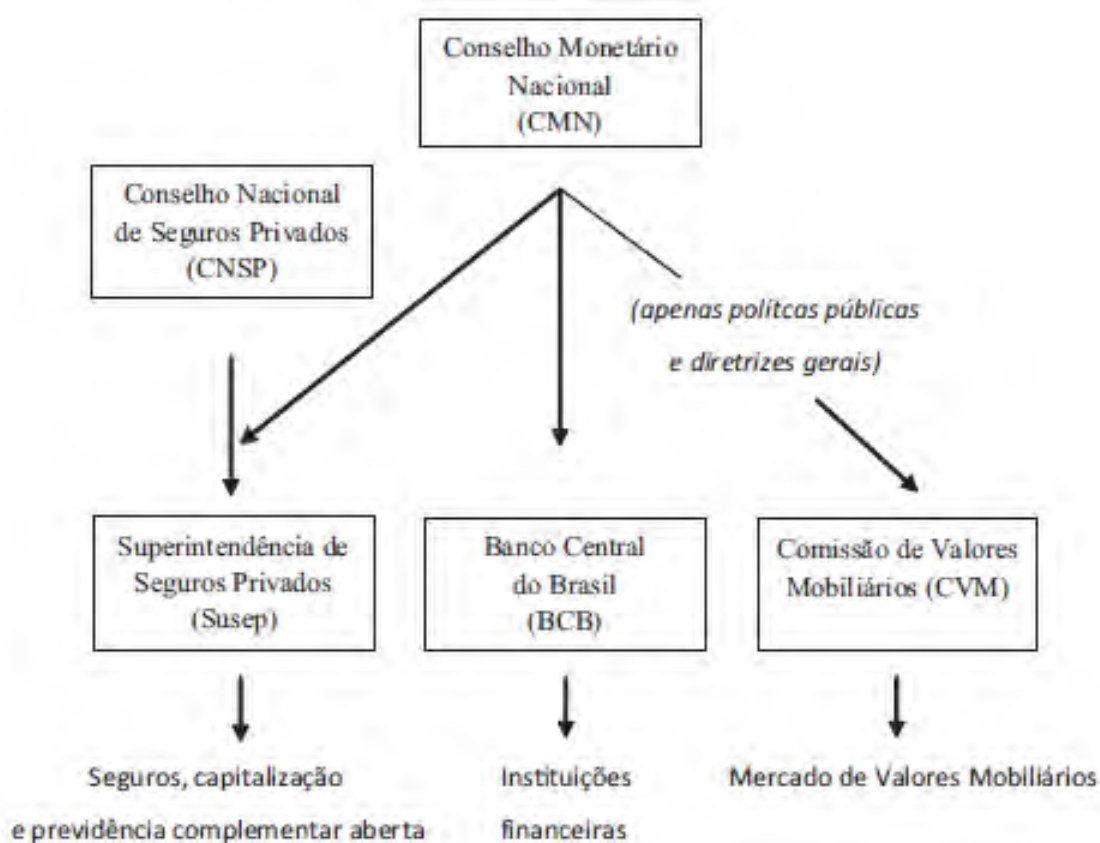
“As principais providências da lei [Lei nº 4.728/65] podem ser agrupadas em cinco categorias: (a) definição de um quadro institucional que induzisse à criação de sistema de distribuição de títulos nos mercados de capitais; (b) criação de condições para a formação de mercados de obrigações privadas a prazos médio e longo; (c) regulamentação e policiamento das operações nos mercados de capitais, segundo o modelo que havia sido adotado nos Estados Unidos na década de 1930, com a criação da ‘Securities and Exchange Commission’; (d) algumas inovações, consideradas mais urgentes, na legislação do imposto sobre a renda, especialmente para coordenar as diversas incidências sobre rendimentos de títulos negociados nos mercados de capitais.” (LAMY FILHO; PEDREIRA, 1992, 131)

Ainda, atribui-se o aspecto auto-regulatório às bolsas de valores, condição que não sobrepõe a regulação e fiscalização realizada pelo CMN, BCB e CVM. A admissão, a suspensão e o cancelamento da negociação de títulos e valores mobiliários em seus pregões seriam condicionados às regras impostas pelas mesmas (ANDREZO; LIMA, 2002).

Conforme indicado na Figura 1, a estrutura de regulação financeira no Brasil se dá pelo funcionamento do Conselho Monetário Nacional, donde a Superintendência de Seguros Privados, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários são autarquias vinculadas ao Ministério da Fazenda.



Figura 2 – Estrutura da regulação financeira no Brasil.



Retirado de "CARVALHO, T. L. de. A Regulação do Mercado Financeiro e a Necessária Intervenção Estatal na Autonomia Privada. Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central, v.5, n.2, p.77-107, Dezembro 2011".

Iremos seguir a divisão de campos da regulação financeira brasileira sugerida por Tomás Lima de Carvalho<sup>18</sup> em três áreas: a de condutas, a prudencial e a sistêmica.

A regulação de condutas rege, através de regras, relações negociais entre os agentes de mercado, práticas autorizadas ou proibidas e delimitações de operações e estruturas de mercado. Com o fim de diminuir a assimetria de informações e de proteger os agentes de mercado, este tipo de regulação mostra-se presente na obrigação de uniformização de procedimentos, obrigatoriedade em tornar público dados relevantes que possam influenciar o preço de ativos e a exigência de qualificação técnica de intermediários, administradores e representantes, dentre outros (YAZBEK, 2009, 225).

Também no caso brasileiro, inspirado no arcabouço regulatório americano, a decisão de investimento cabe exclusivamente ao indivíduo, não sendo papel das entidades regulatórias efetuar juízos de valor neste aspecto. Exemplo disso é o alerta presente no “Guia CVM do Investidor - Fundos de Investimento Imobiliário”, onde se lê que “[o] registro na

<sup>18</sup> Autor do artigo “A Regulação do Mercado Financeiro e a Necessária Intervenção Estatal na Autonomia Privada”, citado nesta obra.

*CVM da oferta pública de distribuição das cotas do fundo não se constitui em atestado de qualidade do investimento, nem de viabilidade dos empreendimentos que possam ser investidores pelos FII*“ (CVM, 2015, 17). Assim sendo, a responsabilidade do regulador, sob o viés de *full disclosure*, reside na garantia do acesso dos investidores a informações acuradas, relevantes e tempestivas, e na fiscalização de *insider trading*, em um esforço de diminuir a assimetria de informações existente.

Cada entidade reguladora setorial é responsável pelo exercício da regulação de condutas. Dado o foco do presente trabalho, iremos comentar sobre a atuação do CMN, da CVM e do BCB. Conforme explicitado acima, do CMN é esperado o desenvolvimento de políticas públicas e diretrizes gerais em vista do seu papel como supervisor do mercado financeiro nacional. Quanto à CVM, a regulação de intermediários e emissores de títulos mobiliários, e do BCB, atuar como fiscalizador das regras determinadas pelo CMN quanto às instituições financeiras. Para ambos, CVM e BCB, o papel de normatizador e fiscalizador alia-se ao de sancionador (CARVALHO, 2011, 93).

A regulação sistêmica tem como base a proteção integral do sistema financeiro, evitando ou diminuindo a possibilidade de contágio de instituições saudáveis daquelas que apresentam problemas, em vista de suas exposições individuais interligadas no setor em questão. O papel normativo deste tipo de regulação pertence ao CMN, cabendo ao BCB e à CVM o papel de execução e fiscalização em relação aos agentes de seus setores designados.

São alguns exemplos de regulação sistêmica a possibilidade de intervenção e liquidação extrajudicial (Lei nº 6.024/74) e administração especial temporária (Decreto-lei nº 2321/87), assim como a existência do Fundo Garantidor de Créditos (FGC) (Resolução nº 39, de 20 de outubro de 1966 do CMN).

A regulação prudencial, o terceiro tipo dentre os três analisados, “[...] *orienta-se na criação de regras e estruturas de fiscalização e supervisão, estabelecendo políticas e procedimentos de gestão das atividades financeiras e de organização do mercado, evitando falhas e visando atender os padrões prudenciais*“ (Ibid., 94). Assim sendo, tomando como base a proposta do Comitê de Basileia de 1988 e suas subseqüentes alterações, essas regras preventivas visam normatizar e padronizar os requisitos mínimos de capital das instituições financeiras nacionais e internacionais, de forma a garantir a higidez do sistema via controle de riscos de mercado e de crédito.

Após termos rapidamente analisado as duas formas de regulação, a estatal e a autorregulação, termos visto a estrutura da regulação financeira brasileira e as suas três categorias de classificação, iremos detalhar as responsabilidades de cada uma dessas entidades regulatórias a seguir.

### 3.2.1 Conselho Monetário Nacional

O Conselho Monetário Nacional (CMN), criado pela Lei nº 4.595/64, é o órgão superior do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e tem a responsabilidade de estipular a política monetária e creditícia. Sua composição é dada pelo Ministro da Economia, pelo Presidente do BCB e do Secretário Especial de Fazenda do Ministério da Economia (BCB, ).

São algumas de suas competências, de acordo com a lei que criou esta entidade:

“Art. 3.º A política do Conselho Monetário Nacional objetivará:

I - Adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia nacional e seu processo de desenvolvimento;

II - Regular o valor interno da moeda, para tanto prevenindo ou corrigindo os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa, as depressões econômicas e outros desequilíbrios oriundos de fenômenos conjunturais;

III - Regular o valor externo da moeda e o equilíbrio no balanço de pagamento do País, tendo em vista a melhor utilização dos recursos em moeda estrangeira;

IV - Orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras, quer públicas, quer privadas; tendo em vista propiciar, nas diferentes regiões do País, condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional;

V - Propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos;

VI - Zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras;

VII - Coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa.

Ainda, cabe citar que junto à supracitada funciona a Comoc, “[...] *órgão de assessoramento técnico na formulação da política da moeda e do crédito do Brasil*” (BCB, ), que presta apoio ao CMN em relação aos assuntos de sua competência. Outras competências são atribuídas ao CMN, como disciplinador dos mercados financeiro e de capitais e regulador das bolsas de valores do país, conforme Lei nº 4.728/65.

Assim sendo, constata-se que o CMN é a entidade deliberativa e normativa do SFN, sob a qual o BCB e a CVM possuem papel executor e fiscalizador das normas e políticas definidas pela primeira. A Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) também é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda e que faz parte do SFN, mas não será aqui tratada.

### 3.2.2 Banco Central do Brasil

O Banco Central do Brasil (BCB), criado pela Lei nº 4.595/64, é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda responsável pela “[...] *condução das políticas monetária, cambial, de crédito e de relações financeiras com o exterior; a regulação e a supervisão*

do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e a administração do sistema de pagamentos e do meio circulante“ (BCB, 2018a). A partir da Lei nº 9.069/95, art. 8º § 5º, o BCB passa a funcionar como secretaria-executiva do CMN.

Segundo a Lei nº 4.595/64:

*Art. 10. Compete privativamente ao Banco Central da República do Brasil:*

*II - Executar os serviços do meio-circulante;*

*III - determinar o recolhimento de até cem por cento do total dos depósitos à vista e de até sessenta por cento de outros títulos contábeis das instituições financeiras, seja na forma de subscrição de Letras ou Obrigações do Tesouro Nacional ou compra de títulos da Dívida Pública Federal, seja através de recolhimento em espécie, em ambos os casos entregues ao Banco Central do Brasil, a forma e condições por ele determinadas [...];*

*IV - receber os recolhimentos compulsórios de que trata o inciso anterior e, ainda, os depósitos voluntários à vista das instituições financeiras [...];*

*V - Realizar operações de redesconto e empréstimos a instituições financeiras bancárias e as referidas no Art. 4º, inciso XIV, letra “b”, e no § 4º do Art. 49 desta lei;*

*VI - Exercer o controle do crédito sob todas as suas formas;*

*VII - Efetuar o controle dos capitais estrangeiros, nos termos da lei;*

*VIII - Ser depositário das reservas oficiais de ouro e moeda estrangeira e de Direitos Especiais de Saque e fazer com estas últimas todas e quaisquer operações previstas no Convênio Constitutivo do Fundo Monetário Internacional;*

*IX - Exercer a fiscalização das instituições financeiras e aplicar as penalidades previstas;*

*X - Conceder autorização às instituições financeiras [...];*

*XI - Estabelecer condições para a posse e para o exercício de quaisquer cargos de administração de instituições financeiras privadas, assim como para o exercício de quaisquer funções em órgãos consultivos, fiscais e semelhantes, segundo normas que forem expedidas pelo Conselho Monetário Nacional;*

*XII - Efetuar, como instrumento de política monetária, operações de compra e venda de títulos públicos federais;*

*[...]*

*Art. 11. Compete ainda ao Banco Central da República do Brasil;*

*I - Entender-se, em nome do Governo Brasileiro, com as instituições financeiras estrangeiras e internacionais;*

*II - Promover, como agente do Governo Federal, a colocação de empréstimos internos ou externos, podendo, também, encarregar-se dos respectivos serviços;*

*III - Atuar no sentido do funcionamento regular do mercado cambial, da estabilidade relativa das taxas de câmbio e do equilíbrio no balanço de pagamentos, podendo para esse fim comprar e vender ouro e moeda estrangeira, bem como realizar operações de crédito no exterior, inclusive as referentes aos Direitos Especiais de Saque, e separar os mercados de câmbio financeiro e comercial;*

*IV - Efetuar compra e venda de títulos de sociedades de economia mista e empresas do Estado;*

*V - Emitir títulos de responsabilidade própria, de acordo com as condições estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional;*

*VI - Regular a execução dos serviços de compensação de cheques e outros papéis;*

*VII - Exercer permanente vigilância nos mercados financeiros e de capitais sobre empresas que, direta ou indiretamente, interfiram nesses mercados e em relação às modalidades ou processos operacionais que utilizem;*

*VIII - Prover, sob controle do Conselho Monetário Nacional, os serviços de sua Secretaria.*

Vale indicar que, anteriormente à criação da CVM através da Lei nº 6.385/76, o BCB era responsável pela regulação do mercado de capitais, em vista da validade da Lei nº 4.728/65. Assim, com a divisão de responsabilidades dentre as autarquias, coube ao BCB a regulação o sistema financeiro, monetário e creditício e à CVM o mercado de valores mobiliários (DUBEUX, 2005, 28).

Embora a atuação mais perceptível do BCB seja o de condutor de política monetária, através da determinação da taxa Selic a partir das reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom), a partir de 2016 o BCB promoveu uma agenda para endereçar questões estruturais do SFN intitulada “Agenda BC+”, sob a presidência de Ilan Goldfajn.

Estruturada em quatro pilares temáticos, “Mais Cidadania Financeira”, “Legislação mais moderna”, “SFN mais eficiente” e “Crédito mais barato”, esta agenda visou contribuir para com a estabilidade da moeda a partir de mudanças microeconômicas. Algumas melhorias planejadas foram a aproximação do BCB das entidades de defesa dos direitos dos consumidores, aumento da multa máxima quando na punição por processo administrativo, adição de institutos como Termo de Compromisso e Acordo de Leniência, segmentação de normas prudenciais em vista da complexidade de cada tipo de instituição e alterações nas regras dos cartões de crédito, dentre outros (BALDUCCINI et al., 21/12/2016).

De fato, o novo marco legal punitivo do sistema financeiro foi sancionado em 2017, com a Lei nº 13.506/17, modernizando o arcabouço legislativo e elevando o valor máximo de multas aplicáveis pelo BCB de R\$ 250 mil para R\$ 2 bilhões, também adicionando meios alternativos de solução de controvérsias, como o Termo de Compromisso e o “acordo administrativo em processo de supervisão”<sup>19</sup>. A simplificação das regras do depósito consultório, a limitação do uso do crédito rotativo e a nova taxa de longo prazo foram algumas das medidas colocadas em prática do eixo “Crédito mais barato” (BCB, 2017).

No eixo “SFN mais eficiente”, houve a introdução da portabilidade de conta-salário, o aumento da competição na oferta de serviços de pagamento e o incentivo ao uso do cartão de débito, dentre outras alterações. Quanto à cidadania financeira, dentre outros, o BCB obteve sucesso ao incluir o tema Educação Financeira na Base Nacional Comum Curricular e ao aumentar a transparência ao disponibilizar diversas bases de dados de interesse do público (BCB, 2018b).

Cabe citar que, com uma posição contrária àquela que marcou o início do mercado de capitais, onde a regulação veio antes do nascimento do setor, o ex-presidente do BCB

<sup>19</sup> Antes conhecido como “acordo de leniência” (AGÊNCIA SENADO, 16/11/2017).

Ilan Goldfajn indicou que o estabelecimento de novas normas regulatórias relacionadas ao cenário das *fintechs* viria a reboque do surgimento de inovações e não o contrário (SAMOR, 2018).

Em 29 maio de 2019 a “Agenda BC+” foi reformulada como “Agenda BC#” por seu novo presidente, Roberto Campos Neto. O objetivo desta nova agenda é a democratização financeira a partir do desenvolvimento de questões estruturais do SFN, que será fomentada pelos quatro novos pilares temáticos: inclusão, competitividade, transparência e educação.

### 3.2.3 Comissão de Valores Mobiliários

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), vinculada ao Ministério da Fazenda, instituída pela Lei nº 6.385/76 e cuja atividade está amparada pelo art. 174 da Constituição Federal, possui como desígnio:

“Art. 4.º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;

II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;

IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

a) emissões irregulares de valores mobiliários;

b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.

c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.

V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;

VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;

VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.”

Assim, tendo em vista que o objetivo da CVM é o de regular e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil, sua cadeia de valor é formada por quatro pontos de contato

com o público: (1) Normatização do Mercado, (2) Supervisão do Mercado, (3) Sanção ao Mercado e (4) Orientação ao Mercado e à Sociedade<sup>20</sup>.

O grupamento responsável pela normatização, talvez a face mais pública da CVM, possui um papel propositivo quanto a elaboração de novas normas, a partir da identificação de necessidades de normatização, proposições legislativas correlatas em andamento e do monitoramento do ambiente regulatório internacional.

Após o levantamento de dados, há a elaboração de normas juntamente à realização de consultas e audiências públicas que fomentem o debate sobre o assunto em questão, percebendo-se a preocupação desta entidade com a participação do mercado. O que, no que lhe concerne, aumenta a efetividade das regras a serem estipuladas, por próximas à realidade dos *players* do setor analisado. Em seguida a este processo, há a análise do impacto das novas normas estabelecidas e a possível revisão de normativos vigentes (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2017).

O segundo grupamento, de supervisão, poderia ser dividido em dois núcleos: o de gestão de registro de oferta pública de aquisição ou distribuição de ativos mobiliários e o de supervisão e fiscalização de agentes do mercado. Aqui vemos o grupamento responsável pela política de *disclosure*, requisitando dos agentes a publicação de informações relevantes, acuradas e tempestivas ao mercado.

A atividade de supervisão é realizada com base no Sistema de Supervisão Baseada em Risco do mercado de valores mobiliários (SBR)<sup>21</sup>, cujo sistema estabelece “*mecanismos institucionais de organização das atividades da CVM e de priorização das suas ações de regulação e fiscalização, de maneira a permitir a identificação, o dimensionamento, a mitigação, o controle e o monitoramento dos riscos que possam afetar a implementação dos mandatos legais da CVM*” (FRANCO, 2008, 27).

Através da supervisão realizada por autorreguladores, há a transferência de responsabilidade de fiscalização da autarquia para tais entidades, de forma a escalar o uso dos recursos públicos utilizados pela CVM e permitir que mais setores sejam supervisionados. Sendo assim, é de responsabilidade da CVM “[...] *regulamentar e fiscalizar não apenas as atividades dos intermediários que operam sob a sua esfera de competência, mas também as atividades das bolsas e das companhias emissoras de valores mobiliários*” (YAZBEK, 2009, 204).

O terceiro grande grupo, responsável por sancionar o mercado, executa as ações sancionatórias e aplica mecanismos alternativos de resolução de litígios. A função punitiva

<sup>20</sup> Informações sobre a Cadeia de Valor da CVM foram retiradas do site [http://www.cvm.gov.br/menu/acesso\\_informacao/institucional/sobre/cadeia\\_de\\_valor.html](http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/cadeia_de_valor.html). Foram considerados apenas quatro, dos cinco grupamentos da cadeia de valor, em vista do fato deste último servir como base operacional e de suporte, não tendo “*impacto direto na entrega de valor para o Mercado*” - como indicado pela própria CVM.

<sup>21</sup> Este sistema foi implementado pela Deliberação CVM n. 521/07 após a Resolução CMN n. 3.427/06 (FRANCO, 2008, 26).

da CVM é assegurada pelo art. 11 da Lei n.º 6.385/76, quando na ocorrência de infração das “[...] Leis n.º 6.404/76 e n.º 6.385/76, das normas da própria CVM ou de leis especiais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar” (CVM, 2019b). O poder de polícia desta entidade não se restringe a aplicar penalidades a erros já cometidos a partir de processos administrativos sancionadores, visto que procedimentos orientadores e preventivos também fazem parte do seu rol de atividades.

Como ação orientadora, mencionamos os Ofícios de Alerta, que comunicam irregularidades e, dependendo do caso, determinam um prazo para a correção dos mesmos. Para conhecimento, no 2.º trimestre de 2019, a CVM emitiu 113 Ofícios de Alerta (CVM, 2019c, 15). Quanto à ação preventiva, há a emissão de *Stop Order*, em que “[...] a Autarquia proíbe, sob cominação de multa diária, a prática de atos prejudiciais ao regular funcionamento do mercado regulado [...]” (Ibid., 9).

A negociação de termo de compromisso é uma das vias de resolução do processo sancionador, cujo qual possibilita a suspensão do procedimento administrativo sem admissão de ilicitude ou culpa pelo agente advertido, conforme disposto pela Lei n.º 9.457/97. Este termo envolve o compromisso com o cessamento das atividades ou atos considerados ilícitos pela CVM e a correção das irregularidades apontadas. Sua inspiração remete a figura do “*consent decree*”, uma das soluções consensuais da SEC para litígios no mercado de valores mobiliários (WELLISCH; SANTOS, 2008, 1).

O acordo administrativo em processo de supervisão, ferramenta proposta pela Lei n.º 13.506/17 e que representa um aprimoramento do arcabouço legal da autarquia, possibilita a celebração de um acordo “[...] por meio do qual pessoas naturais ou jurídicas poderão confessar a prática de infrações às normas legais ou regulamentares e obter redução de 1/3 (um terço) a 2/3 (dois terços) da penalidade aplicável ou até mesmo extinção de ação punitiva” (CVM, 2019c, 24). Esta mesma lei aumentou a possibilidade de medidas coercitivas e acautelatórias, como a adição de critérios de dosimetria quando na aplicação de multas.

Ainda, a CVM pode atuar como “*amicus curiae*”<sup>22</sup>, participando de processos judiciais cujo assunto seja de competência da mesma, segundo a legislação aplicável definida pelo art. 31 da Lei n.º 6.385/76. Sua participação poderá ocorrer apenas se provocada por uma das partes ou do juiz, tendo de permanecer no processo até que transite em julgado a sentença (TAVARES, 1993, 286).

Como último grupamento com impacto direto no Mercado, a orientação ao mercado e à sociedade busca realizar atendimento aos regulados, orientar o cidadão ao processar reclamações e denúncias e promover a educação e a inclusão financeira - cumprindo, assim,

<sup>22</sup> “*Amicus curiae* é termo de origem latina que significa ‘amigo da corte’. Diz respeito a uma pessoa, entidade ou órgão com profundo interesse em uma questão jurídica levada à discussão junto ao Poder Judiciário.” (SANTOS, 12/2005)



seu objetivo de fomentar e regular este setor. São exemplos não exaustivos de iniciativas o blog “Penso, Logo Invisto”, a realização de eventos educacionais na Semana Mundial do Investidor no Brasil e as apostilas do “Programa Bem-Estar Financeiro”.

### 3.2.4 Anbima

A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima) e a Brasil Bolsa Balcão S.A. (B3), próxima a ser analisada neste capítulo, diferenciam-se dos três primeiros elementos analisados neste capítulo por serem entidades autorreguladas. Dentro desta categoria existem duas espécies de autorregulação, a voluntária e a legal (ou “obrigatória”), sendo a primeira exemplificada pela Anbima e a segunda pela B3.

Entidades de autorregulação voluntária podem agir, dentre outras maneiras:

“[...] mediante o estabelecimento de padrões de conduta diferenciados; a certificação, através da concessão de selos de qualidade; a conferência de classificações; o monitoramento de seus agentes; o aconselhamento; e a arbitragem.” (FRANCO, 2008, 49)

Criada em 2009 com a união da Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid) e da Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (Andima), a Anbima reúne e regula bancos, gestoras, corretoras, distribuidoras e administradoras de recursos que voluntariamente associaram-se à mesma e adotaram seus códigos de conduta.

As três atividades que abrangem a Anbima integram o conceito de regulação e, por consequência, possuem similaridades com as atribuições da CVM:

(i) a elaboração de regras, realizada nos comitês da área de Representação da Associação (que são organismos nos quais participam representantes das instituições associadas da ANBIMA), (ii) a supervisão e (iii) o enforcement, que reúne as iniciativas para fazer cumprir e punir o descumprimento. (ANBIMA, 2018a, 3)

A adesão aos códigos de conduta é obrigatória para o associado que executa as atividades autorreguladas pelos 12 ordenamentos existentes, e o seu descumprimento enseja a aplicação de penalidades ou sanções ao desrespeitá-los (Ibid., 3). As regras que constam em seus códigos são escritas por comitês com representantes das instituições representadas e, posteriormente, passam por audiência pública e pela Assembleia Geral dos associados. Conforme visto anteriormente na seção 4.3, vemos uma tentativa da entidade de aproximar-se do mercado para regulá-lo com base no diálogo e no entendimento mútuo.

Outra similaridade da Anbima com a CVM é a supervisão baseada em risco (“SBR”), onde determinadas características são ponderadas de forma a alimentar uma matriz de risco que indica o nível de supervisão a ser dedicado para cada instituição participante.

Em julho de 2018 foi firmado um convênio entre Anbima e CVM para aproveitamento pela autarquia das atividades de supervisão e sanção da Anbima em três áreas de sua competência<sup>23</sup>. Outro ponto de contato entre as partes mencionadas é assegurado pela Instrução CVM n.º 461 de 23/10/2017, que institucionaliza a possibilidade de a autarquia aproveitar as penalidades impostas e termos de compromisso firmados no âmbito da autorregulação.

A importância da autorregulação tem sido um objeto de constante estudo no meio jurídico e não pretendemos realizar juízos de valor sobre este tema, porém, citamos aqui um pequeno trecho para a compreensão da relevância deste modelo:

[...] o modelo institucional aqui enfocado pode contribuir para o fortalecimento dos mecanismos regulatórios que acarretam descongestionamento das pautas dos órgãos externos de controle, permitindo-lhes focos mais concentrados e seletivos de atuação e, em última análise, maior eficiência. (SANTOS; OSÓRIO, 2009)

Adiante, visto que a efetividade das regras e dos códigos de conduta baseia-se em seu cumprimento, a Anbima atua supervisionando os mercados de sua competência, seja presencialmente, seja indiretamente via coleta e análise de dados fornecidos pelas próprias instituições. Como método de *enforcement*, pode emitir cartas de advertência, multas, suspensão do uso do selo de qualidade e o desligamento da associação (Ibid., 7).

No quesito educacional, a Anbima aplica provas de modo a certificar profissionais que atuam na captação, consultoria ou gestão de recursos. Indo além, a Anbima possui outras formas de democratizar a educação financeira, a partir da publicação de informações voltadas ao público investidor iniciante e incentivando a pesquisa acadêmica com o Prêmio de Mercado de Capitais, que premia projetos de mestrado e de doutorado.

### 3.2.5 BSM

A B3, bolsa de valores oficial do Brasil, possui uma entidade autorreguladora denominada BSM (“BM&FBOVSPA Supervisão de Mercados”), cuja qual executa a supervisão da bolsa de valores e de seus participantes, possibilitado por sua autonomia administrativa e orçamentária.

Seu papel autorregulatório é assegurado legalmente pelo parágrafo 1º do artigo 17 da Lei nº 6.385/76:

§ 1.º Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas.

<sup>23</sup> Maiores detalhes sobre o convênio firmado podem ser encontrados em <https://www.anbima.com.br/data/files/43/E5/57/0A/19C85610CE509456A9A80AC2/Convenio-Aproveitamento-Fundos.pdf>.

O estabelecimento de uma entidade independente para exercer a autorregulação foi necessário a partir da desmutualização das bolsas brasileiras, em vista do possível conflito inerente da sobreposição de funções entre gerar lucro para acionistas e ser responsável pela autorregulação própria e do mercado (LUCINARI, 2016, 15).

A BSM possui um leque de medidas para garantir o cumprimento de seus códigos e das normas da CVM, como cartas de censura, abertura de processo administrativo sancionador, multa, advertência, suspensão, inabilitação, entre outros. Conforme citado anteriormente, a autorregulação da BSM/B3 é da espécie legal (“obrigatória”) na medida em que:

“[...] determinadas entidades privadas têm poderes e deveres expressamente delegados por lei para o desempenho de certas atividades, atuando como órgão auxiliar do ente estatal, editando normas às quais seus membros devem submeter-se, bem como fiscalizar seu cumprimento.” (FRANCO, 2008, 46)

## 4 CENÁRIO ATUAL DO SETOR DE INVESTIMENTOS AMERICANO

Um dos principais fatores de influência do setor de investimentos americano nos últimos anos é dado pela baixa taxa de juros atual, que no momento da escrita deste trabalho encontra-se entre 1,75 a 2%, após a reunião do FED que ocorreu em setembro de 2019<sup>1</sup>. Globalmente, há um estoque de 12,5 trilhões de dólares<sup>2</sup> de títulos de renda fixa com taxas de juros negativas, em um cenário onde projetam-se maiores cortes de juros em vista de uma possível desaceleração econômica internacional futura (BRETTELL, 2019).

Diferentemente do caso brasileiro, o patamar atual da taxa de juros americana não é o menor da série histórica, porém encontra-se abaixo da média de todo o período disponível, que corresponde a 4.78%<sup>3</sup>.

**Figura 3 – Taxa de juros americana (1954 - 2019)**



Board of Governors of the Federal Reserve System (US)

A relevância deste ponto reside no fato dos investidores serem influenciados a buscar novos tipos de investimentos de forma a obter taxas de retorno positivas, justamente como veremos no próximo capítulo, que trata sobre o cenário brasileiro. Taxas de juros em queda impactam, entre outros, a receita dos bancos comerciais, especialmente em um cenário de inversão da curva de juros americana, devido ao fato dos bancos captarem recursos de curto prazo para realizarem empréstimos com retorno no longo prazo.

Com a inversão, os bancos captam no curto prazo com taxas de juros mais altas do que as taxas projetadas para o longo prazo (Ibid.). Aliado a isso, a maior parte dos empréstimos devolvem aos cedentes um spread fixo sobre a taxa de juros de curto prazo.

<sup>1</sup> <https://www.nytimes.com/2019/09/18/business/economy/fed-interest-rate-cut.html>

<sup>2</sup> Estoque referente a Setembro de 2019. Fonte: <https://www.wsj.com/articles/pensions-venture-into-risky-corners-of-the-market-in-hunt-for-returns-11573133138>

<sup>3</sup> A média de 4.78% é referente ao período de 01/07/1954 a 01/10/2019, de acordo com dados do Board of Governors of the Federal Reserve System (US). Fonte: <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>

Diante deste cenário, questiona-se por quanto tempo os bancos continuarão concedendo crédito em um panorama de redução de margens de lucro e, diante de uma possível recessão, os impactos e consequências da queda na qualidade do crédito concedido e do nível de *defaults* (NOONAN; ARMSTRONG, 2019).

Em uma projeção feita pela Morgan Stanley referente a retornos de um fundo teórico com 60% de ações e 40% de títulos de renda fixa do mercado americano, estimou-se um retorno anual de 2.8% em um período de dez anos (HAIGH, 2019). Assim sendo, as expectativas de retorno por parte de ativos americanos, em foco as ações e os títulos de renda fixa, encontram-se depreciadas. Neste mesmo relatório, projeta-se que ações inglesas, seguidas das ações de mercados emergentes, possuem o maior potencial de retorno na próxima década<sup>4</sup>.

Conseqüentemente, em busca de maiores retornos, fundos de pensão americanos têm entrado em classes de ativos mais arriscados fora de sua expertise, como títulos públicos de países emergentes ou investimentos alternativos (CHILKOTI; OSTROFF, 2019), paralelo que, em sua medida, também pode ser traçado com os fundos de pensão brasileiros, que estão aumentando suas participações em renda variável (INVESTIDOR INSTITUCIONAL, 2019). Havendo a necessidade de não apenas igualar como ultrapassar as estimativas das obrigações atuariais dos fundos de pensão, em face dos baixos retornos da renda fixa, a busca por ativos de maior risco é exacerbada.

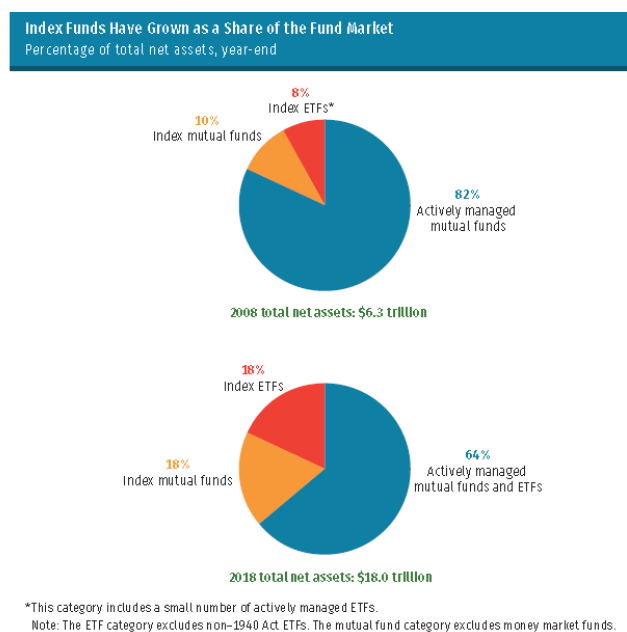
Saindo da rápida análise sobre o cenário atual econômico americano, outro ponto de debate referente ao setor de investimentos é dado pelo estoque de investimentos sob gestão passiva ter crescido 3,5 trilhões de dólares em um período de dez anos (FLOOD, 2019).

Segundo o relatório da Investment Company Institute (ICI) referente ao ano de 2018, 42% do influxo de recursos para fundos indexados foi direcionado a fundos de ações americanas e esta mesma classe de ativos representava 62% dos fundos/ETFs indexados no final de 2018 (INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, 2019, 41). Atribuem-se, ainda, outros fatores de influência para a entrada e saída de recursos dos fundos mútuos em 2018, como a desvalorização das bolsas de valores internacionais, tendências demográficas em curso (Ibid., 59) e o aumento do uso de ETFs e fundos indexados por parte de brokers e consultores financeiros nas carteiras de seus clientes (Ibid., 74).

---

<sup>4</sup> Atualmente isso está sendo considerado um dos drivers de aumento da entrada de recursos no setor de investimentos brasileiro no médio e longo prazos, conforme será visto no próximo capítulo.

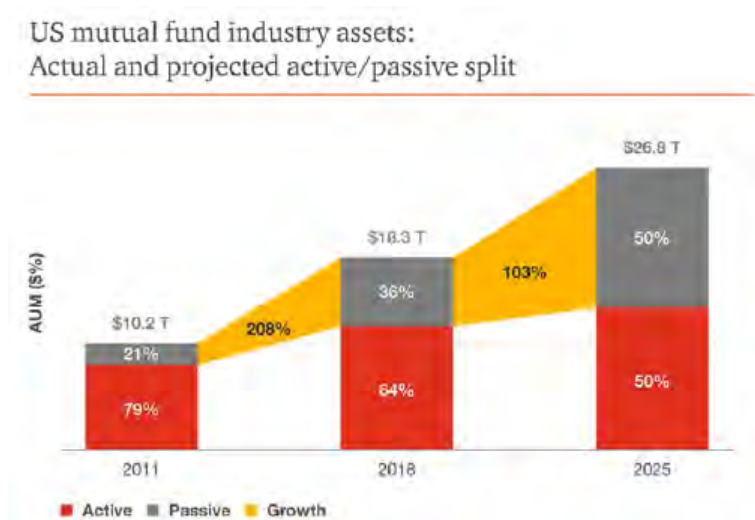
**Figura 4 – Porcentagem da distribuição de recursos dentre gestão ativa e passiva**



ICI 2019 Investment Company Fact Book (pg. 40)

O patrimônio de fundos de gestão passiva representou 36% do total de fundos e ETFs da indústria americana em 2018, saindo de um patamar de 21% em 2011 e a PwC estima que essa proporção pode chegar a 50% em 2025, conforme indicado pelo gráfico abaixo (PWC, 2019, 3). A tendência de migração de recursos para veículos de investimento que seguem índices de mercado ainda mostra vigor.

**Figura 5 – Divisão entre gestão ativa e passiva dos recursos da indústria de investimentos americana, atual e projetada (PwC)**



PwC. Mutual fund outlook: The time to act is now. 2019. Online. <https://www.pwc.com/us/en/industries/financial-services/library/pdf/pwc-fsi-mutual-fund-outlook-act-now.pdf>

Essa mudança de paradigma tem suscitado debates no mercado financeiro e na academia, dentre eles a discussão sobre o retorno absoluto da gestão ativa em comparação

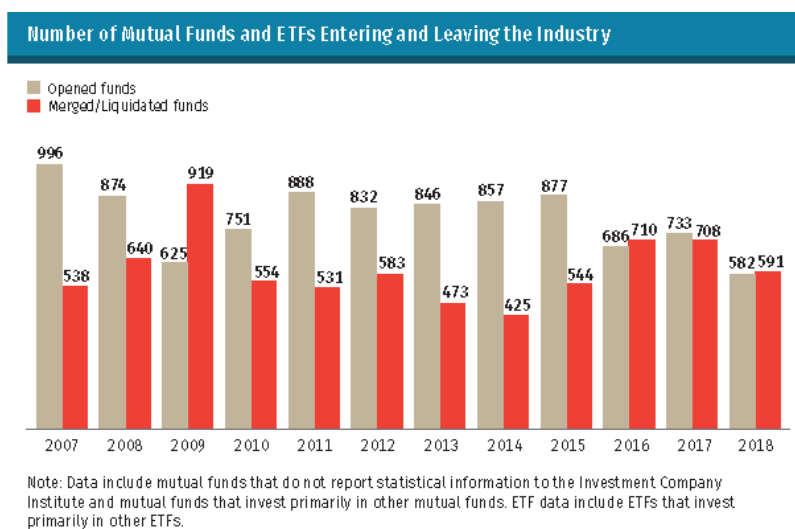
à gestão passiva. Em um desafio publicado na carta anual da Berkshire Hathaway, Warren Buffett apostou que nenhum grupo de 5 hedge funds poderia performar mais que o índice S&P 500 em um período de 10 anos, em vista das altas taxas de administração cobradas por tais fundos de gestão ativa. A aposta, que foi iniciada em 1 de janeiro de 2008, acabou em 31 de dezembro de 2017 com a vitória de Buffett, dado que até 2016, o ETF escolhido pelo mesmo acumulou uma alta de 7.1% em comparação à cesta de hedge funds selecionados por seu oponente (ZACKS.COM, 27/02/2017).

Entre 2011 e 2018, o patrimônio líquido da indústria de fundos americana cresceu 79%, com uma taxa de crescimento anual de 8.7% durante este período. Projeta-se, entre o período de 2018 e 2025, um crescimento anual da ordem de 5.6% (PWC, 2019, 2). Embora esta taxa projetada não seja irrisória, a transferência de recursos para fundos de gestão passiva e a busca por redução de custos por parte dos investidores em face de baixas taxas reais de juros irão pressionar a proporção entre receita e patrimônio líquido sob gestão. Estima-se que, embora o patrimônio da indústria de fundos americana possa crescer 46% entre 2018 e 2025, prevê-se que a receita total deste setor cresça entre 10% e 15% no mesmo período (Ibid., 4).

Continuando a análise sobre o fluxo de investimentos, constata-se que a última década foi caracterizada por uma concentração de recursos sob a tutela das maiores gestoras de recursos. Segundo o anuário de 2019 da ICI, a proporção de recursos geridos pelas 10 maiores gestoras subiu de 46% em 2005 para 61% em 2018, decorrente da saída de recursos de gestoras de menor porte (INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, 2019, 45). As justificativas para a convergência de recursos sob a gestão de poucas empresas são dadas pela popularização dos fundos e ETFs indexados e pela entrada de recursos em fundos mútuos de títulos de renda fixa, que geralmente são geridos por instituições de grande porte (Ibid., 46).

A popularidade de fundos mútuos e de ETFs ao longo do tempo também pode ser notada pelo gráfico abaixo, que mostra o número de fundos e ETFs abertos e encerrados durante o período de 2007 a 2018. Nota-se que o ano posterior à crise de 2008 foi caracterizado pela liquidação e incorporação de fundos mútuos e ETFs americanos, embora a década tenha sido caracterizada por um saldo líquido positivo de novos fundos.

Figura 6 – Número de fundos e ETFs americanos abertos ou liquidados de 2007 a 2018



ICI 2019 Investment Company Fact Book (pg. 47)

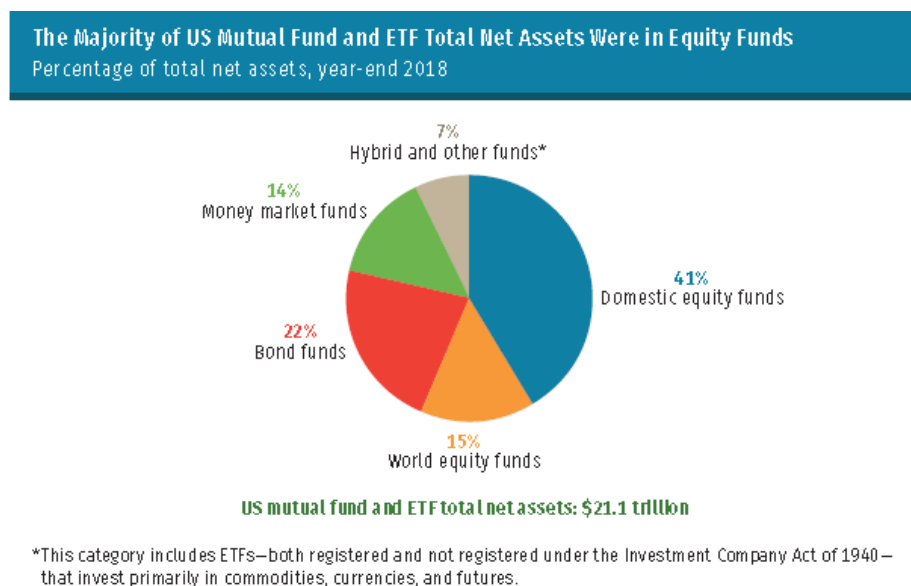
Ao final de 2018, haviam 1,660 ETFs de índice com um patrimônio total de 3,2 trilhões de dólares (Ibid., 80). Embora não existam apenas ETFs de gestão passiva, eles representam a maioria esmagadora - ao final do mesmo ano, 259 ETFs de gestão ativa estavam registrados com a SEC, tendo sob gestão 69 bilhões de dólares (Ibid., 80). Tais ETFs não buscam acompanhar um *benchmark* e, a cada dia útil, devem publicar a composição e a distribuição dos ativos em suas carteiras - similar à dinâmica de fundos mútuos, embora este último não requeira a disponibilização de suas carteiras.

Alterando o ponto de análise e partindo para uma visão sobre o estoque de investimentos americano, mais da metade (56%) do patrimônio total de fundos mútuos de longo prazo e de ETFs americanos estavam investidos em ações. Desses 56%, 41% estavam investidos em ações nacionais americanas e 15% encontravam-se aplicadas em ações internacionais. Do restante, 22% é representado por fundos de renda fixa e 14% por fundos de renda fixa de curto prazo, com o restante sendo constituído por fundos híbridos<sup>5</sup> e outras categorias de fundos.

<sup>5</sup> Fundos híbridos, no mercado americano, referem-se a fundos que investem em uma dada proporção entre ações e títulos de renda fixa, como exemplificado na carteira teórica construída no estudo da Morgan Stanley citado na página 45.



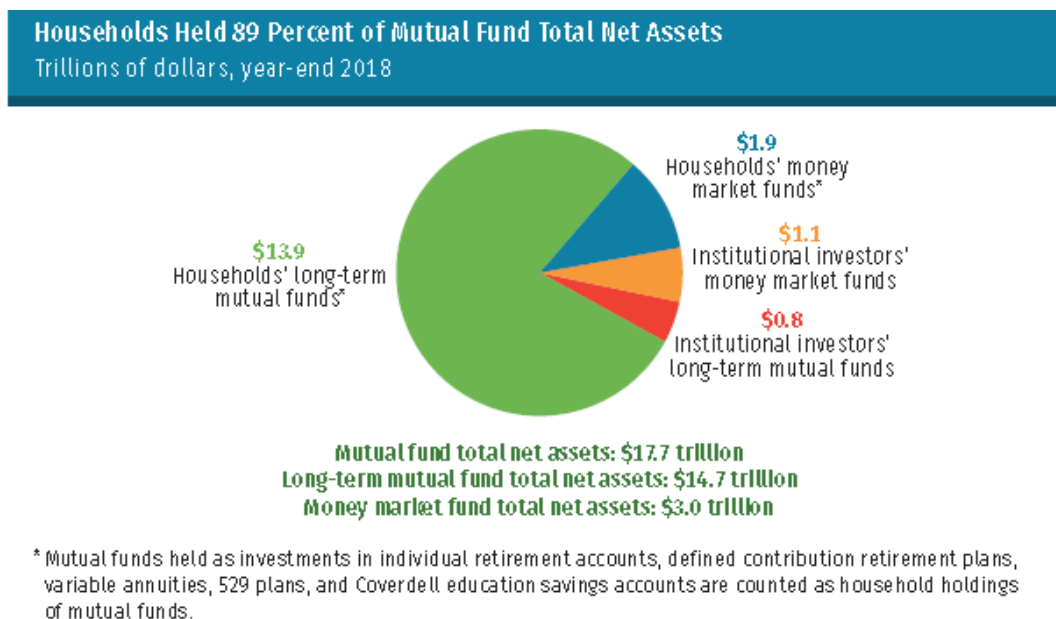
**Figura 7 – Porcentagem do patrimônio total de fundos mútuos e ETFs americanas no encerramento de 2018**



ICI 2019 Investment Company Fact Book (pg. 33)

Outra estatística que surpreende aqueles que estão acostumados com o panorama do setor de investimentos brasileiro é a porcentagem de investidores americanos de varejo que investem em fundos mútuos: 89% do patrimônio total de USD 17.7 trilhões está em posse de pessoas físicas, referente ao encerramento de 2018 (Ibid., 58). Considerando o patrimônio de fundos mútuos de longo prazo, esta porcentagem passa para 95%.

**Figura 8 – Pessoas físicas americanas detinham 89% do patrimônio de fundos mútuos americanos em 2018**



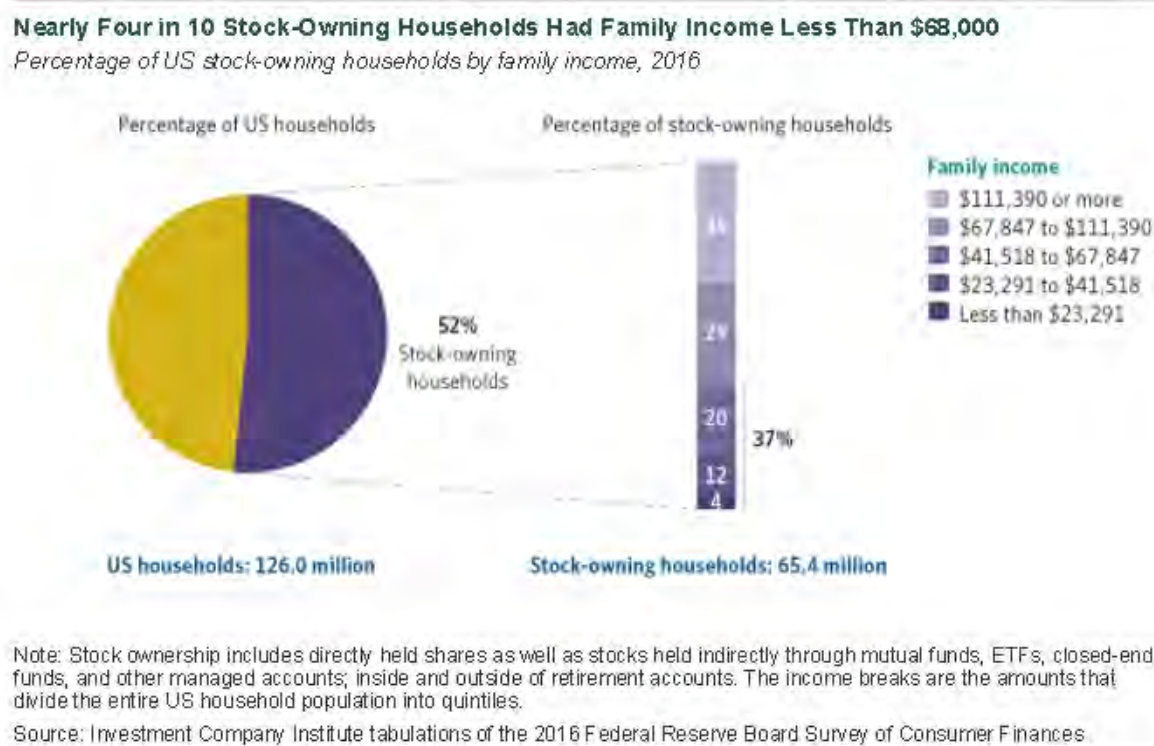
ICI 2019 Investment Company Fact Book (pg. 58)

Também surpreende o fato de mais da metade das famílias americanas investirem

em ações, seja diretamente (pela posse de ações), seja indiretamente (via fundos mútuos, ETFs, fundos fechados, carteiras administradas ou em planos de previdência).

Segundo estatísticas também publicadas pela ICI, a proporção de famílias investidas em renda variável foi de 32% em 1989 para 52% em 2016 (HOLDEN, 2018). O crescimento ocorreu entre as famílias americanas de todos os quintis de renda, mas se deu especialmente entre as do quintil mais baixo: aproximadamente 4 entre 10 famílias investidas em renda variável são de famílias de baixa renda ou classe média (Ibid.).

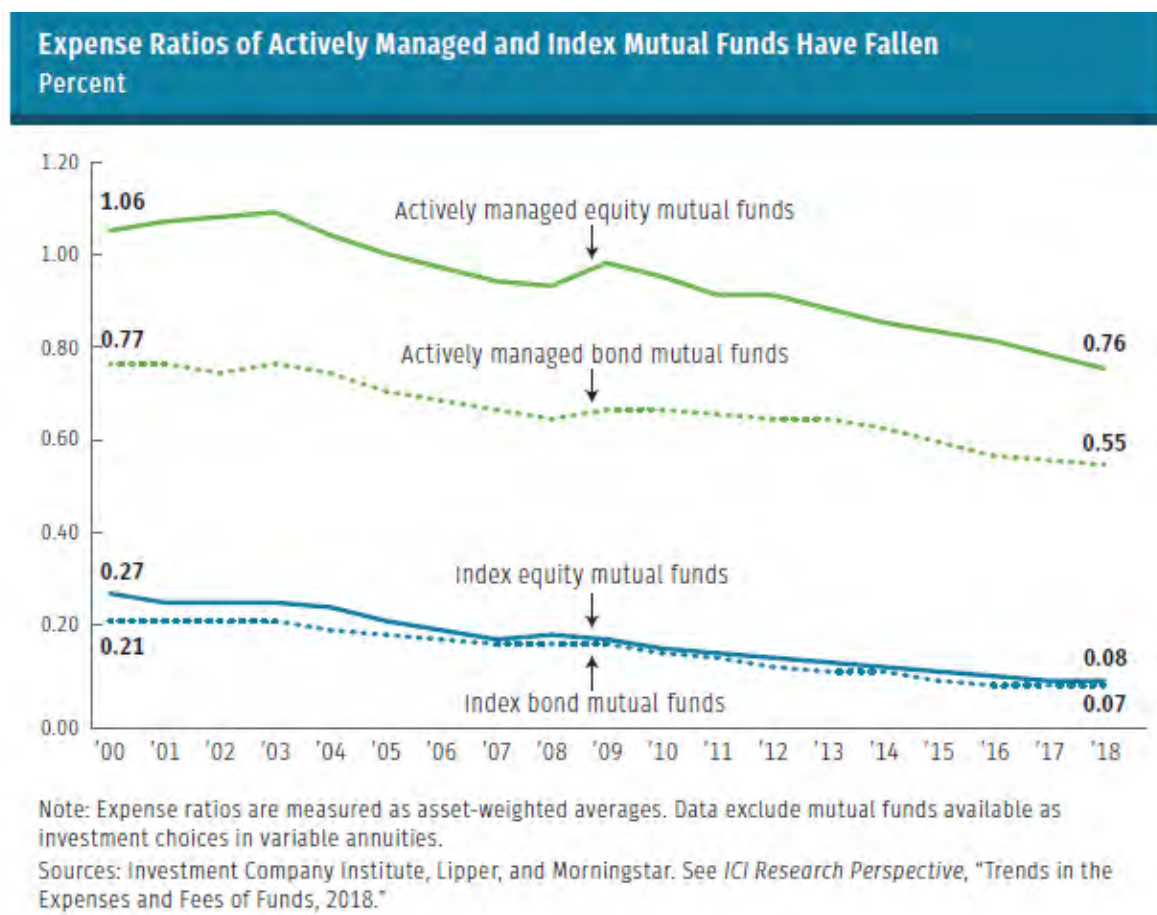
**Figura 9 – Cerca de 4 entre 10 famílias americanas que investem em ações possuem uma renda anual menor que 68 mil dólares**



Ademais, encontra-se em discussão a remuneração dos prestadores de serviços fiduciários, desde consultores financeiros a serviços de *back office*. Com a automatização de rotinas com o uso de robôs que realizam tarefas repetitivas e da inserção de inteligência artificial em atividades que envolvem a análise de grandes volumes de dados e variáveis, a indústria financeira americana encontra-se sob pressão para reduzir custos, ao mesmo tempo em que aumentam os gastos demandados por novos quesitos regulatórios.

A transferência de recursos de gestão ativa para a gestão passiva contribui com esta mudança (PWC, 2018, 3), na medida em que os gastos incorridos por veículos de investimento que reproduzem índices são muito menores que aqueles que contam com uma equipe de gestão ativa. No debate sobre a (im)possibilidade de gerar alfa, os investidores pressionam a rentabilidade desses produtos ao buscarem cada vez mais ETFs e fundos mútuos que cobrem poucas ou nenhuma taxa de administração (Ibid., 4).

Figura 10 – Taxas de custo de fundos de gestão ativa e passiva caíram ao longo do tempo



ICI 2019 Investment Company Fact Book (pg. 123)

A PwC estima que a pressão sobre as taxas de administração de fundos mútuos, ETFs indexados, *hedge funds* e fundos de investimentos alternativos continuarão a cair até 2025, onde a diferenciação e a geração de alfa seriam formas de desacelerar ou impedir a redução da rentabilidade de tais fundos (Ibid., 11).

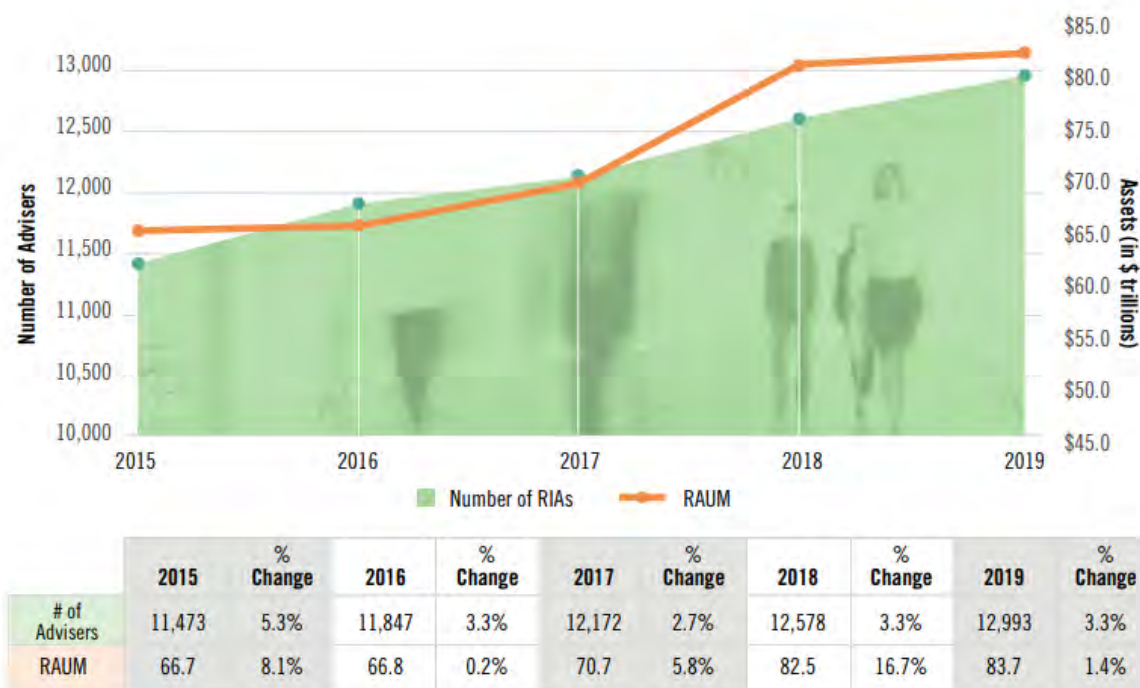
Um exemplo pode ser dado pela DE Shaw, gestora de fundos quantitativos renomada por seus retornos absolutos, aumentou a taxa de administração de um de seus fundos para 3% e a taxa de performance para 30% no primeiro semestre de 2019 em um cenário onde a média da indústria é de 1.45% e de 16.9%, respectivamente (WIGGLESWORTH, 2019).

Saindo da pressão de custos sobre a gestão de investimentos e partindo para a distribuição, o aumento da transparência sobre o modelo de remuneração dos agentes financeiros, seja por demanda da população, seja por aumento de rigor regulatório, está reduzindo as margens sobre tais serviços e revisitando a discussão sobre uma forma eficiente de remuneração.

O modelo de remuneração através de uma taxa sobre o patrimônio do cliente vem se expandindo ano a ano nos Estados Unidos através dos escritórios de *Registered Independent*

*Advisors*<sup>6</sup> (RIA), como pode ser observado no gráfico abaixo. Esse seria um modelo que neutralizaria o conflito de interesses existente sob a remuneração por bonificação: dado que o assessor é remunerado diretamente pelo cliente e sua remuneração é proporcional com o aumento ou queda do patrimônio líquido do mesmo, o assessor não teria o incentivo de vender os produtos mais rentáveis providos pela instituição financeira ao qual se encontra plugado, priorizando os interesses de seu cliente.

**Figura 11 – Crescimento da indústria de *Registered Investment Advisors* continua**



IAA - Evolution Revolution (2019): A Profile of the Investment Adviser Profession

Entretanto, mesmo embora esta forma de remuneração esteja crescendo na indústria de investimentos americana na totalidade, as instituições americanas de *wealth management* estão começando a alterar seus modelos de compensação, condicionando o recebimento de bônus de seus consultores à conquista de metas de captação (SIRTORI-CORTINA, 2019, 26). Entretanto, os assessores podem acabar trocando as instituições de *wealth management* pelos players independentes que possuem maior potencial de retorno financeiro (Ibid., 26).

Interessante notar os diversos modelos existentes de remuneração dos RIAs, assim como a variação do uso dos mesmos no curto prazo: 95.5% dos assessores de investimento associados ao *Investment Adviser Association* são remunerados com uma taxa sobre o pa-

<sup>6</sup> Os *Registered Independent Advisors* não devem ser confundidos com a figura do Agente Autônomo de Investimento (AAI) presente no Brasil, dado que os últimos apenas distribuem produtos originados pela instituição ao qual encontram-se vinculados. Os mesmos não prestam consultoria, mas repassam as recomendações de investimento das corretoras das quais são prepostos (ADACHI; COTIAS; LARGHI, 2019).

trimônio do cliente. Em segundo e terceiro lugar, vem a remuneração fixa e a remuneração com base em performance.

**Figura 12 – Modelos de remuneração dos *Registered Independent Advisors***

**Chart 16: Investment Adviser Compensation (Past Three Years)**

Category of IA Compensation	2017		2018		2019	
	# of Advisers	% of Advisers	# of Advisers	% of Advisers	# of Advisers	% of Advisers
Percentage of Client's AUM	11,592	95.2%	11,986	95.3%	12,403	95.5%
Hourly Charges	3,475	28.5%	3,647	29.0%	3,840	29.6%
Subscription Fees	115	0.9%	118	0.9%	118	0.9%
Fixed Fees	5,144	42.3%	5,445	43.3%	5,723	44.0%
Commissions	506	4.1%	459	3.6%	420	3.2%
Performance-based Fees	4,651	38.2%	4,704	37.4%	4,823	37.1%
Other	1,769	14.5%	1,830	14.5%	1,856	14.3%

IAA - Evolution Revolution (2019): A Profile of the Investment Adviser Profession

A análise do passado recente e do cenário atual do setor de investimentos americano é extremamente importante para obtermos *insights* sobre as possíveis transformações do setor de investimentos brasileiro. Sendo o país com a maior indústria de fundos de investimento do mundo (INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, 2019, 256), as inovações desenvolvidas são exportadas para os setores de investimento dos outros países.



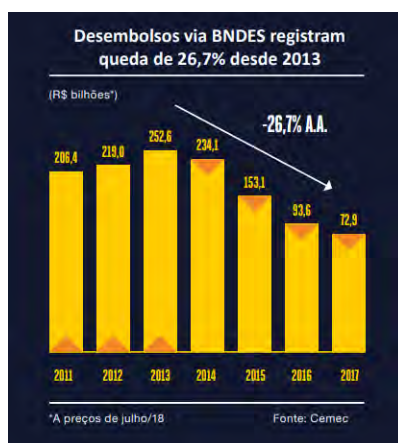
## 5 CENÁRIO ATUAL DO SETOR DE INVESTIMENTOS BRASILEIRO

A indústria de investimentos brasileira passou por grandes transformações nos anos recentes. Quantitativamente, o mercado de capitais brasileiro apresentou um volume recorde de captação de R\$ 268,9 bilhões de janeiro a setembro de 2019, mesmo considerando o valor de captação anual da série histórica (ANBIMA, 2019).

Vimos em 2019 outros recordes, como o maior volume semestral de captações em ações no primeiro semestre<sup>1</sup>, o número de cotistas de fundos imobiliários ultrapassar 1 milhão<sup>2</sup> e o volume de recursos sob gestão ultrapassar 5 trilhões de reais<sup>3</sup>. Outros dados que chamam a atenção são a criação de 3,4 mil novos fundos de investimento desde o fim de 2016 e o surgimento de 53 novas gestoras de recursos apenas no ano de 2019 (COTIAS, 2019c).

Essa quebra de padrão tem sido atribuída à queda da taxa de juros Selic a 5,0% ao ano, menor taxa de juros da história recente, após a reunião do Copom em outubro de 2019 (BCB, 2019a). Com esta redução, o investidor se viu influenciado a procurar alternativas para sua carteira de ativos financeiros, tendo de optar por correr mais risco ou estender o prazo de seus investimentos. Do lado da demanda de recursos, devido à menor oferta de crédito público subsidiado por parte do BNDES, houve um crescimento da fatia de financiamento de empresas via mercado de capitais (ANBIMA; B3, 2018, 6).

**Figura 13 – Desembolsos de concessão de recursos via BNDES**



ANBIMA; B3. Mercado de Capitais: Caminho para o Desenvolvimento. 2018.

Com a maior demanda por produtos de investimento com rentabilidade acima da

<sup>1</sup> Até o momento em que o presente artigo é escrito. [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/captacoes-em-aco-es-registram-o-maior-volume-semestral-da-serie-historica.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/captacoes-em-aco-es-registram-o-maior-volume-semestral-da-serie-historica.htm)

<sup>2</sup> [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/imprensa/fundos-imobiliarios-atingem-a-marca-de-1-milhao-de-cotistas.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/imprensa/fundos-imobiliarios-atingem-a-marca-de-1-milhao-de-cotistas.htm)

<sup>3</sup> [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/imprensa/com-recorde-de-r-5-trilhoes-sob-gestao-fundos-de-investimento-tem-captacao-liquida-de-r-130-8-bilhoes-no-primeiro-semestre-de-2019-2CA08A876BBA70DF016BBE8B76733C04.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/imprensa/com-recorde-de-r-5-trilhoes-sob-gestao-fundos-de-investimento-tem-captacao-liquida-de-r-130-8-bilhoes-no-primeiro-semestre-de-2019-2CA08A876BBA70DF016BBE8B76733C04.htm)

taxa de juros real proporcionada pela Selic, o consequente aumento no número de *asset managements* e fundos de investimento e a proliferação de plataformas de distribuição, os bancos comerciais do país viram-se forçados a distribuir fundos de terceiros, para reter seus clientes e não perdê-los para outras plataformas.

Este ponto pode ser explicitado pela aquisição da XP Inc<sup>4</sup>, antes XP Investimentos, pelo Banco Itaú, o maior banco comercial da América Latina. A XP, ao mostrar-se como concorrente direta ao Itaú e outros grandes bancos comerciais brasileiros, captava clientes advindos dos últimos. Segundo uma reportagem do jornal Valor Econômico com dados do Banco Central, mais de 90% das captações líquidas da XP eram derivadas de instituições financeiras de grande porte, dentre elas o Itaú, qualificando sua aquisição como um ato “defensivo” por parte da incumbente (COTIAS, 2019b).

Além, em 2019 o Santander lançou a plataforma de distribuição de investimentos “Pi”, com a distribuição de fundos de terceiros aberta a não correntistas do banco<sup>5</sup>. Um ano antes, em 2018, o Bradesco lançava sua própria plataforma de investimentos, também aberta a não correntistas, oferecendo produtos bancários tradicionais, fundos próprios e de terceiros, planos de previdência, entre outros (COTIAS, 2019a).

Sendo assim, a busca por novas alternativas para remunerar o capital em um cenário de queda da taxa de juros a níveis históricos influenciou a forma de investir do brasileiro, dando início à pulverização dos investimentos financeiros ao saírem da gestão e/ou custódia dos grandes bancos comerciais do país. Outro fator que contribui para a valorização da bolsa de valores e que consequentemente estimula a saída da renda fixa é a tese, citada no capítulo anterior, da desaceleração econômica mundial aliada à recuperação econômica dos países emergentes, dentre eles o Brasil (SCARAMUZZO, 2019).

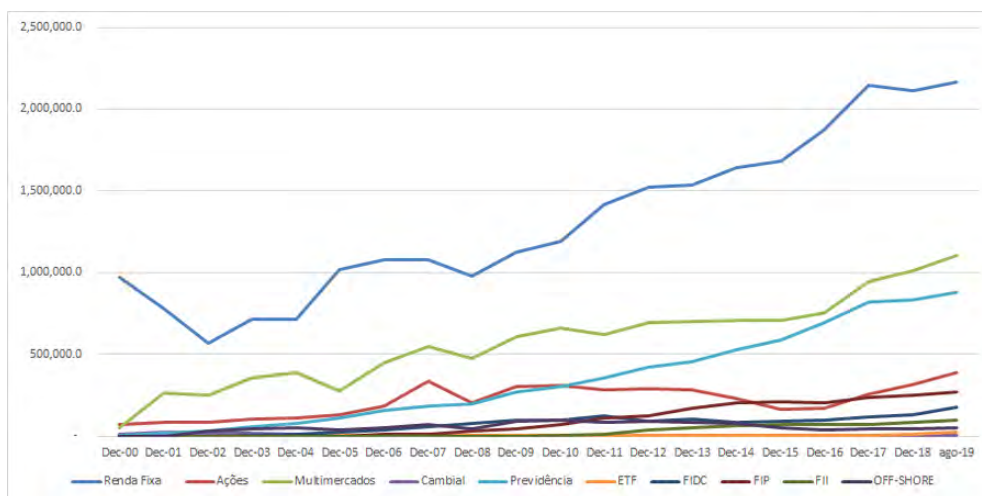
Entretanto, estendendo o período de análise do setor de investimentos brasileiro para o início dos anos 2000, apresentado na figura abaixo, constatamos que fundos de renda fixa continuam sendo o produto financeiro preferido dos agentes, apresentando atualmente um estoque superior a 2 trilhões de reais. Os fundos multimercado e de previdência vêm em segundo e terceiro lugar, embora a soma de ambos não ultrapasse os recursos aplicados em renda fixa<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> <https://economia.estadao.com.br/noticias/negocios,antes-de-abrir-capital-xp-muda-marca-e-passa-a-se-chamar-xp-inc,70003012236>

<sup>5</sup> <https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/03/14/santander-lanca-pi-sua-plataforma-digital-de-investimentos.ghtml>

<sup>6</sup> Utilizando como base os dados do Consolidado Histórico de Fundos de Investimento da Anbima referente a Agosto/2019.

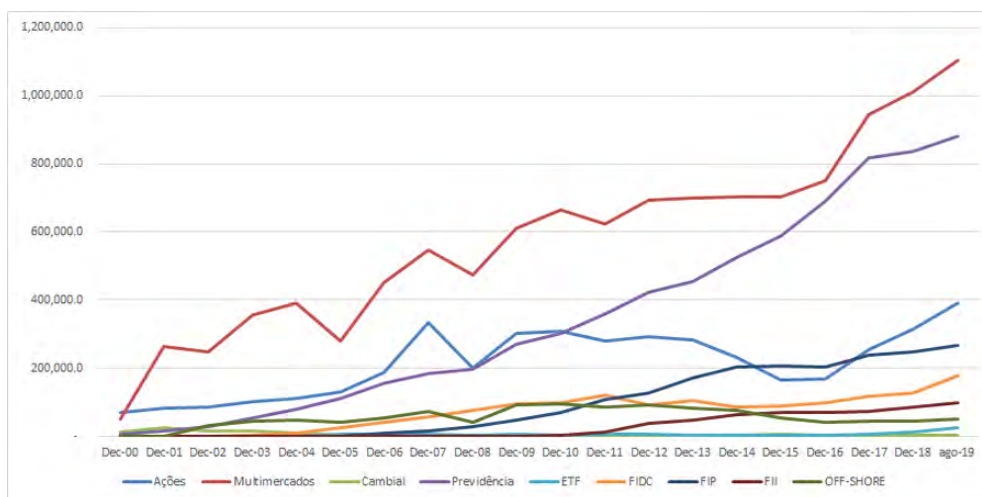
Gráfico 1 – Consolidado Histórico de Fundos de Investimento Patrimônio Líquido R\$ milhões Constante por Classe ANBIMA (2000-2019)



ANBIMA (2019) - Consolidado Histórico de Fundos de Investimento - Agosto/2019. Disponível em [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm)

Para evitar as distorções ocasionadas pela ordem de grandeza de recursos aplicados em fundos de renda fixa, reproduzimos o mesmo gráfico acima excluindo esta classe de ativo, de forma a facilitar a visualização da tendência de crescimento da demanda por outros ativos financeiros:

Gráfico 2 – Consolidado Histórico de Fundos de Investimento Patrimônio Líquido R\$ milhões Constante por Classe ANBIMA, sem Renda Fixa (2000-2019)



ANBIMA (2019) - Consolidado Histórico de Fundos de Investimento - Agosto/2019. Disponível em [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm)

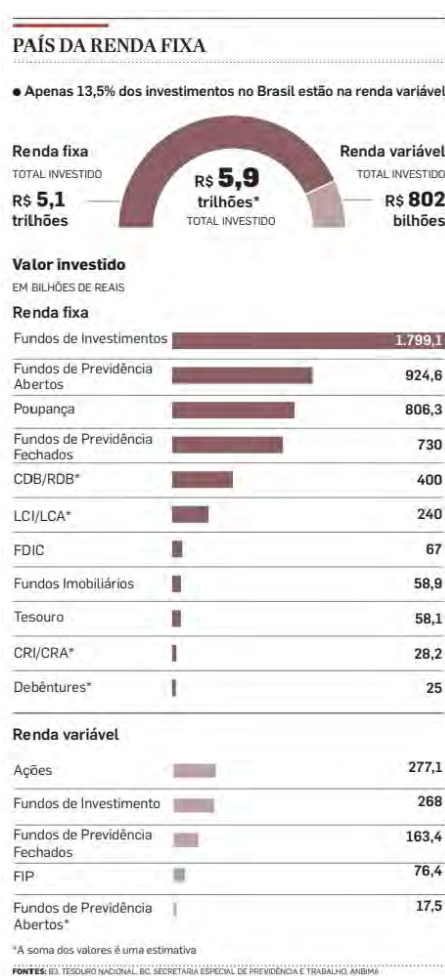
Constatamos que alguns produtos como fundos de investimento multimercado, de previdência e de ações apresentaram uma quebra de tendência em seu crescimento a partir de 2016, com o aumento desproporcional da taxa de captação de recursos em anos subsequentes. Isso pode estar vinculado, dentre outros motivos além do início do ciclo de queda da taxa de juros, a uma melhora na percepção de risco político e do cenário



macroeconômico interno.

Saindo da análise de fluxo e partindo para uma análise de estoque de aplicações financeiras, em uma pesquisa feita pela Associação Brasileira de Planejadores Financeiros (Planejar), constatou-se que 86,5% dos recursos aplicados no Brasil estão alocados em renda fixa e o restante em renda variável. Desses 86,5%, a caderneta de poupança é responsável por 15,82% dos recursos da renda fixa e a previdência privada por 32,44% (JAKITAS; NASCIMENTO, 2019).

**Figura 14 – Alocação de recursos no Brasil em investimentos por categorias de produtos financeiros**



INVESTIMENTOS de renda fixa têm 86,5% dos aportes. O Estado de São Paulo, São Paulo, ano 140, n 46024, p. B8, 21 outubro 2019.

Embora a preferência do brasileiro por renda fixa pareça ser persistente, especialistas do mercado financeiro projetam uma saída ainda maior de recursos da renda fixa para a renda variável com a já citada busca por maior remuneração do capital. Sob expectativas de maiores reduções na taxa Selic projetadas para 2020<sup>7</sup>, o juro real de investimentos em

<sup>7</sup> “Com a inflação surpreendendo para baixo, a recuperação econômica ainda lenta e a taxa de câmbio menos volátil, o mercado enxerga que o Banco Central será mais agressivo no corte dos juros. Segundo levantamento do Estadão/Broadcast com bancos, consultorias e gestoras, a estimativa de uma Selic, a taxa básica de juros, a 4,5% em 2020 é predominante. Nos últimos dias, porém, as apostas de 4% ganharam força.” (BARCELOS; COTRIM; DYNIEWICZ, 2019)

renda fixa pode vir a zero ou apresentar margens negativas, supostamente pressionando a mudança da renda fixa para a renda variável. E os primeiros sinais disso seriam os recordes elencados anteriormente, com o crescimento da captação de fundos de investimento de renda variável e o surgimento de novas gestoras de recursos.

A essa mudança no perfil de investimentos do brasileiro está sendo atrelado o conceito de “*financial deepening*“, um aumento de sofisticação no mercado de capitais, com o surgimento de novos estilos de gestão e novas classes de ativos, além de mais acesso por parte de diversos grupos socioeconômicos a tais serviços (TAUHATA, 2019).

Antes restritos a investidores de alta renda, com aplicações mínimas acima de 200 mil reais, as plataformas de distribuição como a XP Inc. e o BTG Pactual digital democratizaram o acesso a fundos de investimento à população brasileira, com a oferta de fundos com aplicações mínimas nulas ou a partir de 100 reais.

A redução do valor das aplicações mínimas é realizada via contrato de distribuição firmado entre o distribuidor/corretora e o gestor, onde se definem os valores mínimos de aporte e a remuneração do primeiro pela captação de recursos para o fundo gerido pelo segundo. Os benefícios seriam a pulverização do passivo dos fundos de investimento com a consequente redução de risco por cliente e o aumento da visibilidade dos produtos para o investidor final.

Com a proliferação das plataformas de distribuição também surgiu e se popularizou uma nova modalidade de distribuição, a “por conta e ordem”. Neste modelo, a subscrição de cotistas é realizada pelo distribuidor, cujo qual é responsável pela manutenção do passivo dos cotistas dos fundos de investimento e a conciliação de tais informações com o administrador (ANBIMA, 09/08/2018).

Sendo assim, quando na abertura de conta do cotista de uma plataforma X para investir em fundos da gestora Y, o administrador dos fundos da gestora Y não recebe dados cadastrais sobre este cotista, nem mesmo tendo conhecimento se o mesmo é pessoa física ou jurídica, visto que esses dados não são compartilhados por parte do distribuidor para o administrador e/ou o gestor.

A distribuição por conta e ordem ganhou força, dentre outros motivos, justamente por esta confidencialidade. A ausência de abertura do passivo de clientes captados por terceiros impede que o administrador utilize essas informações e tente captar tais cotistas para fundos geridos por ele próprio, em um cenário onde a instituição financeira em questão exerça ambas as atividades de gestão de fundos internos e administração fiduciária de fundos de gestores externos. Neste cenário, o gestor atua apenas como intermediário no recebimento das operações do distribuidor, sendo o último o único dos três agentes citados que possui o conhecimento do passivo.

Outro *driver* de geração de valor ao investidor brasileiro é dado pela redução de

taxas de administração em fundos de investimento e em outros produtos financeiros, como tentativa das plataformas de distribuição de angariar visibilidade para seus produtos e ganhar *market share* a partir da redução de custos ao cliente. Ao longo de 2018 e 2019 presenciamos a zeragem de taxa de administração de investimentos no Tesouro Direto<sup>8</sup>, isenção da taxa de carregamento em planos de previdência<sup>9</sup>, fundo de investimento sem taxa de administração<sup>10</sup>, entre outros benefícios ofertados aos clientes.

Em vista do que já ocorre no setor de investimentos americano, acreditamos que os custos dos fundos (sejam operacionais, sejam os custos relacionados a taxa de gestão e performance) continuarão em uma tendência de baixa. Diante de um cenário de taxa de juros real também em níveis mínimos históricos, a redução de dispêndios contribui para uma melhor performance dos investimentos.

Em um levantamento feito pelo jornal Estado de São Paulo, mais de 500 fundos multimercado renderam abaixo da caderneta de poupança em 2019 (GUIMARÃES, 2019a) e que as taxas de gestores consomem 19% da rentabilidade do cliente (GUIMARÃES, 2019b). Indo nessa linha, entendemos que no curto/médio prazo haverá o início de discussões sobre a mudança do padrão de remuneração da gestão ativa, que no presente momento segue a “regra do 2/20”: 2% de taxa de administração e de 20% de taxa de performance.

Outra mudança que entendemos que se encontra em seu início no mercado brasileiro corresponde à transferência de recursos da gestão ativa para a passiva. Segundo notícia da Valor Investe, interesse por ETF quase triplicou em um ano (BERTÃO, 2019b), comparando junho de 2018 e de 2019. Todavia, a velocidade dessa mudança será definida pelo desejo proativo das famílias brasileiras em realizar a transição para fundos e ETFs indexados e pela demonstração de um maior interesse por produtos com menos custos. Como tais produtos pouco remuneram as plataformas de distribuição, em vista das suas baixas taxas, não haveria incentivo para as mesmas cederem “*shelf space*” ou darem publicidade a essas alternativas, Cf. YOSHINAGA; EID JUNIOR, 2019.

Com as inovações tecnológicas e a migração do ponto de contato bancário do investidor brasileiro das agências físicas para os aplicativos de smartphone e internet banking, o custo de captação de novos investidores por parte das plataformas abertas caiu vertiginosamente. Com um custo marginal de aquisição de novos clientes baixo ou praticamente nulo, tornou-se possível proporcionar os benefícios citados anteriormente, como estratégia de aquisição e defesa de market share.

Diante disso, percebe-se o motivo pelo qual ainda há a entrada de novos players no

<sup>8</sup> <https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/04/04/plataformas-digitais-zeram-taxas-e-grandes-bancos-acompanham.ghtml>

<sup>9</sup> <https://valor.globo.com/financas/noticia/2018/10/11/portabilidade-cresce-com-busca-de-melhores-taxas-pelo-investidor.ghtml>

<sup>10</sup> <https://valorinveste.globo.com/produtos/fundos/noticia/2019/10/09/rico-lanca-fundo-di-sem-taxa-de-administracao.ghtml>

setor de plataformas de distribuição e a razão pela briga ferrenha dentre os mesmos em relação à captação e retenção de novos clientes: a exploração dos efeitos de rede, ganhos de escala e a construção de barreiras de entrada neste meio. Como indicado na decisão do CADE a favor da aquisição da então XP Investimentos pelo Banco Itaú,

158. [d]e um lado, os investidores (demandantes de produtos de investimento) tendem a atribuir maior valor à plataforma à medida em que aumenta o número de ofertantes de produtos de investimento na referida plataforma. Essa relação caracteriza a existência de efeitos de rede indiretos que constituem barreira à entrada.

159. No outro lado da plataforma, os ofertantes de produtos de investimento também tendem a considerar a plataforma mais atrativa quanto maior for a quantidade de investidores a ela vinculados. Assim, também se verifica a formação de efeitos de redes indiretos no lado dos ofertantes.

160. Além disso, ainda no lado dos ofertantes, evidencia-se a formação de efeitos de redes diretos negativos, uma vez que a maior quantidade de ofertantes de produtos de investimento na plataforma pode diminuir a sua atratividade em relação aos outros ofertantes – aumentando a concorrência dentro da plataforma.

161. Efeitos de rede indiretos geram uma tendência à concentração e representam sensível barreira à entrada. É que, para um entrante, seria muito difícil oferecer uma plataforma atrativa, já que o valor da sua plataforma depende da quantidade de usuários já existentes. (BRASIL. Ministério da Justiça e Segurança Pública - MJSP, 2018)

Outro atrativo utilizado para captar clientes possui como base a “facilidade de interação”, ponto de valor explorado por fintechs como o Nubank. Aproveitando-se da burocracia dos incumbentes, o Nubank expandiu sua rede de clientes organicamente aproveitando-se do desejo de mudança da população em face do caráter disfuncional dos grandes bancos comerciais estabelecidos (MORRIS, 2019). Os bancos comerciais não ficaram para trás e também entraram nesta empreitada, como o Bradesco, que lançou o banco digital Next, de forma a aprender com tal iniciativa e defender seu market share da entrada de novas *startups*. Segundo o estudo do economista Roberto Luís Troster, entre 2014 e 2018, os cinco maiores bancos do país passaram a ter 64.5% do número de clientes, caindo de 72.3% (FURLAN, 2019), indicando o impacto da entrada de fintechs neste setor.

Também cabe destacar o aumento do número de escritórios de agentes autônomos de investimento (AAI) no país, popularizado pela XP Inc. e o BTG Pactual digital, dentre outros concorrentes. Atuando como agente de captação de investidores, os agentes autônomos são prepostos das corretoras às quais estão vinculados e que captam clientes dos grandes bancos comerciais do país que buscam novas opções para investir.

Assim, segundo o artigo 1.º da Instrução 497 da CVM:

*“Agente autônomo de investimento é a pessoa natural, registrada na forma desta Instrução, para realizar, sob a responsabilidade e como preposto de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, as atividades de:*

*I - prospecção e captação de clientes;*

*II - recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis, na forma da regulamentação em vigor;  
e*

*III - prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado.“*

A relevância dos agentes autônomos para a estratégia de captação de recursos pelas plataformas de distribuição advém de estatísticas como a seguir: cerca de 80% da captação do volume sob custódia de pessoas físicas da XP Inc. em 2017 adveio de agentes autônomos (COTIAS, 2017). Através dos AAI, as plataformas são capazes de captar recursos sem a necessidade de montar uma estrutura própria.

No lado da oferta, o aumento do número de agentes autônomos foi influenciado pelo fechamento de vagas no setor bancário, que, segundo o Dieese, enfrentou uma perda de cerca de 38,5 mil vagas apenas em 2016 e 2017 e um total de 62,7 mil postos bancários desde 2013 até junho de 2019 (CARRANÇA, 2019).

Conseqüentemente, é perceptível que o “*financial deepening*” atinge tanto a base da pirâmide social, através da popularização de produtos de investimento e de ganhos capturados pela redução de taxas de serviços, de administração e de aplicações mínimas em produtos financeiros; assim como o topo da pirâmide, que passa a ter à sua disposição agentes autônomos melhor preparados ligados a “supermercados financeiros” com uma maior quantidade de soluções financeiras a serem oferecidas.

## 6 ANÁLISE

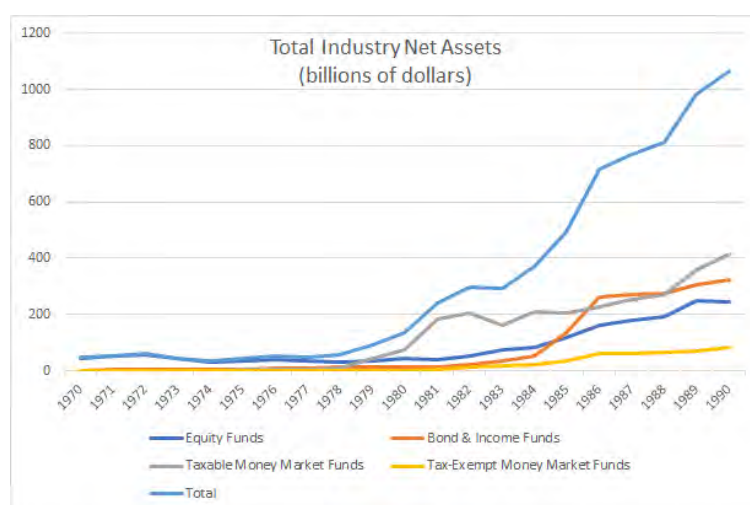
Como indicado no capítulo anterior, a indústria de investimentos brasileira encontra-se sob influência de mudanças estruturais com a queda da taxa de juros real a níveis históricos, a transferência de recursos da renda fixa para a renda variável e o transcorrer do *financial deepening*, que se encontra em curso.

Ao analisarmos a história da Charles Schwab e os setores americano e brasileiro, assim como seus arcabouços regulatórios, podemos traçar alguns paralelos, verificar onde se encontra o desenvolvimento do mercado brasileiro em relação ao primeiro e teorizar sobre possíveis caminhos para este último.

Tal qual indicado no capítulo 2, em meio à pressão de investidores institucionais e outros *players* de mercado para a liberalização das taxas de comissões na indústria americana, a NYSE viu-se obrigada a desregulá-las em 1975, após mantê-las fixas por um período desde 1792. Em retrospecto, este foi um movimento bastante criticado pelo setor, porém, em linha com as disrupções que estavam ocorrendo na economia americana.

A Charles Schwab diferenciou-se de seus competidores ao investir no novo ramo de negócios que surgiu após a desregulação, *discounting brokerage*, e ao investir em formas de executar toda a rotina operacional relacionada à execução de trades com o menor custo possível, automatizando e aumentando sua capacidade de processamento de informação. Conforme indicado no segundo capítulo deste trabalho, as necessidades de capital para investimento foram um gargalo para seu crescimento nos períodos iniciais, porém, os ganhos operacionais foram bem recebidos com o *boom* de captação de clientes e recursos a partir do final da década de 70, em meio ao *bull market* americano.

**Figura 15 – Patrimônio líquido da indústria de *mutual funds* americana entre 1970 e 1990**

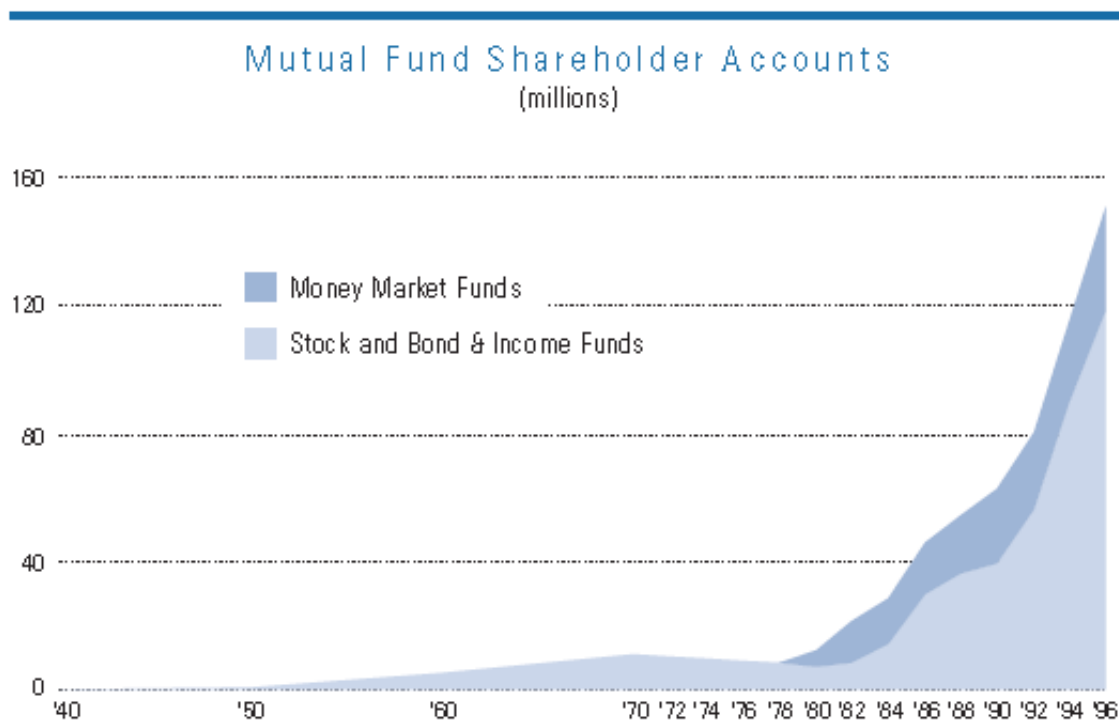


ICI 1997 Investment Company Fact Book (pg. 60)

Além da automatização de processos, a difusão de escritórios da Charles Schwab

com serviços de brokeragem a preços módicos ocorreu a partir da década de 1980, cujo movimento pode ser encarado como uma resposta (ou antecipação) à entrada em massa de investidores de varejo no mercado financeiro americano.

**Figura 16 – Número de cotistas da indústria de *mutual funds* americana dentre o período de 1970 e 1996**



ICI 1997 Investment Company Fact Book (pg. 20)

Pode-se dizer que a Charles Schwab obteve sucesso em sua estratégia de foco na experiência do cliente, sendo hábil em captar e atender seus clientes nos níveis físico e digital desde as décadas de 70 e 80, quando já havia a entrada de instituições não-bancárias no setor financeiro americano<sup>1</sup>. É perceptível que suas estratégias em ambos os ambientes estejam em linha com a teoria da economia do lado da oferta:

Basicamente, o novo entrante encontra [no ambiente físico] uma brecha no nicho inferior do mercado não atendido pelo incumbente, cujo foco e energia se orientam naturalmente para as fatias mais promissoras de consumidores. Ou seja, a ruptura se inicia sorrateiramente, pelas beiradas do mercado. Já no ambiente digital, onde prevalecem os efeitos de rede, realizados os esforços operacionais e financeiros mais intensos, que consistem no desenvolvimento do software, ou seja, estabelecida a plataforma, já estão dispostas as condições de se atingir o consumidor de maior valor agregado. Como na origem a estratégia destes modelos de negócios já vem desenhada para oferecer uma experiência superior aos futuros usuários, distintamente do modelo tradicional, a ruptura

<sup>1</sup> Como pode ser percebido no artigo "A bank, by any other name. . .", do *The New York Times*: "Americans no longer need banks to satisfy their financial needs. Nor are the banks themselves 'just banks' any more. They are, or are trying to be, go-go financial marketers. They prefer to call themselves 'financial services companies,' just like the American Expresses and the Merrill Lynchs." (BENNETT, 27/12/1981)

do mercado se inicia de cima para baixo, pelo consumidor *high end*. Assim o Uber começou suas atividades oferecendo serviços de maior qualidade, o Uber Black. (DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA, 2017, 5)

Embora haja algumas décadas de diferença entre ambos os casos analisados, vemos um paralelo entre a Charles Schwab e as plataformas de distribuição brasileiras, especialmente a XP Inc. e o BTG Pactual *digital*. Partindo para a inovação introduzida no mercado brasileiro, ou seja, as plataformas online de distribuição de investimentos, vemos uma distância de 17 anos entre a inserção da plataforma da XP, que foi ao ar em 2009, e a introdução da *Schwab Mutual Fund OneSource*, plataforma com *mutual funds* de diversas gestoras.

Ambas, XP e BTG Pactual *digital*, encontraram um mercado reprimido onde havia demanda por produtos financeiros, que não estava sendo satisfatoriamente atendida pelos bancos comerciais, e souberam se capitalizar na busca da população por menores taxas e custos.

A redução das taxas e custos de fundos de investimento e outros produtos financeiros, no caso brasileiro, adveio do lado da oferta. Em um primeiro momento, as plataformas reduziram o valor mínimo de aporte de fundos de investimento de gestoras que antes eram acessadas apenas via *wealth management* e de outros produtos financeiros. Após a redução desta barreira, buscaram captar mais clientes através da redução ou zeragem de taxas de administração e outros custos.

Simultaneamente, as plataformas buscaram e ainda buscam formar suas redes de agentes autônomos, para distribuição de produtos próprios ou de terceiros sem incorrerem em custos para construir suas próprias filiais em um país de dimensões continentais como o Brasil. Neste quesito diferenciam-se parcialmente da Charles Schwab, que inicialmente construiu seus próprios escritórios, mas que em 1987 lançou uma plataforma para atender e se coligar a assessores de investimento independentes (CHARLES SCHWAB CO., ).

De forma a apropriarem-se dos efeitos de rede no ambiente físico (via agentes autônomos) e online (quanto maior o número de clientes, maior o número de ofertantes de produtos financeiros desejando “*shelf space*” nas plataformas), XP Inc. e BTG Pactual *digital* concorrem para agregar escritórios de AAI catalisadores<sup>2</sup> às suas próprias redes, de forma a aumentar a percepção de valor para os participantes. A importância deste ponto advém da estatística citada no capítulo anterior, sobre a captação de clientes da XP: cerca de 80% da captação de volume sob custódia de pessoas físicas em 2017 foi originada por

<sup>2</sup> A importância de usuários catalisadores é explicitada na Carta 96 da gestora de recursos Dynamo: “[...] Estes usuários dão mais valor à plataforma, estimulam uma maior difusão do produto, ao mesmo tempo em que representam um custo de aquisição – vendas e marketing – menor. Recrutar ou mesmo subsidiar esses atratores de fluxo desde o começo costuma gerar externalidades diretas e indiretas elevadas.” (DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA, 2017, 3).



agentes autônomos.

Outra vantagem no estabelecimento de redes advém da complementaridade dos produtos e serviços oferecidos. Com os dados obtidos na distribuição de produtos financeiros nas plataformas, em relação ao que chama a atenção ou não do investidor, é possível oferecer assessoria na estruturação de ofertas de produtos (FILGUEIRAS; ROSA, 2018). Ainda, a rede de agentes autônomos pode ser utilizada para originar mandatos de M&A, cujos quais geram liquidez para os donos de suas empresas, que podem ser investidos em produtos financeiros com o próprio agente autônomo originador.

O cenário econômico que incentivou a mudança de hábitos de investimento dos americanos e dos brasileiros não poderiam ser mais diferentes. Os Estados Unidos, ao final da década de 70 e início da década de 80, enfrentaram um cenário inflacionário acompanhado da escalada da taxa de juros. Já o Brasil enfrentou uma crise econômica entre 2014 e final de 2016, apresentando baixo crescimento desde então e tendo recuperado até o primeiro trimestre de 2019 apenas 30% do PIB perdido na crise (ESTADÃO CONTEÚDO, 2019). Entretanto, há um fator em comum entre ambos: a baixa remuneração do capital pelos instrumentos tradicionais<sup>3</sup> em vista da baixa taxa de juros real. Consequentemente, para o consumidor, o custo de mudança mostrou-se menor que o benefício da transição para produtos que remunerassem corretamente o seu capital.

Como era de se esperar, os players do mercado da Charles Schwab, assim como os da XP e do BTG Pactual *digital*, não deixaram de contra-atacar. No caso americano, os incumbentes aproveitaram-se de uma interpretação criativa do *Glass-Steagall Act*, que proibia bancos de comprarem *brokerages*, mas que não proibia a compra de *discount brokerages*, já que não existia este modelo de negócio no período em que foi promulgada. Com a aquisição da CS pelo Bank of America, outros incumbentes aproveitaram-se desta brecha (KADOR, 2002, 128).

Em relação ao cenário tupiniquim, os próprios incumbentes buscaram formas de auto-disrupção, seja através de fusões e aquisições, como o caso Itaú-XP, seja pelo desenvolvimento de plataformas de distribuição próprias, como o caso Santander-Pi. Entretanto, a velocidade de resposta dos incumbentes parece ter sido baixa. Nos últimos dois anos, as gestoras independentes captaram 88% dos recursos aplicados em fundos de investimento, enquanto os bancos comerciais captaram apenas 12%, uma diferença absoluta de 73%, comparado a uma captação média de 85% de 2013 a 2017 pelos bancos comerciais<sup>4</sup>

<sup>3</sup> A taxa de juros real americana não encontrava-se, naquela época, a níveis mínimos como a taxa de juros brasileira no momento em que este trabalho é escrito. Entretanto, devido a existência de regulações que limitavam a remuneração de contas de depósito, tais contas não remuneravam adequadamente os recursos diante de um cenário de alta inflação.

<sup>4</sup> Contudo, fazemos aqui uma ressalva: embora as gestoras independentes estejam ganhando a guerra da captação de recursos, os bancos comerciais podem recuperar uma parcela da receita perdida caso possuam plataformas de distribuição de fundos de investimento de terceiros. Isto seria possível através da celebração de contratos de distribuição entre a plataforma própria e os fundos de terceiros distribuídos na mesma.

(ALVARENGA, 2019).

Outro ponto a ser questionado é a efetividade da resposta dos incumbentes brasileiros aos entrantes: em uma experiência feita pela equipe de *research* da JP Morgan em 2019, as contas digitais dos grandes bancos comerciais continuam não oferecendo uma experiência melhor ou equiparável à start-up que foi utilizada para comparação, o Nubank (BERTÃO, 2019a).

Ainda sobre o tema de quebra de paradigmas, o Brasil não possui um marco como o “May Day”<sup>5</sup>, embora seja possível citar um evento que contribuiu para a entrada de novos participantes no setor de bancos digitais: a criação da figura da conta de pagamento pelo Banco Central Brasileiro, concebida em 4 de novembro de 2013. Esta nova modalidade foi criada de forma a facilitar a inclusão de pessoas sem acesso bancário (BCB, 2019b), visto que todas as suas exigências podem ser feitas pela internet. Segundo dados da Boston Consulting Group, mensalmente são abertas entre 500 mil e 1 milhão de contas em bancos digitais (FURLAN, 2019).

Entretanto, mesmo neste cenário, a relevância dos bancos comerciais no setor financeiro brasileiro não deve ser menosprezada. Em livro que conta a história da XP, cita-se a importância de ter o Itaú, maior banco privado do Brasil, como sócio: “[...] representava, para a XP, um definitivo selo de qualidade, dando aos clientes mais reticentes a segurança necessária para deixar seu dinheiro investido lá.” (SAMOR, 2019).

A desconfiança da população em relação a um entrante no setor de serviços financeiros também foi um problema enfrentado pela Charles Schwab ao expandir seus serviços para fora da Califórnia, estado onde estavam sediados. Consoante com o que foi citado no capítulo sobre a sua história, a CS constatou que o estabelecimento de escritórios físicos angariavam a criação e movimentação de contas em estados antes pouco representativos (KADOR, 2002, 77), indicando que a existência das filiais tranquilizavam os clientes em vista da novidade das *discounting brokerages*.

Um ponto em que a CS e seus dois pares brasileiros também se assemelham corresponde à evolução do entendimento sobre o serviço de recomendação de investimentos em seus mercados.

A Schwab, como vimos, teve sua história calcada na construção de uma plataforma onde clientes sofisticados poderiam realizar seus *trades* independentemente, sem dicas de *brokers*, incorrendo apenas no custo de execução do *trade*. Contudo, no início dos anos 90, a CS notou que sua plataforma estava sendo utilizada por assessores financeiros para gerenciar carteiras de usuários não sofisticados, em meio à mudança de perfil dos seus clientes atendidos. Constatou-se, assim, que a Schwab poderia adicionar mais uma fonte de receita caso viesse a prover este tipo de serviço.

<sup>5</sup> A data da desregulação das comissões de brokeragem nos Estados Unidos ficou conhecida como “May Day”, visto que ocorreu em primeiro de maio de 1975.

Contrariando suas raízes, serviços de recomendação de investimentos foram adicionados, assim como o modelo de remuneração foi alterado para permitir que os *brokers* pudessem indicar investimentos e receber comissões com base em metas concluídas. Aqueles que, antes eram vistos apenas como executores de *trades*, puderam passar a dar recomendações de investimento, incorrendo no dilema entre padrão fiduciário e padrão de adequação<sup>6</sup>.

Este debate permanece atual no cenário americano, em vista de uma mudança introduzida pela SEC em junho de 2019, que busca diferenciar e tornar clara as diferenças dos papéis de *brokers*, que distribuem produtos financeiros, daquelas dos consultores financeiros. Entrando em vigor em 30 de junho de 2020, o uso de termos como “consultor” por parte de *broker-dealers* que não se encontram também registrados como assessores financeiros ensejará uma violação da obrigação de revelar a capacidade que possuem de recomendar investimentos (INVESTMENT ADVISER ASSOCIATION; NATIONAL REGULATORY SERVICES, 2019, 7). Ou seja, os agentes serão obrigados a informar se estão atuando sob o padrão fiduciário ou de adequação.

No caso brasileiro, agentes autônomos atuam como prepostos de corretoras, captando recursos e clientes para o mercado financeiro brasileiro. Sendo assim, aproximam-se da figura americana dos *brokers*, em seu papel de distribuição. Entretanto, como no cenário americano, há uma discussão em torno do conflito de interesses existente nesta atuação, assim como a ausência de transparência quanto à forma como os AAI são remunerados.

Em julho de 2019 a CVM iniciou uma audiência pública para a manifestação de opções regulatórias sobre três eixos principais relativos ao aperfeiçoamento da Instrução 497, que trata sobre os agentes autônomos e que foi brevemente mencionada acima. Dos três eixos, um deles aborda “[. . .] *transparência da remuneração dos agentes autônomos, conflito de interesses e as diferenças fundamentais da atuação deste participante de mercado com outro, o consultor de valores mobiliários.*” (CVM, 2019a).

Indo em linha com a questão do papel e da remuneração dos distribuidores vinculados às plataformas aqui analisadas, vemos uma grande semelhança entre a forma de remuneração utilizada pela Charles Schwab e pela XP e BTG Pactual *digital*. A Schwab, conforme indicado na página 20, recebia entre 0,25% a 0,35% para cada 100 dólares investidos através da plataforma.

O modelo de remuneração existente para a distribuição de fundos de investimento via plataformas no Brasil, em sua maioria, baseia-se no pagamento de uma porcentagem da

<sup>6</sup> Como bem explicado pelo Marcelo D’Agosto em seu artigo para o Valor Econômico, iremos citá-lo aqui: “O padrão fiduciário é quando os agentes das instituições financeiras agem conforme os melhores interesses dos clientes. Já o padrão de adequação é quando os profissionais financeiros possuem uma base razoável para acreditar que a transação recomendada é adequada para o cliente. No segmento de administração de recursos, o padrão fiduciário é adotado para as atividades que envolvem a gestão dos fundos de investimento. O padrão de adequação é usado para regulamentar os negócios de distribuição de produtos financeiros.” (D’AGOSTO, 2017).

taxa de gestão dentro da taxa de administração aos distribuidores. Às vezes, contratos de distribuição também incluem o rebate de uma parcela da taxa de performance, dependendo do acordo comercial entre a gestora e a distribuidora.

O cálculo do rebate, tanto sobre a taxa de gestão quanto sobre a taxa de performance, é feito em cima do patrimônio líquido captado pela distribuidora. O percentual de rebate pode ser único ( $x\%$  sobre todo o patrimônio captado no mês analisado), dividido em faixas ( $x\%$  sobre o montante entre 0 e 100 milhões de reais,  $y\%$  sobre o montante captado acima de 100 milhões de reais), segregado ( $x\%$  sobre o montante de 0 e 100 milhões,  $(y-x)\%$  sobre o montante acima de 100 milhões, sendo  $y > x$ ) e pode conter uma lista de exclusão (clientes indicados pela própria gestora a se registrarem na plataforma de distribuição para aportarem em seus fundos devem ser desconsiderados do cálculo de rebate), entre outros.

Assim, caso uma plataforma hipotética Z tenha captado um cliente que investiu 5 milhões de reais em um fundo cujo qual está incluso em um contrato de distribuição entre a plataforma e a gestora do fundo, a mesma irá receber rebates mensais da porcentagem acordada da taxa de gestão, assim como receberá (caso acordado no contrato e caso o fundo esteja performando) semestralmente o rebate de performance, enquanto o cotista permanecer investido (“no passivo”) do fundo.

Percebe-se, assim, o apelo que a distribuição de fundos de investimento possui para as instituições financeiras, dado que é uma fonte de receita recorrente e estável. Ainda, possui potencial de crescimento, visto que estamos presenciando um momento de transição de hábitos financeiros da população brasileira, com a saída de recursos da renda fixa para a renda variável em um ambiente de baixas taxa de juros e o desenrolar do *financial deepening*.

Partindo para a questão central deste trabalho, se seria possível replicar o sucesso da Charles Schwab no Brasil, pelos parágrafos anteriores deste capítulo, acreditamos que sim. A XP Inc. e o BTG Pactual *digital* são atualmente os maiores representantes, no Brasil, do modelo adotado pela Charles Schwab. Algumas inovações e produtos foram introduzidos em terras tupiniquins com um tempo considerável de diferença, como é o caso das plataformas de distribuição e a disseminação de fundos de índice e ETFs de baixo custo.

Outros produtos, como uma conta única que seja conta-corrente, de margem e que possua cartão de crédito e de débito, como a OneAccount da Charles Schwab; ETFs em quantidade relevante que possibilite diversificação de estratégia e a democratização do acesso a planejadores financeiros ainda não foram introduzidos no Brasil.

Entretanto, cabe afirmar que, provavelmente, a Schwab não teria obtido sucesso no Brasil antes da década de 2000: conforme analisado no *paper* “*Bye, bye financial repression, hello financial deepening: The anatomy of a financial boom*”, escrito em 2012 por João Manoel P. de Mello e Márcio G. P. Garcia, a baixa performance do mercado de

crédito brasileiro até o início dos anos 2000 era devido à:

- (1) alta e volátil taxa base (Selic);
- (2) histórico de instabilidade macroeconômica;
- (3) natureza dual de intermediação;
- (4) taxas altas e distorcidas de intermediação financeira;
- (5) alta necessidade de reservas;
- (6) fricção informacional e falta de uma instituição para lidar com isso;
- (7) poder de mercado. (MELLO; GARCIA, 2012, 137, tradução nossa)

Constata-se que os esforços dos bancos comerciais no período pré-plano Real estavam voltados para a captação de depósitos em massa, de modo a faturar com o *float*, de modo que essa fonte de receita chegou a proporcionar 4% do PIB em receita para os bancos no final dos anos de hiperinflação, de 1990-1993 (Ibid., 140). Com o plano Real e o fim desta fonte de receita, havia um incentivo ao início do *financial deepening*, cujo qual foi postergado pelas sucessivas crises que atingiram o Brasil: crise do México em 1994, crise asiática em 1997, crise da Rússia em 1998, a própria crise brasileira em 1999, a crise argentina em 2001 e a campanha presidencial do Lula em 2002.

Para explicar o “*financial boom*” visto no início da década de 2000, dado pelo aumento da intermediação financeira no Brasil a partir da oferta de crédito a consumidores e empresas, o *paper* cita alguns mecanismos:

- (1) os bancos foram privados do *float inflacionário do período pré-estabilização e tiveram que buscar outras fontes de receita;*
- (2) *através do canal de empréstimo bancário, onde a redução da taxa básica de juros reduziu o custo de funding dos bancos, ou seja, uma redução do custo marginal;*
- (3) melhorias institucionais que reduziram tanto os custos fixos quanto os custos perdidos da operação bancária, assim como os custos marginais;
- (4) melhorias potenciais quanto à concorrência no mercado de crédito, dado que os bancos moveram seus negócios de intermediação de títulos públicos de renda fixa para crédito voltado a consumidores e empresas;
- (5) mudança institucional que levou a uma melhoria significativa em mercados com base em mercados de capital. (Ibid., 141)

Dito isso, quais seriam os incentivos (ou desincentivos) para que os brasileiros tenham investido, em sua maioria, em alocações de curto prazo desde o plano Real até poucos anos atrás? Ou seja, continuamos buscando uma resposta para a pergunta: por que não houve o desenvolvimento de plataformas de distribuição e a transferência de recursos em massa da renda fixa para a renda variável com a consolidação do plano Real pós década de 2000? Nilson Teixeira argumenta que:

“[...] o mercado de capitais apenas intermedeia de forma eficiente os objetivos de poupadores e investidores; quando os agentes econômicos preferem posições de curto prazo e consideram a alocação no longo prazo muito arriscada, a possibilidade de o mercado de capitais se desenvolver é muito baixa”. (TEIXEIRA, 2007, 114)

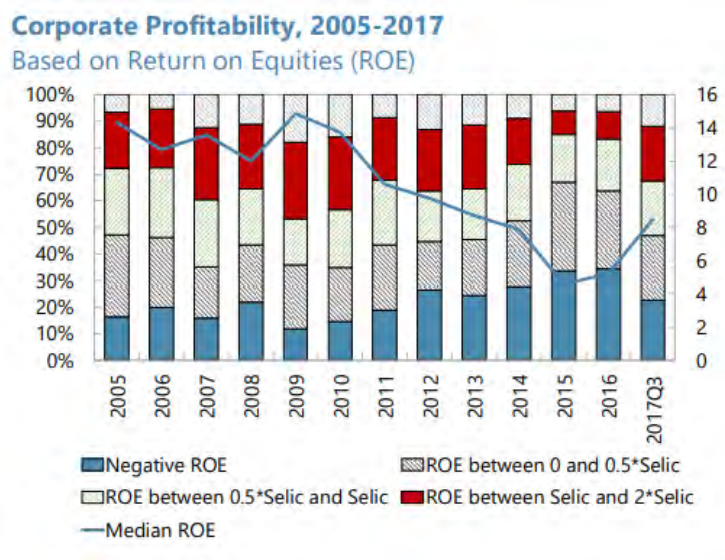
Sendo assim, visto que o mercado financeiro é a manifestação das expectativas dos agentes,

“[a] preferência da sociedade brasileira pelo curto prazo tem uma razão principal: a baixa previsibilidade da economia, após décadas de grande volatilidade e incertezas significativas. Uma economia pouco previsível impede que o mercado de capitais atue de forma eficiente em horizontes mais dilatados, pois reduz bastante a atratividade de aplicações financeiras de longo prazo.” (Ibid., 114)

Dessa maneira, com a preferência dos brasileiros por produtos financeiros de curto prazo, Teixeira acredita que a baixa previsibilidade de nossa economia seja refletida pela baixa alocação em renda variável e pela (até então) alta rentabilidade dos títulos de renda fixa públicos (Ibid., 122.), o que geraria uma alta taxa de desconto intertemporal. Diante disso, o mesmo constata que diversos setores da economia não conseguiram superar a rentabilidade dos títulos emitidos pelo Tesouro no momento de sua análise, utilizando-se de dados de Retorno sobre o Capital Investido (ROIC) de setores brasileiros referentes a 2002 e 2003.

Indo nessa linha e estendendo o período de análise, reproduzimos abaixo um gráfico presente no “*Brazil: Financial System Stability Assessment*” do FMI referente ao Retorno sobre Equity (ROE) do setor corporativo brasileiro durante o período de 2005 a 2017.

**Figura 17 – Retorno sobre equity das empresas brasileiras comparado à Selic entre 2005 e 2017.**



Como podemos constatar, em 2005 pouco menos de 30% das empresas conseguiram obter um ROE acima da taxa Selic daquele período. Ao final da linha do tempo analisada, em 2017, o cenário era bem similar, com dois terços das empresas gerando um retorno sobre *equity* abaixo da taxa Selic. Neste cenário, podemos questionar a presença de um *loop* de *feedback* positivo, em que, quanto maior a taxa básica da economia, mais difícil para as empresas obterem um ROE acima da mesma. Conseqüentemente, menor o incentivo para a transferência de recursos da renda fixa para a renda variável.

Diante dos pontos e dados elencados, entendemos que a queda da taxa de juros Selic a níveis mínimos históricos em um cenário global de queda de juros incentiva, tanto o lado da oferta quanto da demanda, a busca por novas formas de rentabilizar o capital. O custo da mudança apresenta-se menor que o custo de oportunidade, em vista do baixo nível da taxa de desconto intertemporal no momento em que este trabalho é escrito, dando por início o *financial deepening*.

## 7 CONCLUSÃO

O presente trabalho buscou realizar uma análise dos setores regulatórios e das indústrias de investimentos americana e brasileira para respondermos à questão central deste trabalho: seria possível replicar o sucesso da Charles Schwab em terras tupiniquins? Em vista da mudança de paradigma do nível da taxa de juros Selic, que se encontra em mínimas históricas (BCB, 2019a) no momento em que este artigo é escrito; a consequente mudança de perfil de investimentos dos brasileiros e o *financial deepening* daí decorrente, acreditamos que sim.

Com a queda da taxa básica da economia brasileira e, por consequência, da taxa de desconto intertemporal, o custo de oportunidade da mudança de recursos da renda fixa para a renda variável tornou-se menor que a expectativa de os retornos financeiros a serem obtidos. Sendo assim, entendemos que o crescimento da demanda por produtos financeiros com foco no médio e longo prazo indica a busca por maior risco (e, conseqüentemente, maior retorno) pelas famílias brasileiras, conforme indicam os números recordes de entrada de recursos no mercado de capitais apresentados no capítulo 5.

Constatamos, ao analisarmos o contexto socio-econômico brasileiro do passado mais recente, que no período hiperinflacionário havia um incentivo aos grandes bancos comerciais brasileiros para o foco na captação de depósitos, de maneira a gerar receita com o *float* (Cf. GOLDFAJN; HENNINGS; MORI, 2003, 4, 26-27). Em meio à hiperinflação e o foco em produtos financeiros de curto prazo, não havia incentivos para investimentos relevantes em renda variável naquele momento.

Após a estabilização do plano Real, também entendemos que não havia incentivos para a mudança do perfil de investimento do brasileiro até meados da década de 2010, em vista do nível da taxa de juros real do período, que seria causada pela baixa previsibilidade da economia brasileira, segundo Teixeira (TEIXEIRA, 2007, 114). Em decorrência disso, o custo de *funding* das empresas era alto, assim como era difícil proporcionar um ROE acima da Selic, conforme gráfico da página 71.

Entendemos que o *financial deepening* tenha como força motriz a busca, tanto por parte de instituições financeiras quanto das famílias brasileiras, pela rentabilização do capital. Em um cenário em que a taxa de juros real projetada é de 0,80% ao ano em 2019 (HIRATA, 2019), há mais incentivo a correr risco em busca de uma maior rentabilidade, ocasionando a mudança de perfil de alocação de recursos que temos presenciado desde 2016, com o início do ciclo de baixa da taxa de juros.

Por conseguinte, instituições financeiras buscam fontes de receita perenes e de baixa volatilidade com foco nos efeitos de rede e em investimentos em tecnologia, assim como as famílias brasileiras acostumam-se a não verem mais suas aplicações financeiras crescerem “1% ao mês” e terem de correr risco para obter retorno. Em meio a isso, as Charles Schwabs



tupiniquins encontram terreno fértil para a distribuição de produtos financeiros para as pessoas físicas e jurídicas e para roubar *market share* dos grandes bancos comerciais.

Conforme a nota de rodapé de número 4 presente no capítulo 3, terminamos esta análise esperançosos quanto às alterações em curso no cenário brasileiro e motivados por todo o Brasil que ainda há por fazer.

## REFERÊNCIAS

- ADACHI, V.; COTIAS, A.; LARGHI, N. **Expansão de supermercados financeiros expõe conflitos**. 2019. Online. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/03/11/expansao-de-supermercados-financeiros-expoe-conflitos.ghtml>. Acesso em: 15/11/2019.
- AGÊNCIA SENADO. **Lei para combate a crimes no sistema financeiro já está valendo**. 16/11/2017. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2017/11/16/lei-para-combate-a-crimes-no-sistema-financeiro-ja-esta-valendo>. Acesso em: 08/09/2019.
- ALVARENGA, B. **Bancos ficam para trás: gestoras independentes captam 88% dos novos recursos para fundos**. 2019. Online. Disponível em: <https://6minutos.com.br/minhas-financas/bancos-ficam-para-tras-gestoras-independentes-captam-88-dos-recursos-de-fundos/>. Acesso em: 16/11/2019.
- ANBIMA. **Distribuição por conta e ordem: Melhores práticas na troca de informações entre distribuidores e administradores**. 09/08/2018. Online. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/93/66/ED/3D/310256101B3EA15678A80AC2/Guia-Conta-e-Ordem.pdf>. Acesso em: 24/10/2019.
- ANBIMA. **Modelo de autorregulação, supervisão e enforcement**. 2018a. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/data/files/24/91/D5/DA/15C416102956441699A80AC2/Modelo%20de%20autorregula\\_\\_o%20supervis\\_o%20e%20enforcement.pdf](https://www.anbima.com.br/data/files/24/91/D5/DA/15C416102956441699A80AC2/Modelo%20de%20autorregula__o%20supervis_o%20e%20enforcement.pdf). Acesso em: 09/09/2019.
- ANBIMA. **Raio X do Investidor Brasileiro**. 2018b. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/data/files/AE/31/E6/CB/52A356107653125678A80AC2/Relatorio-Raio-X-Investidor-PT.pdf>. Acesso em: 25/4/2019.
- ANBIMA. **Mercado de capitais registra volume recorde de captação**. 2019. Online. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/mercado-de-capitais-registra-volume-recorde-de-captacao-8A2AB2B96D4C0F87016DB744E49065D8.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/mercado-de-capitais-registra-volume-recorde-de-captacao-8A2AB2B96D4C0F87016DB744E49065D8.htm). Acesso em: 12/10/2019.
- ANBIMA; B3. **Mercado de Capitais: Caminho para o Desenvolvimento**. 2018. Disponível em: [http://www.anbima.com.br/data/files/96/25/43/1A/5845661086B1AE5678A80AC2/Relatorio-Agenda-Mercado-de-Capitais-ANBIMA-B3-Digital\\_1\\_.pdf](http://www.anbima.com.br/data/files/96/25/43/1A/5845661086B1AE5678A80AC2/Relatorio-Agenda-Mercado-de-Capitais-ANBIMA-B3-Digital_1_.pdf). Acesso em: 24/4/2019.
- ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. **Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais**. São Paulo: Thompson Learning, 2002.
- BALDUCCINI, B. et al. **Agenda BC+: Agenda De Trabalho Do Banco Central Do Brasil Para 2017**. 21/12/2016. Disponível em: <http://www.pinheironeto.com.br/Pages/publicacoes-detalhes.aspx?nID=611>. Acesso em: 08/09/2019.
- BARCELOS, T.; COTRIM, C.; DYNIEWICZ, L. **Mercado já vê taxa de juros a 4% em 2020**. 2019. Online. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,mercado-ja-ve-taxa-de-juros-a-4-em-2020,70003049891>. Acesso em: 15/10/2019.

BCB. **Secretaria do CMN**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/cmn>. Acesso em: 09/09/2019.

BCB. **Prestação de Contas - Agenda BC+ 2017**. 2017. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Apresentacao\\_Presidente\\_Ilan\\_Coletiva\\_BCmais\\_primeiro%20ano\\_13122017.pdf](https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Apresentacao_Presidente_Ilan_Coletiva_BCmais_primeiro%20ano_13122017.pdf). Acesso em: 08/09/2019.

BCB. **O que faz o Banco Central?** 2018a. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/perguntasfrequentres-respostas/faq\\_bcb](https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/perguntasfrequentres-respostas/faq_bcb). Acesso em: 08/09/2019.

BCB. **Prestação de Contas - Agenda BC+ 2018**. 2018b. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Apresentacao\\_Ilan\\_Goldfajn\\_BC\\_Mais\\_28112018.pdf](https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Apresentacao_Ilan_Goldfajn_BC_Mais_28112018.pdf). Acesso em: 08/09/2019.

BCB. **Copom reduz taxa Selic para 5,00% a.a.** 2019a. Online. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/16888/nota>. Acesso em: 16/11/2019.

BCB. **Para que serve uma conta de pagamento?** 2019b. Online. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/353/noticia>. Acesso em: 16/11/2019.

BENNETT, R. A. A Bank by Any Other Name... **The New York Times**, Nova Iorque, p. 1 – 1, Dezembro 27/12/1981. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1981/12/27/business/a-bank-by-any-other-name.html>.

BERTÃO, N. **Contas digitais dos bancos estão mais para analógicas**. 2019a. Online. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/produtos/servicos-financeiros/noticia/2019/09/02/contas-digitais-dos-bancos-estao-mais-para-analogicas.ghtml>. Acesso em: 16/11/2019.

BERTÃO, N. **Interesse por ETF quase triplica em um ano**. 2019b. Online. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/bolsas-e-indices/noticia/2019/08/08/interesse-por-etf-quase-triplica-em-um-ano.ghtml>. Acesso em: 16/11/2019.

BRASIL. Ministério da Justiça e Segurança Pública - MJSP. Ato de Concentração nº 08700.004880/2017-64 (autos públicos: 08700.004431/2017-16). **SEI/CADE - 0454445 - Voto**, Brasília, 2018. Disponível em: [https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md\\_pesq\\_documento\\_consulta\\_externa.php?DZ2uWeaYicbuRZEFhBt-n3BfPLlu9u7akQA8mpB9yOk\\_IoXUpXkA5bpHHOjByAEV4QkvPUX0vhIqhg7icKHESXl-qk-FBzZhfxnVWv4LDboKDZjbvOb\\_A2pYpBfgdog](https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?DZ2uWeaYicbuRZEFhBt-n3BfPLlu9u7akQA8mpB9yOk_IoXUpXkA5bpHHOjByAEV4QkvPUX0vhIqhg7icKHESXl-qk-FBzZhfxnVWv4LDboKDZjbvOb_A2pYpBfgdog). Acesso em: 24/10/2019.

BRETTELL, K. **U.S. yield curve inversion highlights recession fears, Fed dilemma**. 2019. Online. Disponível em: <https://www.reuters.com/article/us-usa-bonds-yields-analysis/u-s-yield-curve-inversion-highlights-recession-fears-fed-dilemma-idUSKCN1V41L3>. Acesso em: 09/11/2019.

CANTIDIANO, L. L. **Estudos de Direito Societário: Regulação e Desenvolvimento no Mercado de Capitais**. [S.l.]: Renovar, 1996.

CARRANÇA, T. **Desde 2013 setor fechou 62.7 mil vagas**. 2019. 31/07/2019. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/07/31/desde-2013-setor-fechou-627-mil-vagas.ghtml>. Acesso em: 24/10/2019.

CARVAJAL, A.; ELLIOTT, J. **Strengths and Weaknesses in Securities Market Regulation: A Global Analysis**. [S.l.], Novembro/2017.

CARVALHO, T. L. de. A Regulação do Mercado Financeiro e a Necessária Intervenção Estatal na Autonomia Privada. **Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central**, v. 5, n. 2, p. 77 – 107, Dezembro 2011.

CHARLES SCHWAB. **Who We Are**. Online. Disponível em: <https://www.aboutschwab.com/who-we-are>. Acesso em: 16/11/2019.

CHARLES SCHWAB CO. **Company History - About Schwab**. Disponível em: <https://www.aboutschwab.com/history>. Acesso em: 25/06/2019.

CHILKOTI, A.; OSTROFF, C. **Pensions Venture Into Risky Corners of the Market in Hunt for Returns**. 2019. Online. Disponível em: <https://www.wsj.com/articles/pensions-venture-into-risky-corners-of-the-market-in-hunt-for-returns-11573133138>. Acesso em: 09/11/2019.

COLBERT, D. **Eyewitness to Wall Street: Four Hundred Years of Dreamers, Schemers, Busts and Booms**. New York: Broadway Books, 2001.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Cadeia de Valor da CVM**. [S.l.]: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso\\_informacao/institucional/sobre/cadeia\\_de\\_valor\\_cvm](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/institucional/sobre/cadeia_de_valor_cvm), 2017. Online.

COTIAS, A. **Plataformas de investimento reforçam expansão via agentes autônomos**. 2017. Online. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2017/08/07/plataformas-de-investimento-reforcam-expansao-via-agentes-autonomos-1.ghtml>. Acesso em: 24/10/2019.

COTIAS, A. **Bradesco põe no ar sua plataforma de investimentos**. 2019a. Online. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2018/08/06/bradesco-poe-no-ar-sua-plataforma-de-investimentos.ghtml>. Acesso em: 23/10/2019.

COTIAS, A. **Itaú era o que mais perdia captação para XP antes de propor compra, diz BC**. 2019b. Online. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/05/29/itau-era-o-que-mais-perdia-captacao-para-xp-antes-de-propor-compra-diz-bc.ghtml>. Acesso em: 23/10/2019.

COTIAS, A. **Juro baixo turбина o mercado de gestão de recursos**. 2019c. Online. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/produtos/fundos/noticia/2019/10/22/juro-baixo-turbina-o-mercado-de-gestao-de-recursos.ghtml>. Acesso em: 23/10/2019.

CVM. **Guia CVM do Investidor - Fundos de Investimento Imobiliário**. Rio de Janeiro: [s.n.], 2015.

CVM. **CVM faz consulta a respeito de temas relacionados à regulamentação dos agentes autônomos de investimento**. 2019a. Online. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190701-1.html>. Acesso em: 16/11/2019.

CVM. **Mandato Legal**. 2019b. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/menu/aceso\\_informacao/institucional/sobre/mandatolegal.html](http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/institucional/sobre/mandatolegal.html). Acesso em: 08/09/2019.

- CVM. **Relatório de Atividade Sancionadora - Abril - Junho 2019**. 2019c. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio\\_atividade\\_sancionadora/anexos/2019/20190905\\_relatorio\\_atividade\\_sacionadora\\_2o\\_trimestre\\_2019.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_atividade_sancionadora/anexos/2019/20190905_relatorio_atividade_sacionadora_2o_trimestre_2019.pdf). Acesso em: 08/09/2019.
- D'AGOSTO, M. **Compra da XP evidencia padrões fiduciário e de adequação**. 2017. Online. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/coluna/compra-da-xp-evidencia-padroes-fiduciario-e-de-adequacao-2.ghtml>. Acesso em: 16/11/2019.
- DUBEUX, J. R. **A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro**. 2005. 96 p. Dissertação (Direito) — Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Acesso em: 02/09/2019.
- DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. **Carta Dynamo 96 - Plataformas**. 2017. Online. <http://www.dynamo.com.br/uploads/d5b80df744d46c06b6b5ad9d3669545f06f7b066.pdf>.
- ESTADÃO CONTEÚDO. **PIB do Brasil só recuperou 30% do que foi perdido na crise econômica**. 2019. Online. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/economia/pib-do-brasil-so-recuperou-30-do-que-foi-perdido-na-crise-economica/>. Acesso em: 16/11/2019.
- FEDERAL RESERVE SYSTEM. **About the Fed**. 16/05/2019. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed.htm>. Acesso em: 19/09/2019.
- FEDERAL RESERVE SYSTEM. **The Federal Reserve System: Purposes & Functions**. 10. ed. Federal Reserve System Publication, Outubro/2016. ISSN 0199-9729. Disponível em: [https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf\\_complete.pdf](https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_complete.pdf). Acesso em: 19/09/2019.
- FILGUEIRAS, M. L.; ROSA, S. **XP quer replicar estratégia de varejo no atacado**. 2018. Online. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2018/11/05/xp-quer-replicar-estrategia-de-varejo-no-atacado.ghtml>. Acesso em: 16/11/2019.
- FLOOD, C. **Popularity of passive investing changes rules of the game**. 2019. Online. Disponível em: <https://www.ft.com/content/3cc857e0-d0c0-11e9-b018-ca4456540ea6>. Acesso em: 09/11/2019.
- FRANCO, J. D. de B. **A Auto-Regulação no Mercado de Capitais Brasileiro**. 2008. 66 p. Dissertação (Direito) — Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Disponível em: <http://www.lambda.maxwell.ele.puc-rio.br/12009/12009.PDF>. Acesso em: 04/09/2019.
- FURLAN, F. **Banco digital acelera expansão e testa fôlego do segmento**. 2019. Online. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/06/24/banco-digital-acelera-expansao-e-testa-folego-do-segmento.ghtml>. Acesso em: 24/10/2019.
- GOLDFAJN, I.; HENNINGS, K.; MORI, H. **Brazil's Financial System: Resilience to Shocks, No Currency Substitution, But Struggling to Promote Growth**. 2003. Online. <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps75.pdf>.

GUIMARÃES, F. **Parte dos fundos multimercados já rende menos do que a poupança.** 2019a. Online. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,parte-dos-fundos-multimercados-ja-rende-menos-que-a-poupanca,70002973091>. Acesso em: 16/11/2019.

GUIMARÃES, F. **Taxas de gestores consomem 19% da rentabilidade do cliente.** 2019b. Online. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,taxas-de-gestores-consoem-19-da-rentabilidade-do-cliente,70002973101>. Acesso em: 16/11/2019.

HAIGH, A. **Morgan Stanley Sees Market Returns Tumbling Over Next 10 Years.** 2019. Online. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-11-04/morgan-stanley-sees-market-returns-tumbling-over-next-10-years>. Acesso em: 09/11/2019.

HAYES, I. S. L. **Wall Street and regulation.** [S.l.]: Harvard Business School Press, 1987. ISBN 0-87584-183-X.

HIRATA, L. **Juro real renova mínima histórica e vai a 0,80%.** 2019. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/produtos/renda-fixa/noticia/2019/10/28/juro-real-renova-minima-historica-e-vai-a-080-pontos-percentuais.ghtml>. Acesso em: 16/11/2019.

HOLDEN, S. **Stock Ownership in the United States: It's Main Street.** 2018. Online. Disponível em: [https://www.ici.org/viewpoints/view\\_18\\_main\\_street](https://www.ici.org/viewpoints/view_18_main_street). Acesso em: 11/11/2019.

INVESTIDOR INSTITUCIONAL. **Diversificação avança com patamar de juros mais baixos.** 2019. Online. Disponível em: <http://www.investidorinstitucional.com.br/sessoes/rankings/top-asset/820-ta-setembro-2019-base-de-junho-2019/33645-diversificacao-avanca-com-patamar-de-juros-mais-baixos-novo-patamar-da-taxa-de-juros-fomenta-uma-nova-logica-de-asset-allocation.html>. Acesso em: 09/11/2019.

INVESTMENT ADVISER ASSOCIATION; NATIONAL REGULATORY SERVICES. **2019 Evolution Revolution: A Profile of the Investment Adviser Profession.** 2019. Online. <https://higherlogicdownload.s3.amazonaws.com/INVESTMENTADVISER/aa03843e-7981-46b2-aa49-c572f2ddb7e8/UploadedImages/resources/2019-Evolution-Revolution-z.pdf>.

INVESTMENT COMPANY INSTITUTE. **2019 Investment Company Fact Book.** 2019. Online. [https://www.icifactbook.org/deployedfiles/FactBook/Site%20Properties/pdf/2019/2019\\_factbook.pdf](https://www.icifactbook.org/deployedfiles/FactBook/Site%20Properties/pdf/2019/2019_factbook.pdf).

JAKITAS, R.; NASCIMENTO, T. Investimentos de renda fixa têm 86,5% dos aportes. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, n. 46024, p. B8 – B8, Outubro 2019. Acesso em: 22/10/2019.

KADOR, J. **Charles Schwab: How One Company Beat Wall Street and Reinvented the Brokerage Industry.** [S.l.]: John Wiley & Sons, 2002.

LAMY FILHO, A.; PEDREIRA, J. L. B. **A Lei das S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

LOOMIS JR., P. A. **Brokerage Commissions and Research After May Day.** 03/06/1975. Online. <https://www.sec.gov/news/speech/1975/060375loomis.pdf>.

LUCINARI, J. **BM&FBOVESPA supervisão de mercados: percepção do mercado sobre sua atuação e análise de seu desempenho como autorreguladora do mercado de valores imobiliários brasileiro**. 2016. 62 p. Dissertação (Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais) — Insper. Disponível em: [http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/1785/JULIANE%20LUCINARI\\_Trabalho.pdf](http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/1785/JULIANE%20LUCINARI_Trabalho.pdf). Acesso em: 10/09/2019.

MARQUES, F.; LUCCHESI, C.; ANDRADE, V. **This Upstart Brokerage Inspired by Charles Schwab Is Changing the Way Brazil Invests**. 2019. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-02-06/guilherme-benchimol-s-xp-is-changing-how-brazil-invests>. Acesso em: 24/4/2019.

MELLO, J. M. P. de; GARCIA, M. G. P. **Bye, bye financial repression, hello financial deepening: The anatomy of a financial boom**. In: **The Quarterly Review of Economics and Finance**. Elsevier, 2012. p. 135 – 153. Disponível em: <http://www.economia.puc-rio.br/mgarcia/Papers/1-s2.0-S1062976912000051-main.pdf>. Acesso em: 16/11/2019.

MELNICK, E. L. et al. **Creating Value in Financial Services: Strategies, Operations and Technologies**. [S.l.]: Springer Science & Business Media, 2012.

MORRIS, D. Z. **Brazilians Hate Their Banks. This \$10 Billion Startup Wants to Change That**. 2019. Online. Disponível em: <https://fortune.com/2019/09/17/nubank-brazil-digital-banking-startup/>. Acesso em: 24/10/2019.

NOONAN, L.; ARMSTRONG, R. **US banks set to lower forecasts as falling interest rates bite**. 2019. Online. Disponível em: <https://www.ft.com/content/f18f3afe-d0e8-11e9-99a4-b5ded7a7fe3f>. Acesso em: 09/11/2019.

OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY. **About Us - Office of the Comptroller of the Currency**. 30/04/2019. Disponível em: <https://www.occ.treas.gov/about/index-about.html>. Acesso em: 19/09/2019.

OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY. **1863 - 1865 - Founding of the National Banking System**. 31/03/2019. Disponível em: <https://www.occ.treas.gov/about/who-we-are/history/1863-1865/index-occ-history-1863-1865.html>. Acesso em: 19/09/2019.

PWC. **Asset & Wealth Management Revolution: Pressure on profitability**. 2018. Online. <https://www.pwc.com/gx/en/asset-management/asset-management-insights/assets/pwc-awm-revolution-pressure-on-profitability.pdf>.

PWC. **Mutual fund outlook: The time to act is now**. 2019. Online. <https://www.pwc.com/us/en/industries/financial-services/library/pdf/pwc-fsi-mutual-fund-outlook-act-now.pdf>.

RODRIGUES, N. **À sombra das chuteiras imortais**. São Paulo: Cia. das Letras, 1993.

RODRIGUES, N. **Somos o Brasil**. 1. ed. [S.l.]: Nova Fronteira, 2013.

SAMOR, G. **Ilan Goldfajn: BC vai regular fintechs com mão leve**. 2018. Disponível em: <https://braziljournal.com/ilan-goldfajn-bc-vai-regular-fintechs-com-mao-leve>. Acesso em: 08/09/2019.

SAMOR, G. **Trechos de ‘Na Raça’, o livro que conta a história da XP**. 2019. Online. Disponível em: <https://braziljournal.com/trechos-de-na-raca-o-livro-que-counta-a-historia-da-xp>. Acesso em: 16/11/2019.

SANTOS, A. P. dos; OSÓRIO, F. M. **Aproveitamento de atuação autor-regulatória permite imposição adequada de penalidades**. 2009. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/publicacoes-e-eventos/ArtigoAlexandreFabio.pdf>. Acesso em: 09/09/2019.

SANTOS, E. M. B. dos. **Amicus curiae: um instrumento de aperfeiçoamento nos processos de controle de constitucionalidade**. 12/2005. Disponível em: <https://jus.com.br/artigos/7739/amicus-curiae>. Acesso em: 08/09/2019.

SCARAMUZZO, M. **‘Investidor está aprendendo a viver com juro baixo e inflação sob controle’**. 2019. Online. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,investidor-esta-aprendendo-a-viver-com-juro-baixo-e-inflacao-sob-controle,70003076446>. Acesso em: 16/11/2019.

SIRTORI-CORTINA, D. Out of Commission. **Citywire Americas**, n. 33, p. 26 – 27, Junho 2019. Disponível em: <https://citywireamericas.com/news/citywire-americas-33-june-2019/a2161707>. Acesso em: 11/11/2019.

STATISTA. **Leading securities companies in the United States in 2018, by revenue**. 2019. Online. Disponível em: <https://www.statista.com/statistics/185496/leading-us-securities-companies-by-revenue/>. Acesso em: 16/11/2019.

TAUHATA, S. **BTG: Juro de um dígito vem para ficar e sofisticar mercado, diz Esteves**. 2019. Online. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/06/11/btg-juro-de-um-digito-vem-para-ficar-e-sofistica-mercado-diz-estebes.ghtml>. Acesso em: 23/10/2019.

TAVARES, O. H. A CVM como amicus curiae. **Revista dos Tribunais**, v. 82, n. 690, p. 286 – 287, Abril 1993. Disponível em: [http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao\\_e\\_divulgacao/doc\\_publicacao\\_divulgacao/doc\\_gra\\_doutrina\\_civel/civel%2003.pdf](http://www.mpsp.mp.br/portal/page/portal/documentacao_e_divulgacao/doc_publicacao_divulgacao/doc_gra_doutrina_civel/civel%2003.pdf). Acesso em: 06/09/2019.

TEIXEIRA, N. Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais, desafios brasileiros. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. de (Ed.). **Mercado de capitais brasileiro à luz de seus avanços e desafios**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2007. p. 113 – 158.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **What We Do**. 10/06/2013. Disponível em: <https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html>. Acesso em: 25/09/2019.

VIRI, N.; ARBEX, P. **Charles Schwab inova: planejamento financeiro à la Netflix**. 2019. Online. Disponível em: <https://braziljournal.com/charles-schwab-inova-planejamento-financeiro-a-la-netflix>. Acesso em: 16/11/2019.

WAXMAN, O. B. **How a Financial Panic Helped Launch the New York Stock Exchange**. 2017. Online. Disponível em: <https://time.com/4777959/buttonwood-agreement-stock-exchange/>. Acesso em: 16/11/2019.



- WELLISCH, J. S. M.; SANTOS, A. P. dos. **O Termo de Compromisso no Âmbito do Mercado de Valores Mobiliários**. 2008. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/publicacoes-e-eventos/JulyaWellichAlexandrePinheiro-TCnomercadodevaloresmobiliarios.pdf>. Acesso em: 09/09/2019.
- WIGGLESWORTH, R. **DE Shaw to revert to '3 and 30' model as cost pressures bite**. 2019. Online. Disponível em: <https://www.ft.com/content/fe2799b4-6252-11e9-b285-3acd5d43599e>. Acesso em: 09/11/2019.
- YAZBEK, O. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. [S.l.]: Elsevier, 2009.
- YOSHINAGA, C. E.; EID JUNIOR, W. **Perspectivas para os ETFs no Brasil**. 2019. Online. Disponível em: [https://cef.fgv.br/sites/cef.fgv.br/files/perspectivas\\_etfs\\_no\\_brasil\\_-\\_relatorio\\_final.pdf](https://cef.fgv.br/sites/cef.fgv.br/files/perspectivas_etfs_no_brasil_-_relatorio_final.pdf). Acesso em: 27/11/2019.
- ZACKS.COM. **Investing, Outlines 'The Bet' In Berkshire Shareholder Letter**. 27/02/2017. Online. Disponível em: <https://www.nasdaq.com/articles/warren-buffett-active-vs-passive-investing-outlines-bet-berkshire-shareholder-letter-2017>. Acesso em: 11/11/2019.