
A EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA BRASILEIRA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO ENTRE 2010 E 2019

THE EVOLUTION OF THE BRAZILIAN INVESTMENT FUND INDUSTRY BETWEEN 2010 AND 2019

Paulo Henrique Moura Nascimento

Mestre em Ciências Contábeis, Universidade Federal do Espírito Santo, UFES
Endereço: Av. Fernando Ferrari, 514 - Goiabeiras, Vitória – ES - CEP 29075-910;
Telefone: (27) 4009-2756
E-mail: paulohenriquemnascimento@gmail.com

Filipe Manarte Scaramussa

Mestre em Ciências Contábeis, Universidade Federal do Espírito Santo, UFES
Endereço: Av. Fernando Ferrari, 514 - Goiabeiras, Vitória – ES - CEP 29075-910;
Telefone: (27) 4009-2756
E-mail: filipemanarte@hotmail.com

Recebido: 01/10/2020 Aprovado: 18/04/2021
Publicado: 30/08/2021

Patricia Maria Bortolon

Doutora em Administração de Empresas, Universidade Federal do Espírito Santo, UFES
Endereço: Av. Fernando Ferrari, 514 - Goiabeiras, Vitória – ES - CEP 29075-910;
Telefone: (27) 4009-2756
E-mail: patricia.bortolon@ufes.br

RESUMO

Este estudo se propôs a descrever a evolução da indústria de fundos de investimento no Brasil entre 2010 e 2019, analisando o comportamento da regulamentação e tributação; do patrimônio líquido por tipos de fundos, tipos de gestores e tipos de investidores diante da conjuntura político-econômica; e dos fundos em relação ao cenário externo e outros ativos do mercado interno. Foram analisadas as principais Instruções CVM e Instruções Normativas da Receita Federal sobre o tema expedidas durante o período. Através de levantamento, coletou-se dados sobre patrimônio líquido e captação líquida dos fundos através da Anbima e da *International Investment Funds Association*. A partir da inexistência de uma classificação oficial dos gestores de fundos, desenvolveu-se uma classificação própria conforme a atividade fim, a origem e o setor para 1076 gestores distintos. Os dados obtidos apontam a ausência de mudanças significativas nas regras tributárias aplicáveis aos fundos de investimento e uma consolidação delas em um único dispositivo, além de esforços por parte da CVM para modernização da regulamentação e redução dos custos de observância. Identificou-se um crescimento do patrimônio líquido dos fundos de investimento brasileiros em todos os anos do período, apesar do forte impacto na captação líquida durante a crise político-econômica; um aumento expressivo no patrimônio sob responsabilidade dos gestores independentes; e que o percentual de participação dos investidores estrangeiros foi constante, independentemente do cenário vivenciado no país ao longo do período. Os fundos de investimento brasileiro cresceram em média 3,26% ao ano durante o

período, quantia inferior à média mundial de 6,56%, em valores dolarizados. Estes resultados sugerem um crescimento do interesse dos investidores pelos fundos de investimento, com destaque especial para os fundos de previdência, sendo esse comportamento possivelmente influenciado pela proposta e aprovação da reforma da previdência. Sinalizam ainda que gestores mais tradicionais podem vir a perder espaço para os gestores independentes nos próximos anos.

Palavras-chave: Fundos de investimento. Regulamentação. Tributação. Gestor de fundos. Investidor.

ABSTRACT

This study aimed to describe the evolution of the investment fund industry in Brazil between 2010 and 2019, analyzing the behavior of regulation and taxation; net equity by types of funds, types of managers and types of investors in the face of the political-economic situation; and funds in relation to the external scenario and other domestic market assets. The main CVM Instructions and Normative Instructions of the Receita Federal on the topic issued during the period were analyzed. Through a survey, data on equity and net fund raising were collected through Anbima and the International Investment Funds Association. In the absence of an official classification of fund managers, a specific classification was developed according to the main activity, origin, and sector for 1076 different managers. The data obtained point to the absence of significant changes in the tax rules applicable to investment funds and their consolidation in a single device, in addition to efforts by the CVM to modernize regulations and reduce compliance costs. An increase in the net worth of Brazilian investment funds was identified in all years of the period, despite the strong impact on net funding during the political-economic crisis; a significant increase in equity under the responsibility of independent managers; and that the percentage of foreign investors' participation was constant, regardless of the scenario experienced in the country over the period. Brazilian investment funds grew an average of 3.26% per year during the period, less than the world average of 6.56%, in dollarized values. These results suggest an increase in investor interest in investment funds, with special emphasis on pension funds, with this behavior possibly influenced by the proposal and approval of the pension reform. They also signal that more traditional managers may lose space for independent managers in the coming years.

Keywords: Investment funds. Regulation. Taxation. Fund manager. Investor.

1 INTRODUÇÃO

A indústria de fundos de investimento obteve crescimento expressivo entre 2010 e 2019. A nível mundial, verificou-se um crescimento de 88,72% no patrimônio líquido total dos fundos, enquanto no Brasil houve um crescimento de 37,73% em valores dolarizados durante a última década (INTERNATIONAL INVESTMENT FUNDS ASSOCIATION, 2019). Os fundos de investimento representam uma opção cada vez mais atrativa aos investidores, oferecendo gestão de recursos por profissionais especializados, diversificação de portfólio, maior transparência e acesso a uma grande gama de ativos do mercado financeiro (BORGES; MARTELANC, 2015; KHORANA; SERVAES; TUFANO, 2005; LAES; SILVA, 2014). De acordo com a Anbima (2020), os fundos de investimento brasileiros totalizavam um patrimônio líquido de R\$ 5.454 bilhões em dezembro de 2019, representando 74,71% do PIB nacional.

Alterações no cenário político, econômico, regulamentar e tributário têm a capacidade de influenciar a alocação de recursos entre as diferentes aplicações financeiras (BUSSE; HEFEKER, 2007; MALMENDIER; NAGEL, 2011). Durante a última década, ocorreram mudanças significativas na conjuntura político-econômica brasileira, como a recessão econômica de 2014, a instabilidade política de 2015 interligada à operação lava-jato, a reforma da previdência, o aumento na taxa de câmbio e a redução da taxa Selic. No âmbito legal, foram expedidas 31 novas instruções da Comissão de Valores

Mobiliários (CVM) que afetaram diretamente os fundos de investimento, com destaque para a Instrução CVM 555/2014 que dispõe sobre a constituição e o funcionamento dos fundos, além das alterações na legislação tributária provenientes da Instrução Normativa 1585/2015 da Receita Federal.

A performance e a gestão dos fundos de investimento têm sido alvos de amplo número de pesquisas no Brasil (BESSA; FUNCHAL, 2012; MAESTRI; MALAQUIAS, 2018; MALAQUIAS; JUNIOR, 2013; MATOS; SILVA; SILVA, 2015; MILANI; CERETTA, 2013; SILVA; ROMA; IQUIAPAZA, 2020), corroborando a relevância do assunto. No entanto, após extensa revisão literária, identificou-se o trabalho de Varga & Wengert (2011) como o mais recente a analisar a evolução da indústria brasileira de fundos de investimento, existindo, portanto, uma lacuna de pesquisa sobre este tema a partir de 2010.

Com base nos pontos apresentados, este trabalho se propõe a descrever a evolução da indústria de fundos de investimento no Brasil durante o período entre 2010 e 2019, tendo como objetivos específicos: (i) analisar a presença de mudanças significativas na regulamentação e na tributação referentes à indústria de fundos; (ii) analisar o comportamento do patrimônio líquido e os impactos das mudanças na conjuntura político-econômica nos fundos de investimento quanto aos tipos de fundos, tipos de gestores e tipos de investidores, e (iii) comparar os fundos de investimento com o cenário externo e com outros ativos do mercado interno.

A análise dos dispositivos indicou que as regras tributárias dos fundos de investimento permaneceram, de forma geral, estáveis durante o período, além de apontar um esforço da Receita Federal pela consolidação das regras em um único documento tributário. No âmbito regulamentar, a CVM buscou modernizar as regras aplicáveis aos fundos de investimento e reduzir os custos de observância.

Os dados e indicadores apontam um crescimento contínuo da indústria de fundos de investimento brasileira, em termos absolutos e relativos, quando comparado a outros ativos e agregados financeiros. A captação líquida de recursos foi significativamente impactada pela crise político-econômica de 2014-2017, porém conseguiu se manter positiva em todos os anos do período, com uma forte aceleração na parte final da década, acompanhando a retomada econômica e a queda na taxa de juros. Ao longo dos anos analisados, os gestores independentes foram os grandes vencedores, apresentando crescimento do patrimônio gerido expressivamente superior aos dos demais tipos de gestores.

Estes resultados mostram um aumento na confiança dos investidores e demais agentes de mercado devido à ausência de alterações, anteriormente constantes, na tributação dos fundos. Ainda foram verificados esforços pela modernização da regulamentação e redução dos custos de observância, medidas necessárias para a evolução do mercado financeiro. Atrelado ao contínuo crescimento do patrimônio líquido dos fundos, isto sugere que o mercado financeiro brasileiro vem gradualmente se tornando mais amadurecido.

Ao descrever em um único documento o comportamento da regulamentação, da tributação e do patrimônio líquido dos fundos de investimento, o presente estudo contribui com os investidores e demais usuários do mercado financeiro ao fornecer um amplo entendimento da evolução da indústria de fundos de investimento brasileira durante a última década. Sendo um estudo descritivo, contribui para a literatura sugerindo áreas de investigação específicas a serem exploradas por pesquisas futuras. Contribui ainda através do desenvolvimento de uma classificação dos tipos de gestores dos fundos, dado a ausência de uma classificação oficial, tendo classificado os 1076 gestores identificados como ativos em pelo menos um ano do período analisado. A partir dessa classificação, constatou-se indícios de mudanças na dinâmica do mercado de fundos de investimento, com um forte crescimento dos gestores independentes em detrimento de gestores mais tradicionais.

A seguir, no Referencial Teórico, busca-se atender individualmente a um dos objetivos específico: mudanças na regulamentação e tributação. Na seção 3 apresenta-se a Metodologia. Na seção 4 é abordado o comportamento do patrimônio líquido dos fundos de investimento considerando o impacto das mudanças conjunturais no país e uma comparação dos fundos de investimento com o cenário

externo e com outros ativos do mercado interno. Cada uma dessas subseções apresenta a metodologia utilizada para coleta dos dados e a análise dos resultados referentes ao assunto que aborda. Por fim, a seção 5 traz as considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção apresenta as mudanças na regulamentação e tributação dos fundos de investimento e o comportamento do patrimônio líquido dos fundos de investimento.

2.1 Mudanças na regulamentação e tributação dos fundos de investimento

2.1.1 Regulamentação - Instrução CVM 555/2014

O Comunicado Conjunto nº 10/2002 transferiu a jurisdição da regulamentação e supervisão dos fundos de investimento em renda fixa do Banco Central do Brasil para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Desta forma, desde 2002 a CVM é o órgão inteiramente responsável pela regulação da indústria de fundos de investimento no Brasil. Com o intuito de identificar se ocorreram mudanças significativas no ambiente regulamentar dos fundos de investimento durante o período abordado pelo presente estudo, foram analisadas as 136 Instruções CVM (ICVM) expedidas entre 01/01/2010 e 31/12/2019. Procedeu-se então a uma filtragem no texto de cada instrução pela palavra-chave fundo(s) de investimento(s), obtendo-se um conjunto de 31 instruções CVM expedidas durante o período estudado que tratavam diretamente sobre o assunto.

A partir daí foram examinados os conteúdos destas 31 instruções, com muitas delas apenas alterando outras já existentes e identificou-se como mais significativas a ICVM 555/2014, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento, e as instruções que posteriormente a alteraram: 563/2015, 564/2015, 572/2015, 582/2016, 587/2017, 604/2018, 605/2019, 606/2019, 609/2019 e 615/2019. A ICVM 555/2014 revogou e substituiu, em função, a ICVM 409/2004, que até então era o principal instrumento de regulamentação dos fundos de investimento. Portanto, a análise desta seção está centrada na comparação entre essas duas instruções e suas principais diferenças, que serão relatadas a seguir.

A ICVM 555/2014 e as demais instruções que a alteraram tiveram como principais objetivos a modernização das regras aplicáveis aos fundos de investimento e a redução dos custos de observância. A primeira mudança significativa a ser observada é a alteração no âmbito das instruções. Apesar de disporem sobre o mesmo assunto, o artigo 1º previa que algumas classes de fundos (Fundos de Investimento em Participações, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, Fundos Mútuos de Privatização – FGTS, Fundos de Índice com Cotas Negociáveis em Bolsa de Valores, Fundos de Investimento Imobiliário, dentre outras) estavam excluídas da disciplina da ICVM 409/2004, uma vez que existem instruções com normas específicas para essas classes. A ICVM 555/2014, entretanto, não traz essa exceção em seu texto, sendo aplicável a todos os tipos de fundos de investimento. Desta forma, as classes de fundos que possuem normas específicas antes não precisavam seguir também a norma geral, mas a partir da ICVM 555/2014 devem observar ambas as normas, com precedência da norma específica.

A ICVM 555/2014 trouxe alterações para características básicas dos fundos de investimento. A classificação dos fundos foi alterada para uma estrutura de três níveis, visando aumentar a transparência e facilitar o entendimento da estratégia de investimentos de cada classe. Devido a sua importância, essa modificação será abordada de forma mais detalhada na subseção a seguir. Outra mudança tratou sobre o patrimônio líquido mínimo exigido para o funcionamento dos fundos abertos, que passou de R\$300.000,00

para R\$1.000.000,00, devendo ser imediatamente liquidado ou incorporado a outro fundo aquele que apresentar patrimônio líquido médio diário inferior à exigência mínima.

Também houve modificações quanto aos documentos que a CVM exigia dos fundos de investimento. O prospecto era um documento obrigatório que funcionava como um resumo das principais informações constantes do regulamento sobre política de investimentos e riscos envolvidos, devendo o administrador do fundo enviá-lo a CVM e disponibilizá-lo para os cotistas. A partir da ICVM 555/2014, o prospecto deixou de ser um documento obrigatório e suas funções são atualmente exercidas pela lâmina de informações essenciais, documento que já existia anteriormente com funções similares. Assim, uma possível explicação para a exclusão do prospecto seria para evitar duplicação de informações e promover a redução de custos. A ICVM 555/2014 instaurou ainda um documento obrigatório novo, o formulário de informações complementares, entretanto ele já foi revogado pela ICVM 604/2018.

Para finalizar as mudanças de documentação, a CVM passou a exigir novos documentos a serem encaminhados pelos administradores nos casos de cisão, incorporação ou transformação de fundos: (i) a cópia da ata da assembleia geral de cotistas que aprovou a operação; (ii) a lista de cotistas presentes na referida assembleia; e (iii) as demonstrações contábeis de cada um dos fundos objetos da operação de reestruturação, levantadas na data da operação e auditadas no prazo máximo de 90 (noventa) dias. O prospecto, anteriormente exigido nessas operações, novamente deixou de ser obrigatório.

Com relação a taxa de performance, a regulamentação atual trouxe a nova exigência de que o regulamento do fundo especifique qual o método utilizado para sua apuração, sendo permitidos três opções distintas para a cobrança da taxa de performance: (i) com base no resultado do fundo (método ativo); (ii) com base no resultado de cada aplicação e de cada cotista (método passivo); ou (iii) com base no resultado do fundo, acrescido de ajustes individuais nas aplicações efetuadas posteriormente à data da última cobrança de taxa de performance até o primeiro pagamento da mesma como despesa (método do ajuste). Caso opte pelo método do ajuste, o administrador do fundo fica obrigado a divulgar o valor da cota antes de descontada a provisão para o pagamento da taxa de performance.

Cabe ainda destacar que a ICVM 555/2014 trouxe alterações significativas para os fundos cujos regulamentos permitam a realização de investimentos no exterior, mas que não são especificamente destinados a isso. O limite de concentração ao aplicar em ativos no exterior, que era de até 20% do patrimônio líquido para os fundos classificados como multimercados, e de até 10% do patrimônio líquido para os demais fundos não destinados exclusivamente a investidores profissionais ou qualificados, dobrou para 40% e 20%, respectivamente. Além disso, a ICVM 409/2004 previa que as aplicações em ativos no exterior deveriam ser consideradas, de forma cumulativa, no cálculo dos correspondentes limites de concentração por emissor e por modalidade, restrição que foi excluída pelo novo instrumento regulamentar. Assim, pode-se afirmar que os administradores e gestores dos fundos de investimento passaram a ter uma maior flexibilidade na alocação de recursos em ativos no exterior.

Por fim, além das mudanças descritas acima, há outra a ser destacada que, apesar de necessária, apresenta um lado negativo. A ICVM 409/2004 admitia que o administrador e o gestor de fundo de cotas fossem remunerados pelo administrador do fundo investido, o que poderia gerar conflito de interesses. De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (2014), o conflito ocorreria se o administrador ou gestor do fundo não alocasse os recursos da maneira mais eficiente, mas sim considerando as condições da remuneração que eles mesmos seriam os beneficiários, e não o fundo.

Buscando solucionar essa questão, a ICVM 555/2014, em seu art. 92, § 3, estabeleceu uma vedação ao recebimento de qualquer tipo de remuneração por parte do administrador ou gestor, direta ou indireta, que potencialmente prejudique a independência na tomada de decisão de investimento pelo fundo. Entretanto, há a exceção de que esta vedação não é aplicável para investimentos realizados por fundos de investimento em cotas que invista mais de 95% de seu patrimônio em um único fundo de investimento, constituindo uma possível brecha no regulamento para práticas indevidas.

2.1.2 Regulamentação - Classe dos fundos

Os fundos de investimento e fundos de investimento em cotas, até 2014, eram regidos pelas regras da ICVM 409/2004. Em 17 de dezembro de 2014 foi expedida a ICVM 555/2014, em vigor a partir de 1º julho de 2015, disciplinando sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, inclusive alterando sua segmentação em classes de ativos.

A ICVM 409/2004 estabelecia que os fundos de investimento eram classificados, de acordo com a composição da sua carteira, em Fundo de Curto Prazo, Fundo Referenciado, Fundo de Renda Fixa, Fundo de Ações, Fundo Cambial ou Fundo de Dívida Externa. Com base na nova regulamentação, a partir de 2015 os fundos de investimento passaram a ser classificados como: Fundo de Renda Fixa, Fundo de Ações, Fundo Multimercado e Fundo Cambial. A alteração feita pela ICVM 555/2014 permitiu que as classes de fundos pudessem ter subcategorias e fez com que os fundos de curto prazo, os fundos referenciados e os fundos de dívida externa passassem a ser considerados como subcategorias da classe Fundo de Renda Fixa.

A regulamentação em vigor estabelece que os fundos de renda fixa precisam ter, pelo menos, 80% da sua carteira de ativos relacionados diretamente à renda fixa ou sintetizados por meio de derivativos, permitindo estratégias que invistam nesta classe de ativos. Para os fundos de ações, é necessário que, no mínimo, 67% do patrimônio líquido seja composto por ações, bônus ou recibos de subscrição, cotas de fundos de ações e fundos de índice de ações e/ou Brazilian Depositary Receipts (BDR). Para os fundos multimercados, é permitida uma política de investimento que envolva diferentes fatores de risco, sem a necessidade de concentração em um tipo específico ou em fatores distintos. Finalmente, a carteira do fundo cambial deve ser composta por, no mínimo, 80% de ativos relacionados, diretamente ou por meio de derivativos, à moeda estrangeira ou cupom cambial.

Com base nas alterações produzidas pela ICVM 555/2014 e buscando uma forma mais transparente de explicitar a estratégia e os riscos dos fundos de investimento, a Anbima propôs uma nova classificação para os fundos, que passou a ser dividida em três níveis. A figura 1 apresenta a estrutura da nova classificação em três níveis.

Figura 1 - Classificação Anbima dos fundos de investimento conforme ICVM 555/2014

Regulação		Autorregulação		Regulação		Autorregulação	
Nível 1	Nível 2	Nível 3	Nível 1	Nível 2	Nível 3	Nível 1	Nível 2
Renda Fixa	RF Simples	Renda Fixa Simples	Ações	Indexados	Índices	Multimercado	Balancedos Dinâmicos
	Indexados	Índices		Ativos	Valor/Crescimento Dividendos Sustentabilidade/Governança Small Caps Índice Ativo Setoriais Livres		Macro Trading Long and Short Neutro Long and Short Direcional Juros e Moedas Livres Capital Protegido Estratégia Específica
	Duração Baixa	Soberano Grau de Investimento Crédito Livre			Específicos		FMP-FGTS Fechados de Ações Mono Ações
	Duração Média	Soberano Grau de Investimento Crédito Livre			Investimento no Exterior		Investimento no Exterior
	Duração Alta	Soberano Grau de Investimento Crédito Livre			Alocação		
	Duração Livre	Soberano Grau de Investimento Crédito Livre	Estratégia				
	Investimento no Exterior	Investimento no Exterior Dívida Externa		Investimento no Exterior	Investimento no Exterior		
Cambial	Cambial	Cambial					

Fonte: Anbima adaptado (2015).

De acordo com a Anbima (2015), a classificação tem o objetivo de agregar as múltiplas opções de carteira oferecidas pelos fundos de investimento, de acordo com as características dos portfólios. A nova divisão em três níveis busca refletir a lógica do processo de investimento, facilitando ao investidor, a escolha do fundo em conformidade com o seu perfil de risco. É identificado, no primeiro nível, a classe de ativos. O segundo nível propõe explicitar o tipo de gestão e os riscos a ele associado. E, por fim, com o terceiro nível, busca-se evidenciar a estratégia particular do fundo.

2.1.3 Tributação

O Brasil possui um complexo sistema tributário que historicamente sofre constantes alterações (ESNOLDE et al., 2009). Buscando identificar mudanças significativas na tributação incidente sobre os fundos de investimento entre 2010 e 2019, o presente estudo analisou as instruções normativas da Receita Federal, que tratam diretamente sobre o assunto, expedidas durante o período. Foram examinados ainda os conteúdos das instruções normativas revogadas que regulavam o tema anteriormente.

Após análise das instruções normativas, não foram encontradas modificações significativas que alterassem amplamente a forma de tributação incidente sobre os fundos de investimento durante a última década. Essa estabilização da legislação tributária pode ter um efeito positivo e trazer maior confiança aos investidores e demais participantes do mercado financeiro, uma vez que alterações tributárias constantes podem inviabilizar os ganhos projetados em determinadas operações e aumentar a já elevada complexidade do sistema tributário brasileiro (PAIVA; LIMA, 2001).

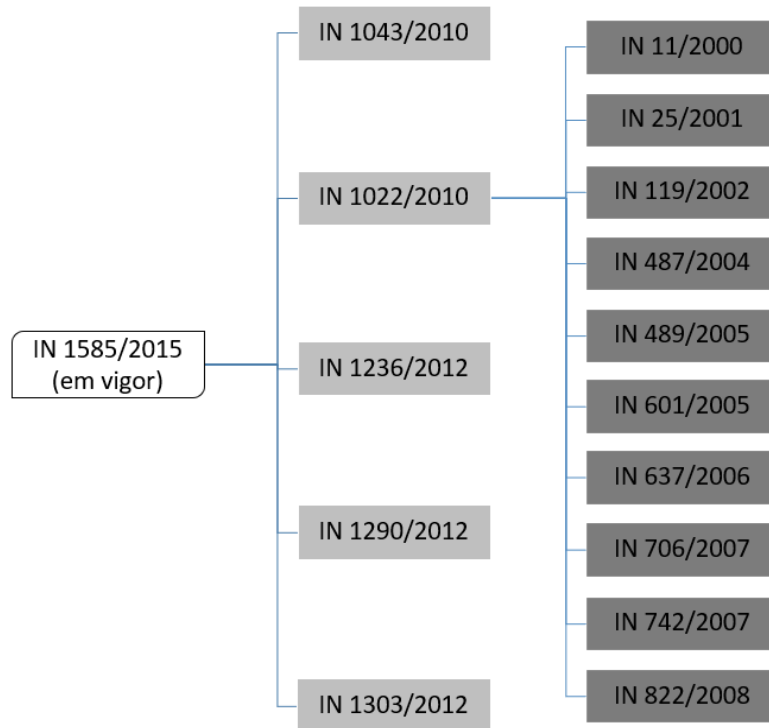
Entretanto, foram observados esforços da Receita Federal em consolidar as regras do imposto de renda sobre os rendimentos no mercado financeiro em um único ato normativo. O sistema tributário brasileiro apresenta um elevado grau de complexidade, com várias normas e leis regendo o mesmo tema (AYRES; SZUSTER, 2012), de forma que os esforços de consolidação das normas tributárias sobre os fundos de investimento em um único dispositivo beneficiam os contribuintes e o ambiente de negócios, pois impulsionam a simplificação do sistema tributário.

Quanto a tributação dos fundos de investimento, a Instrução Normativa (IN) 1585/2015 é o principal dispositivo a ser observado e o que atualmente melhor representa o esforço na consolidação, dispondo acerca do imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos e ganhos líquidos auferidos nos mercados financeiro e de capitais. Todavia o processo de consolidação já havia iniciado em 2010, com a IN 1022/2010, que revogou outros 10 atos normativos que dispunham sobre o tema e serviu como base para grande parte do texto da IN 1585/2015.

A IN 1585/2015 revogou diretamente 5 instruções normativas e indiretamente outras 10. Seu texto atualmente aborda a tributação dos rendimentos auferidos via fundos de investimento, separando-os, para fins tributários e de forma mais generalizada, em (i) fundos de curto prazo, cuja carteira de títulos possui prazo médio igual ou inferior a 365 dias; (ii) fundos de longo prazo, cuja carteira apresenta prazo médio superior a 365 dias; e (iii) fundos de ações.

Os fundos de curto e longo prazo apresentam tributação semelhante, com incidência sobre os rendimentos auferidos, no momento do resgate de cotas, de alíquotas que variam de forma inversamente proporcional à duração da aplicação, sendo de 20% ou 22,5% para os fundos de curto prazo e entre 15% e 22,5% para os fundos de longo prazo. Há também incidência semestral, assemelhando-se a uma antecipação do imposto no resgate de cotas, sobre os rendimentos auferidos por qualquer beneficiário, cabendo ao administrador do fundo reduzir a quantidade de quotas de cada contribuinte em valor correspondente ao imposto de renda devido, com base nas alíquotas semestrais de 20% para fundos de curto prazo e 15% para fundos de longo prazo. No momento do resgate de cotas, poderá ser aplicada alíquota complementar conforme o prazo da aplicação.

Figura 2 - Instruções Normativas da Receita Federal analisadas no estudo



Indica a hierarquia de quais
IN revogaram quais

Fonte: Elaborada pelos autores (2020).

Por sua vez, os fundos de ações são caracterizados por possuírem patrimônio líquido composto por, no mínimo, 67% de ações negociadas no mercado à vista na bolsa de valores. A tributação nesse tipo de fundo ocorre exclusivamente no momento do resgate de cotas, à alíquota de 15%, sobre a diferença positiva entre o valor de resgate e o custo de aquisição da quota.

Além das disposições gerais, a IN 1585/2015 trata especificamente sobre algumas classes, como os fundos imobiliários, os fundos de índices, os fundos em participações, os fundos de FGTS etc. Por fim, também regula a tributação nos rendimentos de aplicações financeiras de pessoas não residentes ou domiciliadas no país. Desta forma, a IN 1585/2015 consiste em um instrumento legal que busca tratar o assunto de forma exaustiva.

Por fim, cabe destacar uma mudança possível de ocorrer nos próximos anos. Atualmente está em tramitação no Congresso Nacional o Projeto de Lei 10638/2018, que propõe alterações na tributação dos fundos de investimento fechados. Como esse tipo de fundo não permite o resgate de cotas antes do seu vencimento, atualmente os fundos fechados são tributados somente no término de seu prazo de vigência. A mudança proposta prevê que os fundos fechados deverão reter semestralmente o imposto de renda devido, com alíquotas de 15 ou 20 conforme o prazo de duração do investimento, assemelhando-se a modalidade de tributação dos fundos abertos.

3 METODOLOGIA

Este estudo tem caráter descritivo, pois observa a evolução da indústria dos fundos de investimento quanto aos seus aspectos regulamentares e tributários, bem como o patrimônio líquido dos fundos por tipo de fundo, de gestor e de investidor. Além de comparar os fundos de investimento com o cenário interno e externo. Como estratégia de coleta de dados, utilizou-se a pesquisa documental.

Buscando atingir os objetivos do trabalho, foram analisadas as principais Instruções da CVM e Instruções Normativas da Receita Federal expedidas entre 2010 e 2019 para identificar quais mudanças significativas ocorreram diretamente ligadas aos fundos de investimento. Foram ainda coletados dados de captação líquida e patrimônio líquido dos fundos de investimento por tipos de fundos e por tipos de investidores através da Anbima e da International Investment Funds Association. Como não existe uma classificação oficial para os gestores, procedeu-se a criação de uma classificação baseada na atividade fim da empresa, utilizando dados da plataforma Comdinheiro, dos formulários de referência dos fundos e dos websites dos gestores.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Comportamento do patrimônio líquido dos fundos de investimento

O Brasil passou por várias mudanças no cenário político-econômico entre 2010 e 2019. A primeira onda da crise do subprime, em 2007, afetou pouco o país, devido à baixa integração do mercado financeiro interno com o global. Entretanto a segunda onda, a partir da falência do banco Lehman Brothers, impactou fortemente o mercado financeiro brasileiro (VARGA; WENGERT, 2011b). Desta forma, os primeiros anos da década analisada foram marcados pela recuperação econômica pós crise do subprime.

Entretanto, o cenário político se deteriorou fortemente a partir de 2014, com a conturbada eleição do mesmo ano, a exposição de esquemas de corrupção via Operação Lava- Jato e o impeachment de Dilma Rousseff. Concomitantemente, a economia brasileira também se deteriorou, entrando oficialmente em recessão a partir do segundo semestre de 2014, resultante de um conjunto de choques de oferta e demanda que produziram uma queda na capacidade de crescimento econômico e um risco à sustentabilidade das finanças públicas (BARBOSA FILHO, 2017).

A partir de 2017, com a aprovação da PEC do teto dos gastos públicos e da proposta de reforma da previdência, o problema fiscal começou a ser solucionado. Isto culminou com a redução do risco-país e da inflação, permitindo que a política monetária passasse a ser de redução na taxa de juros, iniciando a recuperação econômica (BARBOSA FILHO, 2017). A taxa Selic seguiu em queda até o final do período analisado, terminando o ano de 2019 em 4,50%, e a reforma da previdência foi promulgada em 12 de novembro de 2019.

Diante desse contexto, a conjuntura brasileira afetou o andamento do mercado financeiro e consequentemente dos fundos de investimento. As subseções a seguir irão expor dados e indicadores dos fundos durante o período analisado, buscando compreender qual foi o comportamento desta indústria durante intervalo temporal objeto do estudo.

Os dados anuais que serão apresentados foram coletados através do Boletim de Fundos de Investimentos divulgados pela Anbima até o 5º dia útil e dos relatórios divulgados pela International Investment Funds Association. Como não existe uma classificação oficial para os gestores, procedeu-se a criação de uma classificação baseada na atividade fim da empresa, utilizando dados da plataforma Comdinheiro, dos formulários de referência dos fundos e dos websites dos gestores.

4.1.1 Por tipo de fraude

Conforme será demonstrado na seção 4, a indústria de fundos de investimento tem apresentado um crescimento consistente ao longo dos últimos anos, tanto no âmbito mundial como no brasileiro. Para uma melhor compreensão de como esse crescimento tem se distribuído, esta subseção apresenta a evolução do patrimônio líquido e da captação líquida por tipo de fundo, de acordo com dados da Anbima. Cabe apontar que os dados coletados da Anbima estão sujeitos a retificação devido ao recebimento de informações retroativas e que as informações apresentadas no presente estudo foram coletadas em 12/05/2020.

Além das quatro classes de fundos (renda fixa, ações, multimercado e cambial) estabelecidas pela ICVM 555/2014 e abordadas na subseção 2.1 sobre mudanças na regulamentação, a Anbima também fornece dados sobre os fundos de previdência, os fundos de índices (exchange-traded fund - ETF), fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC), fundos de investimento em participações (FIP), fundos de investimento imobiliário (FII), e fundos off-shore. Assim, a Tabela 1 apresenta o total do patrimônio líquido por tipo de fundo durante a última década.

Tabela 1 - Patrimônio líquido por tipo de fundo, valores em R\$ bilhões em dezembro de cada ano

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Varição 2010-2019
Fundos de Renda fixa	726	911	1.051	1.121	1.248	1.407	1.677	1.917	2.044	2.145	195%
Fundos de Ações	189	181	203	206	176	140	150	228	306	498	163%
Fundos Multimercados	405	401	479	510	535	590	670	840	977	1.183	192%
Fundos Cambiais	1	1	1	2	3	6	4	3	4	4	300%
Fundos de Previdência	184	231	292	331	400	497	622	734	812	928	404%
ETF	2	3	4	3	3	3	4	7	11	28	1.300%
FIDC	59	78	65	78	67	75	87	106	124	196	232%
FIP	43	70	88	125	155	174	182	212	240	298	593%
FII	3	9	27	35	49	60	62	63	82	122	3.967%
Off shore	59	56	64	60	57	45	37	41	42	53	-10%
Total da indústria	1.672	1.943	2.272	2.471	2.694	2.997	3.494	4.150	4.643	5.455	226%

Obs.: Não foram considerados os fundos em cotas de outros fundos.

Fonte: Anbima (2020).

Durante o período analisado, o total do patrimônio líquido da indústria saiu de R\$ 1.672 bilhões em 2010 para R\$ 5.455 bilhões em 2019. Percebe-se que há um crescimento em todos os tipos de fundos durante o período, exceto o offshore, que apresentou uma redução de 10% do seu patrimônio líquido entre 2010 e 2019. Por outro lado, houve um crescimento expressivo no patrimônio líquido dos fundos de investimento imobiliário e nos fundos de investimento em participações, de 3.967% e 593% respectivamente durante o mesmo período.

Quanto ao saldo relativo comparado ao total da indústria, constata-se que, em 2019, os maiores fundos eram os de renda fixa (39%), multimercados (22%), de previdência (17%) e de ações (9%), representando 87% do total da indústria. O percentual de participação dos fundos de renda fixa variou entre 39% e 48% do total e eles permaneceram como o tipo de fundo com maior patrimônio líquido em todos os anos da análise.

Por sua vez, a captação líquida dos fundos de investimento é a diferença entre a entrada de valores incorporados ao patrimônio de um fundo e o resgate total durante um período específico. A Tabela 2 apresenta os valores anuais de captação líquida por tipo de fundo.

Tabela 2 - Captação líquida anual em R\$ bilhões e Selic

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Renda fixa	34,86	85,20	28,18	2,73	2,22	-14,93	60,07	62,99	-13,19	-69,30
Ações	8,67	2,15	5,26	3,34	-13,99	-18,30	-4,76	37,05	29,21	86,16
Multimercados	28,89	-44,61	21,05	-0,67	-22,72	-31,94	18,36	86,52	48,63	66,78
Cambial	0,24	-0,08	-0,22	1,22	0,33	1,42	-1,56	-0,84	0,55	-0,72
Previdência	19,20	25,43	34,90	23,18	32,32	40,13	47,86	41,71	25,25	38,39
ETF	-0,51	1,34	0,89	-0,71	0,38	0,18	0,05	1,92	1,51	9,25
FIDC	6,11	15,02	-8,79	13,23	-11,38	2,10	-7,21	9,22	10,21	50,55
FIP	16,14	16,31	18,53	13,98	14,55	21,70	14,02	25,23	-6,72	10,48
Total	113,60	100,75	99,80	56,29	1,73	0,37	126,84	263,80	95,45	191,58
Selic (em %)	9,76	11,59	8,41	8,06	10,82	13,26	13,99	9,93	6,41	5,94

Obs.: Não foram considerados os fundos em cotas de outros fundos.

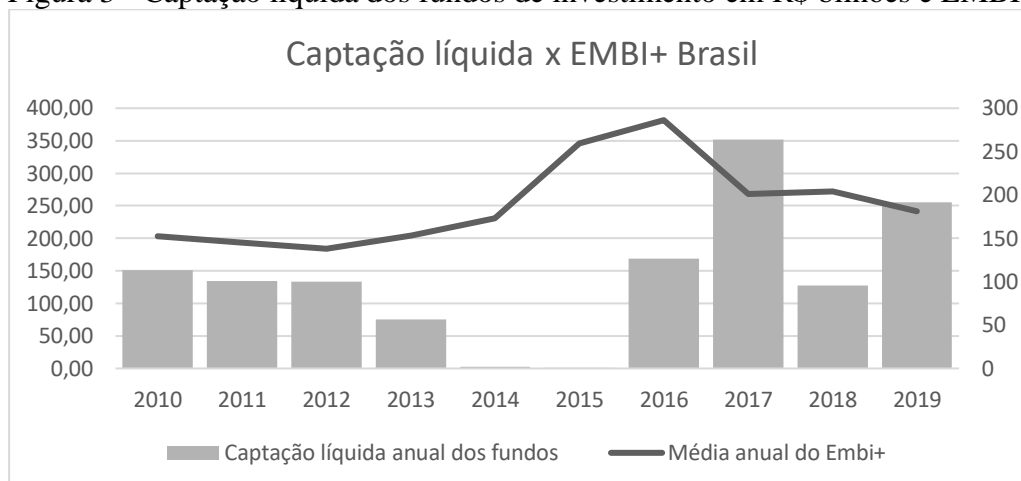
Fonte: Anbima (2020).

O início da década, marcado pela recuperação pós-crise do subprime, foi marcado por uma expressiva captação líquida entre 2010 e 2012. Os fundos de renda fixa foram responsáveis pela maior captação durante o período, influenciada parcialmente pela elevada taxa Selic, uma vez que a rentabilidade desta classe de fundo é correlata à taxa de juros. Em contrapartida, nos períodos de 2018 e 2019, em que a taxa Selic foi fortemente reduzida pelo Banco Central, os fundos de renda fixa registraram uma saída líquida de recursos. Caso a tendência de queda na taxa de juros se mantenha nos próximos anos, espera-se a manutenção do fluxo de saída de recursos dos fundos de renda fixa em direção a outros tipos de ativos que ofereçam maior rentabilidade.

O intervalo entre 2013 e meados de 2016 foi marcado pela crise político-econômica brasileira. A instabilidade política refletiu diretamente na captação de recursos pela indústria dos fundos de investimento, afetando fortemente os fundos de ações e os multimercados, que são caracterizados por uma gestão mais ativa e maior volatilidade relacionada às mudanças no cenário político-econômico. Nos fundos multimercados, por exemplo, o triênio 2013-2015, encerrou-se com captação líquida negativa. Entretanto, a partir de 2017, com a recuperação pós-crise político-econômica e a queda na taxa de juros, os fundos de ações e os multimercados apresentaram um crescimento significativo em sua captação líquida, especialmente em 2019.

Em 2015, no auge da crise política, a indústria de fundos registrou o pior desempenho em termos de captação líquida: R\$ 0,37 bilhão. A aversão ao risco por parte dos investidores, de forma geral, flutua durante os ciclos econômicos, aumentando durante as recessões e diminuindo durante os períodos de crescimento (GUIISO; SAPIENZA; ZINGALES, 2018). Portanto, espera-se que em momentos de maior risco, a captação líquida dos fundos de investimento seja impactada negativamente, como expressa a Figura 3.

Figura 3 - Captação líquida dos fundos de investimento em R\$ bilhões e EMBI+



Obs.: Não foram considerados os fundos em cotas de outros fundos.

Fonte: Captação Líquida - Anbima (2020); EMBI+ J.P. Morgan (2020).

O risco-país está representado pelo índice Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+), publicado pelo J. P. Morgan Securities Inc. para medir a capacidade do país em honrar com seus compromissos externos. O índice é representado pela diferença entre os juros dos títulos do tesouro americano e os títulos da dívida externa de um determinado país emergente. De acordo com o J. P. Morgan Securities Inc. (2004), o índice foi criado devido a demanda dos investidores por uma referência líquida de dívida dos países emergentes.

Foram analisados os coeficientes de correlação entre os valores de captação líquida total e de cada um dos fundos, e o EMBI+. Para o período analisado, não foi possível concluir que existe correlação entre a captação líquida total e o EMBI+ ($r = -0,02$, p -valor = 0,9607). Por outro lado, correlação estatisticamente significativa e positiva foi observada entre o EMBI+ com a captação líquida dos fundos de previdência ($r = 0,72$, p -valor = 0,0198).

Assim, destaca-se que a classe de fundos de previdência foi a única a apresentar entrada líquida de recursos em todos os anos do período analisado. Isto sugere que a captação líquida dos fundos previdenciários talvez seja menos impactada por alterações no cenário político-econômico, o que está em linha com o esperado devido à natureza desse tipo de fundo. Durante o período analisado, os fundos de previdência totalizaram uma captação líquida de R\$328,28 bilhões, liderando a lista, seguidos pelos fundos de renda fixa (R\$178,83 bilhões), multimercados (R\$ 170,30 bilhões) e FIP (R\$144,23 bilhões). Os fundos de previdência passaram a representar 17% do patrimônio líquido total da indústria de fundos em 2019, comparado a apenas 11% em 2010. Cabe considerar que a expectativa pela reforma da previdência pode ter influenciado o comportamento de investimento da população e a oferta de produtos nessa área.

4.1.2 Evolução por tipo de gestor

Seja ela de natureza física ou jurídica, a pessoa responsável pela gestão dos fundos de investimento é o gestor. Para exercer a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, é necessário que o gestor esteja autorizado pela CVM e cumpra com todas as disposições trazidas na ICVM 558/2015 que dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários.

Não existe uma classificação oficial quanto aos tipos de gestores. Para expor a evolução dos gestores, optou-se por dividi-los, conforme a Tabela 3, em Bancos Comerciais (BC), Bancos de Investimento (BI), Fundos de Pensão (FP), Gestores Independentes (GI) e Outros. A classe Outros

engloba os gestores que não se encaixavam nas demais categorias, como as corretoras e as seguradoras. Optou-se ainda por dividir os gestores quanto à sua origem, Nacional ou Estrangeiro, e ao setor, Público ou Privado.

Para categorizar o gestor quanto à classe, buscou-se identificar a pessoa, física ou jurídica, que controla a empresa responsável por gerir os recursos. A atividade fim desta pessoa é que foi utilizada para a classificação, assim como a sua origem. A classificação Nacional e Estrangeiro reflete a origem do gestor e, não necessariamente, a origem dos recursos sob gestão do fundo. A classificação Público é caso o gestor seja a União, Estado, Distrito Federal ou Município ou controlado por algum deles; e para Privado, se o gestor não for vinculado ao governo.

A categorização foi realizada de forma individual, analisando o site da empresa/gestor, o formulário de referência, a estrutura societária e acionária e as atividades da empresa, autorizadas pela Receita Federal, através do Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ). Os gestores ativos em cada ano foram identificados através da plataforma Comdinheiro, tendo sido classificados um total de 1.076 gestores que estiveram ativos por pelo menos um ano durante o período analisado.

Tabela 3 - Patrimônio Líquido por tipo de Gestor, pela Origem e pelo Setor

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Varição 2010- 2019
Classe de Gestor	BC	1.126	1.301	1.454	1.567	1.747	1.965	2.341	2.667	2.940	3.265	190%
	BI	215	236	304	299	316	326	321	374	423	469	118%
	FP	60	63	76	97	96	107	121	135	145	176	193%
	GI	239	301	389	458	478	533	630	883	1.036	1.437	501%
	Outros	31	42	49	50	56	66	81	91	100	108	248%
	Total	1.672	1.943	2.272	2.471	2.694	2.997	3.494	4.150	4.643	5.455	226%
Origem	Nacional	1.407	1.664	1.943	2.133	2.323	2.557	3.008	3.573	4.048	4.756	238%
	Estrangeiro	265	279	329	338	371	440	486	577	595	699	164%
	Total	1.672	1.943	2.272	2.471	2.694	2.997	3.494	4.150	4.643	5.455	226%
Setor	Público	588	663	721	795	861	952	1.108	1.291	1.460	1.684	186%
	Privado	1.084	1.280	1.551	1.676	1.833	2.045	2.386	2.859	3.183	3.771	248%
	Total	1.672	1.943	2.272	2.471	2.694	2.997	3.494	4.150	4.643	5.455	226%

Fonte: Elaborada pelos autores (2020).

Os Bancos Comerciais foram os responsáveis pelo maior patrimônio líquido dos fundos de investimento durante todo o período, encerrando 2019 com um patrimônio de R\$ 3.265 bilhões (59% do total). Os Gestores Independentes, iniciaram o período, em 2010, com 239 bilhões de patrimônio líquido, porém, encerrou o período, em 2019, com R\$ 1.437 bilhões, um crescimento expressivo de 501%.

No que diz respeito a origem, o crescimento dos gestores nacionais tem sido maior do que o dos gestores estrangeiros. E com relação ao setor, percebe-se que o patrimônio dos gestores públicos, não cresceu com a mesma intensidade dos gestores dos setores privados.

Tendo em vista os aspectos observados, os gestores independentes cresceram a um ritmo mais acelerado comparado aos demais tipos de gestores. Já o crescimento da indústria de uma forma geral, da classe do gestor, sua origem e o setor, se mantiveram constantes.

4.1.3 Evolução por tipo de investidor

Uma outra informação importante é quanto aos investidores de cada tipo de fundo. Nesta parte, os investidores foram divididos em 7 categorias, sendo elas Institucional, Corporate, Private, Varejo, Poder Público, Estrangeiro e Outros. Classificou-se da seguinte forma: (i) investidor institucional são as

seguradoras, empresas de capitalização e entidades de previdência, seja aberta ou fechada, pública ou privada; (ii) corporate trata-se do investidor pessoa jurídica com faturamento anual de até R\$ 1 bilhão; (iii) private é o cliente individual de altíssima renda; (iv) varejo engloba os investidores individuais, geralmente ligados neste tipo de investimento através de bancos comerciais e as instituições que distribuem fundos de outras casas; (v) poder público refere-se a fundos pertencentes ao poder público; (vi) estrangeiro são todos os investidores que não residem no Brasil; e por fim (vii) outros são aqueles que não foi possível identificar o investidor. A evolução do patrimônio líquido por tipo de investidor ao longo do tempo é representada na Tabela 4.

Tabela 4 - Patrimônio Líquido por tipo de investidor, valores em R\$ bilhões em dezembro de 2019

	I. I.	C	Private	Varejo	P. P.	Estrangeiro*	Outros	Total
2010	662,98	261,87	222,57	289,30	117,79	-	127,97	1.682,48
2011	757,47	285,93	257,63	317,72	158,73	-	121,52	1.898,99
2012	845,84	357,03	322,03	323,36	206,32	-	153,70	2.208,28
2013	919,40	369,40	382,50	353,80	234,20	109,60	79,50	2.448,40
2014	1.054,70	387,80	409,10	407,40	251,60	114,60	80,30	2.705,50
2015	1.152,00	412,20	445,70	467,50	258,20	135,20	91,70	2.962,50
2016	1.457,10	507,10	513,14	542,78	166,91	138,76	91,66	3.417,45
2017	1.688,88	560,24	654,59	668,48	199,23	170,13	147,43	4.088,97
2018	1.853,02	584,98	766,68	718,62	220,21	216,29	228,83	4.588,62
2019	2.226,38	663,88	851,78	952,36	253,50	260,28	168,75	5.376,92
% sobre o total								
2010	39%	16%	13%	17%	7%	-	8%	100%
2011	40%	15%	14%	17%	8%	-	6%	100%
2012	38%	16%	15%	15%	9%	-	7%	100%
2013	38%	15%	16%	14%	10%	4%	3%	100%
2014	39%	14%	15%	15%	9%	4%	3%	100%
2015	39%	14%	15%	16%	9%	5%	3%	100%
2016	43%	15%	15%	16%	5%	4%	3%	100%
2017	41%	14%	16%	16%	5%	4%	4%	100%
2018	40%	13%	17%	16%	5%	5%	5%	100%
2019	41%	12%	16%	18%	5%	5%	3%	100%

Legenda: I. I. – Investidor Institucional, agrupando as classes Anbima: EFPC Empresas Públicas, EFPC Empresas Privadas, EAPC, Seguradoras e Capitalização.

C – Corporate, agrupando as classes Anbima: Corporate e Middle Market.

Private – Cliente individual de altíssima renda.

Varejo – Varejo Alta Renda, Varejo Baixa Renda e Conta e Ordem.

P.P. – Poder Público.

Varejo agrupou as classes Anbima: Varejo Alta Renda, Varejo Tradicional e Conta e Ordem

Obs.: Não foram considerados os fundos em cotas de outros fundos.

*A Anbima passou a informar patrimônio líquido dos investidores estrangeiros a partir de 2013.

Fonte: Anbima (2020).

Conforme a Tabela 4, percebe-se que o investidor institucional detém a maior parcela do patrimônio líquido dos fundos de investimento durante todo o período, na faixa de participação variando entre 38 e 43%. Por outro lado, quanto a categoria poder público, verifica-se uma redução expressiva na participação de 2015 comparado a 2016-2019, uma queda de 44%. Ressalta-se, quanto aos investidores estrangeiros, que o percentual de participação foi constante, independentemente do cenário que o Brasil vivenciava ao longo deste período.

De forma geral, o percentual de participação dos investidores na indústria dos fundos de investimento se manteve ao longo dos últimos 10 anos.

4.2 Comparação com o cenário externo e outros ativos no mercado interno

4.2.1 Comparação com o cenário externo

De acordo com a International Investment Funds Association (2019), o Brasil ocupava, em 2010, a 8ª posição dos países com maior patrimônio líquido em fundos de investimento no mundo. Entretanto, por conta de um menor crescimento dos fundos brasileiros aliado a uma performance superior de outros países, a indústria de fundos de investimento nacional terminou a última década na 11ª posição mundial. Tratando-se dos países emergentes, em 2010 o Brasil liderava o ranking, encerrando 2019 na 2ª posição, atrás da China.

A Tabela 5 demonstra a evolução do patrimônio líquido dos fundos de investimento em diferentes regiões do mundo. O crescimento anual médio mundial foi de 6,56% durante o período analisado. Todavia o Brasil apresentou um crescimento mais desacelerado, de 3,26% ao ano, contra 7,19% ao ano dos EUA, cuja indústria de fundos apresenta o maior patrimônio líquido entre todos os países.

Tabela 5 - Patrimônio líquido da indústria de fundos no mundo, em US\$ bilhões e em dezembro de cada ano

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Brasil	968	1.007	1.072	1.014	990	744	1.061	1.238	1.211	1.334
América Latina	1.117	1.148	1.239	1.194	1.178	915	1.229	1.441	1.399	1.540
BRICS	1.602	1.576	1.801	1.757	2.024	2.298	2.653	3.416	3.432	3.747
Europa	10.867	10.317	11.929	13.602	13.805	13.733	14.112	17.722	16.477	18.808
Ásia e Oceania	3.457	3.307	3.718	3.771	4.114	4.770	5.198	6.498	6.421	7.256
Estados Unidos	12.823	12.679	14.391	16.724	17.851	17.759	18.878	22.166	21.081	25.688
Mundo	29.081	28.371	32.335	36.433	38.142	38.253	40.644	49.301	46.696	54.883

Obs.: Não foram considerados os fundos em cotas de outros fundos.

Fonte: International Investment Funds Association (2020).

O crescimento contínuo da indústria de fundos de investimento brasileira pode ser visto como algo positivo. O estudo de Khorana, Servaes e Tufano (2005) identificou indícios de que os fundos de investimento tendem a prosperar em economias mais desenvolvidas. Portanto, um crescimento recorrente desta indústria pode ser um sinalizador de que a economia do país como um todo também esteja se desenvolvendo positivamente.

Na Tabela 6, tem-se a participação relativa do Brasil em cada região do mundo. Na América Latina, o Brasil representa a maior posição e isso se manteve inalterado durante todo o período analisado. De maneira oposta, o percentual do Brasil frente às outras regiões, sendo elas a BRICS, Europa, Ásia e Oceania, Estados Unidos e até a nível mundial, reduziu-se. Houve uma queda considerável, em especial no BRICS e na Ásia e Oceania, representando 24,8 p.p. e 9,6 p.p., respectivamente.

Tabela 6 - Percentual de participação do Brasil em cada região

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
América Latina	86,7%	87,8%	86,5%	85,0%	84,0%	81,2%	86,3%	85,9%	86,6%	86,6%
BRICS	60,4%	63,9%	59,5%	57,7%	48,9%	32,4%	40,0%	36,2%	35,3%	35,6%
Europa	8,9%	9,8%	9,0%	7,5%	7,2%	5,4%	7,5%	7,0%	7,4%	7,1%
Ásia e Oceania	28,0%	30,5%	28,8%	26,9%	24,1%	15,6%	20,4%	19,1%	18,9%	18,4%
Estados Unidos	7,6%	7,9%	7,5%	6,1%	5,5%	4,2%	5,6%	5,6%	5,7%	5,2%
Mundo	3,3%	3,6%	3,3%	2,8%	2,6%	1,9%	2,6%	2,5%	2,6%	2,4%

Obs.: Não foram considerados os fundos em cotas de outros fundos.

Fonte: International Investment Funds Association (2020).

Cabe ainda destacar que, conforme demonstrado mais detalhadamente na subseção 3.1, o patrimônio líquido dos fundos de investimento brasileiros, em reais, apresentou um crescimento significativo de 226,26% ou de 94,75% quando corrigido pela inflação através do IPCA, valor consideravelmente superior aos 37,73% de crescimento no mesmo intervalo em valores dolarizados. Isso demonstra que a desvalorização da moeda nacional perante o dólar americano, cujo câmbio saiu de 1,65 em dezembro de 2010 para 4,01 ao final da década, impactou fortemente no crescimento inferior dos fundos de investimento brasileiros comparado aos fundos de outros países e regiões.

4.2.1 Comparação com outros ativos no mercado interno

A partir do final da década de 90 e ao longo da década seguinte, os fundos de investimento no Brasil começaram a concentrar uma quantidade de capital investido cada vez mais significativa quando comparada a outros investimentos financeiros disponíveis, com os fundos de investimento em renda fixa e em ações apresentando um crescimento significativamente superior ao da caderneta de poupança e ao valor de mercado das ações, respectivamente (VARGA; WENGERT, 2011a).

Para verificar se essa expansão se manteve durante o período entre 2010 e 2019, a Tabela 7 apresenta uma comparação entre a evolução dos saldos dos principais ativos e agregados financeiros na última década.

Tabela 7 - Saldo dos principais ativos e agregados financeiros, em R\$ bilhões

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
M1	288	292	333	355	363	347	363	384	410	448
Poupança	379	420	496	598	663	657	665	725	797	845
Títulos Privados	721	937	962	1.031	1.158	1.328	1.414	1.470	1.640	1.803
Títulos Públicos	1.604	1.783	1.917	2.028	2.184	2.650	2.986	3.435	3.729	4.083
M4	2.977	3.421	3.860	4.267	4.775	5.312	5.832	6.227	6.761	7.256
Fundos de Renda Fixa	726	911	1.051	1.121	1.248	1.407	1.677	1.917	2.044	2.145
Fundos de Ações	189	181	203	206	176	140	150	228	306	498
Valor de Mercado das Ações	2.528	2.231	2.488	2.392	2.194	1.858	2.443	3.109	3.539	4.736
PL Total dos Fundos	1.672	1.943	2.272	2.471	2.694	2.997	3.494	4.150	4.643	5.455

Legenda: M1: moeda em poder do público somado aos depósitos à vista nos bancos comerciais.

M4: M1 acrescido de depósitos a prazo, depósitos de poupança, títulos do governo e títulos privados.

Obs.: Não foram considerados os fundos em cotas de outros fundos.

Fonte: Banco Central do Brasil (2020), Anbima (2020) e [B]³ (2020).

Os fundos de renda fixa seguiram apresentando uma expansão superior à da caderneta de poupança. Em 2010, o saldo da poupança era de 52,20% do patrimônio líquido dos fundos de renda fixa, caindo para 39,39% em 2019. Os fundos de renda fixa apresentaram um crescimento anual médio de 11,44% ao longo do período, contra 8,35% da poupança e 9,32% do agregado monetário (M4). Isso demonstra que, em relação ao M4, os fundos de renda fixa aumentaram sua representatividade, enquanto a poupança seguiu perdendo espaço. Em 2019, os fundos representavam 29,56% de M4, valor superior aos 24,39% do início da década.

Os fundos de ações tiveram um crescimento anual médio de 10,17%. Em relação ao valor de mercado das ações, os fundos de ações apresentaram uma evolução superior durante a década, representando 7,48% em 2010 e aumentando para 10,52% em 2019. Isto sugere um crescimento no interesse dos investidores pelo investimento indireto em ações e gestão profissional oferecida pelos fundos.

Porém cabe destacar que, ao contrário da relação entre fundos de renda fixa e poupança, a representatividade dos fundos de ações quanto ao valor de mercado das ações não foi sempre crescente durante o período analisado. Durante a crise político-econômica que o Brasil enfrentou entre 2014 e 2017, a relação entre o patrimônio líquido dos fundos de ações e o valor de mercado das ações caiu significativamente, atingindo o mínimo de 6,14%. Isso sugere que, durante o período de recessão, os investidores preferiram resgatar parte significativa dos investimentos nessa classe de fundo, ou que o preço das ações detidas pelos fundos de ações teve uma queda, em média, maior do que a do mercado como um todo.

Com relação a indústria de fundos de investimento, percebe-se que houve uma expansão não só em termos absolutos, como também em termos relativos quando comparado a outros ativos e agregados financeiros. Em 2010, o patrimônio líquido dos fundos de investimento representava 56,16% do saldo de M4, subindo para 75,18% ao final de 2019, e apresentou um crescimento anual médio de 14,04% durante o período.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Considerando a importância dos fundos de investimento dentro do mercado financeiro brasileiro e mundial, esse estudo teve como objetivo descrever a evolução da indústria de fundos de investimento no Brasil durante o período entre 2010 e 2019, especificamente observando (i) as principais mudanças regulamentares e tributárias; (ii) a evolução do patrimônio líquido dos fundos de investimento quanto aos tipos de fundos, tipos de gestores e tipos de investidores considerando os impactos das mudanças na conjuntura político-econômica; e (iii) o comportamento dos fundos de investimento nacionais em relação ao cenário externo e aos demais ativos do mercado interno.

A análise dos instrumentos normativos expedidos pela CVM e pela Receita Federal, dos dados obtidos via Anbima e International Investment Funds Association, e da classificação dos gestores de fundos desenvolvida pelos autores com auxílio da plataforma Comdinheiro, permitiu identificar uma estabilização da legislação tributária dos fundos de investimento e esforços por parte da Receita Federal para simplificar a tributação através da consolidação das normas em um único dispositivo; esforços por parte da CVM para modernizar as regras aplicáveis aos fundos de investimento e para reduzir os custos de observância através de um incremento na eficiência da regulamentação; uma expansão, em termos absolutos e relativos, da indústria de fundos de investimento brasileira durante o período analisado, apesar do impacto negativo da crise político-econômica de 2014 sobre a captação líquida dos fundos; e um aumento expressivo do patrimônio gerido pelos gestores independentes, consideravelmente superior ao crescimento dos demais tipos de gestores.

Historicamente, o sistema tributário brasileiro é complexo e sofre constantes alterações. Assim, a ausência de mudanças significativas na legislação tributária e os esforços da Receita Federal para consolidar as regras em um único dispositivo são pontos positivos, que implicam uma maior confiança dos investidores e do mercado como um todo, uma vez que os contribuintes não precisam se preocupar com constantes alterações tributárias que inviabilizam os ganhos projetados ou com possíveis punições por descumprimento de algum instrumento regulamentar novo. Todavia, é importante destacar o Projeto de Lei 10638/2018, que propõe alterações na tributação dos fundos de investimento fechados, podendo impactar futuramente a rentabilidade de quem investe nesse tipo de fundo.

As mudanças regulamentares promovidas pela CVM são importantes para a evolução do mercado financeiro brasileiro. As alterações detectadas buscaram atualizar as regras aplicáveis aos fundos de investimento e reduzir os custos de observância às normas, ambas iniciativas favoráveis ao mercado. A indústria de fundos de investimento brasileira apresentou expansão ao longo do período analisado, com crescimento do patrimônio líquido em todos os anos. Relativamente a outros ativos e agregados

financeiros, os fundos de investimento também apresentaram desempenho positivo, tendo aumentado a sua participação relativa à M4. Estes dados apontam que o interesse dos investidores brasileiros pelos fundos de investimento tem aumentado, sugerindo que o mercado financeiro interno vem gradualmente se tornando mais desenvolvido.

A captação líquida anual, por sua vez, foi fortemente impactada durante a crise político-econômica, especialmente para os fundos de ações e os multimercados. Entretanto, a classe de fundos de previdência foi a única a obter entrada líquida de recursos em todos os anos analisados, contribuindo para que a captação líquida anual da indústria como um todo tenha ficado acima de zero durante todo o período. Assim, a expectativa da reforma da previdência e sua posterior aprovação pode ter influenciado, e ainda estar influenciando, o comportamento de investimento da população e da indústria de fundos na oferta de produtos nessa área.

Por fim, como não existe uma classificação oficial, o presente estudo desenvolveu uma classificação para os gestores de fundos de investimento como Bancos Comerciais, Bancos de Investimento, Fundos de Pensão, Gestores Independentes e Outros, além de separá-los entre Nacional ou Estrangeiro e Público ou Privado. Apesar dos principais gestores de recursos ainda serem os bancos comerciais, a análise dos dados indica que os gestores independentes foram os grandes vencedores do período analisado, apresentando um crescimento de 500,38% do patrimônio líquido gerido, significativamente superior aos demais tipos de gestores, sinalizando que os mais tradicionais podem vir a perder espaço no futuro.

Os resultados permitem, a partir da análise da evolução da indústria de fundos como um todo, vislumbrar comportamentos pontuais que podem merecer atenção adicional. Para pesquisas futuras, sugere-se analisar quantitativamente a relação entre captação líquida dos fundos de investimento e variáveis conjunturais, como o risco-país, a taxa Selic e a taxa de inflação. Uma investigação mais aprofundada do forte crescimento dos gestores independentes pode ser outro ponto de interesse, buscando identificar se esse crescimento se deu através da captação de novos recursos ingressando na indústria de fundos ou se foi subsidiado principalmente pela captura de clientes de outros tipos de gestores, como os grandes bancos comerciais.

REFERÊNCIAS

ANBIMA. **Classificação de Fundos** - Visão geral e nova estrutura. Rio de Janeiro: Anbima. 2015.

ANBIMA. **Consolidado Histórico de Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Anbima. 2020.

AYRES, R. M.; SZUSTER, N. PIS/Pasep, Cofins e EFD-Contribuições: aplicação da legislação na Contabilidade Tributária - percepção de especialistas em tributos. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 5, n. 2, p. 222-255, 2012.

BARBOSA FILHO, F. de H. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos Avançados**, v. 31, n. 89, p. 51-60, 2017.

BESSA, L. M.; FUNCHAL, B. Determinantes da performance dos fundos de investimento em ações no Brasil. Vitória: Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, 2012.

BORGES, E. C.; MARTELANC, R. Sorte ou habilidade: uma avaliação dos fundos de investimento no Brasil. **Revista de Administração**, v. 50, n. 2, p. 196-207, 2015.

BUSSE, M.; HEFEKER, C. Political risk, institutions and foreign direct investment. **European Journal of Political Economy**, v. 23, n. 2, p. 397–415, jun. 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de audiência pública N° 04/2014, 2014.

ESNOLDE, A. L. et al. Percepção dos controllers em relação à gestão tributária. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 9., São Paulo, 2009, **Anais...** São Paulo, 2009.

GUISSO, L.; SAPIENZA, P.; ZINGALES, L. Time varying risk aversion. **Journal of Financial Economics**, v. 128, n. 3, p. 403–421, 2018.

INTERNATIONAL INVESTMENT FUNDS ASSOCIATION. Worldwide Historical Assets and Flows for Regulated Open-End Funds, 2019.

J. P. MORGAN SECURITIES INC. Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+) - Rules and Methodology, 2004.

KHORANA, A.; SERVAES, H.; TUFANO, P. Explaining the size of the mutual fund industry around the world. **Journal of Financial Economics**, v. 78, n. 1, p. 145–185, 2005.

LAES, M. A.; SILVA, M. E. DA. Performance of mutual equity funds in Brazil – A bootstrap analysis. **EconomiA**, v. 15, n. 3, p. 294–306, set. 2014.

MAESTRI, C. O. N. M.; MALAQUIAS, R. F. Aspectos do gestor, alocação de carteiras e desempenho de fundos no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 29, n. 76, p. 82–96, abr. 2018.

MALAQUIAS, R. F.; JUNIOR, W. E. Eficiência de Mercado e Desempenho de Fundos Multimercados. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 1, p. 25, 2013.

MALMENDIER, U.; NAGEL, S. Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk Taking?*. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 126, n. 1, p. 373–416, fev. 2011.

MATOS, P. R. F.; SILVA, W.; SILVA, F. Há bons gestores de fundos de investimento em ações no Brasil? **Brazilian Review of Finance**, v. 13, n. 2, p. 325, 5 nov. 2015.

MILANI, B.; CERETTA, P. S. Efeito tamanho nos fundos de investimento brasileiros. **Revista de Administração da UFSM**, v. 6, n. 1, p. 119–138, 2013.

PAIVA, J. W.; LIMA, A. V. A influência da tributação e dos juros sobre o capital próprio na política de dividendos das companhias brasileiras. In: I ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 1., 2001, São Paulo. **Anais...**São Paulo: SBFIn, 2001.

SILVA, S. E. da; ROMA, C. M. da S.; IQUIAPAZA, R. A. Portfolio turnover and performance of equity investment funds in Brazil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 31, n. 83, p. 332–347, ago. 2020.

VARGA, G.; WENGERT, M. A indústria de fundos de investimentos no Brasil. **Revista de Economia e Administração**, v. 10, n. 1, p. 66–109, 2011a.

VARGA, G.; WENGERT, M. Subprime Crisis and its Impact on the Brazilian Mutual Fund Industry. In: BATTEN, J. A.; SZILAGYI, P. G. (Eds.). **Contemporary Studies in Economic and Financial Analysis**. [s.l.] Emerald Group Publishing Limited, 2011b. v. 93p. 581–609.