

ABERTURA DO SEMINÁRIO  
“DESAFIOS ESTRATÉGICOS PARA A INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO”  
Maria Helena Santana  
Presidente da CVM  
15 de março de 2012

QUERO, EM NOME DA CVM, DAR AS BOAS VINDAS E AGRADECER A PRESENÇA DE TODOS AQUI, QUE É O QUE DÁ SENTIDO A ESTE SEMINÁRIO E O QUE Torna POSSÍVEIS AS DISCUSSÕES QUE PRETENDEMOS TRATAR.

QUERO TAMBÉM AGRADECER AOS PALESTRANTES QUE ACEITARAM NOSSO CONVITE, POR TRAZEREM SUAS EXPERIÊNCIAS, CONHECIMENTO PROFUNDO SOBRE O TEMA E SUAS OPINIÕES, QUE SERÃO EXPLORADAS AO MÁXIMO. AOS COLEGAS REGULADORES E AOS ATORES DESTACADOS DESTA INDÚSTRIA QUE TIVERAM QUE VIAJAR PARA ESTAREM AQUI PRESENTES HOJE, UM AGRADECIMENTO ESPECIAL. ESPERO QUE VOCÊS POSSAM TAMBÉM APROVEITAR UM POUCO DESTA LINDA CIDADE DO RIO DE JANEIRO.

ESTAMOS AQUI PARA DEBATER ALGUNS DESAFIOS ESTRATÉGICOS QUE SE APRESENTAM PARA A INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO BRASILEIRA. MAIS PRECISAMENTE, O INTERESSE DA CVM NESTE SEMINÁRIO É EXPLORAR O EVENTUAL PAPEL DA REGULAÇÃO, DO ARCAVOUÇO DE REGRAS, SEJA NA RESOLUÇÃO DOS PROBLEMAS E DAS DIFICULDADES IDENTIFICADAS, SEJA NO DESENVOLVIMENTO DE NOVAS SOLUÇÕES PARA O NOSSO MERCADO. NÓS ENTENDEMOS QUE QUALQUER ESTRATÉGIA PARA O APERFEIÇOAMENTO DE NOSSO MERCADO DE FUNDOS DEVE PASSAR POR UM BOM DIAGNÓSTICO, PARA O QUAL PRETENDEMOS HOJE AQUI OBTER UM IMPULSO IMPORTANTE.

APÓS A REFORMA DA LEI DO MERCADO DE CAPITAIS, EM 2001, QUE ATRIBUIU À CVM A TAREFA DE REGULAR TODOS OS TIPOS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO, FOI EDITADA A INSTRUÇÃO 409, QUE ESTÁ QUASE COMPLETANDO 8 ANOS DE VIGÊNCIA.

DESDE ENTÃO, ESSA NORMA TEM SIDO APENAS AJUSTADA EM ALGUNS PONTOS MAS, NO GERAL, SUAS BASES TÊM SIDO MANTIDAS.

QUANTO À COMPOSIÇÃO DAS CARTEIRAS, EXISTE DELIMITAÇÃO CLARA DAS CLASSES DE FUNDOS DE ACORDO COM SUAS POLÍTICAS DE INVESTIMENTO (OU COM A SUA CONCENTRAÇÃO EM FATORES DE RISCO ESPECÍFICOS), APLICANDO-SE AINDA A TODOS OS FUNDOS REQUISITOS DE DIVERSIFICAÇÃO - OU LIMITES DE CONCENTRAÇÃO - POR EMISSOR E POR MODALIDADE DE ATIVO FINANCEIRO. ESTÃO AINDA PREVISTAS ALGUMAS EXCEÇÕES QUANTO AOS LIMITES, DEPENDENDO DO PÚBLICO ALVO DO FUNDO.

OUTRO PILAR DA NORMA É A PREVISÃO DE ATRIBUIÇÕES E RESPONSABILIDADES, INCLUSIVE PERANTE O REGULADOR, PARA OS PRESTADORES DE SERVIÇOS AOS FUNDOS. ASSIM, NÃO APENAS SE EXIGE UM ADMINISTRADOR COM DETERMINADAS FUNÇÕES - QUE PODEM ENGLOBAR AS DO GESTOR, MAS QUE SÃO DIFERENTES DELAS -, COMO TAMBÉM SE RECONHECE A POSSIBILIDADE DE EXISTÊNCIA DE OUTROS PRESTADORES, COM RESPONSABILIDADES BEM DELIMITADAS. DA MESMA MANEIRA, SE EXIGE AUDITORIA INDEPENDENTE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS, ALÉM DOS PRÓPRIOS REGISTROS DO ADMINISTRADOR E DO FUNDO NA CVM.

POR FIM, A NOSSA REGULAÇÃO SE DESTACA NA TRANSPARÊNCIA QUE EXIGE NA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES AO MERCADO, EM NÍVEIS MUITO ELEVADOS SE COMPARADOS AO QUE SE EXIGE NA IMENSA MAIORIA DAS JURISDIÇÕES.

A ÚNICA MUDANÇA MAIS RELEVANTE INTRODUZIDA NESSE AR CABOUÇO APÓS A SUA IMPLANTAÇÃO FOI A PERMISSÃO PARA O INVESTIMENTO DOS FUNDOS EM ATIVOS NO EXTERIOR, AINDA EM NÍVEL BASTANTE RESTRITO NO CASO DOS FUNDOS DIRIGIDOS AO PÚBLICO EM GERAL, E QUE A CVM PRETENDE GRADUALMENTE IR AMPLIANDO.

A EVOLUÇÃO DO NOSSO SETOR DE FUNDOS NESSE PERÍODO FOI FORMIDÁVEL, SEU PATRIMÔNIO PASSANDO DE 30% DO PIB EM 2003 PARA 45% EM 2011, COM UM CRESCIMENTO MÉDIO ANUAL DE CERCA DE 15% AO ANO.

NOSSA INDÚSTRIA E NOSSO AMBIENTE REGULATÓRIO GOZAM DE REPUTAÇÃO INTERNACIONAL, REFORÇADA AINDA PELO DESEMPENHO DOS GESTORES BRASILEIROS DURANTE A CRISE FINANCEIRA DE 2008. NOSSO MERCADO DE FUNDOS É UM CLARO CASO DE SUCESSO, SITUADO ENTRE OS 10 MAiores DO MUNDO EM TERMOS DE ATIVOS SOB GESTÃO, E UMA EXPERIÊNCIA EM QUE OUTROS MERCADOS SE MIRAM.

A ATUAL REGULAMENTAÇÃO, PORTANTO, TEM NOS SERVIDO MUITO BEM ATÉ AQUI.

APESAR DISSO, A CVM PROMOVE HOJE ESTE SEMINÁRIO COM O OBJETIVO DE INICIAR UMA DISCUSSÃO MAIS APROFUNDADA SOBRE ESSA MESMA REGULAÇÃO, PARA QUE ELA POSSA – SE FOR ESSA A CONCLUSÃO A QUE SE CHEGUE – SER APRIMORADA E CONTRIBUIR PARA QUE NOSSOS FUNDOS SE PRESTEM AINDA MELHOR A ATENDER AS NECESSIDADES DOS INVESTIDORES E DO PAÍS. DISCUTIR OS PRINCIPAIS ATRIBUTOS DOS FUNDOS NO REGIME LEGAL EM VIGOR É EXATAMENTE O FOCO DO PRIMEIRO PAINEL.

O DEBATE QUE ORGANIZAMOS PARA HOJE SERÁ INFORMADO PELAS EXPERIÊNCIAS DE OUTROS MERCADOS, TENDO EM CONTA AINDA AS CONCLUSÕES DE INÚMEROS ESTUDOS QUE TÊM AVALIADO QUESTÕES DE ESTRUTURA E DE EFICIÊNCIA NO SEGMENTO DE INVESTIMENTOS COLETIVOS. ALÉM DISSO, TODA A DISCUSSÃO TEM NECESSARIAMENTE COMO PAN DE FUNDO AS CARACTERÍSTICAS ESTRUTURAIS DO MERCADO BRASILEIRO.

AS PRINCIPAIS QUESTÕES QUE A REGULAÇÃO DEVE TENTAR ENFRENTAR ESTÃO CONCENTRADAS, EM MINHA OPINIÃO, EM COMO AUMENTAR A EFICIÊNCIA ECONÔMICA DO SETOR DE FUNDOS E EM COMO REDUZIR O ESPAÇO PARA CONFLITOS DE INTERESSES NA SUA ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO. QUANTO AO PRIMEIRO PONTO, É SABIDO QUE ECONOMIAS DE ESCALA E CONCORRÊNCIA SÃO, TIPICAMENTE, FATORES IMPORTANTES PARA A OBTENÇÃO DE MAIOR EFICIÊNCIA.

POR OUTRO LADO, NOSSA REGULAÇÃO RECONHECE – E REGULAMENTA, COM O ESTABELECIMENTO DE LIMITES NA COMPOSIÇÃO DAS CARTEIRAS – SETE CLASSES DE FUNDOS. A ANBIMA, POR SUA VEZ, TEM PROCURADO EM SUA AUTORREGULAÇÃO TAMBÉM “CARIMBAR”, INSERINDO A IDENTIFICAÇÃO DAS PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DAS ESTRATÉGIAS MAIS COMUNS EM CADA UMA DAS CATEGORIAS, MULTIPLICANDO ASSIM ESSE NÚMERO DE CLASSES DE FUNDOS. A ESTAS DIVISÕES, SÃO SOMADAS AS RESTRIÇÕES DE ACESSO POR TIPO DE INVESTIDOR, QUE A CVM CLASSIFICA EM TRÊS: O INVESTIDOR DE VAREJO, O QUALIFICADO E O CHAMADO SUPER-QUALIFICADO.

CVM E ANBIMA TÊM OBJETIVOS MERITÓRIOS, MAS O RESULTADO DE TUDO ISSO É UMA GRANDE FRAGMENTAÇÃO QUE CERTAMENTE TEM CUSTOS, QUE RESULTAM, AO FINAL, EM SACRIFÍCIO DA RENTABILIDADE PAGA AOS COTISTAS. BASICAMENTE TODOS OS ESTUDOS ACADÊMICOS INDICAM QUE A ESCALA IMPORTA MUITO NA DETERMINAÇÃO DOS CUSTOS DOS FUNDOS – NO GERAL, TEM SIDO OBSERVADO QUE TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO SÃO MENORES QUANTO MAIOR O PATRIMÔNIO SOB GESTÃO. NESSE SENTIDO, PARECE QUE TEMOS ABERTO MÃO DE ECONOMIAS DE ESCALA.

MAS A FRAGMENTAÇÃO TEM OUTRO CUSTO, MAIS DIFÍCIL DE MEDIR, E ESPECIALMENTE CONCENTRADO NO INVESTIDOR MENOS SOFISTICADO, QUE É A DIFICULDADE DO INVESTIDOR PARA COMPREENDER OS PRODUTOS E COMPARAR AS POLÍTICAS DE INVESTIMENTO E AS TAXAS COBRADAS DOS COTISTAS, O QUE Torna MAIS DIFÍCEIS A MIGRAÇÃO ENTRE FUNDOS E A SAUDÁVEL CONCORRÊNCIA ENTRE GESTORES DE INVESTIMENTO.

ISSO, SOMADO AOS VÍNCULOS EXISTENTES ENTRE O CLIENTE E SEU BANCO E À DIFICULDADE PARA A DISTRIBUIÇÃO DE FUNDOS DE FORMA INDEPENDENTE DOS CONGLOMERADOS - QUE SÃO CARACTERÍSTICAS DA ESTRUTURA DO MERCADO BRASILEIRO - Torna NOSSO MERCADO QUASE IMUNE À CONCORRÊNCIA E OS INVESTIDORES BASICAMENTE INSENSÍVEIS A PREÇO – NO CASO, AO NÍVEL DA TAXA DE ADMINISTRAÇÃO.

ESSA É UMA DISTORÇÃO GRAVE, ESPECIALMENTE PORQUE HÁ EVIDÊNCIAS BEM ASSENTADAS DE QUE O MELHOR INDICADOR DO DESEMPENHO FUTURO DE UM FUNDO É SUA TAXA DE ADMINISTRAÇÃO E NÃO, COMO SE PROCURA DIFUNDIR, A RENTABILIDADE PASSADA. A GESTÃO QUE CONSEGUE SE DESTACAR DO DESEMPENHO PADRÃO É CADA VEZ MAIS RARA E, PORTANTO,

NA MAIORIA DOS CASOS, QUEM PODE ENTREGAR MAIS AO COTISTA É, MESMO, QUEM COBRA MENOS.

A CVM PROCUROU ATACAR ESSE PROBLEMA POR MEIO DE DUAS MEDIDAS RELACIONADAS COM A DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES. SÃO ELAS A CRIAÇÃO DA LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS PADRONIZADA, QUE VISA FACILITAR AO INVESTIDOR A COMPARAÇÃO ENTRE PRODUTOS NO PONTO DE VENDA; E A ADOÇÃO DA DEMONSTRAÇÃO ANUAL DE DESEMPENHO, QUE PRETENDE GARANTIR ESSA COMPARABILIDADE, PARA OS COTISTAS, AO LONGO DO PERÍODO DE INVESTIMENTO E MIRANDO UM PRAZO MAIS LONGO. A INSTRUÇÃO QUE EXIGIRÁ O FORNECIMENTO DESTES DOIS NOVOS DOCUMENTOS ESTÁ EM VIAS DE SER EDITADA.

COMO REGULADOR DE MERCADO, É CLARO QUE A CVM ACREDITA NO PODER DA INFORMAÇÃO PARA CORRIGIR DISTORÇÕES E PERMITIR DECISÕES DE MELHOR QUALIDADE, MAS ACHO QUE O QUADRO ATUAL QUE DESCREVI BREVEMENTE DEMONSTRA QUE NOSSO MERCADO ENFRENTA FRICÇÕES DEMAIS PARA SER CONSIDERADO EFICIENTE, OU SEJA, PARA SER CONSIDERADO CAPAZ DE INCORPORAR AS INFORMAÇÕES DISPONÍVEIS AO PROCESSO DE FORMAÇÃO DOS PREÇOS. O GRANDE NÚMERO DE CATEGORIAS DE FUNDOS E DE RESTRIÇÕES DE VÁRIOS TIPOS Torna A COMPREENSÃO DAS INFORMAÇÕES QUE VAMOS EXIGIR BEM MENOS PROVÁVEL E, MESMO O SEU SIGNIFICADO, BEM MENOS PODEROSO.

A PROPÓSITO, AS RESTRIÇÕES QUANTO À COMPOSIÇÃO DE CARTEIRAS APLICÁVEIS ÀS CATEGORIAS DE FUNDOS TAMBÉM TÊM LEVADO AO CRESCIMENTO DESPROPORTIONAL DOS FUNDOS DA CATEGORIA MULTIMERCADO, CUJAS CARTEIRAS NÃO SÃO SUJEITAS ÀS MESMAS RESTRIÇÕES E NOS QUAIS HÁ MAIS LIBERDADE PARA A GESTÃO. AO QUE PARECE, O RECURSO A TAIS FUNDOS TEM SERVIDO A ESSE FIM PRIMORDIALMENTE, E NÃO NECESSARIAMENTE PARA A DIVERSIFICAÇÃO DE RISCOS ENTRE CLASSES DE ATIVOS DIFERENTES.

CASO SE ASSUMA QUE A ESCALA É FATOR IMPORTANTE PARA REDUZIR CUSTOS, COMO A REGULAÇÃO PODERIA AJUDAR NESSA DIREÇÃO? SEM QUALQUER PRETENSÃO DE TER RESPOSTAS A ESTA ALTURA, EU MENCIONARIA ALGUMAS ALTERNATIVAS, PARA CONTRIBUIR COM O DEBATE.

UMA MUDANÇA POSSÍVEL SERIA REDUZIR E SIMPLIFICAR AS CATEGORIAS DE FUNDOS PREVISTAS NA REGULAÇÃO PARA ALGO MAIS PRÓXIMO DO QUE SE VÊ EM OUTROS PAÍSES, FACILITANDO ASSIM A CONSOLIDAÇÃO DE FUNDOS, ESPECIALMENTE AQUELES PASSÍVEIS DE SEREM OFERTADOS PARA O VAREJO.

UMA OUTRA CARACTERÍSTICA ESTRUTURAL DE NOSSO MERCADO PARECE SER DETERMINANTE: TRATA-SE DA PERMISSÃO PARA A EXISTÊNCIA DE APENAS UMA CLASSE DE COTAS NOS FUNDOS. CASO SE PERMITA A CRIAÇÃO DE CLASSES DIFERENTES DE COTAS DENTRO DO MESMO VEÍCULO, SERIA POSSÍVEL – POR EXEMPLO – ELIMINAR A MAIOR PARTE DOS INCENTIVOS HOJE EXISTENTES

PARA A PROLIFERAÇÃO DE FUNDOS EXCLUSIVOS, FUNDOS DE COTAS E FUNDOS ALIMENTADORES DE FUNDOS MÁSTER. ISSO CERTAMENTE VIABILIZARIA UMA MAIOR CONSOLIDAÇÃO.

SERÁ QUE ESSA SERIA UMA MUDANÇA POSITIVA? NEM TODOS PENSAM ASSIM, MAS VALE TRAZER ALGUNS ARGUMENTOS.

NOSSA REGULAMENTAÇÃO EXIGE QUE TODOS OS COTISTAS DE UM FUNDO SEJAM OBJETO DE TRATAMENTO IDÊNTICO EM TODOS OS SENTIDOS, O QUE É UMA POLÍTICA QUE ATÉ INTUITIVAMENTE SE PERCEBE QUE TEM GRANDES QUALIDADES.

POR OUTRO LADO, HÁ ARGUMENTOS EM FAVOR DE UMA ESCOLHA REGULATÓRIA OPOSTA A ESSA QUE SÃO TAMBÉM RESPEITÁVEIS.

SE UM FUNDO – COM SUA ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTOS – PUDE OFERTAR CLASSES DE COTAS A DIFERENTES PÚBLICOS, COBRANDO POR EXEMPLO TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO DISTINTAS, ISSO MOSTRARIA MAIS CLARAMENTE O QUE JÁ É UMA REALIDADE DE MERCADO, HOJE RESOLVIDA POR MEIO DA ESTRUTURA DE MASTER-FEEDERS. ASSIM, UM PÚBLICO ALVO DE INVESTIDORES QUALIFICADOS PODERIA PAGAR TAXA DE ADMINISTRAÇÃO MENOR, POR CONTA, POR EXEMPLO, DE UMA EXIGÊNCIA DE VALOR MÍNIMO DE APLICAÇÃO MAIOR DO QUE O MÍNIMO EXIGIDO DO VAREJO. E TODOS TERIAM CONHECIMENTO DESSAS DIFERENTES E LEGÍTIMAS POLÍTICAS COMERCIAIS, QUE NÃO PRECISARIAM AGREGAR OS CUSTOS DECORRENTES DA EXISTÊNCIA E DA MANUTENÇÃO DE CAMADAS DE FUNDOS PARA EXISTIREM. A CONVIVÊNCIA DE COTISTAS DE VAREJO COM OUTROS MAIS PROFISSIONAIS, OS CHAMADOS QUALIFICADOS, NO MESMO VEÍCULO, TAMBÉM PODERIA DIVIDIR OS BENEFÍCIOS DE UMA SUPERVISÃO MAIS ESTREITA QUE, EM GERAL, SE ESPERA QUE SEJA EXERCIDA PELOS INVESTIDORES PROFISSIONAIS.

A RELAÇÃO ENTRE REGULAÇÃO E EFICIÊNCIA É O TEMA DO SEGUNDO PAINEL. E SABEMOS QUE QUALQUER EVENTUAL INEFICIÊNCIA TEM PESO MUITO MAIS DRAMÁTICO QUANDO A PERSPECTIVA É A DA POUPANÇA PARA O LONGO PRAZO. COMO É SABIDO, NESTA INDÚSTRIA, COM O TEMPO, CUSTOS ELEVADOS CORROEM A RENTABILIDADE E PODEM COMPROMETER O OBJETIVO DO POUPADOR.

OUTRA FORMA DE ABORDAR OS OBSTÁCULOS À CONCORRÊNCIA NO MERCADO BRASILEIRO SERIA ALTERANDO ALGO NO CAMPO DAS ESTRUTURAS DE DISTRIBUIÇÃO. A PREDOMINÂNCIA DE CANAIS DE DISTRIBUIÇÃO DE FUNDOS MUITO DEPENDENTES DAS AGÊNCIAS DOS BANCOS DO MESMO CONGLOMERADO AO QUAL PERTENCE O ADMINISTRADOR DIFICULTA A COMPETIÇÃO E PRATICAMENTE FORÇA GESTORES INDEPENDENTES A SE RESTRINGIREM AO PÚBLICO QUALIFICADO, MESMO ASSIM POR MEIO DE SOLUÇÕES PARA A DISTRIBUIÇÃO QUE AINDA NÃO ESTÃO TOTALMENTE EQUACIONADAS.

HAVERIA ALGO A SER FEITO PARA MELHORAR ESSE ASPECTO, ALGO QUE A REGULAÇÃO PUDESSE FAZER PARA PERMITIR O SURGIMENTO EM MAIOR ESCALA NO BRASIL DAS ‘FUNDS’ SHOPS’ QUE EXISTEM SOBRETUDO NOS ESTADOS UNIDOS, POR EXEMPLO - DE DISTRIBUIDORES ESPECIALIZADOS EM COTAS DE FUNDOS DE DIFERENTES ADMINISTRADORES COM ACESSO DIRETO AO VAREJO? ESTÁ CORRETA, E PRODUZIRÁ RESULTADOS, A PROPOSTA LANÇADA PELA CVM DE PERMITIR A ATUAÇÃO DOS PRÓPRIOS GESTORES NA DISTRIBUIÇÃO DE SEUS PRODUTOS?

O QUARTO PAINEL DE HOJE VAI APROFUNDAR ESTE TEMA.

QUANTO À SEGUNDA QUESTÃO MAIS ESTRUTURAL QUE MENCIONEI - COMO REDUZIR O ESPAÇO PARA CONFLITOS DE INTERESSES NUMA INDÚSTRIA COM AS CARACTERÍSTICAS DA BRASILEIRA, ELA ASSUME RELEVÂNCIA AINDA MAIOR EM RAZÃO DESSAS PRÓPRIAS CARACTERÍSTICAS. DADA A PREDOMINÂNCIA NO BRASIL DOS CONGLOMERADOS FINANCEIROS E A INEVITÁVEL PROXIMIDADE EXISTENTE ENTRE BANCO E ADMINISTRADOR DE FUNDO, GARANTIR QUE OS INTERESSES DO FUNDO E DE SEUS COTISTAS SEJAM DEFENDIDOS PODE EXIGIR ALGUNS CUIDADOS ADICIONAIS, QUE TALVEZ NÃO SE JUSTIFICASSEM EM MERCADOS COM OUTRA CONFIGURAÇÃO.

NOSSO TERCEIRO PAINEL VAI DISCUTIR EXATAMENTE ESTE PONTO.

ENFIM, MINHA INTENÇÃO AQUI NÃO FOI TRAZER RESPOSTAS NEM OBIVIAMENTE TOCAR EM TODOS OS PONTOS QUE PODEM MERECER UMA BOA DISCUSSÃO, MAS APENAS APRESENTAR A IDEIA DE UMA AGENDA COM FOCO NO MÉDIO PRAZO, EM QUE NOSSO OBJETIVO DEVE SER AMBICIOSO: TRANSFORMAR UMA INDÚSTRIA DE FUNDOS QUE JÁ É UM SUCESSO E AMPLAMENTE RECONHECIDA EM ALGO AINDA MAIS ÚTIL PARA O INVESTIDOR E PARA O PAÍS.