

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

PANORAMA DA ATUAL INDÚSTRIA DE INVESTIMENTOS FINANCEIROS
DESTINADA À PESSOAS FÍSICAS NO BRASIL

Priscilla Chor Goldenstein

Matrícula: 1411954

Orientadora: Maria de Nazareth Maciel

Dezembro de 2018

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

PANORAMA DA ATUAL INDÚSTRIA DE INVESTIMENTOS FINANCEIROS
DESTINADA À PESSOAS FÍSICAS NO BRASIL

Priscilla Chor Goldenstein

Matrícula: 1411954

Orientadora: Maria de Nazareth Maciel

Dezembro de 2018

Data: 5/12/2018

"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor".

Priscilla Chor Goldenstein

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Agradecimentos

Dedico essa monografia aos meus pais, avós e irmãos, por me proporcionarem diversas oportunidades durante a minha vida e sempre me apoiarem incondicionalmente em todas as minhas escolhas.

Aos meus amigos que me acompanharam durante a faculdade, pelo companheirismo e pela motivação.

Aos professores do Departamento de Economia da PUC-RJ, em especial à minha orientadora, Maria de Nazareth Maciel, pela atenção, paciência, disponibilidade e todo o conhecimento transmitido. Sua contribuição na escolha do tema foi fundamental.

Sumário

Índice de Gráficos	5
Índice de Tabelas	6
Introdução	7
1. Histórico dos investimentos brasileiros	9
1.1 – Raízes históricas	9
1.2 – Panorama mundial da riqueza dos indivíduos	13
1.2.1 – Estados Unidos	16
1.2.2 – Brasil	18
1.2.3 – Países emergentes	19
1.2.3.1 – China e Índia	19
1.2.3.2 – Rússia e África do Sul	20
1.2.4 – Europa	22
1.2.5 – Japão	23
1.3 – O desafio brasileiro	25
1.4 – Projeções	26
2. O mercado doméstico no Brasil	29
2.1 – Clientes do varejo	30
2.1.1 – A caderneta de poupança	31
2.2 – Clientes de alta renda	32
2.2.1 – A indústria de fundos de investimento	33
2.3 – Clientes do private	36
3. Investimento de pessoas físicas no exterior	38
3.1 – O FMI e o estudo de Capital Flow Management Measures	38
3.2 – A decisão dos governos brasileiro, chinês e indiano	39
3.2.1 – O caso indiano e chinês	40
3.3 – A regulação do fluxo de capital no Brasil	42
3.4 – O capital brasileiro no exterior	43
4. Conclusão	47
Referências Bibliográficas	

Índice de Gráficos

1. Variação percentual anual na riqueza mundial de 2000-2017.....	13
2. Tendência global dos componentes de riqueza por adulto de 2000-2017	14
3. Contribuição anual para o crescimento da riqueza por adulto de 2000-2017	15
4. Riqueza por adulto ao longo do tempo (Estados Unidos)	17
5. Decomposição da riqueza por adulto (Estados Unidos)	17
6. Riqueza por adulto ao longo do tempo (Brasil)	18
7. Decomposição da riqueza por adulto (Brasil)	19
8. Riqueza por adulto ao longo do tempo (China)	20
9. Riqueza por adulto ao longo do tempo (Índia)	20
10. Decomposição da riqueza por adulto (China)	20
11. Decomposição da riqueza por adulto (Índia)	20
12. Riqueza por adulto ao longo do tempo (Rússia)	21
13. Riqueza por adulto ao longo do tempo (África do Sul)	21
14. Decomposição da riqueza por adulto (Rússia)	21
15. Decomposição da riqueza por adulto (África do Sul)	21
16. Riqueza por adulto ao longo do tempo (França)	22
17. Decomposição da riqueza por adulto (França)	22
18. Riqueza por adulto ao longo do tempo (Japão)	23
19. Decomposição da riqueza por adulto (Japão)	23
20. Crescimento do PIB real	24
21. Evolução das taxas de câmbio	24
22. Tendência dos mercados emergentes na participação da riqueza mundial	26
23. Total da riqueza dos Estados Unidos e posição relativa de economias	27
24. Distribuição do Volume Financeiro (em R\$ bilhões)	29

Índice de Tabelas

1. Volume financeiro por instrumento em 2017 - Varejo tradicional	30
2. Volume financeiro por instrumento em 2017 - Varejo alta renda	32
3. Volume financeiro por instrumento em 2017 – Private	36
4. Capitais brasileiros no exterior – estoque em US\$ milhões	44
5. Patrimônio Líquido por Tipo ANBIMA	45
6. Investimento brasileiro em carteira – títulos de renda fixa de curto prazo	46
7. Investimento brasileiro em carteira – títulos de renda fixa de longo prazo	46
8. Investimento brasileiro em carteira – ações	46

Introdução

As opções de investimentos financeiros ao redor mundo passaram por uma intensa mudança ao longo dos últimos anos. Nessa perspectiva, as legislações que regem o mercado de capitais também contaram com alterações, de modo a acomodar a nova dinâmica mundial. Afinal, conforme comentou Thomas Friedman em uma entrevista, *a globalização 3.0 encolheu o mundo de um “tamanho pequeno” para um “tamanho minúsculo”*. Agora estamos falando sobre a *globalização dos indivíduos*¹.

Os indivíduos desenvolveram interesse em realizarem seus investimentos não somente em seus mercados locais, mas também em outros países. Essas mudanças nos padrões de investimento e fluxos de capitais de diversos países foram mais recorrentes após o episódio da crise de 2008. Os investimentos passaram a demandar maior diversificação internacional e, então, a indústria respondeu passando por uma quebra estrutural e mudanças bruscas na fiscalização de fluxos de capitais. Um novo foco foi colocado sobre as políticas monetárias que os Bancos Centrais escolhem.

De fato, a maior integração mundial propõe maior interdependência entre os países. A crise financeira afetou todas as nações de forma que as autoridades monetárias foram responsabilizadas por não terem antecipado este episódio. A partir disso, estas instituições passaram a contar com maior legitimidade e regularem os fluxos de capitais de maneira mais cautelosa. Além disso, coube aos mesmos guiar o rumo do sistema financeiro global.

Entender o que essas mudanças representam e levantar de que forma os clientes da modalidade pessoa física passaram a alocar os seus recursos em produtos de investimento financeiro é um desafio. É, ao mesmo tempo, uma oportunidade de analisar o progresso da construção de um mercado de capitais mais regulado enquanto ele ainda evolui. Trata-se de debater uma indústria que continua se adaptando a nova era de globalização, que traz profundas repercussões econômicas e institucionais. É reconhecer que por mais que o mundo esteja minúsculo, a complexidade relacionada ao mundo dos investimentos só tende a aumentar.

¹ Thomas Friedman, Yale GlobalOnline. 07/04/2004. <https://yaleglobal.yale.edu/content/globalization-30-has-shrunk-world-size-tiny>

O trabalho pretende trazer essa discussão a partir do estabelecimento de princípios analíticos e da abordagem de alterações relevantes em regulamentos da CVM, do Banco Central do Brasil e do FMI. No primeiro capítulo, será introduzido um breve histórico do mercado de capitais nos Estados Unidos e no Brasil. Esses estudos de caso fornecem ao trabalho o entedimento a respeito da acumulação de riqueza e, em seguida, o relatório publicado pelo Banco Credit Suisse (Global Wealth Report 2017) vai descortinar o caminho de como os indivíduos de outros países também alocam os seus recursos. A análise realizada para cada país será investigada em um contexto tanto macro quanto microeconômico, de modo a destacar as particularidades de cada caso.

No segundo capítulo, será abordado o segmento de pessoa física no Brasil por meio da análise do Boletim de Private e Varejo da ANBIMA. Serão definidas o segmento de varejo, alta renda e private, assim como cada um desses se distribui geograficamente e quais produtos cada segmento mais busca investir. A globalização 3.0 trouxe novos desafios, em especial, para os fundos de investimento, pois a CVM introduziu o sufixo “Investimento no Exterior”, visando estimular a alocação internacional e atender a demanda de investidores que repatriaram os seus recursos.

O terceiro capítulo introduz a circular publicada pelo FMI sobre fluxos de capitais estrangeiros e discute, em particular, como o Brasil, China e Índia lidam com a maior liberalização dessas movimentações. Além disso, observa-se no caso brasileiro como o capital, tanto de pessoas físicas como jurídicas, é organizado no exterior e quais países contam com maior concentração. O quarto capítulo conclui.

1. Histórico dos investimentos brasileiros

1.1 – Raízes históricas

Os Estados Unidos e seu mercado de capitais fornecem a esse trabalho um dos mais contundentes casos para a análise a respeito da indústria de investimentos. Por meio desse estudo de caso, pode-se fazer uma analogia ao caso brasileiro e entender como ambos países desenvolverem seus mercados de capitais. Apesar de terem pertencido a grandes impérios, conseguiram canalizar parte da riqueza do velho mundo em seus mercados e, com isso, desenvolver estruturas financeiras eficientes. Na literatura atual, o trabalho de Allen, David (2015) “Investment Management in Boston: A History”, da University of Massachusetts Press, descortina o caminho de como a evolução do setor possibilitou o aumento de riqueza.

Ao se discutir a trajetória que explica o vínculo entre investimentos e aumento de riqueza nos Estados Unidos, é primordial tratar do período da Guerra de Independência, episódio que modificou a forma de alocar recursos e a dinâmica do mercado existente até então. Allen afirma que, inicialmente, os investimentos eram feitos somente por instituições, como a Universidade de Harvard, e a maioria era alocada em terra e dinheiro. Todavia, a guerra motivou a valorização de títulos do governo, o que, por sua vez, incrementou o setor imobiliário e o mercado acionário. Assim, os instrumentos financeiros passaram a ser caracterizados como capitalizados.

O autor também afirma que outro episódio revolucionário no mercado de capitais americano é a Lei de Embargo de 1807, pois estimulou o investimento por pessoas físicas. Ao restringir o comércio com países estrangeiros, principalmente Inglaterra, a alternativa para a população local aumentar seu patrimônio passou a ser de investir em fábricas têxteis nacionais, em troca de receberem “dividendos” (lucros). Todavia, com o auge do sistema ferroviário no país em 1850, houve a modificação do destino do capital, que antes concentrava-se nas fábricas, passando para rodovias e ferrovias norte-americanas. Além disso, estes investidores também começaram a direcionar recursos para Cuba (plantações de açúcar) e para a América do Sul, indicando interesse pela aplicação de recursos no exterior.

Parece, portanto, que a busca dos investidores pela diversificação evidenciou a necessidade de sofisticação do setor financeiro e, em resposta, a criação de um instrumento que melhor atendia tal demanda. Assim, o primeiro fundo aberto aos investidores foi lançado em 1924 pela Massachusetts Investors Trust², atualmente conhecida como MFS. Seu portfólio continha apenas ações e, em 1928, o Wellington Fund foi pioneiro a introduzir alocação em tanto ações quanto títulos. A procura ampliou de tal forma que, em 1929 haviam 19 fundos abertos competindo com, aproximadamente, 700 fundos fechados³; porém, a crise no mesmo ano modificou esta proporção na medida em que fundos alavancados desapareceram e os pequenos fundos abertos conseguiram sobreviver.

Como resultado da crise, o governo começou a tomar conhecimento da indústria de fundos mútuos e providenciou proteção aos investidores. Dessa forma, o Congresso aprovou o Securities Act de 1933 e promulgou a Securities Exchange Act de 1934, dando origem a Securities Exchange Commission (SEC). Desde então, os fundos passaram a ser registrados na SEC e obrigados a publicar documentos com certa periodicidade. Em 1940, a Lei de Sociedades de Investimento exigiu maior regulação e divulgações mais frequentes e, mesmo assim, a indústria de fundos continuou a ampliar. No início da década de 1950 o número de fundos abertos superou 100, e, ao longo da década, a indústria adicionou cerca de 50 novos fundos por ano⁴.

Os anos 60 trouxeram à tona a ascensão de fundos mais agressivos e, por conseguinte, mais dinheiro investido no setor buscando maiores retornos. No entanto, a baixa do mercado em 1969 instaurou leve declínio na indústria, com resgates de aplicações em fundos, recuperado nos anos 70 com a introdução dos fundos sem comissão⁵. Nos anos 80 e 90, o mercado bullish atraiu muito capital, principalmente, no setor de varejo, todavia, a explosão da bolha tecnológica e a crise financeira global de 2008-2009 geraram, mais uma vez descrédito na indústria de fundos.

² Massachusetts Investors Trust – *America's First Mutual Fund*

³ Investopedia - *A Brief History of the Mutual Fund*

⁴ Investment Company Institute – *Investment Company Fact Book 2010 p.124*

⁵ MutualFunds.com - *Introduction to No-Load Mutual Funds*

O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro possui similaridades com o norte-americano, pois a construção de ferrovias pelo império britânico no século XIX também proporcionou a sofisticação do setor financeiro. Os ativos listados nas Bolsas de Valores, que antes negociavam escravos, mercadorias e títulos estatais, passaram a incluir emissões privadas. Posteriormente, de modo a estimular o mercado de crédito, no final do período imperial o Tesouro concedeu aos bancos o direito de emitirem dinheiro. No entanto, tal episódio foi conduzido de forma descontrolada e gerou crescimento seguido de surto inflacionário, mostrando ineficiência no mercado de capitais brasileiro frente ao americano. Esta e outras particularidades serão expostas na seção “O desafio brasileiro”, onde entenderemos o motivo pelo qual o investidor brasileiro sente-se mais seguro em alocar seus recursos em mercados estrangeiros.

Além disso, a indústria de fundos no Brasil começou a se desenvolver anos mais tarde do que nos Estados Unidos. Existem controvérsias quanto qual foi de fato o primeiro fundo de investimento a entrar em operação no Brasil mas, Alves (2003) argumenta que o primeiro foi o Valéria Primeira, fundo fechado, criado em 1952 e pertencente ao grupo Deltec. Já Andrezo e Lima (1999) defendem que “*o primeiro fundo de investimento, no Brasil, formou-se em 1957, com a criação do Fundo Crescinco, que, até o início dos anos 70, era o maior fundo brasileiro*”. Outros autores⁶ também consideram o Crescinco pioneiro na indústria brasileiro, pois seu objetivo específico foi de fomentar o mercado de capitais no Brasil. Esse fundo foi criado durante o governo Juscelino Kubitschek e era controlado pelo grupo Rockefeller.

A indústria apresentou um desempenho modesto nos anos 60 devido ao tamanho irrisório do mercado acionário. Essa característica conferia baixa liquidez aos fundos e, somado ao cenário de instabilidade econômica, os investimentos mais procurados eram os de curto prazo. A expansão da indústria se deu, de fato, nos anos posteriores com a maior regulação do setor. Destaca-se, principalmente a Lei nº 4.728 de 1965, que constituiu a legislação das bolsas de valores e profissionalizou o mercado, transformando corretores, que antes operavam na forma de pessoa física, em

⁶ Cobbs, Elizabeth A. - *Entrepreneurship as Diplomacy: Nelson Rockefeller and the Development of the Brazilian Capital Market*

empresas, e criando os primeiros bancos de investimentos. Em 1969 existiam 43 fundos mútuos e, em 1971, esse número chegou a 121⁷.

Diferentemente dos Estados Unidos, as pessoas físicas no Brasil tiveram acesso ao mercado de capitais em 1967, através do Decreto-Lei 157, que permitia a aplicação de uma parte do imposto de renda em fundos 157 (fundos mútuos com estímulos fiscais). Estes eram administrados por corretoras ou bancos de investimento e o portfólio deveria ser necessariamente alocado em debêntures conversíveis ou ações. Em 1976 foi criada a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), análoga a SEC, com o objetivo de disciplinar e fiscalizar a atuação dos integrantes do mercado.

Nos anos 90, o Banco Central criou o primeiro fundo de curto prazo, de modo a atender a necessidade dos investidores. Como a época era de hiperinflação e congelamento de recursos (Plano Collor), de modo a evitar que o segmento de fundos de investimento perdesse força, o Banco Central estimulou este tipo de investimento. Assim, até 2004, os fundos de renda fixa eram regulados pelo Banco Central e os de ação pela CVM. Isso mudou com a centralização das normas de ambos os fundos em um único documento, a Instrução 409. Assim, a regulação dos fundos passou a se concentrar na CVM que, mais recentemente (outubro de 2015), publicou a Instrução CVM 555, em substituição à Instrução 409.

Assim, é inegável afirmar que quanto maior a demanda das pessoas físicas por investir, mais desenvolvido e regulado o mercado de capitais se torna. Em ambos os países, a cultura de investir cresce de modo contínuo, gerando mais instituições que contribuem com a produção de soberania política. De certa forma, o caso dos Estados Unidos é bastante representativo, pois pelo fato do país possuir um lugar único no sistema monetário mundial (com o status do dólar de proeminência), cria-se recursos e influencia-se o jogo diplomático global. Assim, por ter mais investidores, tanto locais quanto estrangeiros, que optam por concentrar seus recursos neste país, ele servirá como ponto de partida ideal para a continuidade da análise sobre a consistência da alocação de recursos na atualidade.

⁷ Brito, Ney R. O.; Neves, Antonio R. M. - *O Desempenho Recente dos Fundos de Investimento*

1.2 – Panorama mundial da riqueza dos indivíduos

Conforme exposto acima, os Estados Unidos é o país que, na história recente, mais gera riqueza para o mundo⁸. O conceito de riqueza bruta (ou “net worth”) apresentado neste capítulo é o mesmo utilizado pelo banco Credit Suisse no Global Wealth Report de 2017, definido como a soma do valor de ativos financeiros (moedas, depósitos, ações, títulos e previdência privada) e não-financeiros (ou reais, como imóveis e terrenos) dos indivíduos, descontado de suas dívidas (hipoteca e dívidas do consumidor). O estudo publicado no ano passado fundamenta-se em dados de quatro principais fontes: as estatísticas da OECD; o relatório do FMI de “Global Financial Statistical Report”; dados do FED e do World Inequality Database. Isso posto, o relatório mostra que dentre todas as épocas citadas na seção anterior, os primeiros anos desse século foram os que mais ampliaram o nível de capital mundial. O principal motivador desse fenômeno foi o aumento da participação das economias emergentes, como China e Índia, que, em 2000, responsabilizaram-se pela expansão de 11% desse patrimônio⁹. No entanto, essa tendência é descontinuada com a crise de 2008, que pôs fim ao ciclo de notável progresso e passou a difundir taxas de crescimento menores. O gráfico 1 ilustra esse ponto.



Gráfico 1 – Variação percentual anual na riqueza mundial de 2000-2017. Fonte: Davies, Lluberas, Shorrocks, Credit Suisse Global Wealth Databook 2017

Nesse contexto, é interessante notar que a recessão instaurou insegurança nos investidores e evidenciou a adoção de medidas mais cautelosas por membros de diversos países. Por mais que Bancos Centrais tenham adotado medidas de cunho

⁸ The Economist – *The real wealth of nations*

⁹ Credit Suisse – *Global Wealth Report 2017 p.19*

paliativo, houve um reconhecimento generalizado, por parte do investidor, da necessidade de estabelecer parte da alocação de recursos para países que resguardam os maiores sistemas financeiros do mundo. Assim, a partir de 2008 pôde-se identificar que a fonte de geração de riqueza se deu nos Estados Unidos, o que criou um gap em relação a outras nações, como o Japão, por exemplo¹⁰.

O relatório apresentou um retrato preciso da formação de riqueza até 2016: a crise financeira mundial cria um descompasso na geração de patrimônio, reduzindo as taxas de crescimento que apresentavam ascendência desde os anos 2000. Contudo, 2017 evidencia princípios de que estaríamos retornando a padrões anteriores a crise, a medida em que a China e a Índia voltaram a difundir taxas de crescimento maiores do que no início do século (25%¹¹). Isso também pode ser explicado pela maior presença de ativos reais em aplicações e pela robustez do mercado de ativos. Assim, a fim de verificar um estudo aprofundado, propõe-se a decomposição da alocação da riqueza individual em três categorias: ativos financeiros, não-financeiros e dívidas. Dentro desse contexto, pode-se visualizar que todos os componentes se moveram em conjunto nos últimos anos. Os gráficos abaixo complementam-se, destacando a tendência global e a contribuição anual de cada um desses componentes para a expansão de riqueza por adulto até 2017.

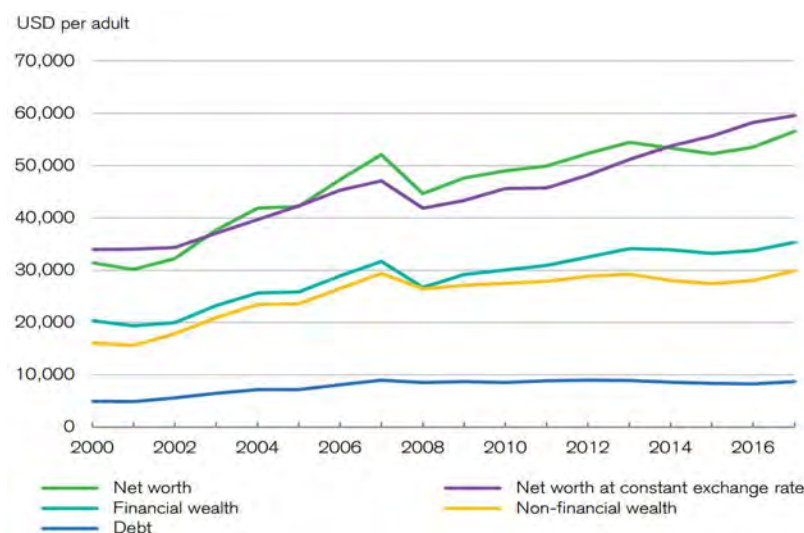


Gráfico 2 – Tendência global dos componentes de riqueza por adulto de 2000-2017. Fonte: Davies, Lluberas, Shorrocks, Credit Suisse Global Wealth Databook 2017

¹⁰ Credit Suisse – *Global Wealth Report 2017* p.4

¹¹ Credit Suisse – *Global Wealth Report 2017* p.19



Gráfico 3 – Contribuição anual (%) para o crescimento da riqueza por adulto de 2000-2017. Fonte: Davies, Lluberás, Shorrocks, *Credit Suisse Global Wealth Databook 2017*

Em relação ao gráfico 2, nota-se que a série de ativos financeiros (financial wealth) vem progredindo desde 2007 e, em relação ao gráfico 3, constata-se que os ativos não-financeiros (non-financial wealth) passam a contribuir com uma parcela maior do patrimônio líquido (net worth), sobretudo, a partir de 2017. Em 2000, os ativos financeiros eram responsáveis por 56% da riqueza por adulto, chegando a 50% no ano de 2008. Atualmente, esta classe de ativos responde por cerca de 54% da riqueza bruta. Já em termos de ganhos absolutos, desde 2000 a renda aumentou em USD 28.900, e, metade desse valor (cerca de USD 15.000), é atribuído a retornos positivos em investimentos em ativos financeiros¹². Vale ressaltar que o crescimento mais rápido desta classe de ativos frente aos não-financeiros é a inflação de preços.

Além disso, o gráfico 3 projeta mudanças na composição de riqueza por adulto ano a ano e identifica as contribuições de cada fator. É evidente a contribuição dominante dos ativos financeiros entre 2008 e 2016 e, em relação à série temporal das dívidas (debt), constata-se movimento em linha com os ativos não-financeiros, explicado pela correlação entre dívida hipotecária e preço dos imóveis. De 2000 a 2008, a dívida por adulto cresceu ao passo de 9% e atualmente encontra-se 3% abaixo do nível pré-crise, comportando-se uniformemente¹³. É interessante notar que a dívida apresenta efeito ambíguo sobre o investidor, pois ao mesmo tempo em que gera impacto negativo

¹² Credit Suisse – *Global Wealth Report 2017* p.16

¹³ Credit Suisse – *Global Wealth Report 2017* p.16

direto no patrimônio líquido individual, alimenta indiretamente a demanda por ativos não-financeiros, sustentando a inflação de preços desses.

Nas subseções a seguir, a análise que foi realizada acima será reproduzida para certos países, de modo a averiguar o comportamento dos investimentos destes indivíduos. Assim, as particularidades de cada nação serão levadas em consideração para que se possa analisar da forma mais eficiente possível. A metodologia adotada pelo Credit Suisse para os gráficos de “Riqueza por adulto ao longo do tempo” engloba duas séries que explicam a riqueza média: uma medida na cotação do dólar corrente (wealth per adult) e a outra calculada com base na taxa de câmbio média do dólar (wealth per adult at constant exchange rate)¹⁴. Assim, elimina-se a variação regional e padroniza-se a moeda para todos os países. Já o gráfico de “Decomposição de riqueza por adulto” possui 4 categorias: ativos financeiros (financial), ativos não-financeiros ou reais (real), dívidas (debts) e patrimônio líquido (networth). Para essas séries, cada país obteve dados coletados de seus respectivos Bancos Centrais.

1.2.1 – Estados Unidos

Conforme exposto, os ativos financeiros (financial) são mais atraentes aos investidores, principalmente às pessoas físicas¹⁵. De fato, tal hipótese pode ser confirmada no caso dos Estados Unidos, que aloca maior parte de seus recursos nesta classe (71%)¹⁶. Esse movimento pode ser explicado pelos acontecimentos históricos apresentados anteriormente, o que atribuiu ao mercado financeiro características lucrativas. Ultimamente, o episódio que mostrou maior desenvolvimento do setor foi o quantitative easing (2008), que estipulou taxas de juros baixas e elevou os preços de títulos e ações, proporcionando recuperação econômica¹⁷.

No entanto, existem incertezas acerca da taxa de juros que será mantida pelo FED e das perspectivas para o mercado de ações mas, tudo indica que os sinais são positivos

¹⁴ Credit Suisse – *Global Wealth Databook 2017* p.144

¹⁵ Credit Suisse – *Global Wealth Report 2017* p.5

¹⁶ Credit Suisse – *Global Wealth Report 2017* p.48

¹⁷ LYN, Jy - *Impact analysis of US quantitative easing policy on emerging markets*

para a rentabilidade de investimentos alocados no país. A riqueza por adulto (wealth per adult) aumentou constantemente até 2006 e, atualmente, encontra-se 30% acima do nível pré-crise¹⁸. Os gráficos a seguir mostram a riqueza por adulto, à taxa de câmbio constante, e como esta é alocada.

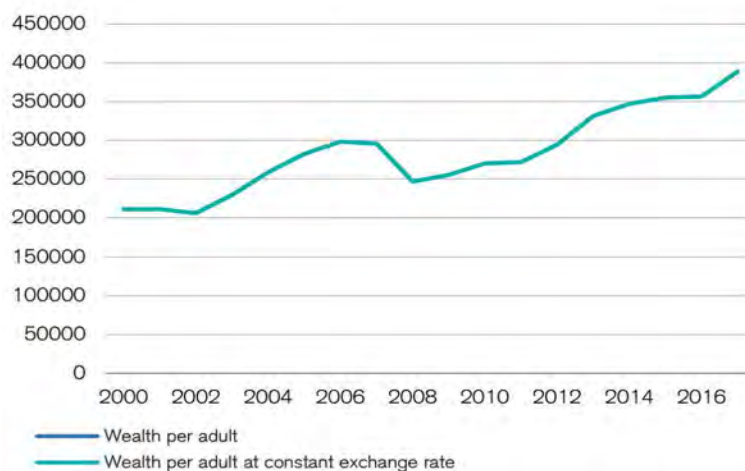


Gráfico 4 – Riqueza por adulto (em dólar) ao longo do tempo. Fonte: Davies, Lluberas, Shorrocks, Credit Suisse Global Wealth Databook 2017

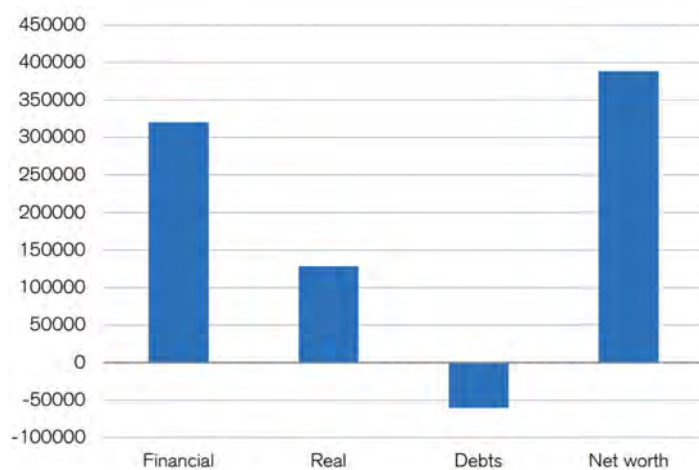


Gráfico 5 – Decomposição da riqueza por adulto. Fonte: Davies, Lluberas, Shorrocks, Credit Suisse Global Wealth Databook 2017

¹⁸ Credit Suisse – Global Wealth Report 2017 p.48

1.2.2 – Brasil

O caso do Brasil difere do norte-americano, pois é preciso levar em consideração a crise político-econômica que o país afronta. De 2000 a 2011, o nível de riqueza por adulto atravessou uma onda otimista, saindo de USD 8.000 para USD 26.800. Desde então o patrimônio total por adulto reduziu 35%, em termos de dólares americanos, mas aumentou em termos domésticos¹⁹. Tal fato é explicado pela depreciação do Real e pela inflação, fenômeno histórico que regula o comportamento do investidor local.

Tradicionalmente, ao temer o retorno de altas inflacionárias, o investidor brasileiro tende a alocar grande parte de seus recursos em ativos reais (real) ao invés de financeiros (financeiro). Contudo, em 2017, 41% do patrimônio por adulto foi alocado em ativos financeiros, indicando uma convergência entre o investimento em ambas as classes de ativos. A busca por maior oportunidade de retornos pode ser o fator que motiva maiores aplicações em recursos financeiros. Outro ponto relevante é o nível das dívidas (debt), que responde por 20% da riqueza bruta²⁰, e é considerado elevado se comparado a padrões internacionais.

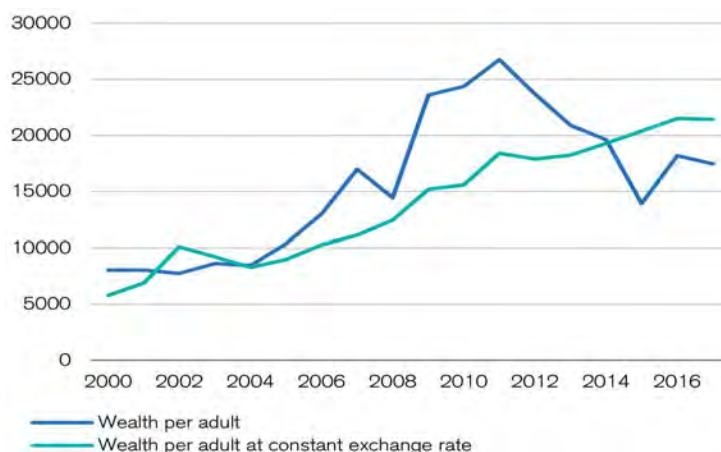


Gráfico 6 – Riqueza por adulto (em dólar) ao longo do tempo. Fonte: Davies, Lluberias, Shorrocks, Credit Suisse Global Wealth Databook 2017

¹⁹ Credit Suisse – *Global Wealth Report 2017* p.63

²⁰ Credit Suisse – *Global Wealth Report 2017* p.63

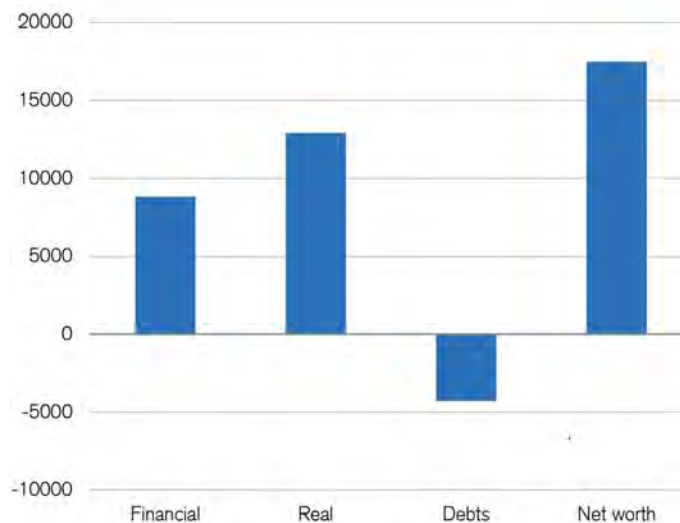


Gráfico 7 – Decomposição da riqueza por adulto. Fonte: Davies, Lluberas, Shorrocks, *Credit Suisse Global Wealth Databook 2017*

1.2.3 – Países emergentes

Brevemente, o foco nos países emergentes enfatizará, em particular, os BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul). No que tange a composição de riqueza por adulto, pode-se afirmar que todos os países, com exceção da África do Sul, apresentam distribuições no mesmo formato brasileiro: maior proporção destinada a ativos reais do que financeiros. Todavia, pelo fato de cada nação estar inserida em contextos distintos, faz-se necessária uma análise mais detalhada.

1.2.3.1 – China e Índia

É interessante notar que, atualmente, ambos apresentam prosperidade maior do que em 2007. No entanto, enquanto a economia chinesa caracteriza-se por ampla expansão, exibindo o nível de riqueza por adulto 70% maior do que em 2007, a Índia avança a um passo menor, de 18%²¹. O crescimento relativamente desacelerado da economia indiana é explicado pelo efeito câmbio, onde a depreciação da moeda local age como principal empecilho. De fato, nos gráficos “Riqueza por adulto ao longo do tempo”, a China inicia o século com USD 5.410 em 2000, passando para USD 26.870 em 2017. Já a Índia, de USD 2.010 em 2000, atinge USD 5.050 em 2017²².

²¹ Credit Suisse – *Global Wealth Report 2017* pgs.50 e 5

²² Credit Suisse – *Global Wealth Report 2017* pgs.50 e 51

Além disso, ambos os países compartilham duas semelhanças: vasta alocação de recursos em ativos reais (real) e baixa porcentagem em dívidas (debt). A elevada densidade populacional justifica tais aspectos, pois a dívida alimenta a demanda por ativos não-financeiros e valoriza o mercado imobiliário (a China e a Índia possuem 55% e 86%, respectivamente da riqueza bruta alocada nessa classe de ativos)²³.

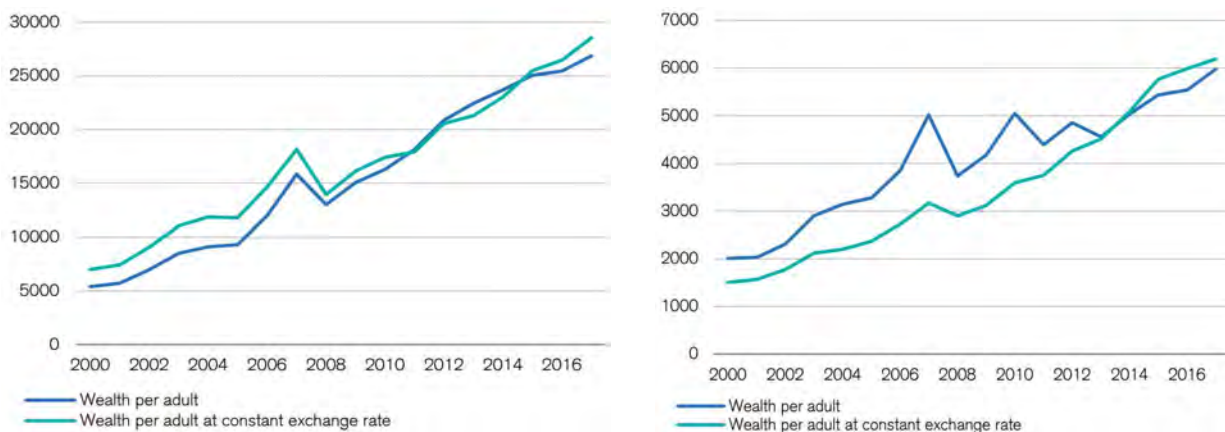


Gráfico 8 (China) e 9 (Índia) – Riqueza por adulto ao longo do tempo. Fonte: Davies, Lluberas, Shorrocks, Credit Suisse Global Wealth Databook 2017

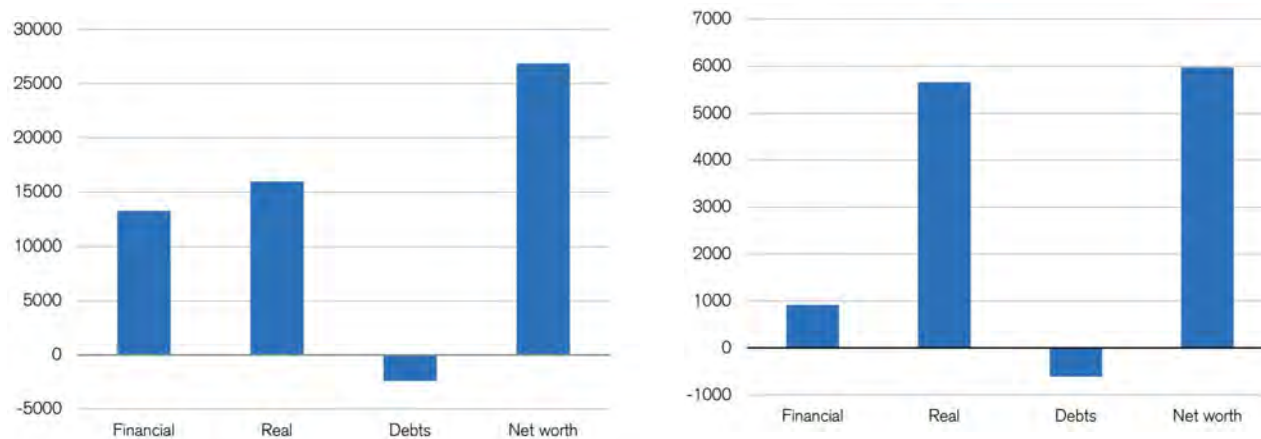


Gráfico 10 (China) e 11 (Índia) – Decomposição da riqueza por adulto. Fonte: Davies, Lluberas, Shorrocks, Credit Suisse Global Wealth Databook 2017.

1.2.3.2 – Rússia e África do Sul

Ambos os países apresentam o gráfico “Riqueza por adulto ao longo do tempo” com tendências similares e devido aos mesmos motivos. Antes da crise a riqueza avança

²³ Credit Suisse – Global Wealth Report 2017 pgs.50 e 51

exponencialmente nos dois casos, tanto em termos de dólar quanto de moeda doméstica. Contudo, após 2008 ambas moedas locais depreciaram e, como resultado, a riqueza, em termos de dólar, caiu e, em termos da moeda local, aumentou.

Entretanto, o mercado sul-africano possui uma peculiaridade em relação aos outros mercados emergentes: seu mercado acionário é vigoroso e detém fortes empresas na indústria de seguro de vida e pensão. Por esse motivo, a maior parte de seus recursos é direcionado a esta classe de ativos (64%)²⁴. Já a Rússia destina a maioria de seu patrimônio em ativos não-financeiros (real), comportando-se como os países acima.



Gráfico 12 (Rússia) e 13 (África do Sul) – Riqueza por adulto ao longo do tempo. Fonte: Davies, Lluberas, Shorrocks, Credit Suisse Global Wealth Databook 2017

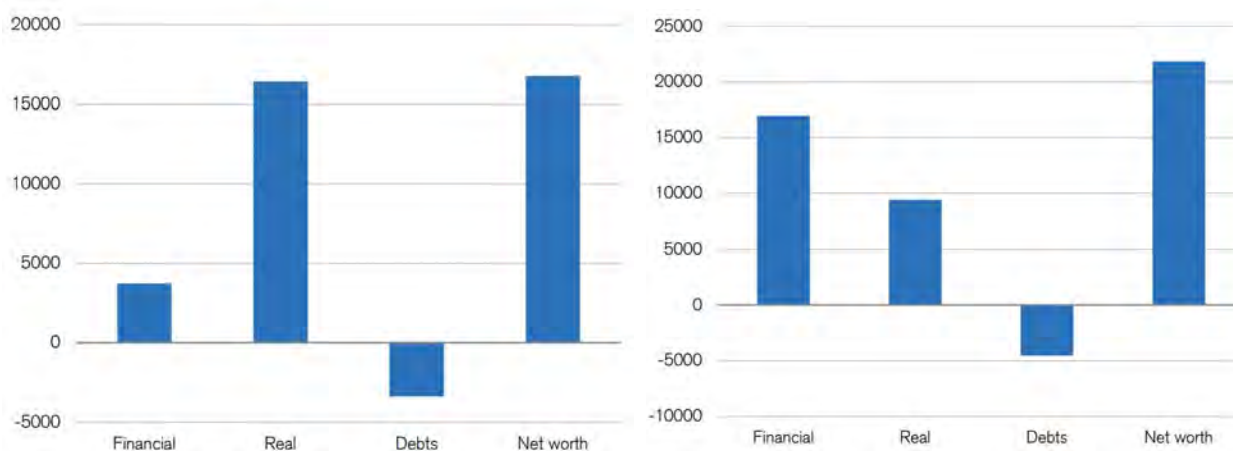


Gráfico 14 (Rússia) e 15 (África do Sul) – Decomposição da riqueza por adulto. Fonte: Davies, Lluberas, Shorrocks, Credit Suisse Global Wealth Databook 2017

²⁴ Credit Suisse – Global Wealth Report 2017 p.60

1.2.4 - Europa

A União Europeia, em geral, detém padrões de riqueza semelhantes, pois compartilham a mesma moeda e mercado integrado. Nesse sentido, esses países expandiram o seu nível de riqueza de 2000 a 2007 devido a apreciação do euro frente ao dólar e fortificação do bloco econômico. A crise de 2008 reduziu a riqueza por adulto em quase todo o continente e também a paridade euro-dólar. Esta depreciação vem sendo corrigida, podendo-se dizer então que a União Europeia tem chances de recuperar tais perdas e retornar ao padrão pré-crise. Assim, o caso da França será utilizado para retratar o continente, mas destacando que a especificidade deste mercado é de maior parcela do patrimônio (60%) alocado no setor imobiliário (real)²⁵.



Gráfico 16 – Riqueza por adulto ao longo do tempo. Fonte: Davies, Lluberas, Shorrocks, *Credit Suisse Global Wealth Databook 2017*

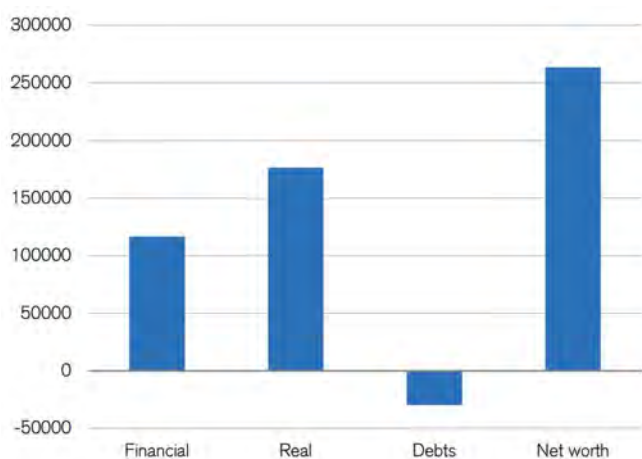


Gráfico 17 – Decomposição da riqueza por adulto. Fonte: Davies, Lluberas, Shorrocks, *Credit Suisse Global Wealth Databook 2017*

²⁵ Credit Suisse – *Global Wealth Report 2017* p.52

1.2.5 - Japão

O caso japonês possui similaridade com o europeu, pois ambos sofreram a depreciação de suas moedas, reduzindo o nível de riqueza em termos de dólar. No entanto, sua economia pode ser caracterizada como apática e apresenta baixa taxa de crescimento devido à irrisória taxa de juros; alta taxa de poupança e; instabilidade nos mercados financeiro e imobiliário. Por estes motivos, o setor financeiro (financeiro) torna-se relativamente mais atraente do que o não-financeiro (real), e é o principal componente da riqueza por adulto. Além disso, o nível de dívidas (debt) do país, por mais que seja elevado, vem decrescendo ao longo do tempo²⁶.

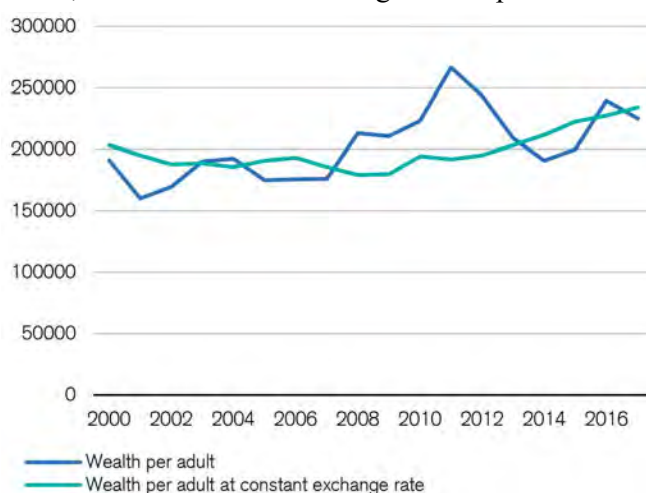


Gráfico 18 – Riqueza por adulto ao longo do tempo. Fonte: Davies, Lluberas, Shorrocks, Credit Suisse Global Wealth Databook 2017

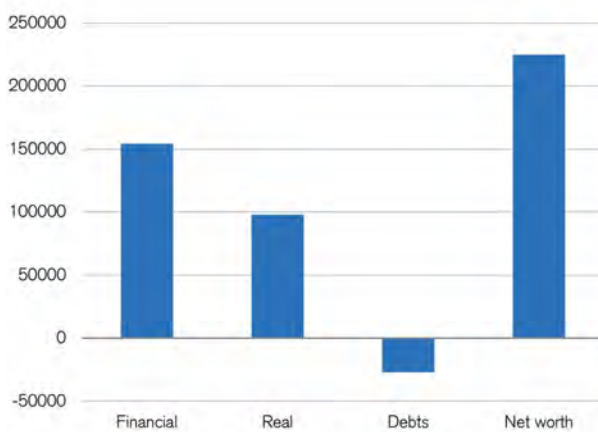


Gráfico 19 – Decomposição da riqueza por adulto. Fonte: Davies, Lluberas, Shorrocks, Credit Suisse Global Wealth Databook 2017

²⁶ Credit Suisse – Global Wealth Report 2017 p.49

O que se realizou até agora foi a apresentação de um arcabouço que explica a evolução no nível de riqueza e a alocação de recursos, por categoria de ativos, em alguns países. Focando nos BRIC, essa visão nos mostra um descompasso entre o crescimento da riqueza e o PIB. Isso porque apesar desses países apresentarem taxas de crescimento positivas, estas não são suficientes para manter o aumento da riqueza do indivíduo. O que sugere essa divergência é a depreciação das moedas locais, que empobrece tais nações frente ao dólar, e a entrada de capital estrangeiro, que é positivamente correlacionado com o aumento do PIB²⁷. Os gráficos a seguir ilustram esse ponto.



Gráfico 20 – Crescimento do PIB real (em variação percentual anual). Fonte: *World Economic Outlook* (Abril 2018).

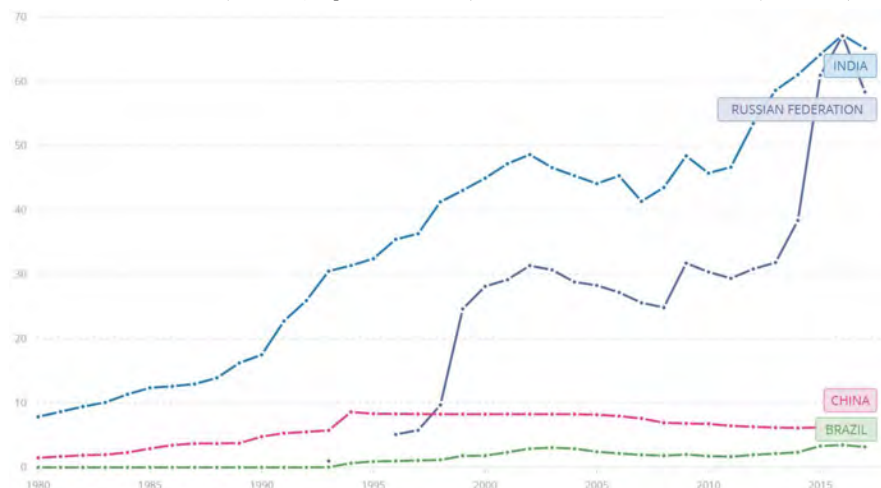


Gráfico 21 – Evolução das taxas de câmbio. Fonte: *World Bank DataBank* (2017).

²⁷ Delbianco, FA; Fioriti, A - *Were financial flows in Latin America and the Caribbean shifted by their crises?*

Portanto, uma explicação para o crescimento da China frente aos outros países emergentes é de que seu PIB atravessa contínua expansão do PIB e sua moeda é a que menos sofre depreciação. Já no caso do Brasil a queda no PIB justifica-se pela crise política e financeira, que desvalorizou o Real. Mesmo que haja uma convergência na compreensão do crescimento de riqueza nos BRIC e seus motivos, há uma ruptura no consenso do que tange suas legislações em investimentos em países estrangeiros, principalmente nos Estados Unidos. Tal premissa, que incorpora a análise de padrões de investimento desse grupo de países será argumentada no capítulo seguinte.

1.3 – O desafio brasileiro

Para o brasileiro, investir no mercado local é mais arriscado²⁸. Não é à toa que esse investidor tende a investir em ativos reais, como imóveis frente aos ativos financeiros. Essa preferência pode ser explicada pelo histórico de instabilidade econômica (como o Confisco e crises bancárias), fazendo com que o investidor tenha receio de alocar seus recursos em território nacional e reduzindo aplicações em títulos. Por mais que o país tenha passado por diversas reestruturações bancárias e econômicas, ainda existe o medo do “fantasma da inflação”.

Além disso, o sentimento de incerteza sobre retornos passa a ser agravado devido à insegurança acerca da reforma da previdência. O fato de as regras para a aposentadoria precisarem de mudanças institui uma preocupação extra para o investidor, que precisa se preparar para poupar mais de modo a poder arcar com o corte de gastos que a previdência está prestes a sofrer.

Por último, pode-se ressaltar que um dos maiores desafios brasileiros é a concentração de renda. Essa realidade impossibilita milhões de pessoas acessarem certos produtos financeiros e, conseqüentemente, de acumularem renda para se sustentarem. Por mais que as instituições financeiras tenham se tornado mais acessíveis, ainda existe grande parte da população que não tem o hábito de investir. A inconstância no mercado financeiro brasileiro traz à tona a necessidade de investidores alocarem seus recursos em ativos estrangeiros, pois tais mercados possuem governos e economias estáveis.

²⁸ Market Mogul – *The risks of Investing in Brazil*

Esses, normalmente países avançadas, possuem menos risco e suas políticas econômicas costumam ser mais eficientes.

1.4 - Projeções

As seções anteriores descreveram argumentos já consolidados que retratam a realidade das principais economias mundiais. A literatura econômica e histórica conhece os motivos que criaram tais padrões. Assim, de forma a aprofundar a análise de alocação de recursos nos capítulos seguintes, faz-se necessário apresentar as projeções realizadas pelo Global Wealth Report de 2017 para o nível de riqueza dos países estudados acima.

Entre 2000 e 2017 os mercados emergentes quase dobraram sua participação na riqueza global (wealth share of emerging economies), de 11% para 19%. O relatório desenvolvido pelo Credit Suisse defende que esse países continuarão com contribuição significativamente maior do que países desenvolvidos: a taxa de crescimento anual prevista para países emergentes é de 6,5% enquanto a para países desenvolvidos é de 3,3%. Como resultado, tal projeção (linha de forecast no gráfico 22) conclui que, em 2022, os mercados emergentes serão responsáveis por 22% da riqueza global.

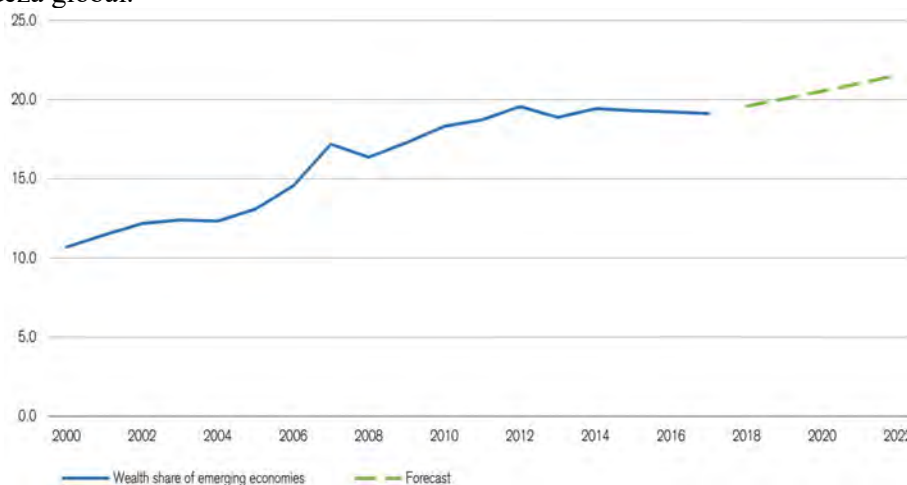


Gráfico 22 – Tendência dos mercados emergentes na participação da riqueza mundial (% da riqueza mundial). Fonte: Davies, Lluberás, Shorrocks, Credit Suisse Global Wealth Databook 2017

Em conjunto com essa perspectiva, pode-se comparar algumas destas economias com a norte-americana em 2017 e em 2022, ajustadas pela inflação. O gráfico a seguir

mostra a posição da Zona do Euro, Japão, Brasil, China e Índia relativa aos Estados Unidos (total wealth in the USA) e sob perspectiva histórica.

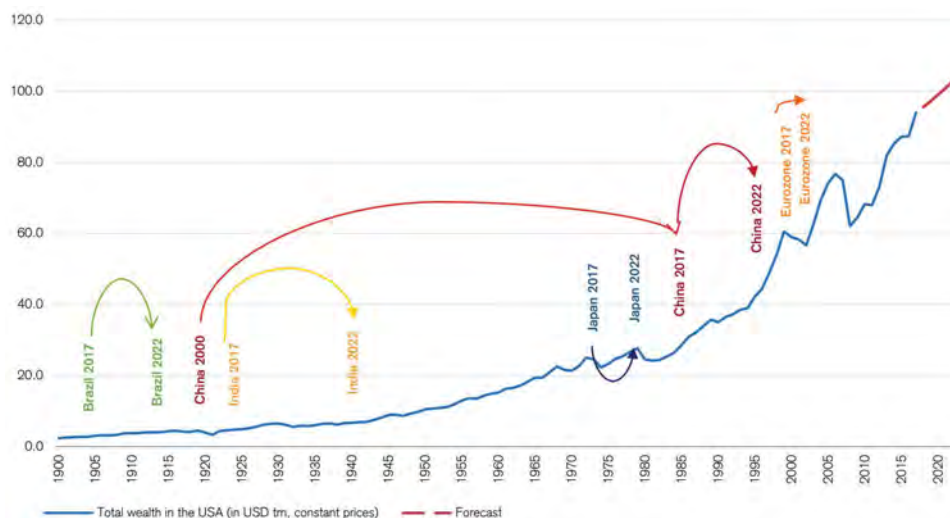


Gráfico 23 – Total da riqueza dos Estados Unidos e posição relativa de economias selecionadas (em USD trilhões, preços constantes). Fonte: Davies, Lluberá, Shorrocks, Credit Suisse Global Wealth Databook 2017

A riqueza total da Zona do Euro em 2017 (USD 53 tri) é comparável com a riqueza total dos Estados Unidos no final dos anos 1990. Em cinco anos, o crescimento esperado é de um ano em termos da história dos Estados Unidos. Já o caso chinês é impactante, mas a perspectiva é de que haja estagnação: em 17 anos a riqueza cresceu o equivalente a 70 anos da economia norte-americana (1916 a 1986) e, é esperado que até 2022 a China cresça apenas oito “anos americanos”, atingindo USD 35 tri, comparável com a economia norte-americana em 1994.

A riqueza total do Japão é comparável com a dos Estados Unidos em 1973, e espera-se que alcance USD 25 tri em 2022, melhoria em quatro “anos americanos”. Já a riqueza da Índia cresceu quatro vezes entre 2000 e 2017, atingindo USD 5 tri em 2017. Apesar desse notável crescimento ser uma país mais densamente povoado, em 2022 espera-se que a riqueza total desse país seja equivalente aos Estados Unidos de 1936. Finalmente, avançamos para o caso brasileiro: depois da desaceleração econômica, espera-se a recuperação e que haja crescimento nos próximos quatro anos. Estima-se que, em 2022, o Brasil cresça equivalentemente a dez “anos americanos” chegando a quase USD 4 tri, comparável aos Estados Unidos em 1915.

Assim, esse capítulo nos mostra a evolução do nível de riqueza das pessoas físicas e sugere que a internacionalização do dólar americano é um processo político relacionado à dominação político-financeira internacional dos Estados Unidos. À primeira vista tais questões parecem não estarem relacionadas, mas quando analisadas sob o ponto de vista político, afirma-se que o domínio do dólar americano no sistema monetário internacional gera mais investimento estrangeiro neste país, o que aumenta sua riqueza. Logo, nos próximos capítulos, analisaremos de que forma os BRIC e suas legislações canalizam recursos na economia norte-americana.

2. O mercado doméstico no Brasil

A partir da análise acima, o caso brasileiro será aprofundado de modo a estudar o segmento de pessoas físicas. Em geral, esse grupo é dividido em três categorias (varejo, varejo alta renda e private), de acordo com o nível de renda e volume de investimento, podendo variar conforme cada instituição desejar²⁹. No entanto, de forma genérica, o grupo “varejo tradicional” abrange clientes com renda mensal inferior a R\$ 8.000,00 e volume de investimento inferior a R\$ 100.000,00; os clientes “varejo alta renda” são aqueles com renda mensal superior a R\$ 8.000,00 e disponibilidade para investir superior a R\$ 100.000,00 e; os clientes “private” são os que apresentam volume de investimento superior a R\$ 1.000.000,00.

Desse modo, o Boletim de Private e Varejo, publicado anualmente pela ANBIMA, destacou que, em 2017, o total captado pela indústria foi de aproximadamente R\$ 2,6 trilhões³⁰ (11,2% a mais do que no ano anterior). Essa expansão ocorreu devido maior captação nos segmentos de private e varejo alta renda, que além de atingirem volumes de R\$ 868 bilhões e R\$ 778,1 bilhões, respectivamente, contaram com crescimento de 14,8% e 12,1% em comparação ao ano de 2016. No entanto, o setor varejo tradicional continuou concentrando a maior parte do volume (R\$ 916,1 bilhões) e aumento percentual de 7,4%.

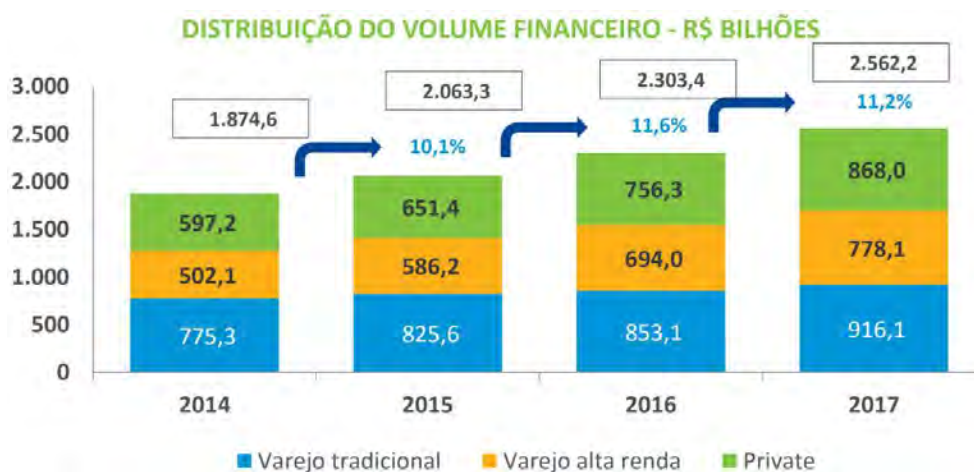


Gráfico 24 – Distribuição do Volume Financeiro (em R\$ bilhões). Fonte: ANBIMA

²⁹ Código Anbima de Regulação e Melhores Práticas

³⁰ Desconsiderando as aplicações em previdência.

Assim, o relatório justificou o maior desenvolvimento nos segmentos de varejo alta renda e private através do cenário de queda na taxa de juros. Esta medida proporciona mais oportunidades de investimento, e então, maior possibilidade de diversificar os portfólios de clientes enquadrados em alguma destas categorias. Em contrapartida, o menor crescimento no varejo tradicional é explicado pelo fato de grande parte do volume de recursos continuar alocados em aplicações mais conservadoras, como a caderneta de poupança.

2.1 – Clientes do varejo tradicional

De acordo com o gráfico 24, pode-se concluir que, factualmente, o segmento varejo tradicional é o que possui maior concentração de volume financeiro. Isto ocorre pois é o setor que possui maior número de clientes, se comparado aos outros segmentos - em 2017 estimou-se 67.548.530 milhões³¹ de contas abertas. A principal característica de clientes enquadrados nesse grupo é de destinar a maior parte de seu patrimônio em instrumentos de renda fixa, principalmente na poupança. Embora esta continue respondendo pela maior parte do volume total (63%), as aplicações em renda fixa perderam atratividade devido a dois fatores: queda da taxa de juros e falta de lastro para a emissão de LCIs e LCAs. Assim, estes investimentos foram substituídos, em parte, pelas aplicações em fundos de investimento, sobretudo nos multimercado.

Tabela 1 – Volume financeiro por instrumento em 2017 - Varejo tradicional (Dados em R\$ milhões)

Poupança ¹	573.655,5
Fundos ²	156.330,3
Ativos de capt. bancária	91.593,7
Ativos com lastro imob.	59.065,1
Ativos com lastro Agric.	15.159,9
Renda variável	9.953,6
Títulos públicos federais	8.719,6
Outros (não inclui previdência)	968,9
Debêntures	612
Total varejo tradicional	916.058,6

Fonte: ANBIMA

¹ Os dados consideram apenas os clientes com saldo acima de R\$ 100,00.

² Desconsideram-se os fundos 157.

³¹ ANBIMA - *Relatório de Private e Varejo 2017*, p. 11, *Contas por segmento*

O cliente de varejo normalmente é atendido em agências bancárias ou em postos de atendimentos. Por mais que esta dinâmica esteja mudando, com os bancos expandindo suas plataformas no mundo digital, o atendimento em pontos físicos ainda é bastante requisitado. Desta forma, de acordo com a base de dados do Banco Central do Brasil de 2018, existem 16.255 postos e 21.694 agências em todo o país. No que diz respeito a concentração geográfica, e então, à divisão desta infraestrutura, o maior número de contas deste segmento aglomera-se, primeiramente, em São Paulo (19.397.966 milhões), seguido pelo Nordeste (13.825.042 milhões); Sul (10.753.728 milhões); Minas Gerais e Espírito Santo (8.709.978 milhões); Rio de Janeiro (6.428.220 milhões); Centro-Oeste (5.054.194 milhões) e, finalmente, Norte (3.379.402 milhões).

2.1.1 – A caderneta de poupança

A caderneta de poupança é considerada o investimento mais tradicional do mercado brasileiro. Foi criada por Dom Pedro II em 1861 com o objetivo de captar recursos da população de baixa renda – até escravos de ganho eram permitidos aplicar suas economias na poupança, o que frequentemente acarretava na compra da própria carta de alforria. Inicialmente, o imperador estabeleceu remunerar estes depósitos a taxa de 6% ao ano, sob proteção do governo, o que sofreu alterações ao longo do tempo.

Atualmente, o produto é oferecido a pessoas físicas e jurídicas por instituições financeiras privadas ou públicas. Para aplicar, basta abrir uma conta poupança e, a partir disso, o valor ali depositado passa a obter liquidez diária e remuneração mensal. O investimento conta com a proteção do FGC e os rendimentos obtidos ficam isentos de imposto de renda. É interessante notar que a poupança de hoje apresenta semelhanças com a criada no período imperial, já que ainda é o principal instrumento financeiro para pessoas de baixa renda. Hoje, cerca de 60% da caderneta de poupança pertence a pessoas que movimentam até R\$ 100,00³².

Os ajustes na metodologia de cálculo da caderneta de poupança normalmente são repostas à mudanças no cenário econômico. Em particular, pode-se destacar o acréscimo da correção monetária para restituir perdas inflacionárias; modificações

³² Câmara dos Deputados - *Poupança: a história do mais tradicional investimento do país*

quanto a periodicidade do rendimento (de mensal para trimestral) e o confisco da poupança nos anos 90. A alteração mais recente foi instaurada em 2012, com um novo método de cálculo da rentabilidade atrelada à taxa Selic. Assim, para depósitos feitos antes de maio de 2012, a nova regra não é aplicada e a remuneração permanece de 0,5% ao mês mais TR (taxa referencial). No entanto, se o depósito foi feito após esta data, a remuneração varia de acordo com a Selic: se a meta for superior a 8,5% ao ano, a remuneração da poupança continua a mesma. No entanto, se a Selic for inferior a 8,5% ao ano, a remuneração passa a ser de 70% da Selic mais TR. Assim, com a queda da taxa de juros a poupança é uma aplicação que vem perdendo atratividade entre os investidores.

2.2 – Clientes de alta renda

Diferentemente do segmento de varejo, os clientes alta renda priorizam alocar suas rendas em fundos. Isso ocorre pelo fato desse grupo possuir maior renda e, então, maior disponibilidade para investimentos. Assim, a tendência é de buscar o aumento do patrimônio e maior retorno através de instrumentos mais arrojados do que a renda fixa. Logo, a principal alternativa para essa demanda são os fundos, pois contam com maior diversificação; acesso a gestão profissional da carteira de investimentos e diluição de custos entre os cotistas, tornando vantajoso para o cliente usufruir dessa estrutura. Desta forma, em 2017, aproximadamente metade do total investido pelos clientes de alta renda foi destinado a aplicações neste tipo de instrumento financeiro.

Tabela 2 – Volume financeiro por instrumento em 2017 - Varejo alta renda (Dados em R\$ milhões)

Fundos	381.660,6
Ativos de capt. bancária	117.560,6
Poupança	90.496,2
Ativos com lastro imob.	73.907,7
Ativos com lastro Agric.	37.405,9
Renda variável	31.462,4
Títulos públicos federais	22.715,6
Outros (não inclui previdência)	14.282,4
Debêntures	8.655,3
Total varejo alta renda	778.146,6

Fonte: ANBIMA

Este segmento conta com 6.051.634 milhões de contas abertas³³, nas quais 49% destas encontram-se no estado de São Paulo (2.964.255 milhões de contas). Em seguida, os clientes concentram-se no Rio de Janeiro (901.085 mil contas); Sul (713.899 mil contas); Minas e Espírito Santo (509.219 mil contas); Nordeste (502.867 mil contas); Centro-Oeste (360.661 mil contas) e, finalmente, Norte (99.698 mil contas). É válido notar que esse segmento concentra-se nas regiões com os maiores PIBs no país.

2.2.1 – A indústria de fundos de investimento

Como um histórico sobre a indústria já foi apresentado no capítulo 1, essa seção irá descrever a atual regulação dos fundos. Até 2004, não havia uma regulamentação consolidada acerca dos fundos de investimentos no Brasil. A CVM, então, ao publicar a Instrução 409, concentrou as normas tanto dos fundos de renda fixa, antes fiscalizados pelo Banco Central, quanto dos fundos de ação em um único documento.

Nesse documento, a CVM define fundos de investimento como *uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em títulos e valores mobiliários, bem como em quaisquer outros ativos disponíveis no mercado financeiro e de capitais*³⁴. Vale ressaltar que alguns tipo de fundo como Fundos de Investimento em Direitos Creditórios e Fundos de Investimento em Participações seriam regidos por sua regulação própria, e portanto, não estariam sujeitos ao regulamento da Instrução 409.

Além disso, o documento descreve os produtos considerados ativos financeiros, define as regras para o registro e distribuição de cotas, determina a cobrança das taxas de entrada, saída e performance, e discerne fundos abertos de fundos fechados. A principal distinção feita entre ambos é em relação ao resgate: enquanto nos fundos abertos os cotistas podem resgatar suas cotas a qualquer momento, nos fundos fechados os resgates só são ser realizados quando há o término da duração do fundo.

³³ ANBIMA - *Relatório de Private e Varejo 2017*, p. 11, *Contas por segmento*

³⁴ Instrução CVM nº 409 – *Art. 2º*

Os fundos são classificados nas seguintes categorias: Fundo de Curto Prazo; Fundo Referenciado; Fundo de Renda Fixa; Fundo de Ações; Fundo Cambial; Fundo de Dívida Externa e Fundo Multimercado. Cada um deles possui especificidades quanto ao percentual do patrimônio mantido por modalidade de ativo financeiro, e em relação a investimentos no exterior, o Art. 85 da CVM 409 prevê:

“(…)§ 1º Observado o disposto nos §§ 5º e 6º do artigo 2º, o fundo poderá manter em sua carteira ativos financeiros negociados no exterior, nas seguintes condições:

I – ilimitadamente, para os fundos classificados como “Dívida Externa” e para os fundos de qualquer classe que atendam o disposto no artigo 110-B;

II – até 20% (vinte por cento) de seu patrimônio líquido para os fundos classificados como “Multimercado”; e

III – até 10% (dez por cento) de seu patrimônio líquido, para os casos não contemplados nos incisos I e II acima.”

Além disso, há a definição de investidores qualificados, pessoas físicas e jurídicas com investimentos superiores a R\$ 300.000,00, e o estabelecimento de regras diferenciadas para esse público, como prazos diferentes dos outros fundos e maiores limites de concentração por categoria de ativo financeiro. Em 2013, a Instrução CVM 539 modificou esse conceito ao introduzir um aumento do valor mínimo para essa categoria (R\$ 1.000.000,00) e determinou que, a partir de então, os investidores profissionais seriam aqueles que apresentassem investimentos financeiros superiores a R\$ 10.000.000,00.

Objetivando modernizar a Instrução CVM 409, em 2014, foi publicada a CVM 555. Nessa circular há maior flexibilização quanto aos limites de aplicação em certas categorias de ativos financeiros e mudança na forma de disseminação de informações, com maior destaque a comunicação por meios eletrônicos. Um dos mais importantes pontos da circular é a nova classificação dos fundos. Agora, esses são definidos como: Fundo de Renda Fixa; Fundo de Ações; Fundo Cambial e Fundo Multimercado.

Uma vez classificados de acordo com a modalidade de ativo financeiro, os fundos são especificados em mais dois níveis, que dizem respeito à gestão/risco e subcategoria que define a estratégia. Focando nos fundos Multimercado, por exemplo, eles podem ser classificados como “Alocação”, permitindo investimento em diversas classes de ativos e buscando retorno no longo prazo; “Estratégia”, onde o gestor se baseia na política de investimento adotada para atingir seus objetivos, podendo utilizar alavancagem e; “Investimento no Exterior”, que investem mais de 40% de seu patrimônio em ativos estrangeiros.

Após essa divisão, os fundos da classe “Alocação” podem ser conceituados em “Balanceados” ou “Dinâmicos” e os fundos da classe “Estratégia” dividem-se entre: “Macro”; “Trading”; “Long and Short – Direcional”; “Long and Short – Neutro”; “Juros e Moeda”; “Livre”; “Capital Protegido” e “Estratégia Específica”. A nova segregação dos fundos permite que haja maior transparência, pois essa nova estrutura auxilia o investidor a alinhar seus desejos e aptidões a risco, mostrando os produtos mais recomendados para o seu perfil.

Em relação ao investimento no exterior, a CVM 555 trouxe maior flexibilização. De acordo com o Art. 101: *"Os fundos registrados nos termos da presente Instrução devem observar os seguintes limites de concentração ao aplicar em ativos financeiros no exterior:*

I – ilimitado, para:

- a) fundos classificados como “Renda Fixa – Dívida Externa”;*
- b) fundos exclusivamente destinados a investidores profissionais que incluam em sua denominação o sufixo “Investimento no Exterior”;* e
- c) fundos exclusivamente destinados a investidores qualificados que observem o disposto no §1º;*

II – até 40% (quarenta por cento) de seu patrimônio líquido para os fundos exclusivamente destinados a investidores qualificados que não se enquadrem no disposto no §1º; e

III – até 20% (vinte por cento) de seu patrimônio líquido para os fundos destinados ao público em geral."

Desse modo, fica evidente que a indústria de fundos no Brasil está em constante expansão e cada vez mais conta com novos produtos disponíveis para o investidor. No entanto, normalmente o acesso a este instrumento acaba sendo destinado a um público menor, de investidores mais esclarecidos e que possuem certo nível de acúmulo de riqueza, de maneira que possam arcar com as taxas e os custos cobrados pelo setor.

2.3 – Clientes do private

O grupo compreendido por private é o que possui segundo maior volume financeiro, mas o que apresenta menor número de contas abertas (117.421 mil³⁵). Isso ocorre devido a exigência de valor mínimo elevado para aplicações, o que faz cada conta ativa possuir maior saldo. Além disso, estes clientes vem atraindo maior atenção das instituições financeiras, pois mesmo em períodos de crise continuaram a investir no mercado. Em 2017, o principal investimento realizado por esse grupo foi nos fundos multimercado, pois permitem investir no exterior. Em comparação com 2016, a procura por fundos de ações e ativos de renda variável aumentou e a aplicação na renda fixa diminuiu, refletindo a busca por maior rentabilidade.

Tabela 3 – Volume financeiro por instrumento em 2017 - Private (Dados em R\$ milhões)

Fundos	446.502,6
Renda variável	145.311,4
Ativos com lastro agríc.	111.518,1
Ativos de capt. bancária	54.782,9
Ativos com lastro imob.	54.544,7
Títulos públicos federais	27.654,0
Debêntures	16.471,3
Outros (não inclui previdência)	9.702,8
Poupança	1.516,3
Total private ¹	868.004,3

Fonte: ANBIMA

¹ Não são considerados os recursos destinados à previdência do segmento private.

³⁵ ANBIMA - *Relatório de Private e Varejo 2017*, p. 11, *Contas por segmento*

As pessoas físicas detentoras de grandes fortunas podem optar por realizarem seus investimentos em duas instituições que, por ora, se confundem: o segmento bancário de Private Banking/Wealth Management e os family-offices. Enquanto o primeiro foca em administrar o capital de ativos financeiros desta parcela de clientes, o segundo é um tipo de empresa particular que, visando ser isenta de conflitos de interesse, oferece serviços que preservam tanto o capital financeiro quanto ativos imobiliários. Adicionalmente, os escritórios de family-office disponibilizam aos seus clientes serviços jurídicos, contábeis, tributários e planejamento sucessório.

No século XIX, os family-offices foram criados pelas famílias mais ricas do mundo, como os Rockefeller e os Rothschild, que buscavam uma estrutura mais elitizada para gerir seus ativos e atenderem suas necessidades. Posteriormente, estas famílias passaram a englobar outros clientes em seus family-offices com o objetivo de diluir custos, surgindo o conceito de multi-family office, empregado até os dias atuais. No Brasil, essa indústria evoluiu com a abertura de capital de diversas empresas na Bovespa. Nos últimos 20 anos, mais de 100 dessas companhias eram controladas por famílias. Assim, estas passaram a demandar assessoria personalizada, fomentando, então, o desenvolvimento do setor.

Segundo a ANBIMA, estima-se que, atualmente, existe no mercado mais de 100 empresas atendendo este segmento³⁶, o que acarretou na necessidade de fiscalização destas instituições. Dessa forma, a ANBIMA criou um código de autorregulação para o setor e a CVM incluiu, na Instrução 306, regras específicas para gestão de recursos de terceiros. Em relação à distribuição geográfica dos escritórios, o Family Office Report Brasil 2018 estimou que 35% localiza-se em São Paulo; 27% no Rio Grande do Sul; 17% em Minas Gerais; 9% no Rio de Janeiro; 4% no Ceará, Sergipe e Pernambuco. Quanto ao número de contas, o Relatório de Private e Varejo de 2017 afirmou que este segmento possui maior número de contas em São Paulo (58.746 mil contas), seguido por Rio de Janeiro (17.787 mil contas), Sul (14.678 mil contas), Minas Gerais e Espírito Santo (10.347 contas), Nordeste (8.380 mil contas), Centro-Oeste (6.527 mil contas) e Norte (956 contas)³⁷.

³⁶ Reuters – *Family offices se expandem no Brasil, sob a mira de reguladores*

³⁷ ANBIMA - *Relatório de Private e Varejo 2017*, p. 11, *Contas por segmento*

3. Investimento de pessoas físicas no exterior

3.1 – O FMI e o estudo de Capital Flow Management Measures

Brevemente, o que se denominou Capital Flow Management Measures – doravante CFMs – foi o conceito do FMI de planejar os fluxos de capitais estrangeiros. Anunciado em 2012 pelo International Monetary and Financial Committee, a circular “The Liberalization and Management of Capital Flows: an Institutional View” se inseria na lógica de fazer o que fosse preciso para manter a prosperidade do sistema monetário global. O objetivo evidente desse texto é de destacar pontos positivos e negativos de entrada e saída de capital estrangeiro e sugerir políticas que garantem a ocorrência de tal fluxo de maneira eficiente. Em teoria, o fluxo de capital sempre existiu, todavia antes era majoritariamente direcionado para as economias desenvolvidas e, a partir de 2003, passou a ser canalizado pelas economias emergentes. Assim, como os fluxos de capitais influenciam a estabilidade econômica e financeira tanto nas economias individuais quanto globais, espera-se que os formuladores de política tenham a ciência de como abordar tal questão.

Na prática, o FMI destaca uma tendência gradual para a liberalização dos fluxos de capitais. Porém, para que isso ocorra é necessário que os países tenham atingido certo nível de desenvolvimento financeiro e institucional. As evidências sugerem que, a liberalização do fluxo de capital tem maior probabilidade de ser bem-sucedida se apoiadas por sólidas políticas monetárias, fiscais e cambiais, sendo a flexibilidade desta última crucial para amortecer a economia contra os efeitos de volatilidade. Uma maior abertura comercial também ajuda a dinamizar tal fluxo, elevando a capacidade dos países de atrair capital estrangeiro e suplementando a demanda interna com a externa, o que pode mitigar efeitos de crises financeiras.

Assim, o maior desafio dos governos é canalizar recursos estrangeiros para investimentos produtivos. As entradas podem ajudar a complementar a poupança interna e financiar o investimento doméstico, acarretando em transbordamento tecnológico e expansão do financiamento do comércio. Reformas estruturais que podem ajudar as economias a absorver melhores influxos de capital incluem medidas para aprofundar os mercados domésticos de títulos e ações, desenvolver produtos

financeiros de maneira segura e fortalecer a regulação e supervisão financeira. O investimento em tecnologia, por exemplo, requer fundos de longo prazo e de grande porte que o investimento não residente pode ajudar a complementar. Mercados de títulos locais bem desenvolvidos e integrados podem facilitar a criação e intermediação de tais recursos.

No entanto, a entrada exacerbada de capitais põe em xeque a capacidade de ajuste das políticas macroeconômicas. Isso porque pode-se originar maior volatilidade e bolhas de preços dos ativos, apreciação da taxa de câmbio, booms de crédito, quedas insustentáveis nos prêmios de risco e distorções nos mercados monetários. Logo, o FMI sugere que, para estimular a entrada de capitais, o ideal é uma combinação entre adoção de política macroeconômica e CFM que visa conter o fluxo, como limites de alavancagem nas posições dos derivativos dos bancos (caso da Coréia).

Em relação às saídas de capitais, a mesma lógica de compatibilizar CFMs com políticas macroeconômicas é recomendada. No entanto, vale ressaltar que saídas disruptivas são geralmente associadas a situações de estresse como depreciação significativa da moeda, alta dívida soberana, taxas de juros acentuadamente elevadas, preços de ativos deprimidos e crises bancárias/financeiras. Por isso, deve-se agir com maior cautela, pois suas consequências podem incluir depleção de reservas, colapso monetário e crises no sistema financeiro. Exemplos de mecanismos analisados no relatório são limitações de saques de depósitos estrangeiros (Argentina) e proibição de conversão e transferência de ativos estrangeiros em moeda nacional (Islândia), dificultando possível especulação monetária. Com isso em mente, sugere-se que os CFMs, tanto de entrada quanto de saída de capitais, sejam de cunho temporário e sua remoção devidamente cronometrada, levando-se em consideração a necessidade de adaptação às circunstâncias e objetivos particulares de cada país. Assim, as medidas devem ser tomadas no momento certo para não gerar custos desnecessários e ineficientes para a economia.

3.2 – A decisão dos governos brasileiro, chinês e indiano

Isto posto, sem que a publicação do relatório do FMI tenha de fato sido implementada – isso é, sem que todos os países imediatamente adotem alguma medida sugerida –

seu anúncio por si só ocasionou um substancial otimismo no mercado de fluxo de capitais. Houve um alívio para a reconstrução da estabilidade financeira e, nesse sentido, para a sobrevivência da globalização no quesito monetário. O anúncio foi, portanto, bastante eficiente em seus objetivos, tendo contribuído de maneira essencial para reduzir as tensões e criar momentos de maior eficiência nos fluxos de capitais.

É fácil perceber como um estudo desse tipo vai muito além do consenso sobre a responsabilidade do Banco Central de controlar o fluxo de capitais.

Independentemente da repercussão positiva dessa publicação nos mercados financeiros, essas observações levantaram dúvidas sobre a autoridade de bancos centrais para regularizarem movimentações de tal natureza. Quando o FMI incentiva maior fiscalização sobre tais fluxos, ele estabelece um novo valor governamental fundamental. De repente, essa autoridade monetária não-eleita atribui uma responsabilidade política que vai além de controlar a base monetária para evitar a entrada e saída de capital. A legitimidade dessa instituição influencia países a possibilitarem maior investimento estrangeiro e a pessoas físicas investirem mais regularmente no exterior. Nesse contexto, é interessante notar os casos do Brasil, China e Índia e a naturalidade em que lideram com esse estudo, assim como as consequências em seus mercados de capitais.

3.2.1 – O caso indiano e chinês

Ambos países possuem cultura de desencorajar o investimento no exterior via pessoa física. Isso ocorre devido a possibilidade de sustentarem taxas de crescimento elevadas, apesar de possuírem economias relativamente fechadas. No entanto, é importante ressaltar que cada país apresenta particularidades que motivam tal comportamento: na China há controle rígido do governo sobre os fluxos de capitais e na Índia tal fato pode ser explicado pela falta de estrutura que proporcione investimento. Todavia, recentes reformas no mercado de capitais modificam a dinâmica existente até então.

Em 2001, a China promoveu vantagens tributárias em certos setores visando estimular a entrada de capital estrangeiro. Ao reduzir restrições sobre o investimento, a

economia se desenvolveu e, em 2008, passou a ser o país com maior reserva em dólar³⁸. Por esse motivo, o governo não incentiva sua população a investir e ampliar o segmento de Wealth Management. Assim, a estratégia utilizada é de controlar as movimentações financeiras para evitar entradas e saídas especulativas que possam desestabilizar sua economia. Exemplos de CFMs adotados com tal objetivo é a desvalorização da taxa de câmbio, imposição de uma taxa relativamente alta (2%) sob transações e permitir pessoas físicas a exportar USD 50.000 do país por ano³⁹.

No entanto, vale ressaltar que o momento político-econômico atual de uma possível guerra comercial com os EUA faz o governo chinês flexibilizar seus objetivos. Atualmente, o país está convidando investidores a financiarem um fundo de tecnologia, visando reduzir sua dependência de tecnologia estrangeira, principalmente norte-americana. As empresas serão nacionais mas controladas pelo capital tanto local, quanto estrangeiro⁴⁰.

O caso indiano possui semelhanças com o chinês: o governo também liberalizou a entrada de investimentos no país, o que aumentou o sua reserva em dólar, mas desestimulou o segmento de Wealth Management. Além disso, a Índia possui uma das populações menos bancarizadas do mundo (apenas 35% utiliza bancos), o que faz com que seus residentes não tenham conhecimento de instrumentos financeiros. O governo também utiliza a política de limite de saque de pessoa física, onde os bancos só podem trocar 4.000 rúpias por dia (aproximadamente R\$ 200) e desvaloriza a moeda, de maneira a evitar especulação⁴¹. Todavia, vale ressaltar que o mercado de capitais é melhor regularizado: em 2011 o governo aboliu o imposto de 0,125% cobrado sobre o valor de compra e venda de ações em bolsa, com o objetivo de tornar o mercado de capitais indiano mais atrativo e líquido⁴².

³⁸ World Economic Forum – *These are the economies which hold the most foreign currency*

³⁹ El País – *O capital abandona a China*

⁴⁰ Bloomberg - *China Invites Foreign Cash to Build a World-Class Chip Industry*

⁴¹ Instituto Ludwig von Mises Brasil - *Governo indiano proíbe a circulação de dinheiro vivo*

⁴² Capital Aberto – *Índia corta imposto sobre compra e venda de ações.*

3.3 – A regulação do fluxo de capital no Brasil

Antes do relatório elaborado pelo FMI ser publicado, o Brasil já regulava o seu fluxo cambial. Em 2005, o Banco Central do Brasil expediu o RMMCI (Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais) na Circular nº 3.280, que uniformizou e datalhou o funcionamento do mercado de câmbio a partir de três divisões: “Mercado de Câmbio”; “Capitais Brasileiros no Exterior” e “Capitais Estrangeiros no País”. O regulamento apresenta todos as particularidades e modelos de contratos em diversas situações (como viagens internacionais e operações interbancárias, por exemplo) e também descreve investimentos diretos ou em portfólios e o processo de instalação de escritórios no exterior. Pode-se concluir que tal documento mostra ciência por parte do governo brasileiro de fluxos cambiais com o mercado internacional. No entanto, a crise de 2008 e o estudo levantado pelo FMI, levou o país a adotar os CFMs, tanto para entrada quanto para saída de capitais, complementando o RMMCI de 2005.

Em relação ao estímulo de entrada de capitais, o governo introduziu o IOF, taxando certos tipos de influxo. A imposição desse imposto não causou saída de capital, pois os investidores mantiveram-se confiantes no compromisso das autoridades monetárias com a abertura do mercado. Além disso, pode-se dizer que houve eficácia no que tange a percepção do momento oportuno de alterar a taxa, pois, em 2011, a alíquota do IOF foi ajustada de acordo com a variação do nível de entrada de capital. Essa política também gerou impacto positivo no mercado de capitais ao desestimular o giro financeiro com fins especulativos, pois a alíquota do IOF sobre rendimentos obtidos em aplicações financeiras reduz progressivamente a partir do primeiro dia de aplicação até zerar no último dia útil do mês⁴³.

A política mais notória em relação ao controle de saída de capital é a lei de repatriação. Tal controle, também sugerido pelo relatório do FMI, incentiva o envio de recursos de volta ao país. A lei foi sancionada em 2016 com o objetivo de gerar receita extra para melhorar o resultado fiscal. Assim, o governo demandou que, as pessoas físicas e jurídicas que não declararam no seu Imposto de Renda a posse de

⁴³ BTG Pactual Digital – *Qual a tributação?*

bens no exterior⁴⁴ no valor superior de R\$ 10.000 remetessem tais recursos de volta para o Brasil. Ao realizar a transferência desses, dentro do prazo estipulado pelo Senado, pagava-se a tributação relativa ao Imposto de Renda (15% sobre o saldo) e mais uma multa de mesmo percentual⁴⁵. Com essa lei, o governo federal arrecadou R\$ 46,8 bilhões e, em 2017, o Senado sancionou a Lei 13.428/2017, que reabriu o prazo para a repatriação de ativos, porém, com maior tributação (15% do Imposto de Renda adicionado de 20,25% de multa)⁴⁶.

Consequentemente, a lei da repatriação transferiu mais recursos para o mercado doméstico e, esses investidores, que continuam a ter apetite pelo investimento no mercado externo, buscam alocar seu patrimônio nessa classe de ativos. Assim, a flexibilização proporcionada pela Instrução 555 da CVM, junto a incerteza tanto do cenário externo quanto das eleições, incentiva os investidores a direcionarem o seu patrimônio nos fundos Multimercado, em especial, Multimercado Investimento no Exterior (captação de R\$ 2,6 bilhões no mês de julho)⁴⁷.

3.4 – O capital brasileiro no exterior

Assim, pode-se afirmar que a maior demanda por essas classes de fundos indica que o investimento no exterior é uma alternativa escolhida por vários brasileiros. Essa tendência pode ser atribuída, principalmente, ao momento de crise político-econômica que o Brasil atravessa desde 2013. As estatísticas levantadas no site do Banco Central do Brasil na seção “Capitais brasileiros no exterior” mostram em detalhe que, desde 2007, mais capital brasileiro está sendo enviado ao exterior.

O mercado brasileiro é pequeno, se comparado a mercados internacionais. Por mais que o mercado norte-americano, por exemplo, obtenha mais empresas listadas na NYSE do que existem na Bovespa, a quantidade de capital que o Brasil exporta está longe de ser desprezível. Assim, a medida que o investidor opta por alocar seus

⁴⁴ Valores em depósitos bancários, cotas de fundos de investimento, apólices de seguros, fundo de aposentadoria e pensão, depósitos em cartão de crédito, imóveis, qualquer tipo de veículos, operações de empréstimo, operações de câmbio ilegítimas ou não autorizadas e participações societárias.

⁴⁵ Senado Federal - *Dilma sanciona Lei que permite repatriação de dinheiro mantido no exterior.*

⁴⁶ Senado Federal - *Sancionada lei que estende prazo para repatriação de recursos.*

⁴⁷ ANBIMA - *Após perdas de junho indústria de Fundos de Investimento apresenta captação positiva em julho.*

investimentos em ativos e em classes de fundos que acessam o mercado internacional, sua estratégia de investimento é beneficiada e este conta com maior diversificação.

Além disso, o leque de opções entre risco-retorno aumenta e o efeito câmbio é praticamente nulo ao se investir em moedas mais valorizadas como o dólar. A tabela a seguir proporciona dados ano a ano do estoque do capital brasileiro no exterior.

Tabela 4 – Capitais brasileiros no exterior – estoque em US\$ milhões

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Total	196 724	209 488	221 809	273 961	280 265	355 982	391 575	450 438	442 979	456 630
Investimento brasileiro direto	140 036	155 942	164 523	188 637	202 586	266 252	295 382	328 236	317 397	335 362
Participação no capital	111 339	113 755	132 413	169 066	192 933	247 172	272 921	303 831	293 214	307 551
Operações intercompanhias	28 697	42 187	32 110	19 572	9 654	19 080	22 461	24 405	24 183	27 812
Créditos comerciais	-	-	-	-	-	10 569	14 988	15 822	18 075	20 651
Investimentos em carteira	18 216	13 599	16 519	38 203	28 485	22 124	25 437	35 009	30 916	31 326
Investimentos em ações	6 548	4 828	8 641	14 731	16 903	13 367	16 930	22 968	22 857	22 314
Brazilian Depositary Receipts	3 280	803	2 885	6 489	5 823	3 796	4 031	3 811	3 532	3 296
Demais	3 268	4 025	5 756	8 242	11 080	9 572	12 899	19 157	19 325	19 018
Títulos de renda fixa	11 668	8 771	7 877	23 472	11 581	8 757	8 507	12 041	8 059	9 012
Curto prazo	7 600	4 441	2 551	14 853	5 545	5 932	4 223	6 677	4 286	6 006
Longo prazo	4 068	4 329	5 326	8 620	6 036	2 825	4 283	5 364	3 773	3 006
Derivativos	142	609	426	797	668	555	647	594	680	737
Outros investimentos	38 330	39 338	40 341	46 324	48 526	67 051	70 109	86 599	93 986	89 206
Créditos comerciais	-	-	-	-	-	8 096	8 420	7 963	7 214	8 001
Empréstimos	11 600	11 835	12 674	13 825	14 835	19 538	15 939	17 555	17 795	17 408
Curto prazo	239	109	130	107	114	339	257	407	401	486
Longo prazo	11 360	11 726	12 544	13 719	14 720	19 199	15 682	17 147	17 394	16 922
Moeda e depósitos	23 251	24 368	23 424	27 342	26 376	30 780	35 998	43 861	51 756	45 329
Imóveis	1 844	1 854	2 625	2 712	3 601	4 612	5 409	6 139	5 896	6 108
Outros ativos	1 635	1 282	1 618	2 444	3 714	4 026	4 344	11 081	11 325	12 358
Memo:										
Quantidade de declarantes	15 231	16 105	16 925	20 071	21 738	26 456	30 573	55 154	57 790	57 581
Pessoa física	13 426	14 228	14 990	17 879	19 430	23 199	27 014	51 123	53 598	53 165
Pessoa jurídica	1 805	1 877	1 935	2 192	2 308	3 257	3 559	4 031	4 192	4 416

Fonte: Banco Central do Brasil

Na tabela acima pode-se concluir que a maior parte do capital brasileiro no exterior é destinado a “Investimento brasileiro direto – Participação no capital”. Esta categoria apresenta maior relevância, pois o processo de internacionalização de companhias brasileiras ainda está em desenvolvimento, se comparado a empresas sediadas em países desenvolvidos. Esta categoria ainda envolve um pequeno número de empresas nacionais, devido a fatores domésticos como instabilidade política e alta volatilidade da taxa de câmbio. Sendo assim, com a retomada do crescimento econômico, o Brasil pode aumentar a sua presença internacional no exterior.

Adicionalmente, a linha referente à “Quantidade de declarantes” obteve um salto na quantidade, se comparado os anos de 2007 com 2016, fenômeno que pode ser

atribuído a criação e consequências da Lei de repatriação. Vale ressaltar também que o número de imóveis e investimento em ferramentas financeiras, como títulos de renda fixa e ações, expandiu consideravelmente. Esses instrumentos são utilizados, principalmente, pelos fundos de tipo Multimercado Investimento no Exterior⁴⁸, e pelos fundos de previdência, que flexibilizaram sua legislação⁴⁹ (Tabela 5). Além disso, o levantamento do Banco Central mostra que, em 2016, o mercado que o Brasil mais comprou ações e títulos de renda fixa foi o norte-americano (Tabelas 6, 7 e 8).

Em relação à moedas e depósitos, os países que mais concentram capital proveniente do Brasil são Estados Unidos (55,3%), Ilhas Cayman (18%) e Suíça (7,7%). O motivo dessa distribuição é dado por dois fatores: primeiramente, pelo fato do dólar ser a moeda mais utilizada no mercado mundial e, pelos outros dois países serem considerados paraísos fiscais, apresentando alta quantidade de empresas offshore, que estão sujeitas a maiores vantagens fiscais e maior facilidade para a aplicação de capitais no exterior. Quanto aos imóveis, destaca-se maior movimentação nos Estados Unidos (37,7%), Portugal (11,9%) e França (9,6%), onde não só o fluxo de capitais ocorre, mas principalmente o fluxo de pessoas⁵⁰.

Tabela 5 – Patrimônio Líquido por Tipo ANBIMA (Dados em R\$ milhões)

	2017 (Jul-Dez)	2018 (Jan-Jun)
Renda Fixa	11,459,500.4	11,736,532.7
Renda Fixa Investimento no Exterior	5,823.1	6,739.3
% do total	0.0508%	0.0574%
Multimercados	4,941,698.9	5,447,894.6
Multimercados Investimento no Exterior	1,890,991.8	2,011,316.9
% do total	38.2660%	36.9192%
Previdência	4,245,296.1	4,513,815.3
Previdência Multimercados	186,808.4	246,852.4
% do total	4.4004%	5.4688%

Fonte: ANBIMA

⁴⁸ Anbima - *Boletim de Fundos de Investimentos*

⁴⁹ Anbima - *Entidades fechadas de previdência complementar têm novas regras para investir no exterior*

⁵⁰ IBGE – *Censo Demográfico 2010*

Tabela 6 – Investimento brasileiro em carteira – títulos de renda fixa de curto prazo

	Valor (US\$ milhões)	%
Estados Unidos	3 232	53,8
Espanha	1 313	21,9
Dinamarca	511	8,5

Fonte: Banco Central do Brasil

Tabela 7 – Investimento brasileiro em carteira – títulos de renda fixa de longo prazo

	Valor (US\$ milhões)	%
Estados Unidos	1 040	34,6
Suíça	482	16,0
Coréia do Sul	306	10,2

Fonte: Banco Central do Brasil

Tabela 8 – Investimento brasileiro em carteira – ações

	Valor (US\$ milhões)	%
Estados Unidos	8 838	39,6
Ilhas Cayman	2 760	12,4
Bermudas	1 582	7,1

Fonte: Banco Central do Brasil

4. Conclusão

A apresentação e o desenvolvimento dos casos propostos por esse trabalho servem à discussão corrente sobre o investimento realizado por pessoas físicas tanto no mercado de capitais brasileiro quanto no exterior. Em particular, buscou-se entender melhor por quais motivos a diversificação está sendo mais procurada pelo investidor e como a legislação acomodou estas mudanças comportamentais. Discutiu-se, em primeiro momento, a História e a importância desta para entender os fundamentos da evidência empírica. Por outro lado, também foi apresentada a necessidade de conciliar tais condutas com modificações em políticas adotadas pelo Banco Central e pela CVM.

Em linha com a discussão iniciada pelo Relatório Credit Suisse Global Wealth Management 2017, apresentou-se a evolução do nível de riqueza por adulto ao longo da década de 2000. Foi destacado um descompasso entre o crescimento da riqueza e o PIB, pois apesar dos países apresentarem taxas de crescimento positivas, estas não seriam suficientes para manter o aumento da riqueza do indivíduo. O que sugere essa divergência é a depreciação das moedas locais frente ao dólar, fenômeno que gera o empobrecimento de tais nações. Nesse sentido, o tempo presente detectou esta tendência para o Brasil, que exibiu nos últimos 12 meses depreciação de 14%⁵¹.

Assim, o aprofundamento da análise no mercado de capitais no Brasil no capítulo seguinte descortinou uma série de conclusões importantes que mostram as consequências desta depreciação na atual realidade do país. O fato do volume financeiro no segmento de varejo ser praticamente igual ao segmento de private mostra que a concentração de renda é uma realidade duradoura no país, que foi exacerbada mais recentemente pelo alto nível de desemprego. Isso foi confirmado pelo relatório do Credit Suisse Global Wealth Management 2018, onde mostra-se que o Brasil tem uma parcela maior de pessoas com riqueza inferior a US\$ 10.000 do que no resto do mundo e, que os 1% dos brasileiros mais ricos detém 43% da riqueza familiar do país⁵².

⁵¹ Credit Suisse – *Global Wealth Report 2018* p.9

⁵² Credit Suisse – *Global Wealth Report 2017* p.52

Adicionalmente a este fato, a procura do investidor brasileiro pelo investimento em ativos estrangeiros aumentou devido à dois fatores: a lei da repatriação e a instabilidade econômica do país. A lei da repatriação demandou que a população de alta renda que possuísse patrimônio no exterior trouxesse seu dinheiro de volta para o Brasil e, conseqüentemente, passasse a investir em produtos financeiros nacionais. Todavia, a recessão que o país atravessa dificulta os retornos positivos no mercado de capitais, o que incentiva os fundos de investimento procurarem maior diversificação de seus portfólios. Junto a isso, a queda da taxa de juros e a incerteza sobre a reforma da previdência faz com que poupar se torne um desafio maior para a população, que passa a necessitar de mais alternativas para investir.

Com a intenção de compreender os fundamentos e os limites do conceito desse fluxo de capitais, desenvolveu-se a análise da circular publicada pelo FMI, que visa regular estes. Foram desenvolvidos tanto os argumentos mais tradicionais quanto os mais recentes que justificam o controle dos fluxos de capitais. Ficou evidente a importância desse conceito para as expectativas dos participantes do mercado, o que ajuda a definir a ideia de autonomia entre os países e as políticas mais eficientes para cada nação. Adicionalmente, especificou-se os casos brasileiro, chinês e indiano em relação a investimentos no exterior. Enquanto o Brasil é relativamente liberal, controlando o fluxo de capital via IOF, os demais países desencorajam o investimento no exterior.

Assim, o desafio de acomodar a necessidade do investidor brasileiro vem com a conciliação entre independência e juricidade. Conforme colocado na introdução desse trabalho, o mundo minúsculo deve ser entendido como mais complexo. Ao se tratar da indústria de investimentos financeiros destinadas as pessoas físicas no Brasil, é preciso manter a ciência de que a existência da concentração de renda intensifica esta complexidade. A legislação deve tender a ser mais flexibilizada de modo que o acesso a produtos financeiros passe a captar mais recursos de todos os segmentos de pessoa física. Assim, mais opções de investimentos existirão.

Referências Bibliográficas:

Alves Jr, Antonio José. (2003). Fundos Mútuos de Investimentos no Brasil: A expansão da indústria nos anos 1990 e perspectivas para o futuro. *CEPAL, Oficina de Brasília*.

Anbima. (2018). Após perdas de junho indústria de Fundos de Investimento apresenta captação positiva em julho. *Disponível em:*

http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/apos-perdas-de-junho-industria-de-fundos-de-investimento-apresenta-captacao-positiva-em-julho-2CA08A9A64D91B360165159ABA7F749D.htm. Acesso em: 03/10/2018.

Anbima. (2018). Boletim de Fundos de Investimentos. *Disponível em:* http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/apos-perdas-de-junho-industria-de-fundos-de-investimento-apresenta-captacao-positiva-em-julho-2CA08A9A64D91B360165159ABA7F749D.htm. Acesso em: 24/09/2018.

Anbima. Cartilha da Nova Classificação de Fundos. *Disponível em:* <http://www.classificacaodefundos.com.br/cartilha-nova-classificacao-de-fundos.pdf>.

Anbima. (2018). Entidades fechadas de previdência complementar têm novas regras para investir no exterior. *Disponível em:*

http://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/entidades-fechadas-de-previdencia-complementar-tem-novas-regras-para-investir-no-exterior.htm. Acesso em: 24/09/2018.

Anbima. (2018). Recursos alocados nos segmentos private e varejo crescem 11,2% em 2017. *Disponível em:* http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/varejo-private-e-gestores-de-patrimonio/boletim-de-private-e-varejo/recursos-alocados-nos-segmentos-private-e-varejo-crescem-11-2-em-2017.htm#01

Andrezo, Andrea Fernandes; Lima, Iran Siqueira. (1999). Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais. *Pioneira, São Paulo, [S.L.]*.

Allen, David. (2015). *Investment Management in Boston: A History*. University of Massachusetts Press.

Banco Central do Brasil. Estatísticas de Capitais brasileiros no exterior. *Disponível em: <https://www4.bcb.gov.br/rex/cbe/port/cbe.asp>*. Acesso em: 28/08/2018.

Banco Central do Brasil. Circular 3.280. *Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/Rex/RMCCI/Ftp/RMCCI-Original-14.03.2005ate03.05.2005.pdf>*.

Banco Central do Brasil. Relação de Agências, Postos e Filiais de Administradoras de Consórcio (transferência de arquivos). *Disponível em: <https://bcb.gov.br/fis/info/agencias.asp>*

Bloomberg. (2018). China Invites Foreign Cash to Build a World-Class Chip Industry. *Disponível em: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-04-25/china-invites-foreign-cash-to-build-a-world-class-chip-industry>*.

Brito, Ney R. O.; Neves, Antonio R. M.. (1984). O Desempenho Recente dos Fundos de Investimento. *Revista Brasileira do Mercado de Capitais, IBMEC, Rio de Janeiro*

BTG Pactual Digital. Qual a tributação?. *Disponível em: <https://atendimento.btgpactualdigital.com/hc/pt-br/articles/209657648-Qual-a-tributa%C3%A7%C3%A3o->*.

Câmara dos Deputados. (2012). *Disponível em: <http://www2.camara.leg.br/camaranoticias/radio/materias/ECONOMIA/420768-POUPANCA:-A-HISTORIA-DO-MAIS-TRADICIONAL-INVESTIMENTO-DO-PAIS.html>*

Capital Aberto. (2011). Índia corta imposto sobre compra e venda de ações. *Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/captacao-de-recursos/india-corta-imposto-sobre-compra-e-venda-de-aco/es/>*.

Cobbs, Elizabeth A. (1989). Entrepreneurship as Diplomacy: Nelson Rockefeller and the Development of the Brazilian Capital Market. *Business History Review*

CVM. Instrução CVM 409. *Disponível em:*

www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst409.html.

CVM. Instrução CVM 555. *Disponível em:*

www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html.

CVM. Tabela comparativa entre as instruções 409 e 555. *Disponível em:*

<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2014/tabela-comparativa-ICVM-555-409.pdf>.

Delbianco, FA; Fioriti, A. (2015). Were financial flows in Latin America and the Caribbean shifted by their crises? *International Journal of Finance & Economics*. [S.L], v.20, n.2, pp.114-125.

El País. (2016). O capital abandona a China. *Disponível em:*

https://brasil.elpais.com/brasil/2016/03/06/internacional/1457296631_854787.html.

IBGE. (2011). Censo Demográfico 2010.

Instituto Ludwig von Mises Brasil. (2016). Governo indiano proíbe a circulação de dinheiro vivo. *Disponível em:* <https://mises.org.br/ArticlePrint.aspx?id=2568>.

International Monetary Fund DataMapper. (2018). *Disponível em:*

www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/BRA/CHN/IND/RUS

Investment Company Institute. (2010). Investment Company Fact Book. *Disponível em:* https://www.ici.org/pdf/2010_factbook.pdf. Acesso em: 26/09/2018.

Investopedia. (2018). A Brief History of the Mutual Fund. *Disponível em:*

<https://www.investopedia.com/articles/mutualfund/05/mfhistory.asp>.

LIN, JY; et al. (2018). Impact analysis of US quantitative easing policy on emerging markets. *International Journal of Emerging Markets*, [S.L], v.13, n.1, pp.185-202.

Market Mogul. (2017). The risks of Investing in Brazil. *Disponível em:*

<https://themarketmogul.com/brazilian-risk-assessment-companies-invest-brazil/>. Acesso em: 26/09/2018.

Massachusetts Investors Trust. (2017). America's First Mutual Fund. *Disponível em: https://www.mfs.com/wps/FileServerServlet?articleId=templatedata/internet/file/data/sales_tools/mfsp_mitmfs_bro&servletCommand=default*.

MutualFunds.com. (2014). Introduction to No-Load Mutual Funds. *Disponível em: <http://mutualfunds.com/no-load-funds/introduction-no-load-mutual-funds/>*.

Relatório Credit Suisse Global Wealth Management. (2017). *Disponível em: <http://publications.credit-suisse.com/index.cfm/publikationen-shop/research-institute/global-wealth-report-2017-en/>*.

Senado Federal. (2016). Dilma sanciona Lei que permite repatriação de dinheiro mantido no exterior. *Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2016/01/14/dilma-sanciona-lei-que-permite-repatriacao-de-dinheiro-mantido-no-exterior>*. Acesso em: 3/10/2018.

Senado Federal. (2017). Sancionada lei que estende prazo para repatriação de recursos. *Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2017/03/31/sancionada-lei-que-estende-prazo-para-repatriacao-de-recursos>*. Acesso em: 3/10/2018.

The Economist. (2012). The real wealth of nations. *Disponível em: <https://www.economist.com/finance-and-economics/2012/06/30/the-real-wealth-of-nations>*.

The World Bank Data. (2018). *Disponível em: <https://data.worldbank.org/indicator/PA.NUS.FCRF?end=2017&locations=IN-BR-RU-CN&start=1980>*

World Economic Forum. (2018). These are the economies which hold the most foreign currency. *Disponível em: <https://www.weforum.org/agenda/2018/06/mapped-the-countries-with-the-most-foreign-currency-reserves>*.