

# Investidores no mercado de capitais brasileiro

Uma análise dos critérios regulatórios para investimento em valores mobiliários

**Estudo a partir da metodologia de análise de impacto regulatório**

Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA)

Julho de 2021



**Elaboração:** Equipe ASA

**Contato:** [asa@cvm.gov.br](mailto:asa@cvm.gov.br)

O presente estudo beneficiou-se de importantes comentários e contribuições feitas pela Assessoria de Comunicação Social (ASC), pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM) e pela Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores (SOI), a quem agradecemos especialmente pelo auxílio nas diversas fases do trabalho. Também gostaríamos de agradecer a ANBIMA e o pesquisador Ronaldo Deccax pelas conversas concedidas. As opiniões e conclusões apresentadas no trabalho são de seus autores e não necessariamente expressam as da Comissão de Valores Mobiliários ou de outras áreas da Autarquia.



# ÍNDICE

<b>SUMÁRIO EXECUTIVO .....</b>	<b>5</b>
<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>7</b>
<b>2. VALORES MOBILIÁRIOS: DEFINIÇÃO DO PROBLEMA, MOTIVAÇÕES E RISCOS .....</b>	<b>11</b>
2.1. Motivações para investimentos em valores mobiliários .....	11
2.2. Riscos associados a investimentos em valores mobiliários .....	14
2.3. Definição do problema .....	17
<b>3. REGULAÇÃO .....</b>	<b>20</b>
3.1. Brasil .....	20
3.2. Normas em outras jurisdições .....	23
3.2.1. Austrália .....	23
3.2.2. Estados Unidos .....	25
3.2.3. Reino Unido .....	27
3.2.4. União Europeia .....	29
3.3. Considerações finais .....	32
<b>4. MERCADOS DE VALORES MOBILIÁRIOS .....</b>	<b>34</b>
4.1. Mercado brasileiro .....	34
4.2. Mercados internacionais .....	38
4.3. Considerações finais .....	43
<b>5. PESQUISA COM INVESTIDORES .....</b>	<b>45</b>
5.1. Conclusões gerais .....	46
5.1.1. Análise demográfica .....	47
5.1.2. Análise comportamental e psicográfica .....	48
5.1.3. Securitização .....	51
5.1.4. <i>Private equity</i> .....	52
5.2. Investidores de varejo .....	53
5.2.1. Análise demográfica .....	53
5.2.2. Análise comportamental e psicográfica .....	55
5.2.3. Securitização .....	60
5.2.4. <i>Private equity</i> .....	61
5.2.5. Comentários recebidos .....	62



<b>5.3. Investidores qualificados .....</b>	<b>63</b>
5.3.1. Análise demográfica .....	63
5.3.2. Análise comportamental e psicográfica.....	65
5.3.3. Securitização.....	69
5.3.4. <i>Private equity</i> .....	70
5.3.5. Comentários recebidos .....	71
<b>5.4. Considerações finais .....</b>	<b>72</b>
<b>5.5. Adendo: Movimento FIRE.....</b>	<b>73</b>
<b>6. ANÁLISE DO IMPACTO REGULATÓRIO.....</b>	<b>75</b>
<b>6.1. Propostas.....</b>	<b>75</b>
6.1.1. Propostas de flexibilizações nos requisitos para investidores de varejo .....	75
6.1.2. Propostas de flexibilizações nos critérios de investidor qualificado .....	77
<b>6.2. Impactos das propostas.....</b>	<b>78</b>
6.2.1. Impacto das propostas de flexibilizações nos requisitos para investidores de varejo .....	78
6.2.2. Impacto das propostas de flexibilizações nos critérios de investidor qualificado.....	80
6.2.3. Resumo dos impactos das propostas .....	81
<b>7. CONCLUSÃO .....</b>	<b>82</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>84</b>
<b>ANEXO I – VALORES MOBILIÁRIOS.....</b>	<b>87</b>
<b>ANEXO II – PESQUISA COM INVESTIDORES .....</b>	<b>93</b>



## SUMÁRIO EXECUTIVO

Esse trabalho investiga os requisitos para investimentos em valores mobiliários entre os investidores de varejo e conta com uma pesquisa para entender melhor os atributos e as preferências desses investidores. O estudo foi realizado em momento único na economia brasileira, com taxas de juros mínimas históricas e com a COVID-19 abalando a vida dos brasileiros.

Com a ampliação de plataformas digitais de investimentos, aumento na oferta de produtos financeiros e crescimento da educação financeira no país, os últimos anos viram um grande crescimento no número de investidores que começaram a investir em valores mobiliários no país. O mercado brasileiro ainda conta com um baixo número de investidores em relação a outros mercados mundiais, e esse crescimento de investidores deve continuar ao longo dos próximos anos.

Como discutido no segundo capítulo, o modelo de ciclo de vida de consumo e poupança traz um arcabouço relevante para explicar as decisões dos investidores. O modelo destaca a importância da poupança na acumulação de patrimônio e a utilidade de ativos financeiros como meio de transferir consumo de períodos de baixo valor para os períodos de maior valor para o indivíduo. Além do mais, o modelo destaca a importância de uma visão de longo prazo em aplicações financeiras.

Para analisar a adequação dos requisitos regulatórios perante esse cenário, foi feita no capítulo 3, uma comparação internacional com os principais normativos da Austrália, Estados Unidos, Reino Unido e União Europeia. Em todos esses países, foi vista uma preocupação crescente entre os reguladores em tornar os mercados de capitais mais acessíveis aos pequenos investidores. Normativos dos países estudados apresentaram soluções interessantes que podem ser adaptadas ao mercado brasileiro, especialmente no que tange o acesso a investimentos no mercado de *private equity*.

O capítulo 4 faz uma ilustração do mercado de capitais no Brasil e em outros países. O mercado brasileiro tem diferentes tipos de investidores que investem em uma grande variedade de aplicações financeiras. Os últimos anos viram um crescimento de emissões e de operações em praticamente todos os tipos de valores mobiliários, com destaque para debêntures e ações.

No capítulo 5 é destacado a pesquisa com investidores, realizada em setembro de 2020 com a participação de mais de 5000 respondentes, atingindo todas as regiões, níveis de escolaridade e faixas de renda. Os participantes apresentaram ter grande nível de educação financeira e conhecimento sobre investimentos em valores mobiliários, gerando insumos relevantes para a análise. Os resultados da pesquisa mostraram diferenças relevantes entre os investidores de varejo e qualificados.

As experiências regulatórias de outros países, o modelo de ciclo de vida de consumo e poupança, e os resultados da pesquisa com investidores nos deram importantes argumentos para no capítulo 6 apresentar propostas de flexibilizações nos requisitos de investimentos para os investidores de varejo e nos atuais critérios para qualificação do investidor. Essa flexibilização já tem sido feita pela CVM ao longo dos últimos anos, mas ainda há espaço para mais flexibilizações em CRIs e FIPs e na definição de investidor qualificado.



O capítulo 7 conclui que o crescimento de investidores e as flexibilizações propostas vão ajudar a desenvolver o mercado de capitais brasileiro nos próximos anos, facilitando as captações de diferentes empresas e projetos. Além de possibilitar a busca por maiores retornos entre os investidores, o desenvolvimento do mercado de capitais também traz impactos positivos nas taxas de poupança, decisões de investimentos, inovações tecnológicas e taxas de crescimento econômico do país no longo prazo.



## 1. INTRODUÇÃO

Este trabalho tem como objetivo investigar os requisitos regulatórios para investimentos em valores mobiliários no Brasil, tema de grande relevância para o trabalho da CVM<sup>1</sup>. O estudo abordará os diferentes tipos de investidores brasileiros, mas terá ênfase no investidor de varejo, ou seja, no pequeno investidor que possui mais limitações de aplicações e conhecimento sobre valores mobiliários.

O trabalho da CVM tem grande importância para os investidores que aplicam em valores mobiliários. Conforme com o Artigo 4º da Lei N° 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a CVM e o Conselho Monetário Nacional exercem as atribuições de estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários e também de proteger os investidores contra irregularidades e atos ilegais, dentre outros riscos associados a investimentos financeiros<sup>2</sup>.

Em função da dinâmica inovativa do mercado de valores mobiliários brasileiro e global, é necessário que a CVM trabalhe constantemente para rever seus normativos e atividades para manter um equilíbrio adequado entre os objetivos de promover investimentos em valores mobiliários e proteger os investidores de riscos que possam causar danos inadequados a esses investidores.

Essa proteção é de maior necessidade para o investidor de varejo, que muitas vezes não possui um profundo conhecimento do mercado financeiro e da totalidade de variáveis que o afeta<sup>3</sup>. Por outro lado, investidores com mais recursos aplicados precisam normalmente de menor proteção por terem maior tolerância a perdas e maior conhecimento e assessoria para fazer aplicações financeiras de acordo com seus objetivos e aptidões de riscos.

Nos últimos anos, observamos um aumento significativo no número de brasileiros investindo em valores mobiliários, facilitado pelos novos meios digitais de investimentos, pela ampliação na oferta de produtos e fortemente influenciado pelo atual cenário de juros, entre outros. Essa inclusão financeira, conhecida como *financial deepening*, está gerando maior sofisticação do mercado de valores mobiliários e dos produtos financeiros disponíveis ao investidor.

Com isso, o investidor de varejo vem ganhando espaço e importância no mercado financeiro brasileiro. Dados da B3 demonstram que o número de contas ativas de pessoas físicas na depositária aumentou de

<sup>1</sup> Valor mobiliário é um termo-chave dentro da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Se um determinado título for considerado valor mobiliário, sua emissão e negociação públicas passam a estar sujeitas às normas e a fiscalização da CVM. Com a promulgação da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, a definição de valores mobiliários foi incorporada ao art. 2º da Lei nº 6.385/76, que delibera como valores mobiliários: as ações, debêntures e bônus de subscrição; os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento; os certificados de depósito de valores mobiliários; as cédulas de debêntures; as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; as notas comerciais; os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

<sup>2</sup> [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm)

<sup>3</sup> [http://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/regulacao/informe-de-legislacao/classificacao-dos-investidores-e-suitability-no-mercado-de-valores-mobiliarios.htm#02](http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/regulacao/informe-de-legislacao/classificacao-dos-investidores-e-suitability-no-mercado-de-valores-mobiliarios.htm#02)



620 mil em dezembro de 2017 para 1,7 milhão em dezembro de 2019, um crescimento de 2,7 vezes<sup>4</sup>. Essa expansão continuou em 2020, com o número de contas ativas chegando a 3,2 milhões de investidores em dezembro de 2020.

É esperado que o pequeno investidor continue a ganhar mais espaço no mercado financeiro nos próximos anos, influenciado pela maior disseminação sobre educação financeira e facilidade de fazer investimentos, pela busca por mais retornos em função da atual taxa de juros, pela necessidade crescente de acumular recursos para a aposentadoria, dentre outros.

Os atributos do investidor de varejo brasileiro no mundo das aplicações financeiras são bem variados, tendo em vista a grande variedade de perfis atribuídos a este mercado<sup>5</sup>. Cada perfil é distinguido por diversas variáveis como gênero, idade, escolaridade, salário e patrimônio, todos influenciando nas decisões de investimentos.

Apesar do crescimento das aplicações visto nos últimos anos, os investidores de varejo no Brasil ainda investem pouco em valores mobiliários, concentrando seus investimentos em aplicações que não são consideradas valores mobiliários, com destaque para a caderneta de poupança<sup>6</sup>. Pela lógica econômica, isso pode ser considerado uma falha de mercado, pois assim esses investidores deixam de obter maior diversificação e retorno para uma determinada tolerância a risco, diferente de outros tipos de investidores<sup>7</sup>.

A constatação desse problema, que ainda afeta uma grande parte da população brasileira, foi um dos principais motivos dessa investigação. Assim, um dos principais objetivos deste trabalho é verificar se alterações nos requisitos regulatórios da CVM podem incentivar os investidores de varejo a melhorarem seus investimentos em valores mobiliários, assim os ajudando a terem melhores retornos para determinado risco e com isso auxiliando a desenvolver o mercado de capitais brasileiro.

O desenvolvimento do mercado de capitais é de extrema importância para o país. Goldsmith (1969)<sup>8</sup> foi um dos primeiros a destacar a relação positiva entre o desenvolvimento do mercado de capitais e o crescimento econômico, e desde então muitos outros estudos trataram desse tema. Em específico, as observações empíricas demonstram que países com mais intermediários financeiros e mercados de capitais mais ativos cresceram mais rápido nas décadas seguintes.

Segundo Levine (1997), mercados financeiros ajudam a mitigar os efeitos dos custos de informação e transações, assim influenciando taxas de poupanças, decisões de investimentos, inovações tecnológicas e taxas de crescimento no longo prazo<sup>9</sup>. Evidências empíricas também indicam que o grau de desenvolvimento financeiro de um país, por meio do seu mercado de capital, é um bom indicador dos

<sup>4</sup> [http://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/historico-pessoas-fisicas/](http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/historico-pessoas-fisicas/)

<sup>5</sup> Bonaldi, E., O Pequeno Investidor na Bolsa Brasileira: Ascensão e Queda de um Agente Econômico (2018).

<sup>6</sup> [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/estatisticas/varejo-private-e-gestores-de-patrimonio/varejo-consolidado-mensal.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/varejo-private-e-gestores-de-patrimonio/varejo-consolidado-mensal.htm)

<sup>7</sup> De acordo a Instrução nº 554, o investidor que possui menos de R\$ 1 milhão em aplicações financeiras é considerado pela CVM como um investidor comum, ou seja, um investidor de varejo. Se ele possuir mais de R\$ 1 milhão aplicados em investimentos e atestar por escrito que tem essa condição ele será considerado como investidor qualificado.

<sup>8</sup> Goldsmith, W., Financial Structure and Development (1969).

<sup>9</sup> Levine, R., Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda (1997), p. 689.



futuros níveis de crescimento econômico, acumulação de capital e inovação tecnológica<sup>10</sup>. A acumulação de capital, ampliada pela poupança dos trabalhadores, é de fato vista com um dos maiores geradores de crescimento econômico.

No Brasil, assim como em muitos outros países, empresas de pequeno e médio porte ainda enfrentam dificuldades em captar recursos além dos tradicionais empréstimos bancários. Alguns setores, como o setor agrícola e o imobiliário, são tão dependentes dessas poupanças que possuem tipos de valores mobiliários específicos para sua captação. Portanto, o crescimento das aplicações dos investidores de varejo em valores mobiliários é de grande importância para o financiamento das empresas brasileiras e, conseqüentemente, para o futuro crescimento econômico no país.

Em função do aumento do número de investidores aplicando em valores mobiliários, surgiu a necessidade de conhecer melhor os atributos e preferências dos investidores que investem no mercado brasileiro. Esse objetivo foi atingido por meio de uma pesquisa com esses investidores que terá relevância na discussão sobre a adequação dos atuais requisitos regulatórios para investimentos em valores mobiliários.

O estudo conta com um *benchmark* regulatório comparando os normativos vigentes no Brasil com outros mercados de capitais internacionais, para destacar os avanços e as novidades desses mercados. Também trazemos um mapeamento do mercado de valores mobiliários brasileiro e dos outros países que compõem o benchmark internacional. As experiências internacionais podem gerar propostas de melhorias para o mercado brasileiro.

Para viabilizar este estudo, foram coletados normas vigentes e dados quantitativos relativos a valores mobiliários. Dados do mercado doméstico foram coletados da CVM como também de fontes externas como a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) e da B3. Dados internacionais foram coletados de diversos artigos e fontes, entre elas EFAMA (*European Fund and Asset Management Association*), ICMA (*International Capital Market Association*) e WFE (*World Federation of Exchanges*).

Além desta Introdução, o trabalho está dividido em 6 capítulos:

- As motivações e os riscos de investimentos em valores mobiliários são discutidos no segundo capítulo (“Valores mobiliários: Definição do Problema, Motivações e Riscos”). Neste capítulo também é discutida a importância de um mercado eficiente onde poupadores conseguem investir com segurança para financiar investimentos na economia.
- O capítulo seguinte, “Regulação”, identifica a regulação relevante de valores mobiliários no Brasil e a compara com as jurisdições do benchmark internacional, composto pela Austrália, EUA, Reino Unido e União Europeia.

<sup>10</sup> Levine, R., *Finance and Growth: Theory and Evidence* (2004).



- O quarto capítulo, “Mercado de Valores Mobiliários”, descreve o panorama do mercado de valores mobiliários no Brasil, destacando os diferentes perfis de investidores e dos tipos de valores mobiliários negociados. Em seguida são apresentados estudos sobre a carteira de investidores e o panorama do mercado de valores mobiliários em outros países.
- No capítulo 5, “Pesquisa com Investidores”, são apresentados os resultados da pesquisa feita com investidores de varejo e qualificados. A pesquisa destaca temas de valores mobiliários que estão sujeitas a alterações regulatórias, sobretudo sobre os mercados de securitização e de *private equity*.
- No sexto capítulo, “Análise de Impacto Regulatório”, são discutidos propostas e os impactos regulatórios previstos dessas alterações dos requisitos para investimentos em valores mobiliários e da definição de investidor qualificado.
- O último capítulo, “Conclusão”, traz um resumo dos principais resultados do estudo, apresentando sugestões e propostas. O capítulo também traz sugestões de temas para estudos futuros.



## 2. VALORES MOBILIÁRIOS: DEFINIÇÃO DO PROBLEMA, MOTIVAÇÕES E RISCOS

Investidores aplicam em produtos financeiros por diversos motivos e as teorias de finanças desenvolvidas ao longo dos últimos 60 anos oferecem uma boa orientação sobre a utilidade desses valores mobiliários para o investidor. Por exemplo, a teoria do ciclo de vida de poupança e investimentos explica que ativos financeiros são meios para transferir recursos por diferentes épocas ao longo do ciclo de vida da pessoa, permitindo que o investidor assim pense sobre suas decisões financeiras de maneira lógica e rigorosa<sup>11</sup>.

Em função disso, cada investidor consegue adaptar suas decisões perante seus atributos, suas preferências e suas perspectivas em relação ao futuro. Com isso, cada investidor toma suas próprias decisões de investimentos financeiros, adequados à sua tolerância a risco e expectativas de retorno.

Neste capítulo, é apresentada a definição do problema, isto é, se a alocação dos investidores de varejo em valores mobiliários é adequada. Se essa alocação não for adequada atualmente, é possível que a atuação do regulador possa ajudar a mitigar essa falha de mercado? No entanto, para elaborar o entendimento do problema, é necessário primeiro apresentar um resumo dos motivos para investir em valores mobiliários, para posteriormente discutir sobre os seus riscos.

### 2.1. MOTIVAÇÕES PARA INVESTIMENTOS EM VALORES MOBILIÁRIOS

Encontram-se abaixo, de forma concisa, um resumo dos principais estudos que abordam as motivações dos investidores para aplicar em valores mobiliários. A literatura sobre esse tema é extensa e complexa e a listagem tem por objetivo fornecer somente uma ilustração geral, sem querer validar esses motivos empiricamente no mercado brasileiro ou internacional.

O problema das decisões financeiras de um investidor foi inicialmente criado para entender a alocação de portfólio e os preços de ativos financeiros. Esses primeiros modelos não levavam em conta aspectos da riqueza familiar, que só começaram a ser tratados em modelos mais recentes. Markovitz (1952) foi o primeiro a analisar como um investidor aloca seu portfólio em ativos financeiros<sup>12</sup>.

O modelo de Markovitz determina que as preferências do investidor racional são determinadas pelo retorno esperado de cada ativo, risco (variância) no retorno esperado de cada ativo e da covariância do retorno de cada ativo com o retorno dos outros ativos. Assim, Markovitz desenvolve a teoria moderna do portfólio, na qual investidores racionais fazem alocações de portfólio na fronteira eficiente do risco e do retorno da riqueza financeira.

<sup>11</sup> Ver Bodie, Tressard e Willen (2007).

<sup>12</sup> Markovitz, H., Portfolio Selection (1952). Markovitz assume que o investidor não tem renda de trabalho e consome toda sua riqueza financeira ao final de um período.



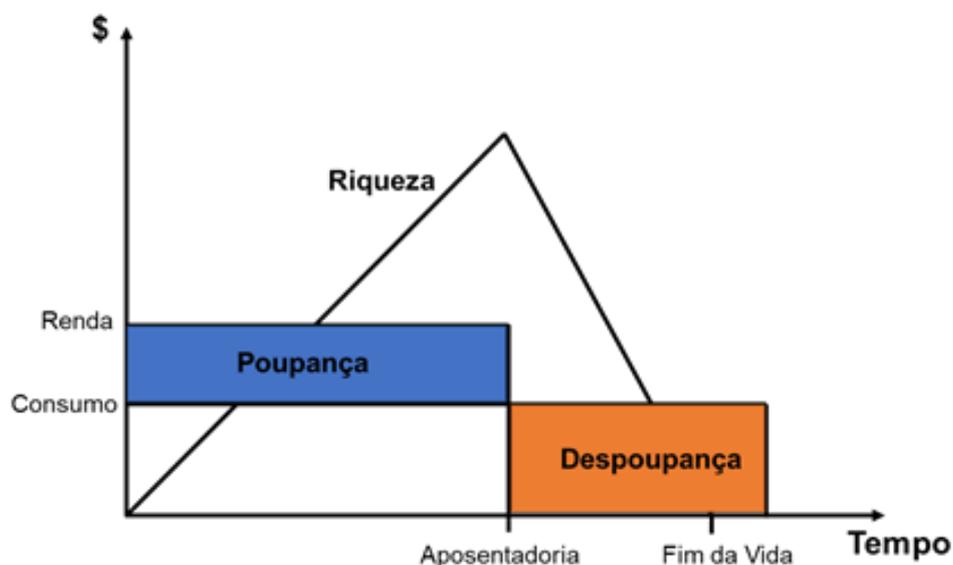
A introdução de um ativo livre de risco foi feita por Tobin (1958), que mostrou que todos os agentes iriam manter o mesmo portfólio de ativos de risco, denominado portfólio de mercado. De acordo com as suas aversões ao risco, cada agente teria uma alocação específica no ativo livre de risco e no portfólio de mercado, conhecido como o teorema da separação.

Sharpe (1964) usou o trabalho de Markowitz para desenvolver o modelo de avaliação de ativos financeiros, primeiro modelo de equilíbrio geral de preço de ativos que incorporou o risco. Esse modelo também prevê que os agentes irão manter o mesmo portfólio de ativos no portfólio de mercado, e que os preços dos ativos vão ser linearmente atrelados às suas correlações com o portfólio de mercado.

Uma limitação desses primeiros modelos foi a suposição de que os investidores apenas enxergavam o próximo período, enquanto, na prática, os investidores têm um fluxo de rendas e despesas ao longo do tempo. Isso motivou Samuelson (1969) e Merton (1969) a ampliar o problema de alocação de portfólio para múltiplos períodos, concluindo que a solução do problema era bem diferente entre investidores de curto e longo prazos. Foi concluído que investidores de longo prazo, que enfrentam maior incerteza em função do horizonte de investimento, poderiam buscar ativos que também oferecessem proteção intertemporal.

Outro tema importante desses estudos foi o efeito do ciclo da vida sobre o portfólio correto para o investidor. Modigliani e Brumberg (1954) apresentaram esse tema com a hipótese do ciclo de vida de consumo e poupança, que explica que o consumo do indivíduo é função dos rendimentos de toda uma vida, como pode ser visto na figura abaixo. Segundo essa teoria, o indivíduo acumula seu patrimônio decorrente das suas poupanças investidas durante os anos de trabalho, que serve para manter o consumo do indivíduo após a aposentadoria.

*Figura 1: Consumo, renda e riqueza no ciclo da vida de consumo e poupança*



Fonte: Elaboração da ASA



Para conseguir acumular patrimônio suficiente para manter um consumo adequado após a aposentadoria, o indivíduo precisa ter um portfólio de ativos adequado com sua idade e horizonte de investimento. Para atender esse requisito, Bodie, Treussard e Willen (2007) introduzem o modelo do ciclo de vida de escolha de consumo e seleção de portfólio. O modelo destaca a importância do consumo e poupança no ciclo de vida do indivíduo e a utilidade de ativos financeiros como meio de transferir consumo de períodos de baixo valor para os períodos de maior valor para o indivíduo<sup>13</sup>.

Apesar dessas conclusões, algumas previsões dos modelos iniciais foram rejeitadas por estudos empíricos sobre o comportamento dos investidores. Mehra e Prescott (1985) pioneiramente destacaram o *equity premium puzzle*, no qual os dados históricos de risco e retorno de ativos de renda variável e níveis conhecidos de aversão a risco sugerem que os portfólios teóricos tinham uma alocação maior em ativos de renda variável que as do que estudos empíricos mostravam. Esse enigma estimulou o desenvolvimento de novos modelos com hipóteses mais próximas do contexto no qual os investidores tomavam suas decisões financeiras.

Os novos modelos buscam entender os efeitos da heterogeneidade dos investidores sobre suas decisões financeiras, assim examinando o problema da decisão de portfólio dentro de um contexto econômico-financeiro mais próximo da realidade do investidor. Começando por Aiyagari (1994), uma série de estudos analisam o impacto do *background risk* na tomada de decisões de investimentos. *Background risk* faz parte do contexto em que as decisões financeiras são tomadas pelo investidor e para a maioria dos investidores o principal risco é a perda do salário em função de demissão<sup>14</sup>.

Merton (1971) foi o primeiro acadêmico a incluir o salário do trabalhador no modelo de alocação de portfólio. Ele concluiu que investidores viam o salário como um ativo livre de risco, mantendo as proporções em ativos arriscados e livres de risco que no caso em que eles não tinham a renda de trabalho. Por causa desse aumento no volume de ativos livre de risco advindo do salário, o investidor iria compensar aumentados investimentos em ativos arriscados. Bodie, Merton e Samuelson (1992) fizeram uma importante extensão desse modelo apresentando a possibilidade de que o investidor poderia optar por não precisar trabalhar mais e viver apenas do patrimônio; para isso ele teria que, desde cedo, investir uma proporção maior do seu portfólio em ativos arriscados.

Outra variável importante que mostrou influenciar as aplicações dos investidores é moradia. Cocco (2004) foi o primeiro a estudar em maior detalhe esse impacto, concluindo que a casa própria do investidor acabava expulsando (*crowding out*) os outros ativos de renda variável dos investidores, especialmente para os investidores mais jovens onde a moradia apresentava uma grande parte do patrimônio<sup>15</sup>. Outras

<sup>13</sup> Ver Bodie, Treussard e Willen (2007).

<sup>14</sup> <https://voxeu.org/article/back-background-risk>

<sup>15</sup> Cocco supõe que os agentes enfrentam renda arriscada, têm vida finita, podem investir em dinheiro e ações (que têm um prêmio de risco constante) e podem pedir empréstimos para financiar a compra da moradia. Eles pagam uma taxa mais alta que a taxa livre de risco pelo financiamento. Os preços das casas são arriscados, as casas se depreciam com o tempo e a compra e venda de casas envolve custos de transação significativos. Ele assume um custo fixo de participação no mercado de ações.



variáveis relevantes para o investidor em suas decisões de investimentos incluem acesso a crédito, planos de aposentadoria, e imperfeições nos mercados de capitais como ativos ilíquidos, custos de transação e impostos.

No Brasil, Bragança e Silveira (2011) usam dados de fundos de investimentos para estudar o efeito de variáveis demográficas, sociais e econômicas sobre a alocação de portfólio dos investidores brasileiros entre diferentes classes de ativos<sup>16</sup>. Os autores concluem que os resultados para as variáveis ocupação, patrimônio e faixa etária corroboram o argumento de que a proporção da riqueza financeira alocada nos ativos mais arriscados aumenta com a razão entre o capital humano e a riqueza financeira. O estudo também apresenta diferenças significativas entre homens e mulheres no que tange ao grau de aversão ao risco, embora isso não foi observado em relação a investidores com e sem cônjuge<sup>17</sup>.

No entanto, mesmo para os modelos mais recentes, ainda existe uma grande diferença entre as previsões de portfólio de investidores nos modelos e as evidências empíricas. Segundo Campbell (2006), o estudo da alocação de portfólio é difícil porque as restrições enfrentadas por uma família não podem ser explicadas com um único modelo existente, e o comportamento de uma família é difícil de medir. Mesmo assim, os modelos existentes conseguem destacar os principais componentes que influenciam nas decisões financeiras do investidor.

## 2.2. RISCOS ASSOCIADOS A INVESTIMENTOS EM VALORES MOBILIÁRIOS

Como discutido nos modelos de alocação de portfólio acima, o investidor faz investimentos em busca de um retorno esperado, mas que é sempre sujeito a um determinado risco. Nessa seção vamos entrar em mais detalhes sobre os riscos associados a investimentos em valores mobiliários apresentados em diferentes estudos. A literatura sobre o tema também é ampla e complexa e, portanto, a intenção dessa seção é a de fornecer uma ilustração geral do assunto, sem tentar fazer qualquer legitimação empírica.

Embora os modelos acima concluam que investidores terão diferentes portfólios em função de suas aversões ao risco, o portfólio mais eficiente é aquele que obtém o maior retorno esperado para um dado nível de risco. Portanto, cabe ao investidor primeiramente definir o grau de risco que está disposto a correr para buscar um maior retorno<sup>18</sup>.

Em sua teoria moderna do portfólio, Markovitz (1952) demonstra como o risco de um ativo medido isoladamente muda quando esse ativo é incluído em um portfólio com outros ativos. O risco desse portfólio não é dado simplesmente pela média do risco de cada ativo individualmente, pois também é

<sup>16</sup> A base de dados consiste de observações sobre aplicações financeiras, a valores registrados no final de cada mês ao longo do período entre janeiro de 2007 e dezembro de 2008 em fundos de investimento coletadas de uma amostra de investidores brasileiros provida pela BNY Mellon Serviços Financeiros.

<sup>17</sup> Bragança e Silveira (2011), p.47.

<sup>18</sup> De acordo com o Dicionário Financeiro ([www.dicionariofinanceiro.com](http://www.dicionariofinanceiro.com)), risco é definido como "o grau de incerteza em relação à rentabilidade de um investimento". Isso significa que sempre existe uma possibilidade de o investimento dar um retorno abaixo do esperado, ou de em alguns casos até gerar necessidade de novos aportes para acobertar as perdas do investimento inicial.



necessário considerar a correlação entre esses ativos. Por isso, segundo Markovitz, existem dois tipos de risco:

- **O risco idiossincrático (não sistêmico):** o risco individual de um ativo que pode ser eliminado por meio da diversificação no portfólio;
- **O risco sistêmico:** o risco do portfólio que não é diversificável, decorrente de eventos sistêmicos como desastres naturais, crises econômicas e crises políticas.

Markovitz conclui que o risco do portfólio pode ser reduzido pela diversificação sem impactar o retorno esperado, incluindo na carteira ativos que possuem uma correlação negativa entre eles, desse modo mitigando o risco idiossincrático.

Ao longo do tempo até os dias atuais, os atributos de valores mobiliários disponíveis têm ficado mais complexos e isso resultou em maior complexidade na mensuração dos riscos desses ativos financeiros. Portanto, segundo o SEC (Securities and Exchange Commission), hoje em dia o risco de um investimento precisa ser visto em termos da segurança do dinheiro aplicado, do seu crescimento ao longo do tempo e da facilidade do investidor em ter ele de volta o dinheiro quando precisar<sup>19</sup>. O SEC apresenta os seguintes tipos de risco como sendo os mais importantes para o investidor:

- **Risco empresarial:** tanto para compra de debêntures como ações, o investidor investe em uma empresa que precisa estar indo bem em suas atividades para que o investidor consiga obter uma rentabilidade. Se a empresa falir, o investidor pode perder grande parte ou até todo o seu investimento.
- **Risco de volatilidade:** mesmo quando as atividades da empresa estão indo bem, o preço de sua ação pode flutuar para cima ou para baixo. O preço da ação pode ser influenciado por fatores dentro da empresa como também por eventos externos como eventos políticos ou macroeconômicos.
- **Risco de inflação:** a inflação é um aumento geral nos preços que reduz o poder de compra do dinheiro, que se torna um risco para investimentos em equivalentes a caixa ou com taxa fixa de retorno, especialmente em períodos de alta inflação.
- **Risco da taxa de juros:** alterações nas taxas de juros afetam o preço de títulos públicos e de outro ativos de renda fixa. Se esse ativo for vendido antes da sua maturidade, o investidor pode incorrer uma perda em relação ao valor aplicado inicialmente.
- **Risco de liquidez:** esse risco tem a ver com a possibilidade de o investidor não conseguir encontrar um preço adequado para comprar ou vender os valores mobiliários de seu interesse, que pode ocorrer no caso de produtos mais sofisticados ou em períodos de estresse no mercado de valores mobiliários.

<sup>19</sup> <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/what-risk>



Como destacado acima, uma prática comum para reduzir o risco de investimentos financeiros é pela diversificação. Além disso, muitos riscos também podem ser reduzidos pelo uso de derivativos, que são instrumentos financeiros onde são estabelecidos valores financeiros com base em um outro ativo em relação a um período no futuro. Derivativos podem ser utilizados para proteção contra cenários específicos, mas são normalmente caros e complexos e pouco usados pelo pequeno investidor.

Estudos empíricos que destacam os riscos enfrentados pelos investidores são menos frequentes que os que estudam o portfólio dos investidores. Um estudo que merece destaque é o de Rampini e Viswanathan (2017), em que os autores demonstram que a proteção dos investidores contra choques de salários ou preços de aplicações financeiras ainda é bem limitada, especialmente para os mais pobres. Investidores com maior patrimônio são melhores em gerenciar risco, tendo mais instrumentos e conhecimento para fazer esse gerenciamento corretamente. De fato, outros estudos mostram inclusive que a presença de risco combinada com a falta de instrumentos e conhecimento para gerenciá-lo fazem as pessoas de baixa renda investirem em ativos que acabam oferecendo baixo risco e retorno<sup>20</sup>.

Na maioria dos casos, perdas de aplicações financeiras advêm de erros cometidos pelo próprio investidor, influenciados por vieses comportamentais. Kahneman e Tversky (1972) foram os primeiros a estudar vieses cognitivos e desde então surgiram muitos estudos que tratam desse tema de finanças comportamentais. De forma simplificada, esses estudos mostram como diferentes vieses cognitivos do investidor prejudicam de forma relevante a tomada de decisões sobre investimentos e impedem o investidor de ter maiores retornos em seus investimentos<sup>21</sup>.

Fora os riscos citados acima, o investidor no mundo e no Brasil também está sujeito a diferentes perdas em função de fraudes e atividades ilegais em valores mobiliários. Segundo a pesquisa “Fraudes em Investimentos no Brasil”, conduzida em 2019 pela Confederação Nacional de Dirigentes Lojistas e pelo Serviço de Proteção ao Crédito, 11% dos internautas brasileiros afirmam que já perderam dinheiro investido em esquemas fraudulentos<sup>22</sup>.

De acordo com o estudo, as principais ocorrências fraudulentas se deram em: esquemas de pirâmide; golpes de seguradoras, nos quais o investidor supostamente receberia determinada quantia mediante pagamentos prévios; e golpe de ações ou fundos antigos de aposentadoria esquecidos, com exigência de pagamento antecipados. Segundo as vítimas da fraude, o principal motivo do investimento tinha sido a promessa de alta taxa de rendimento.

Outros tipos de fraudes em valores mobiliários que podem prejudicar o investidor incluem manipulações de preços, falta da divulgação de um evento relevante que pode influenciar o preço de uma ação e distorções nas informações financeiras da empresa. Fraude ainda abrange outras atividades ilegais na negociação de valores mobiliários como *insider trading* e *front running*.

<sup>20</sup> Ver, por exemplo, Dercon e Christiaensen (2011) e Rosenzweig e Wolpin (1993).

<sup>21</sup> Para mais informações sobre o tema, a CVM oferece publicações disponíveis no site <https://www.investidor.gov.br/publicacao/ListaCVMComportamental.html>

<sup>22</sup> <https://site.cndi.org.br/11-dos-brasileiros-ja-perderam-dinheiro-em-esquemas-de-investimentos-fraudulentos-aponta-indicador-cndispc-brasil/>



Para educar e proteger o investidor desses riscos, a CVM emite alertas sobre ofertas e atuações irregulares no mercado, sem autorização do regulador, ou sobre companhias que estejam suspensas, inadimplentes ou com registro cancelado. A Autarquia também trabalha ativamente com educação financeira alertando os pequenos investidores sobre as principais situações de risco envolvendo investimentos em valores mobiliários.<sup>23</sup>

### 2.3. DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

A necessidade de melhor planejamento financeiro tem se tornado cada vez mais importante nos últimos tempos para a população brasileira. Antigamente havia menor necessidade por planejamento já que as aposentadorias distribuídas pelo governo e pelos empregadores ofereciam uma segurança de renda após os anos trabalhados. Muitos trabalhadores ativos no mercado de trabalho hoje não podem mais contar com essa segurança, obrigando-os a assumirem maior responsabilidade sobre suas finanças. Além da aposentadoria, o planejamento financeiro também influencia a exposição das famílias a choques econômicos inesperados<sup>24</sup>.

Tanto em países desenvolvidos como em países em desenvolvimento como o Brasil, o aumento da população idosa tem crescido em função do aumento da expectativa de vida e da queda na taxa de fecundidade. Isso gerou uma série de reformas previdenciárias em diversos países, provocando um aumento de anos de trabalho e uma redução nas rendas de aposentadoria<sup>25</sup>. Em muitos casos, idosos hoje em dia continuam a trabalhar após a aposentadoria para suplementar a renda e conseguir manter um consumo mais adequado.

Portanto, para a grande parte da população, o principal objetivo de investimentos em valores mobiliários é o de acumular patrimônio para uma independência financeira e com isso ter uma aposentadoria mais tranquila. Em função dessa necessidade crescente, surgiram novos serviços e produtos financeiros, dando ao investidor mais escolhas e maior responsabilidade sobre seus investimentos. Isso gera o desafio para o regulador de balancear a recompensa com o risco de investimentos e moldar a tomada de decisões financeiras em um formato que o investidor comum possa entender e implementar, algo que é enfrentado por reguladores mundo afora.

Um estudo de 2019 feito pela ING mostra que a grande maioria dos trabalhadores no mundo ainda não estão poupando e investindo suficientemente para a aposentadoria<sup>26</sup>. Segundo o estudo, 61% dos europeus se preocupam em ter recursos suficientes para poderem se aposentar. Na Austrália, essa preocupação atinge 59% dos trabalhadores e nos Estados Unidos, 62%. Inclusive, mais da metade dos entrevistados acreditavam que precisariam continuar trabalhando após a aposentadoria.

<sup>23</sup> [https://www.investidor.gov.br/menu/Menu\\_Investidor/evitando\\_problemas/situacoes\\_de\\_riscos.html](https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/evitando_problemas/situacoes_de_riscos.html)

<sup>24</sup> Mian, Kamallesh e Sufi (2013).

<sup>25</sup> Bodie, Tressard e Willen (2007), p.2.

<sup>26</sup> [https://think.ing.com/uploads/reports/ING\\_International\\_Survey\\_Savings\\_Retirement\\_Saving\\_Challenges\\_2019\\_FINALv2.pdf](https://think.ing.com/uploads/reports/ING_International_Survey_Savings_Retirement_Saving_Challenges_2019_FINALv2.pdf), acessado em 01/06/2020.



Como destacado por Luna (2017), a população brasileira ainda tem uma baixa taxa de poupança para a aposentadoria, criando a necessidade de políticas públicas constantes para aumentar a educação financeira da população. Isso tem sido feito de forma mais estruturada desde dezembro de 2010 com o lançamento da Estratégia Nacional de Educação Financeira (ENEF)<sup>27</sup>, mas hoje ainda tem muito trabalho a ser feito nesse quesito. Atualmente essa política pública é gerida e coordenada pelo Comitê Nacional de Educação Financeira (CONEF), formado por diferentes participantes do mercado<sup>28</sup>.

Segundo um estudo feito pela Allianz em 2020, apenas 10% dos brasileiros com mais de 25 anos guardam dinheiro para a aposentadoria, um nível baixo em comparação com outros países do estudo<sup>29</sup>. Além disso, esses investidores acabam aplicando excessivamente em produtos financeiros que oferecem baixo rendimento para um determinado nível de risco, gerando uma alocação subótima dos recursos aplicados. Nos atuais tempos de baixas taxas de juros, a perda do poder aquisitivo dessas aplicações fica ainda mais agravada pelo excesso de conservadorismo.

Entre as principais causas dessa subalocação de investimentos em valores mobiliários, observado entre os investidores de varejo, se destacam a baixa educação financeira e a falta de familiaridade e acesso a esses tipos de produtos. Em muitos casos também existe uma preferência por produtos bancários como a caderneta de poupança, que oferece maior facilidade e liquidez.

Contudo, a baixa educação financeira e carência de conhecimento sobre valores mobiliários acaba criando uma falha de mercado pela assimetria de informação entre os diferentes participantes do mercado. Por isso, faz-se necessário continuamente prover recursos para educar os novos investidores para que eles tenham a possibilidade de buscar mais oportunidades de diversificação e retornos em seus investimentos, algo que já está sendo amplamente feito pela CVM e outros atores do mercado.

Além disso, os requisitos em valores mobiliários vigentes pelas instruções da CVM em 2020 apresentavam algumas arbitragens e inconsistências regulatórias que necessitam ser abordadas. Por exemplo, conforme essas instruções, o investidor de varejo pode investir individualmente em debêntures de empresas, mas ao mesmo tempo não pode investir em um Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) que investe em debêntures de diversas empresas, assim oferecendo menor risco para o investidor do que a compra individual de debêntures de empresas<sup>30</sup>. Como será discutido mais em baixo, no final de 2020 a CVM lançou a uma audiência pública para permitir que os investidores de varejo também possam investir em FIDCs<sup>31</sup>.

<sup>27</sup> O ENEF foi lançado pelo Decreto nº 7.397 do governo federal para promover a educação financeira e previdenciária em razão do impulso às políticas de inclusão social no país.

<sup>28</sup> O Conef é formado pelo Banco Central do Brasil (BCB), Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), Superintendência de Seguros Privados (Susep), Ministério da Fazenda, Ministério da Educação, Ministério da Previdência Social, Ministério da Justiça, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (Anbima), Brasil, Bolsa e Balcão (B3), Confederação Nacional das Empresas de Seguros Gerais, Previdência Privada e Vida, Saúde Suplementar e Capitalização (CNSeg) e pela Federação Brasileira dos Bancos (Febraban).

<sup>29</sup> Allianz Pension Report 2020, 28 May 2020.

<sup>30</sup> De acordo com o artigo 3º da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, FIDC só podem receber aplicações, bem como ter cotas negociadas no mercado secundário, quando o subscritor ou o adquirente das cotas for investidor qualificado.

<sup>31</sup> Audiência Pública SDM 08/20, de 01 de dezembro de 2020.



Outra arbitragem regulatória existente é gerada pela possibilidade que o investidor de varejo tem de investir o seu patrimônio em Brazilian Depositary Receipt (BDR)<sup>32</sup>, ou seja, certificados que representam ações emitidas por empresas em outros países, mas ao mesmo tempo não pode investir em um Fundo de Investimentos no Exterior (FIE) que investe 100% do seu patrimônio líquido no exterior<sup>33</sup>. Como no exemplo anterior, um investimento em um FIE que investe 100% do seu patrimônio no exterior também poder oferecer ao investidor menor risco e maior diversificação do que a aplicação em uma BDR. Porém, essa questão também já está sendo revista pela CVM com o lançamento da Audiência Pública SDM 08/20, de 01 de dezembro de 2020.

Desde 2017, o investidor de varejo também pode investir até R\$ 10 mil em startups via *crowdfunding* de investimentos com distribuição exclusivamente por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo<sup>34</sup>. Por outro lado, esse mesmo investidor ainda não pode investir em um Fundo de Investimento em Participações (FIP), fundo com gestão profissional que investe em uma variedade de startups e assim pode oferecer ao investidor menor risco do que uma aplicação via *crowdfunding*<sup>35</sup>. Na tabela abaixo encontra-se um resumo dessas arbitragens regulatórias.

**Tabela 1: Arbitragens regulatórias existentes em valores mobiliários**

Permitido ao investidor de varejo	Não permitido ao investidor de varejo	Arbitragem regulatória existente
<b>FII que contém CRIs</b>	CRIs (a maioria)	Acessar CRIs indiretamente via FIIs
<b>Debêntures</b>	FIDC de debêntures	Montar uma carteira de debêntures, assim replicando a compra de cotas em um FDIC de debêntures
<b>BDRs</b>	Investimentos em fundos que investem 100% no exterior	Montar uma carteira de BDRs, assim replicando a compra de cotas em um fundo de investimentos que investe 100% no exterior
<b>Crowdfunding</b>	FIP - Empresas Emergentes	Investir até R\$10 mil em diferentes ofertas de <i>crowdfunding</i> , assim replicando a compra de cotas em uma FIP-Empresas Emergentes

Fonte: ASA

As restrições de acesso aos tipos de valores mobiliários destacados acima foram feitas pela CVM com o objetivo de proteger o investidor de varejo de investimentos com maiores complexidades e riscos. Porém, ainda persistem inconsistências nesse objetivo pois atualmente o investidor de varejo tem acesso a investimentos bem mais arriscados do que os destacados acima, dentre eles derivativos e operações alavancadas, onde a perda para o investidor pode até ser maior que o valor investido.

<sup>32</sup> Conforme o artigo 3º da Resolução CVM 3, de 11 de agosto de 2020, qualquer investidor pode investir em BDR desde “que o mercado de maior volume de negociação desses ativos, nos 12 (doze) meses anteriores, seja um ambiente de mercado estrangeiro classificado como mercado reconhecido no regulamento de entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários aprovado pela CVM”.

<sup>33</sup> Segundo o artigo nº 101 da Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, o público em geral só pode investir em fundos que investem no máximo 20% do patrimônio líquido no exterior.

<sup>34</sup> Conforme o artigo 4º da Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017.

<sup>35</sup> Segundo o artigo 4º da Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016, esses fundos são exclusivos a investidores qualificados.



## 3. REGULAÇÃO

Como discutido acima, os objetivos e problemas enfrentados pelos reguladores de mercados de valores mobiliários são bem parecidos em todo o mundo. Apesar disso, esses reguladores abordam muitos desses temas de forma diferenciada, criando assim diferenças relevantes nos normativos que regulam e no funcionamento desses mercados.

Este capítulo destaca a regulação brasileira e a de alguns outros países quanto aos requisitos para investimentos em valores mobiliários. Em função da dinâmica desses mercados, marcados por inovações constantes, os arcabouços regulatórios sofrem alterações contínuas para atender os melhores interesses dos participantes.

O capítulo tem como objetivo fornecer somente um resumo geral desses normativos para destacar semelhanças e diferenças observadas. As experiências e regulações de outros países podem criar insumos para validar e/ou melhorar a atual regulação brasileira.

### 3.1. BRASIL

A regulação brasileira referente a investimentos em valores mobiliários encontra-se em diversas instruções da CVM, que tratam principalmente dos diferentes tipos de valores mobiliários existentes no mercado, das diferentes categorias de investidores e das obrigações dos agentes e consultores financeiros. Abaixo será apresentado um resumo desses principais normativos.

Em 13 de novembro de 2013, a CVM lançou a Instrução nº 539, que aborda o dever das pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e consultores de valores mobiliários de verificar a adequação dos produtos e serviços ao perfil do cliente, ou seja, *suitability*, na esfera dos valores mobiliários. A regra consolidou os procedimentos a serem observados para esta verificação por parte desses agentes, determinando que os agentes mencionados não podem recomendar produtos, realizar operações ou prestar serviços sem verificar sua adequação ao perfil do cliente<sup>36</sup>.

Já em 17 de dezembro de 2014, foi publicada a Instrução nº 554, que eliminou as regras que exigem investimento ou valor unitário mínimo nos valores mobiliários regulamentados pela CVM<sup>37</sup>. O normativo também introduziu um novo regime de classificação dos investidores, divididos em três categorias; investidores profissionais, investidores qualificados e demais investidores:

<sup>36</sup> <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst539.html>

<sup>37</sup> <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst554.html>



- Segundo o Artigo 9º- A dessa instrução, são considerados investidores profissionais pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10 milhões e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio<sup>38</sup>.
- Segundo o Artigo 9º- B dessa instrução, são considerados investidores qualificados: investidores profissionais; pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1 milhão e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.
- Os investidores em geral são os demais investidores que não se enquadram nas outras categorias de investidores acima, mas que também possuem aplicações em valores mobiliários. O investidor em geral também é normalmente conhecido como investidor de varejo<sup>39</sup>.

Com essa classificação dos investidores, a CVM ajuda o investidor a fazer investimentos mais aderentes ao seu perfil. Isso ajuda a mitigar o risco de que um investidor pequeno e com pouco conhecimento aplique em algo fora de seu conhecimento e tenha perdas inadequadas. Investidores mais qualificados possuem maior capacidade de absorver possíveis perdas em investimentos e costumam ter melhor conhecimento sobre os riscos envolvidos. Segue um resumo dos valores mobiliários disponíveis para cada tipo de investidor, conforme os normativos vigentes da CVM:

<sup>38</sup> Também são considerados investidores profissionais: instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; companhias seguradoras e sociedades de capitalização; entidades abertas e fechadas de previdência complementar; fundos de investimento; clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios e investidores não residentes.

<sup>39</sup> [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/regulacao/informe-de-legislacao/classificacao-dos-investidores-e-suitability-no-mercado-de-valores-mobiliarios-2CA08A9A632885AD01632F5FA58D547F.htm#03](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/regulacao/informe-de-legislacao/classificacao-dos-investidores-e-suitability-no-mercado-de-valores-mobiliarios-2CA08A9A632885AD01632F5FA58D547F.htm#03)



**Tabela 2: Valores mobiliários disponíveis para cada tipo de investidor**

	Investidor de varejo	Investidor qualificado	Investidor profissional
<b>Ações<sup>0</sup></b>	X	X <sup>1</sup>	X <sup>2</sup>
<b>Certificado de Operações Estruturadas</b>	X	X	X
<b>Certificado de Recebíveis Agrícola</b>	X	X <sup>3</sup>	X <sup>3</sup>
<b>Certificado de Recebíveis Imobiliários</b>	X <sup>4</sup>	X <sup>4</sup>	X <sup>4</sup>
<b>Debêntures</b>	X	X <sup>1</sup>	X <sup>2</sup>
<b>Derivativos</b>	X	X	X
<b>Fundo de Investimento em Direitos Creditórios</b>	-	X	X
<b>Fundo de Investimento em Participações</b>	-	X	X
<b>Fundo de Investimento Imobiliário</b>	X	X <sup>5</sup>	X <sup>6</sup>
<b>Fundos de Ações</b>	X	X <sup>5</sup>	X <sup>6</sup>
<b>Fundos de Renda Fixa</b>	X	X <sup>5</sup>	X <sup>6</sup>
<b>Fundos Multimercados</b>	X	X <sup>5</sup>	X <sup>6</sup>
<b>Letra de Arrendamento Mercantil</b>	X	X <sup>1</sup>	X
<b>Letra de Câmbio</b>	X	X <sup>1</sup>	X
<b>Letra de Crédito Agrícola</b>	X	X	X
<b>Letra de Crédito Imobiliário</b>	X	X	X
<b>Letra Imobiliária Garantida</b>	X	X	X
<b>Letras Financeiras</b>	X	X	X
<b>Letras Hipotecárias</b>	X	X	X
<b>Operações Compromissadas</b>	X	X <sup>5</sup>	X <sup>6</sup>

Observações:

<sup>0</sup> Vale inclusive para ADRs e BDRs.

<sup>1</sup> Segundo a Instrução CVM 400, se a companhia ofertante do valor mobiliário estiver em fase Pré-Operacional, apenas para investidores qualificados.

<sup>2</sup> Segundo a Instrução CVM 476, valores mobiliários distribuídos com esforços restritos são apenas para investidores profissionais.

<sup>3</sup> Segundo a Instrução CVM 600, pode haver ofertas de CRAs destinados somente a investidores qualificados e profissionais.

<sup>4</sup> Segundo a Instrução CVM 414, ofertas de CRIs são destinados predominantemente a investidores qualificados e profissionais. A oferta pública de distribuição de CRI destinada a investidores que não sejam qualificados sofre diversas restrições.

<sup>5</sup> Segundo as Instruções CVM 400 e 555, pode haver fundos ou operações compromissadas destinados exclusivamente a investidores qualificados.

<sup>6</sup> Segundo as Instruções CVM 400 e 555, pode haver fundos ou operações compromissadas destinados exclusivamente a investidores profissionais.

Fonte: CVM

Conforme pode ser visto na tabela acima, o investidor de varejo tem a possibilidade de investir em ampla variedade de valores mobiliários. Em função de regras de divulgação mais simplificadas, muitos valores mobiliários são lançados com esforços restritos e destinados exclusivamente a investidores qualificados e profissionais. Atualmente, Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e Fundo de Investimentos em Participações (FIP) são os únicos tipos de valores mobiliários que não são disponíveis para os investidores de varejo. Também há restrições quanto a composição das carteiras de CRIs e dos fundos 555. Em dezembro de 2020, a CVM lançou a Audiência Pública SDM 08/20, que engloba flexibilização das regras de investimentos em FIDCs e fundos 555.



## 3.2. NORMAS EM OUTRAS JURISDIÇÕES

Para comparar os normativos vigentes no Brasil, criamos um benchmark internacional composto por países com mercados de capitais desenvolvidos e relevantes. A Austrália é relevante por, assim como o Brasil, ser um mercado de capitais em grande transformação no momento, com uma população relativamente jovem. Os Estados Unidos, por outro lado, se destacam por possuir um dos maiores e mais evoluídos mercados de capitais no mundo, com ampla variedade e liquidez de valores mobiliários negociados.

Embora de menor tamanho que os Estados Unidos, o Reino Unido também possui um mercado de capitais evoluído, sendo um dos centros na negociação de títulos e commodities no mundo. A União Europeia, unida por vários Estados-membros, apresenta mercados de capitais desenvolvidos e uma concentração bancária parecida com a do Brasil.

Nessas jurisdições, os investidores com maior qualificação são normalmente definidos como *accredited* ou *sophisticated*. Geralmente esses investidores possuem maior patrimônio e salário, mas também podem incluir instituições financeiras e empresas de grande porte. Como no Brasil, o acesso a alguns tipos de valores mobiliários com grande complexidade e risco, como fundos de hedge e de *private equity*, podem ser restritos a esses tipos de investidores. A seguir veremos os normativos desses países em temas específicos, com destaque para a classificação dos tipos de investidores e tipos de valores mobiliários disponíveis a esses investidores.

### 3.2.1. AUSTRÁLIA

O principal normativo australiano referente à classificação de tipos de investidores se encontra na Seção 708 do Capítulo 6D do Corporations Act 2001. De acordo com o artigo 8º desse normativo, para ser considerado *sophisticated investor*, o investidor precisa ter uma declaração de um contador de que ele tem pelo menos \$2,5 milhões em patrimônio ou tenha recebido pelo menos \$ 250,000 de renda bruta por ano nos últimos dois anos<sup>40</sup>.

De acordo com o artigo 10º da Seção 708 do Capítulo 6D do Corporations Act 2001 e da Seção 761GA do Capítulo 7 do Corporations Act 2001, um investidor também pode ser considerado *sophisticated investor* se tiver uma declaração de uma empresa australiana prestadora de serviços financeiros<sup>41</sup>, constatando que ele possui experiência suficiente para entender os riscos inerentes a determinados valores mobiliários<sup>42</sup>. Além disso, se o investidor tiver pelo menos \$ 10 milhões em patrimônio ou for uma AFSL ou similar, ele será considerado um *professional investor*.

O *sophisticated investor* tem acesso a oportunidades de investimentos que não são disponíveis ao

<sup>40</sup> [http://www5.austlii.edu.au/au/legis/cth/num\\_act/ca2001172/s708.html](http://www5.austlii.edu.au/au/legis/cth/num_act/ca2001172/s708.html)

<sup>41</sup> AFSL - Australian Financial Services Licence

<sup>42</sup> [http://www5.austlii.edu.au/au/legis/cth/consol\\_act/ca2001172/s761ga.html](http://www5.austlii.edu.au/au/legis/cth/consol_act/ca2001172/s761ga.html)



investidor de varejo, como participações em empresas privadas, *wholesale* IPOs<sup>43</sup>, fundos de *private equity* e outras ofertas de fundos privados. Além disso, muitas ofertas privadas que o *sophisticated investor* tem acesso são normalmente precificadas com desconto em relação às futuras ofertas públicas ao investidor de varejo.

O investidor de varejo, por outro lado, também é sujeito a regras que os investidores mais sofisticados não são, como por exemplo a regra 20/12. Segundo o Artigo 1º da Seção 708 do Corporations Act 2001, o número de investidores de varejo que podem investir em uma captação específica de valores mobiliários é limitado a 20 em um período de 12 meses. As empresas que captam recursos podem ver essa regra como uma limitação, preferindo assim fazer a captação com investidores mais sofisticados que conseguem investir mais recursos<sup>44</sup>.

Desde 2016, o governo australiano oferece incentivos fiscais para investimentos em startups, conhecidos como *Early Stage Innovation Companies* (ESICs). Porém, se o investidor aplicar mais que \$ 50.000 é preciso que ele seja um *sophisticated investor* para conseguir usufruir desses benefícios fiscais<sup>45</sup>. Assim, fundos de *private equity* ainda são pouco acessíveis aos investidores de varejo na Austrália, algo que está começando a mudar com o lançamento de fundos de *private equity* públicos<sup>46</sup>.

Os títulos corporativos na Austrália são disponíveis a todos os tipos de investidores, mas a negociação dos títulos é feita principalmente em mercado de balcão com parcelas grandes, tornando-os na prática pouco acessível para o investidor de varejo. Segundo um estudo feito pela Deloitte em 2018, 95% dos títulos corporativos eram ofertados a investidores institucionais, sendo que 53% foram adquiridos por investidores estrangeiros<sup>47</sup>.

O governo australiano está tentando mudar essa concentração aumentando o acesso de títulos corporativos para os investidores de varejo. Além de simplificar os requisitos de divulgação de novos títulos para as empresas listadas no mercado, o governo também está analisando meios de facilitar e disseminar a negociação desses títulos<sup>48</sup>. Instituições financeiras estão começando a oferecer parcelas menores e mais acessíveis desses títulos, mas muitos investidores australianos ainda preferem investir neles por fundos e ETFs de títulos corporativos.

Embora não haja impedimentos regulatórios para a aquisição de ativos securitizados, a negociação desses títulos também é feita em mercado de balcão em valores que dificultam o acesso ao pequeno investidor. Títulos lastreados em hipotecas residenciais, ou *residential mortgage-backed securities* (RMBS), representam aproximadamente 80% desse mercado<sup>49</sup>. O investidor de varejo na Austrália tem acesso a esses títulos imobiliários por via de parcelas fracionadas ou fundos de investimentos.

<sup>43</sup> IPOs que são somente disponíveis ao investidor sofisticado segundo a Seção 708 do Corporations Act 2001.

<sup>44</sup> <http://www.dequitypartners.com.au/sophisticated-investors/>

<sup>45</sup> <https://www.ato.gov.au/Business/Tax-incentives-for-innovation/In-detail/Tax-incentives-for-early-stage-investors/>

<sup>46</sup> Como por exemplo os fundos lançados pelas gestoras australianas Pengana e Evan Dixon.

<sup>47</sup> <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/au/Documents/Economics/deloitte-au-economics-corporate-bond-report-2018-030518.pdf>

<sup>48</sup> <https://ministers.treasury.gov.au/ministers/stuart-robert-2018/media-releases/coalition-expanding-retail-investor-access-corporate>

<sup>49</sup> <http://www.kanganews.com/news/10690-australian-market-hopeful-on-broader-collateral>



### 3.2.2. ESTADOS UNIDOS

A regulação de investimentos em valores mobiliários nos Estados Unidos é definida pelo SEC no *Regulation D*. Segundo o *Rule 501* desse normativo, ao investidor que tiver patrimônio superior a \$1 milhão, excluindo o valor de sua primeira residência, é considerado um *accredited investor*<sup>50</sup>. Investidores que receberam salários anuais acima de \$200.000 nos últimos anos e que apresentam expectativa de continuar recebendo esse salário futuramente também são considerados *accredited investors*. Para casais, o salário total precisa ser de pelo menos \$300.000 por ano<sup>51</sup>.

Em agosto de 2020, a SEC modernizou a definição do *accredited investor* com uma emenda no *Rule 501* permitindo investidores que não atendem o critério de patrimônio ou de salário a se qualificarem como *accredited investor* baseado em certificações profissionais, designações ou credenciais elaboradas por instituição educacional credenciada pela SEC<sup>52</sup>. A emenda também ampliou a lista de participantes, incluindo tribos indígenas e entidades estrangeiras, que podem se qualificar para participar em ofertas privadas de valores mobiliários.

Segundo a *Rule 506(b)* do *Regulation D*, ofertas privadas com menores requisitos de distribuição podem ser feitas para os *accredited investors* e para os *sophisticated investors*. Os *sophisticated investors* são considerados investidores com conhecimento e experiência suficiente em assuntos financeiros e empresariais para serem capazes de avaliar os méritos e riscos de um possível investimento<sup>53</sup>.

A principal vantagem de ser um *accredited investor* nos Estados Unidos é o de ter acesso a mais tipos de investimentos em valores mobiliários, como ofertas privadas e startups. Assim, o *accredited investor* pode diversificar os seus investimentos além dos investimentos acessíveis ao investidor de varejo, podendo de tal modo reduzir sua exposição ao risco sistêmico do mercado<sup>54</sup>. De acordo com a *Rule 505* e *506* do *Regulation D*, empresas privadas que ofertam participações para esses investidores não precisam registrar as ofertas com o SEC.

Em alguns casos e estados nos Estados Unidos, fundos de investimentos só podem cobrar as taxas de performance de *qualified clients*, ou seja, de investidores com pelo menos \$ 1 milhão em ativos com um consultor financeiro ou \$ 2 milhões em patrimônio, excluindo o valor de sua primeira residência<sup>55</sup>. Outros tipos de investidores que podem ser encontrados nos Estados Unidos são o *qualified purchaser*, definido

<sup>50</sup> <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/230.501>

<sup>51</sup> Para instituições financeiras, empresas e outras entidades jurídicas, é necessário ter pelo menos \$ 5 milhões em ativos para serem consideradas *accredited investors*.

<sup>52</sup> <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-191>

<sup>53</sup> <https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=0a94ea1a8a9ecce212ec25025efed3af&node=17:3.0.1.1.12.0.46.181&rgn=div8>

<sup>54</sup> <https://withcadence.io/blog/accredited-investors-regulations/>

<sup>55</sup> *Advisers Act Rule 205-3*, <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/275.205-3>. Em agosto de 2016, o valor mínimo do patrimônio necessário aumentou de \$ 2 milhões para \$ 2,1 milhões.



pela *Section 2(a)(51)(A)* da *Investment Company Act*<sup>56</sup> como investidores com mais de \$ 5 milhões em investimentos, e o *qualified investor*, como investidores com mais de \$25 milhões em investimentos segundo a *Section 3(a)(54)* da *Securities Exchange Act*<sup>57</sup>.

Apesar das diferenças na classificação de tipos de investidores, o mercado de capitais dos EUA é um dos mais evoluídos no mundo e o investidor de varejo conta com a possibilidade de investir em uma ampla variedade de valores mobiliários. Para investir em títulos corporativos, o investidor encontra liquidez para negociar em mercados primários e secundários, mas consegue também investir em fundos ou ETFs que investem nesses títulos<sup>58</sup>. De acordo com uma pesquisa da Deloitte em 2018, investidores de varejo detêm quase 19% dos títulos corporativos norte-americanos<sup>59</sup>.

Uma alternativa para investimentos em títulos corporativos nos Estados Unidos disponíveis ao investidor de varejo são os *asset-backed securities (ABS)*, ou seja, fundos de investimentos atrelados a direitos creditórios. Normalmente esses fundos estão atrelados a recebíveis de cartão de crédito, arrendamentos, recebíveis de empresas, royalties e empréstimos estudantis. Em alguns casos, os ABS são lançados em ofertas privadas restritas para os investidores mais qualificados.

Semelhante aos ABS, os *mortgage-backed securities (MBS)* são lastreados a imóveis e ofertados por empresas patrocinadas e garantidas pelo governo norte-americano, dentre elas a Ginnie Mae (*the Government National Mortgage Association*), a Fannie Mae (*the Federal National Mortgage Association*) e o Freddie Mac (*the Federal Home Loan Mortgage Corporation*)<sup>60</sup>. Normalmente o valor mínimo para investir em um MBS é de \$10,000, tornando a opção de investir em um fundo equivalente mais acessível para muitos investidores de varejo. Além disso, os investidores também conseguem acessar esses mercados por ETFs de ABS ou MBS.

Na renda variável, os investidores de varejo norte-americanos também podem investir em uma variedade de empresas via oferta pública ou fundos de investimentos. Existem, contudo, restrições para investimentos em ofertas de participações privadas e fundos de *private equity*. Os fundos de investimentos ofertados a esses investidores podem investir no máximo 15% do seu patrimônio em empresas privadas; fundos que investem mais que isso são restritos aos *accredited investors*.

Um mapeamento dos fundos de *private equity* nos Estados Unidos mostra que eles ainda são pouco acessíveis ao investidor de varejo norte-americano, sendo que 98% estavam proibidos de investir nesses fundos em 2019<sup>61</sup>. Há discussões na SEC de ampliar esse acesso, assim oferecendo aos investidores

<sup>56</sup> <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/270.2a51-1>

<sup>57</sup> <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/78c>

<sup>58</sup> <https://www.thebalance.com/the-basics-of-investing-in-corporate-bonds-417104#:~:text=There%20are%20two%20ways%20to,corporate%20bonds%20through%20a%20broker.&text=The%20second%20option%20is%20to,that%20focus%20on%20corporate%20bonds>

<sup>59</sup> <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/au/Documents/Economics/deloitte-au-economics-corporate-bond-report-2018-030518.pdf>

<sup>60</sup> Embora somente a Ginnie Mae tenha a garantia de pagamentos pelo governo, a Fannie Mae e o Freddie Mac têm permissão para emprestar do Tesouro dos EUA, caso necessário.

<sup>61</sup> <https://www.ft.com/content/9c50ea6c-c33f-11e9-ae6e-a26d1d0455f4>



de varejo maiores oportunidades de diversificação e retorno.<sup>62</sup> De acordo com um estudo de 2014, foi observado que fundos de *private equity* norte-americanos tiveram retorno superior aos fundos de investimentos em empresas de ofertas públicas, além de oferecerem menos volatilidade e maior proteção em períodos de estresse nos mercados acionários<sup>63</sup>.

O SEC está estudando alterações regulatórias para ampliar o acesso ao mercado de empresas de ofertas privadas para o investidor de varejo. Em novembro de 2020, o SEC lançou uma emenda para facilitar o acesso de empresas ao mercado de capitais, das quais se destaca o aumento do limite de captação por via de *crowdfunding* de \$ 1,07 para \$ 5 milhões<sup>64</sup>.

### 3.2.3. REINO UNIDO

No Reino Unido, a regulação de valores mobiliários é feita pela FCA (Financial Conduct Authority) e o COBS (Conduct of Business sourcebook) é o seu principal normativo. Os tipos de investidores mais qualificados segundo essa regulação são o *high net worth investor* (HNWI) e o *sophisticated investor*.

Para ser considerado um *high net worth investor*, o investidor precisa fazer uma declaração anualmente afirmando ter uma renda de pelo menos £ 100.000 ou patrimônio maior que £ 250.000, excluindo imóvel e aposentadoria<sup>65</sup>. Em sua declaração, o HNWI precisa alegar que aceita investimentos em valores mobiliários que possam lhe expor a um risco significativo de perder todo o seu patrimônio e que é sua responsabilidade de procurar assessoria com uma pessoa autorizada especializada em investimentos não convencionais agrupados (*non-mainstream pooled investments*).

O investidor britânico que deseja ser considerado como um *sophisticated investor* precisa ser certificado por uma empresa credenciada com a FCA (*certified sophisticated investor*) ou por conta própria (*self-certified sophisticated investor*). No caso do *certified sophisticated investor*, a empresa credenciada precisa ter atestado nos últimos 36 meses que o investidor tem conhecimento suficiente para entender os riscos atrelados a investimentos não convencionais agrupados.

Em ambos os casos, o *sophisticated investor* também precisa fazer a mesma declaração que o HNWI faz comprovando estar ciente dos riscos e de sua responsabilidade em procurar assessoria especializada. Para poder se classificar como *self-certified sophisticated investor*, o investidor precisa atender pelo menos um dos seguintes requisitos:

- ter feito pelo menos um investimento em uma empresa privada nos últimos dois anos;
- ter sido membro de uma rede de anjos empresariais por pelo menos seis meses;
- ter trabalhado profissionalmente na captação de financiamento para pequenas e médias empresas nos últimos dois anos ou no financiamento de *private equity*;

<sup>62</sup> <https://www.sec.gov/spotlight/sbcfac/expanding-retail-access-to-private-markets-finley.pdf>

<sup>63</sup> Harris et al: *Private Equity Performance: What Do We Know* (2014).

<sup>64</sup> <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-273#:~:text=For%20Regulation%20Crowdfunding%2C%20the%20amendments,limits%20for%20accredited%20investors%3B%20and>

<sup>65</sup> <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS/4/12.html#DES583>



- ser ou ter trabalhado nos últimos dois anos como diretor de uma empresa com vendas de pelo menos £ 1 milhão.

Os HNWI e *sophisticated investor* são importantes para as captações de pequenas e médias empresas no mercado de capitais britânico. No COBS 4.12.4, a FSA também define 5 outros tipos de valores mobiliários acessíveis exclusivamente a esses tipos de investidores: participação em um esquema de investimento coletivo não regulamentado; participação em um esquema de investidor qualificado<sup>66</sup>; um ativo emitido por um veículo para fins específicos<sup>67</sup>, exceto o *excluded security*<sup>68</sup>; um investimento em um seguro de vida negociável; direitos ou retornos em investimentos atrelados aos itens anteriores.

Em função dos normativos gerais da União Europeia relativos a fundos de investimentos alternativos (AIFMD), no Reino Unido ainda também existe o *professional investor*, que é um investidor qualificado para entender os riscos envolvidos nesses investimentos<sup>69</sup>.

O Reino Unido é considerado um dos mercados de *private equity* mais evoluídos do mundo, mas a negociação desses ativos ainda é fortemente concentrada aos investidores institucionais. Embora a regulação permita investimentos do investidor de varejo, na prática os fundos de *private equity* ainda são pouco acessíveis a esses investidores por exigirem altos aportes mínimos e comprometimento de vários anos, normalmente 10 anos<sup>70</sup>.

Mesmo assim, o investidor de varejo consegue investir nesse mercado aplicando em fundos que investem em fundos de *private equity*. O pequeno investidor também consegue investir nesse mercado por via de fundos de *private equity* negociados em mercados organizados. Nos últimos anos, esses investimentos têm atraído um número crescente de investidores de varejo<sup>71</sup>.

Títulos corporativos no Reino Unido são bem mais acessíveis ao investidor de varejo. Em fevereiro de 2010 foi lançado o *Order book for Retail Bonds* (ORB), uma plataforma de títulos corporativos direcionados ao pequeno investidor e desde então esses títulos podem ser negociados no *London Stock Exchange's Bond Platform*. Enquanto as grandes empresas lançam títulos de maior valor direcionados a investidores institucionais, as menores empresas também encontram espaço captando recursos com tickets menores via títulos direcionados ao investidor de varejo<sup>72</sup>. Além disso, muitos intermediários financeiros no Reino Unido também oferecem a seus clientes a oportunidade de comprar *mini-bonds*, ou frações desses títulos de grandes empresas<sup>73</sup>.

<sup>66</sup> <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COLL/8/2.html?>

<sup>67</sup> <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/glossary/G1113.html?>

<sup>68</sup> <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/glossary/G3062.html?>

<sup>69</sup> <https://www.theaic.co.uk/glossary/professional-investor>

<sup>70</sup> <https://citywire.co.uk/wealth-manager/news/private-equity-is-changing-the-face-of-capitalism-in-the-uk/a1346586>

<sup>71</sup> <https://www.investmentweek.co.uk/special/4004145/retail-clients-private-equity-investments>

<sup>72</sup> <https://www.creditmarketdaily.com/a-guide-to-buying-corporate-bonds-in-the-uk/>

<sup>73</sup> <https://www.thisismoney.co.uk/money/guides/article-1714423/Corporate-bonds-A-guide-investing.html>



Em termos de produtos de securitização, conforme o artigo 19º do *Financial Service & Markets Act 2000*, ativos securitizados no Reino Unido só podem ser distribuídos a investidor que são considerados profissionais<sup>74</sup>. O mercado de securitização também é bem desenvolvido no Reino Unido, oferecendo aos investidores institucionais diversas exposições ao crédito além dos tradicionais títulos corporativos e governamentais<sup>75</sup>, e o investidor de varejo também consegue acessar esse mercado por via de fundos<sup>76</sup>.

Enquanto muitos reguladores ao redor do mundo trabalham para flexibilizar aplicações financeiras para os investidores de varejo, em 2020 o FCA tomou uma medida de sentido oposto. Em outubro de 2020, o FCA decidiu proibir empresas que atuam no Reino Unido de vender, comercializar e distribuir produtos financeiros que rastreiam o preço de cripto moedas para investidores de varejo, como derivativos e *exchange traded notes* (ETNs)<sup>77</sup>. Segundo o FCA, esses investimentos oferecem grande danos e não são adequados para o pequeno investidor, e com isso o regulador viu a necessidade de melhor proteger os investidores com essa proibição.

### 3.2.4. UNIÃO EUROPEIA

A norma geral da União Europeia que trata de investimentos em valores mobiliários é a *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID), que assume que todos os membros da união compartilhem a mesma estrutura regulatória robusta que proteja os seus investidores<sup>78</sup>. A norma foi criada em 2004 e entrou em vigor em novembro de 2007.

Além do tradicional investidor de varejo, a MiFID classifica outros dois tipos de investidores: o *professional client* e o *eligible counterparty*. Os *professional clients* são considerados mais experientes, bem informados e mais sofisticados que os investidores de varejo, além de serem capazes de avaliar riscos e tomar suas próprias decisões de investimento, assim recebendo menor proteção do European Securities and Markets Authority (ESMA) na negociação de valores mobiliários.

Os *eligible counterparties* são as empresas de investimento, instituições de crédito, companhias de seguros, fundos de investimentos, outras instituições financeiras regulamentadas e, em certos casos, outras empresas. Eles são considerados os investidores mais sofisticados do mercado de capitais europeu.

Em janeiro de 2018 a MiFID foi substituída pela MiFID II, trazendo mudanças para fortalecer ainda mais a proteção dos investidores e abordar o desenvolvimento de novas plataformas de negociação de valores mobiliários<sup>79</sup>. A MiFID II alterou a classificação de investidores reclassificando autoridades locais como investidores de varejo por default, com a possibilidade de solicitar migração para *professional client*.

<sup>74</sup> <http://www.legislation.gov.uk/ukxi/2005/1529/article/19/made>

<sup>75</sup> [https://twentyfouram.com/wp/wp-content/uploads/2019/01/ABS\\_demystifying-an-asset-class\\_Dec-18.pdf](https://twentyfouram.com/wp/wp-content/uploads/2019/01/ABS_demystifying-an-asset-class_Dec-18.pdf)

<sup>76</sup> <https://www.ftadviser.com/2013/01/28/investments/fixed-income/asset-backed-securities-remain-an-alternative-choice-ilUHZXfoJx7tQcMmwZcj7K/article.html>

<sup>77</sup> <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-bans-sale-crypto-derivatives-retail-consumers>

<sup>78</sup> [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/securities-markets/investment-services-and-regulated-markets-markets-financial-instruments-directive-mifid\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/securities-markets/investment-services-and-regulated-markets-markets-financial-instruments-directive-mifid_en)

<sup>79</sup> <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>



Para ser considerado um *professional client*, o investidor precisa ser aprovado em uma verificação qualitativa da instituição financeira sobre conhecimento do mercado de capitais e atender pelo menos dois dos seguintes critérios quantitativos:

1. ter realizado transações no mercado relevante, em tamanho significativo (de pelo menos € 50,000), com uma frequência mínima de 10 transações por trimestre nos últimos quatro trimestres;
2. o valor da carteira de investimento do investidor, incluindo instrumentos financeiros e depósitos em caixa, for maior que € 500.000;
3. se o investidor trabalha ou já trabalhou no mercado financeiro por pelo menos um ano em um cargo que exigiu conhecimento das transações ou serviços previstos com investimentos financeiros<sup>80</sup>.

A Alternative Investment Fund Managers Directive 2011/61/EU (AIFMD) foi lançada em 2011 para abordar as autorizações e divulgações necessárias para fundos de hedge, fundos de *private equity*, fundos imobiliários e outros fundos alternativos no mercado europeu<sup>81</sup>. Para direcionar a captação desses fundos, foi introduzido o *professional investor* como um investidor que era considerado *professional client* ou que, a pedido próprio, era tratado como *professional client* de acordo com o Anexo II da diretiva MiFID.

Em 2013 foi lançada a *European Venture Capital Funds Regulation* (EU 2013/345), servindo como um passaporte de marketing voluntário oferecendo aos menores fundos de venture capital a possibilidade de captar recursos no mercado europeu sem precisar preencher os requisitos da AIFMD<sup>82</sup>. Essa regulação sofreu novas alterações em 2018 para facilitar ainda mais a captação de recursos em diferentes países europeus<sup>83</sup>.

Os *European Venture Capital Funds* (EuVECA) são destinados principalmente ao *professional client*, mas um investidor de varejo também tem a possibilidade de investir nesses fundos se aplicar pelo menos € 100.000 e fizer uma declaração por escrito que está ciente dos riscos associados ao investimento. Na prática, o alto investimento necessário desses fundos ainda os torna inacessíveis para a maioria dos investidores europeus.

Para promover investimentos de longo prazo na Europa, a União Europeia lançou em 2015 os *European Long-Term Investment Funds* (ELFITs). Um ELFIT é um fundo de longo prazo (de pelo menos 10 anos) que pode investir em diferentes tipos de ativos, incluindo participações acionárias, *private equity*, infraestrutura, imóveis, EuVECA e outros ELTIFs. O investimento mínimo em um ELTIF é de € 10.000, mas investidores de varejo com carteira de investimentos menor que € 500.000 podem investir até 10% da sua carteira nesses ELTIFs<sup>84</sup>. Por ser um investimento de longo prazo, um alerta escrito precisa estar presente na divulgação do fundo indicando que o investimento é de longo prazo e pode não ser adequado a investidores de varejo.

<sup>80</sup> <https://www.esma.europa.eu/databases-library/interactive-single-rulebook/clone-mifid-ii/annex-ii>

<sup>81</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32011L0061>

<sup>82</sup> [https://ec.europa.eu/info/law/european-venture-capital-funds-euveca-regulation-eu-no-345-2013\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/european-venture-capital-funds-euveca-regulation-eu-no-345-2013_en)

<sup>83</sup> <https://www.osborneclarke.com/insights/the-european-venture-capital-fund-regulation-an-overview/>

<sup>84</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:32015R0760>



Além da possibilidade de investir em fundos de *private equity*, investidores de varejo europeus também podem comprar títulos corporativos em mercados primários e secundários, mas os tickets desses títulos criam uma concentração entre investidores institucionais. De acordo com uma pesquisa realizada pela Risk Control em 2017, os maiores detentores de títulos corporativos europeus eram seguradoras, fundos de investimentos e instituições financeiras, sendo que os investidores de varejo detinham diretamente menos que 4% desse total<sup>85</sup>.

Em 2016 a União Europeia criou um grupo de especialistas para analisar e aprimorar o funcionamento do mercado de títulos corporativos europeus. Em 2017 eles concluíram seu trabalho, formulando 22 recomendações em temas diversos<sup>86</sup>. O grupo concluiu que as aplicações dos investidores de varejo no mercado de títulos corporativos poderiam ser estimuladas por novas medidas direcionadas. Uma dessas medidas foi a introdução do *pan-European Personal Pension Product* (PEPP), um plano de aposentadoria complementar voluntário que oferece benefícios tributários aos seus investidores. O grupo também concluiu que os ETFs são um instrumento eficiente para os investidores conseguirem exposição a títulos corporativos e que os países membros precisavam identificar os obstáculos que impediam maiores investimentos nesses fundos<sup>87</sup>.

O mercado europeu de securitização teve seu pico em 2008, mas desde a crise financeira daquele ano o mercado nunca mais atingiu os mesmos volumes de negociações. Hoje existe uma imensa variedade de combinações de ativos securitizados nesse mercado, mas a maioria desses ativos são grupados por país e atrelados a imóveis, conhecidos como *residential mortgage-backed securities* (RMBS). Conforme a Directive 2014/65/EU, investimentos em ativos securitizados são destinados somente aos *professional clientes* e aos *eligible counterparties*<sup>88</sup>. Assim, investidores institucionais costumam ser os principais investidores que investem nesse mercado.

Em setembro de 2020 a União Europeia lançou um novo plano de ação de *capital markets union* (CMU) para facilitar investimentos privados na região. Um dos principais objetivos desse plano é o de tornar o mercado europeu mais seguro para residentes poderem poupar e investir no longo prazo<sup>89</sup>. Ao longo dos próximos semestres, a EU pretende lançar uma série de medidas direcionadas a atingir esses objetivos, dos quais se destacam medidas para aumentar a educação financeira dos investidores, para reduzir os custos administrativos e requisitos informacionais para os investidores de varejo apresentadas no MiFID II, e para melhorar a qualidade da assessoria prestada pelos assessores de investimentos<sup>90</sup>.

<sup>85</sup> <https://ec.europa.eu/transparency/regexpert/index.cfm?do=groupDetail.groupDetailDoc&id=35759&no=1>

<sup>86</sup> [https://ec.europa.eu/info/publications/171120-corporate-bonds-report\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/171120-corporate-bonds-report_en)

<sup>87</sup> <https://ec.europa.eu/transparency/regexpert/index.cfm?do=groupDetail.groupDetailDoc&id=35759&no=1>

<sup>88</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0065>

<sup>89</sup> [https://ec.europa.eu/info/publications/200924-capital-markets-union-action-plan\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/200924-capital-markets-union-action-plan_en)

<sup>90</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2020:590:FIN>



### 3.3. CONSIDERAÇÕES FINAIS

As experiências destacadas dos países acima mostram que os reguladores de mercados de valores mobiliários fazem um trabalho constante para aprimorar seus normativos para acompanhar a evolução dos mercados de capitais. Apesar das diferenças observadas nesses países, pode-se constatar que os reguladores possuem o mesmo objetivo de oferecer aos investidores de varejo amplas oportunidades de investimentos e ao mesmo tempo zelar pela proteção de perdas inadequadas desses investimentos.

Valores monetários de patrimônio e renda anual são usados frequentemente em diferentes países para distinguir os investidores mais qualificados dos investidores de varejo. Os critérios de qualificação nos países destacados são resumidos na tabela abaixo. É interessante destacar que, no Brasil, é necessário somar 957 meses de salário-mínimo para acumular o R\$ 1 milhão necessário para tornar um trabalhador que ganha salário-mínimo em um investidor qualificado. Esse número é uma reflexão da situação socioeconômica do país, e alto em relação a de outros países.

A média das jurisdições analisadas ex. Brasil é de 529 meses, ou seja, 45% menor que o tempo necessário no Brasil. Se essa média fosse utilizada para quantificar o patrimônio necessário para qualificar um investidor qualificado no Brasil, obteríamos um valor de R\$ 550 mil. É importante destacar que diversos países anglo-saxões (Austrália, Estados Unidos e Reino Unido) também usam a renda anual como critério monetário alternativo além do patrimônio, sendo que dentre esses países, os Estados Unidos apresentam o valor mediano de renda anual sobre patrimônio, de 20%.

**Tabela 3: Critérios monetários de qualificação de investidor em diferentes países**

País	Salário mínimo		Horas de trabalho/ semana	Critério de qualificação				Patrimônio / Mês
	Por hora	Por mês		Nome	Patrimônio	Renda anual	Renda anual / Patrimônio	
Alemanha	€9,35	€1584	40	Professional client	€ 500.000	-	-	316
Austrália	\$ 19,84	\$ 3266	38	Sophisticated investor	\$ 2.500.000	\$250,000	10%	765
Brasil	R\$ 4,75	R\$ 1045	44	Investidor qualificado	R\$ 1.000.000	-	-	957
Estados Unidos	\$ 7,25	\$ 1256	40	Accredited investor	\$ 1.000.000	\$200,000	20%	796
França	€10,15	€1539	35	Professional client	€ 500.000	-	-	325
Grécia	€ 3,94	€ 758	40	Professional client	€ 500.000	-	-	660
Portugal	€3,75	€ 740	40	Professional client	€ 500.000	-	-	676
Reino Unido	£8,72	£1510	40	High net worth investor	£ 250.000	£100.000	40%	166

Fontes: Câmara dos Deputados, Eurostat, Fair Work Australia, NCSL



Títulos corporativos são disponíveis a investidores de varejo em todos os países do benchmark internacional, mas uma maior abrangência desses investimentos foi observada entre os investidores norte-americanos e britânicos. Os mercados australiano e europeu apresentam semelhanças com o mercado brasileiro no fato de ainda terem uma concentração de investidores institucionais na negociação desses títulos, mesmo que os investidores de varejo acessem esses títulos indiretamente pela aplicação em fundos. Os mercados de securitização são acessíveis aos investidores de varejo na maioria dos países estudados por via de fundos, mas os mercados de títulos corporativos ainda são mais preferidos para esses investidores.

Também foi observada nesses países uma preocupação e interesse em facilitar as aplicações dos investidores de varejo no mercado de *private equity*. O número de empresas com participações negociadas em bolsas de valores é bem pequeno em relação ao total de empresas na economia, assim muitas vezes limitando as oportunidades de investimento em empresas domésticas. As normas da União Europeia apresentam uma abordagem interessante em permitir que o investidor de varejo acesse os fundos que investem em empresas privadas, mas com restrições de investimento em função do patrimônio e com advertências em relação à adequação desses investimentos.



## 4. MERCADOS DE VALORES MOBILIÁRIOS

Este capítulo tem como objetivo fornecer um panorama do mercado de valores mobiliários no Brasil e em outros países. Para isso, será primeiro feita uma ilustração do mercado brasileiro, descrevendo a carteira dos investidores e apresentando dados sobre segmentos do mercado de capitais. Em seguida, serão apresentados estudos que fornecem dados sobre a carteira de investidores em outros países. Também serão apresentados dados sobre segmentos do mercado de capitais mundiais. O capítulo encerrará com considerações finais.

### 4.1. MERCADO BRASILEIRO

O mercado de valores mobiliários no Brasil ainda é pequeno em relação ao seu potencial, já que muitos investidores ainda investem em ativos que não são considerados valores mobiliários, dentre eles caderneta de poupança, CDBs, imóveis e títulos públicos. Segundo dados do Banco Central de 2018, mais de 150 milhões de brasileiros investem na caderneta de poupança<sup>91</sup>, enquanto apenas 3 milhões de brasileiros são cadastrados na B3.

Dados da ANBIMA oferecem uma ilustração dos diferentes tipos de investidores no Brasil, conforme a classificação das entidades do mercado financeiro:

- O segmento Varejo Tradicional é composto por investidores com renda mensal menor de R\$ 10 mil e menos de R\$ 100 mil em aplicações financeiras;
- O segmento Varejo Alta Renda inclui investidores com renda mínima de R\$ 10 mil reais ou investimentos acima de R\$ 100 mil;
- O segmento Private é o mais exclusivo de todos, atendendo com assessoria personalizada investidores com pelo menos R\$ 1 milhão em investimentos<sup>92</sup>.

Como pode ser visto na tabela resumida abaixo, o segmento Varejo Tradicional ainda concentra seus investimentos na caderneta de poupança, investimento de baixo risco e retorno que não é considerado valor mobiliário. Como discutido acima, a caderneta de poupança é preferida por muitos investidores por oferecer maior facilidade e liquidez. Por outro lado, os segmentos Varejo Alta Renda e Private investem mais em valores mobiliários, cujos fundos apresentam a maior porcentagem do portfólio desses segmentos.

É importante destacar que o segmento Private, que possui maior valor investido que o segmento Varejo Alta Renda, apresenta maior tolerância a riscos por aplicar mais em produtos de renda variável. Por ter mais recursos para investir, essa categoria recebe assessoria financeira mais especializada que as

<sup>91</sup> [https://www.bcb.gov.br/content/cidadaniafinanceira/documentos\\_cidadania/RIF/Relatorio%20Cidadania%20Financeira\\_BCB\\_16jan\\_2019.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/cidadaniafinanceira/documentos_cidadania/RIF/Relatorio%20Cidadania%20Financeira_BCB_16jan_2019.pdf)

<sup>92</sup> Pela definição da CVM, esse investidor é considerado investidor qualificado e com isso tem acesso a mais opções de investimentos em valores mobiliários.



outras categorias, assim tendo maior possibilidade de aplicar em melhores investimentos. Uma ilustração mais detalhada do portfólio desses segmentos pode ser encontrada na Tabela A2 no Anexo 1.

**Tabela 4: Composição do portfólio dos investidores, por tipo de investidor, em 31/12/2020**

	Varejo Tradicional	Varejo Alta Renda	Private
Fundos	13%	42%	48%
Renda Fixa	15%	33%	20%
Renda Variável e Híbrido	2%	11%	21%
Poupança	70%	14%	0%
Outros	0%	0%	11%
Total	100%	100%	100%

Fonte: ANBIMA

Ao longo dos últimos anos, o portfólio dos investidores do Varejo Tradicional apresentou retornos bem inferiores ao portfólio dos investidores do Varejo Alta Renda e do Private, como pode ser visto na Tabela A1 do Anexo 1. Isso pode ser explicado pela baixa exposição desses investidores a investimentos em valores mobiliários, sobretudo os de renda variável, que apresentaram maiores rendimentos nesses últimos anos<sup>93</sup>.

Essa diferença de retornos entre os segmentos é significativa e demonstra a importância da educação financeira e da assessoria financeira nas escolhas de investimentos financeiros. Dada a complexidade do tema, que muitas vezes está atrelada a incertezas e riscos de perdas financeiras, os assessores financeiros têm um papel importante e são obrigados a verificar que a carteira de investimentos do seu cliente está adequada ao seu perfil como investidor, ou seja, da *suitability*.

Deccax (2020) verificou as práticas de *suitability* entre os intermediários financeiros brasileiros e observou uma variedade de abrangências e de profundidades nas práticas adotadas entre esses intermediários. O autor concluiu que existe significativo potencial de aperfeiçoamento nas práticas para melhorar a verificação de *suitability*, sobretudo para mitigar possíveis conflitos de interesse que podem surgir em função da remuneração do intermediário financeiro e das assimetrias de informações entre o intermediário e o investidor.

Ao longo dos últimos anos, o mercado de valores mobiliários brasileiro tem visto um grande crescimento, sustentado pela entrada de novos investidores e pela ampliação de produtos ofertados. Segundo dados da B3, o número de investidores pessoa física aumentou significativamente nos últimos anos, subindo de 1,3 milhão em dezembro de 2018 para 3,2 milhões em dezembro de 2020<sup>94</sup>. Esses dados demonstram que 75% desses investidores são do gênero masculino e que a maioria reside nas regiões Sudeste (61%) e Sul (17%).

<sup>93</sup> Os retornos dos segmentos também são influenciados pela migração de clientes para os maiores segmentos em função do aumento da renda mensal ou valor aplicado, mas não há indícios que essa migração foi forte nesse período, no qual o país apresentou baixo crescimento econômico.

<sup>94</sup> [http://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/historico-pessoas-fisicas/](http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/historico-pessoas-fisicas/), acessado em 06/10/2020.



Os dados da B3 também evidenciam que o crescimento de investidores pessoa física é atribuído principalmente ao crescimento de aplicadores do público jovem, sobretudo os de 26 a 39 anos. Segundo artigo da Exame de junho de 2020, essa migração para a renda variável está diretamente relacionada à queda na taxa de juros, apresentando tendência semelhante ao observado nos Estados Unidos a partir da década de 1970<sup>95</sup>. Promover a educação financeira e facilitar o acesso a investimentos em valores mobiliários para a pessoa física tem sido o objetivo de diversos participantes do mercado ao longo dos últimos anos.

A ANBIMA faz um monitoramento anual dos investidores em seu “Raio X do Investidor Brasileiro”, apresentando muitas informações relevantes sobre os investidores. A edição de 2020 destaca que 38% dos entrevistados conseguiram economizar algum valor em 2019, um aumento em relação aos anos anteriores<sup>96</sup>. O estudo também enfatiza que as principais vantagens de investir em produtos financeiros segundo os entrevistados são a segurança financeira combinada com a possibilidade de conseguir juntar uma reserva financeira (43%) e o retorno financeiro da aplicação (22%).

O aumento de investidores brasileiros tem ajudado a desenvolver o mercado de valores mobiliários em diferentes segmentos, especialmente em fundos. Ao longo dos últimos anos houve um grande aumento no número de fundos disponíveis e de cotistas, gerando aumento do patrimônio líquido total desses fundos. FIs 555 (Fundos de investimentos regidos pela Instrução CVM nº 555) agregam diversos tipos de fundos no mercado doméstico e internacional e com isso apresentam uma maior quantidade que os fundos alternativos:

**Tabela 5: Número de fundos**

	FIs 555	FIs	FIDCs	FIPs	Total
2017	14057	338	747	893	16035
2018	14871	385	890	902	17048
2019	16748	466	1069	1003	19286
2020	19388	560	1225	1128	22301

Fonte: CVM

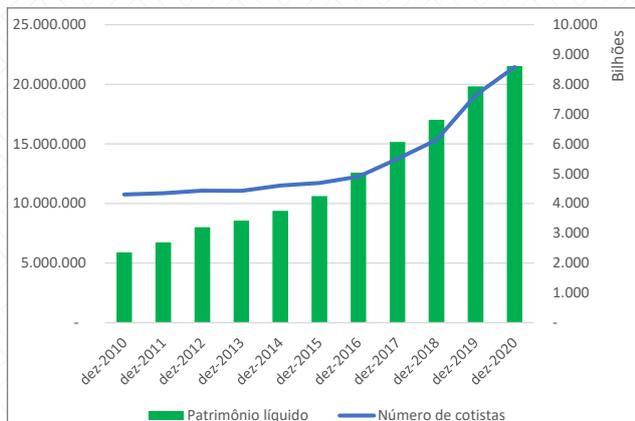
Dados da CVM demonstram que, em dezembro de 2020, mais de 21 milhões de brasileiros investiam em FIs 555, com patrimônio líquido de mais de R\$ 8,6 trilhões. Neste mesmo período, FIs tinham mais de 1 milhão de cotistas, com patrimônio líquido de R\$ 177 bilhões. Em contraste, FIDCs (R\$ 219 bilhões) e FIPs (R\$ 428 bilhões) apresentam maior patrimônio líquido que FIs, só que com um número bem menor de cotistas, já que são restritos a investidores qualificados.

<sup>95</sup> <https://exame.com/seu-dinheiro/quem-sao-os-novos-investidores-da-bolsa-de-valores/>, acessado em 05/10/2020.

<sup>96</sup> [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/especial/raio-x-do-investidor-2020.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-2020.htm), acessado em 05/10/2020.

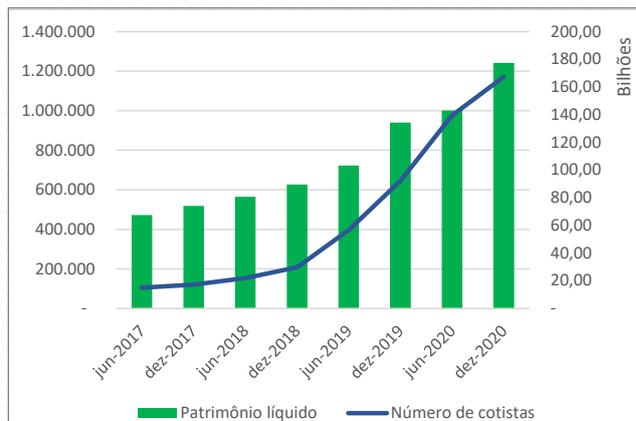


**Figura 2: Evolução dos FIs 555**



Fonte: CVM

**Figura 3: Evolução dos FIs**



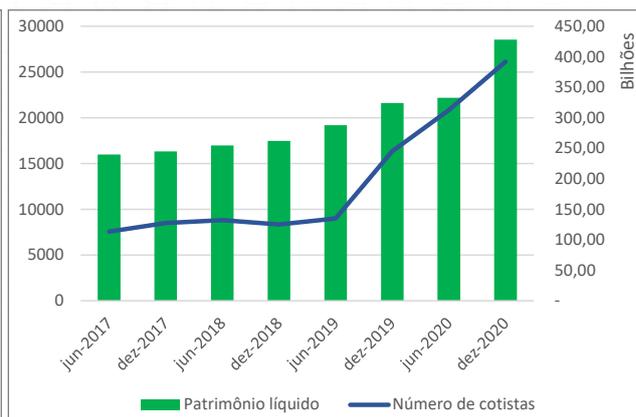
Fonte: B3, CVM

**Figura 4: Evolução dos FIDCs**



Fonte: CVM

**Figura 5: Evolução dos FIPs**



Fonte: CVM

Além de fundos, outros tipos de valores mobiliários têm apresentado crescimento nos últimos anos, como pode ser visto nas tabelas abaixo, que apresentam o volume de emissões e número de operações de determinados tipos de valores mobiliários. Debêntures (R\$ 121 bilhões) e follow-ons de ações (R\$ 74 bilhões) apresentam maior volume de emissões em 2020, seguido por ações IPOs (R\$ 45 bilhões) e FIs (R\$ 44 bilhões). CRIs apresentaram maior número de operações em 2020, com 367 operações, seguido por FIDCs (280 operações) e debêntures (272 operações).



**Tabela 6: Emissões de valores mobiliários, em R\$ milhões**

	Ações follow-ons	Ações IPOs	CRAs	CRIs	Debêntures	FIDCs	FIs	Letras financeiras	Notas promissórias
2014	13.960	1.039	1.964	16.076	74.634	9.052	3.073	3.752	30.782
2015	17.461	873	4.750	10.024	61.662	5.848	7.464	1.200	12.957
2016	7.991	766	12.746	16.875	64.084	5.062	8.248	2.049	8.732
2017	20.581	19.148	14.703	8.037	89.355	16.466	6.578	3.005	28.136
2018	4.540	9.078	6.673	9.224	151.193	22.466	11.364	5.966	28.960
2019	79.773	10.243	12.478	17.232	184.667	39.986	41.334	9.975	36.609
2020	73.963	45.304	15.090	15.034	121.198	32.214	44.071	964	21.873

Fonte: ANBIMA

**Tabela 7: Número de operações de valores mobiliários**

	Ações follow-ons	Ações IPOs	CRAs	CRIs	Debêntures	FIDCs	FIs	Letras financeiras	Notas promissórias
2014	1	2	24	153	287	58	33	12	171
2015	4	2	17	147	213	62	51	3	97
2016	8	1	47	134	174	128	72	4	72
2017	17	9	83	155	258	166	71	8	102
2018	3	4	67	148	343	262	96	13	81
2019	37	5	92	364	372	341	192	21	93
2020	25	27	83	367	272	280	239	2	69

Fonte: ANBIMA

## 4.2. MERCADOS INTERNACIONAIS

Como comentado acima, estudos empíricos dos portfólios dos investidores apresentam diferenças relevantes em relação às previsões dos modelos da teoria financeira. Estudos que comparam as finanças dos domicílios em diferentes países têm crescido nos últimos anos, tentando explicar os erros cometidos pelos domicílios e como os reguladores podem trabalhar para mitigar esses erros. Esses estudos também apresentam as diferenças entre os domicílios em diferentes partes do mundo e ajudam a entender quais padrões microeconômicos domiciliares são verdadeiros mundialmente. Abaixo serão apresentados alguns dos principais estudos feitos ao longo dos últimos anos.



Badarinza et al. (2016) fazem um estudo comparando os ativos dos domicílios em 13 países desenvolvidos e encontraram diferenças relevantes nas taxas de participação<sup>97</sup>, nas magnitudes médias dos ativos e na composição da carteira de ativos dos domicílios. Como pode ser visto nas Tabelas A3 e A4 no Anexo 1, os autores viram que os níveis de casa própria eram particularmente altas no sul da Europa e baixas na Alemanha. Eles também viram que os domicílios em países anglo-saxões (Austrália, Canada, Estados Unidos e Reino Unido) investiam mais em ações do que países da Europa continental.

Estudando os domicílios europeus, Arrondel et al (2016) também encontram heterogeneidades entre os países. As taxas de propriedade de residência apresentaram grande variação entre os países, mas a casa própria representava uma parte significativa do patrimônio desses domicílios, mesmo em países com taxas de propriedade mais baixas. Na maioria desses domicílios, grande parte dos ativos totais consistia em ativos reais como moradia. Em relação a ativos financeiros, quase todas as famílias possuem ativos de baixo risco, como depósitos ou contas de poupança, enquanto uma parcela baixa detinha ativos de risco, como ações, títulos e fundos. Além do valor investido, a propensão de investir em ativos arriscados também estava positivamente correlacionada ao salário<sup>98</sup>.

Lu et al. (2019) recentemente publicaram um estudo da carteira de ativos das famílias em 23 países desenvolvidos e em desenvolvimento<sup>99</sup>. Os autores concluíram que, em todos os países, exceto os Estados Unidos, ativos imobiliários ocupavam a maior parte dos ativos das famílias (Ver Tabela A5 no Anexo 1). Maiores níveis de ativos financeiros foram encontrados em países mais desenvolvidos, como por exemplo Estados Unidos, Austrália, Holanda e Alemanha. Agarwal et al. (2009) também apresentaram resultados semelhantes, indicando que domicílios de países com maior educação, renda e valor investido participavam mais ativamente no mercado de capitais e conformam-se mais com as indicações das teorias financeiras<sup>100</sup>.

O estudo de Lu et al. também mostrou que as famílias mais ricas investiam mais em ativos financeiros enquanto as famílias mais pobres investiam mais na casa própria<sup>101</sup>. Embora o efeito do salário não mostrou resultados consistentes na proporção de ativos financeiros, na Austrália, China e Estados Unidos foi visto que esses investimentos cresciam com aumento salarial. Além de diferenças culturais, muitas diferenças entre os países em relação aos ativos das famílias podem ser explicadas por experiências históricas, como períodos de inflação elevada.

Além de entender as diferenças da composição de ativos entre domicílios de diferentes países destacados nesses estudos, também é importante comparar as mudanças ao longo do tempo. Um dos estudos que aborda esse tema foi feito por Bricker et al (2019), que analisa os portfólios dos domicílios norte-americanos entre 1989 e 2016. Durante esse período, ativos imobiliários e financeiros impulsionaram a valorização do patrimônio das famílias norte-americanas, sendo que hoje essas famílias investem

<sup>97</sup> A taxa de participação se refere a fração dos domicílios que possuem determinado tipo de ativo ou passivo.

<sup>98</sup> Arrondel et al (2016), p. 147.

<sup>99</sup> Dos 19 países da amostra, China, Chipre, Hungria e Polônia eram considerados países em desenvolvimento.

<sup>100</sup> Agarwal et al, The Age of Reason: Financial Decisions over the Life Cycle and Implications for Regulation, 2009.

<sup>101</sup> Lu et al (2019), p. 15.



mais em ativos financeiros que em ativos imobiliários (Ver Tabelas A6 no Anexo 1). O estudo também demonstra uma concentração da propriedade de ativos ao longo do tempo pelos mais ricos, sendo que a classe média tem sido mais prejudicada ao longo dos anos por ter grande parte dos seus ativos em moradia com maiores níveis de endividamento.

O estudo norte-americano também demonstra processos de acumulação de patrimônio ao longo do ciclo de vida entre famílias de baixa, média e alta renda. Embora os níveis de acumulação apresentassem diferenças entre os grupos, em todos os casos o patrimônio aumentava ao longo da vida e atingia o pico um pouco antes da aposentadoria. Depois disso, o patrimônio começava a desacumular, mas apenas parcialmente. Os autores também viram que pessoas que se aposentavam saíam de ativos de risco, como negócios próprios e renda variável. Em setembro de 2020, o Federal Reserve elaborou um estudo comparando os portfólios dos domicílios norte-americanos de 2016 e 2019, que não apresentaram grandes diferenças<sup>102</sup>.

Em agosto de 2020, a ASX (Australian Securities Exchange) divulgou os resultados do seu estudo feito anualmente sobre os investidores australianos, ASX Australian Investor Study<sup>103</sup>. Os resultados do estudo indicam que 46% da população adulta investe em ativos financeiros além da sua moradia, sendo que, desses, 58% são homens e 42% são mulheres. Mais da metade desses investidores aplicam diretamente em ações, sendo consideradas a opção de investimento mais acessível e amplamente utilizada para os jovens investidores.

O estudo da ASX indica que 23% dos investidores começaram a investir nos últimos 2 anos e que o número de investidoras mulheres está acelerando. Em função dos resultados obtidos, o estudo apresenta três grupos que estão modelando o futuro dos investimentos financeiros no país: jovens investidores com menos de 24 anos; investidoras mulheres; e investidores mais velhos com maior valor investido. Enquanto a COVID-19 fez muitos investidores próximos da aposentadoria reverem suas aposentadorias, a maioria dos investidores australianos responderam à crise concentrando-se mais na diversificação e gestão de risco, visando à sustentabilidade dos retornos e a seus objetivos de longo prazo<sup>104</sup>.

Outra pesquisa que mediu os impactos da COVID-19 sobre os investidores em diferentes partes do mundo foi publicada pela Schroders em outubro de 2020<sup>105</sup>. Os resultados da pesquisa indicaram que a turbulência causada pela COVID-19 nos mercados de capitais fez com que muitos investidores alterassem seus portfólios, especialmente os investidores mais jovens. Os participantes da pesquisa apresentaram ter bom conhecimento sobre investimentos financeiros e grande parte deles acreditava que a busca pelo conhecimento financeiro deve ser um esforço pessoal, de responsabilidade do investidor. Apesar das incertezas dos mercados, os participantes mostraram ter uma perspectiva bem otimista sobre seus retornos nos próximos anos.

<sup>102</sup> Changes in U.S. Family Finances from 2016 to 2019: Evidence from the Survey of Consumer Finances, disponível em: <https://www.federalreserve.gov/publications/files/scf20.pdf>

<sup>103</sup> Realizada desde 1986, a pesquisa de 2020 contou com 5,002 participantes, sendo que o questionário online foi realizado em janeiro de 2020,. Para medir os impactos da COVID-19 sobre os investimentos, foi enviado um segundo questionário em maio de 2020, com 507 respostas. O estudo pode ser encontrado em: <https://www2.asx.com.au/blog/australian-investor-study>

<sup>104</sup> ASX Australian Investor Study 2020, p. 7.

<sup>105</sup> A Global Investor Study foi realizada entre 30 de abril e 15 de junho de 2020 e contou com a participação de mais de 23 mil investidores em 32 países no mundo, incluindo o Brasil. O estudo pode ser encontrado em: <https://www.schroders.com/en/insights/global-investor-study/2020-findings/investing/>



Os mercados de capitais mundiais englobam vários tipos de valores mobiliários, dos quais alguns mais relevantes para esse estudo serão apresentados abaixo. Segundo dados da EFAMA, no final de 2020, fundos de investimentos ao redor do mundo somavam 51,4 trilhões de euros, sendo que os Estados Unidos detinham 47% desse volume. No geral, cinco países europeus se posicionaram entre os dez maiores domicílios de fundos do mundo, como será visto na tabela abaixo. No final de 2020, o Brasil ocupava a 11ª posição mundial em ativos líquidos e a 4ª posição em termos de número de fundos.

**Tabela 8: Ativos líquidos totais por tipo de fundo, em milhões de euros, em 31/12/2020**

	Total	Renda variável	Títulos de longo prazo	Equilibrado / Misto	Títulos de curto prazo	Garantido / Protegido	Fundos imobiliários	Outros fundos	Memo	
									ETFs	Fundos institucionais
Estados Unidos	23.914.275	13.804.673	5.107.466	1.348.335	3.531.318	0	0	122.482	4.440.853	0
Luxemburgo	4.973.780	1.619.138	1.412.963	963995	414.483	0	93.495	469706	237.486	610.504
Irlanda	3.324.194	1.039.612	853.743	316805	615.983	0	19.004	479.047	628.005	761.09
Alemanha	2.366.897	343.394	550.551	972.14	8.213	195	228.306	264098	51.023	1.938.156
China	2.163.744	257.293	340.677	544.361	1.005.321	0	0	16.093	136.148	0
França	2.066.996	341.552	289.935	342.075	392.338	17.048	194.5	489.548	32.78	0
Austrália	2.007.525	875.34	75.583	0	224.327	0	202.054	630.221	0	0
Japão	1.950.019	1.779.881	43.317	0	107.833	0	18.988	0	432.576	849.547
Reino Unido	1.712.620	855.688	233.609	252808	23.812	0	20.509	326.194	0	0
Canadá	1.307.076	481.448	208.564	564.638	26.67	0	0	25.756	164.784	0
Brasil	940.816	106.596	403.207	241.601	75.357	127	25587	88.342	5.443	372.84
Holanda	904.572	410.647	185.692	44.78	0	0	112.212	151.241	848	0
Suíça	610.653	223.098	182.822	146489	18.749	0	39.494	0	6.199	0
Coréia	501.244	68.015	89.662	19.317	94.708	0	84.773	144.769	38.997	0
Suécia	422.332	304.511	62.313	54.186	0	0	0	1.322	4.055	0
Mundo	51.388.777	23.096.561	10.638.512	6.357.315	6.775.651	37.816	1.064.483	3.418.438	6.262.310	4.634.913

Fonte: EFAMA



**Tabela 9: Quantidade de fundos por tipo de fundo, em 31/12/2020**

	Total	Renda variável	Títulos de longo prazo	Equilibrado / Misto	Títulos de curto prazo	Garantido / Protegido	Fundos imobiliários	Outros fundos	Memo	
									ETFs	Fundos institucionais
Luxemburgo	14.590	4.055	3.212	3.628	229	0	332	3.134	521	3437
Japão	13.429	12.009	1.368	0	12	0	40	0	192	7.516
Coréia	13.014	1.766	1.327	1536	139	0	2.117	6129	466	0
Brasil	12.905	1.813	1.922	6264	123	14	577	2192	26	4.469
França	10.802	1.703	1.060	3.039	112	230	535	4.123	99	0
Estados Unidos	9.840	6.125	2.530	763	340	0	0	82	2204	0
Irlanda	7.948	2.718	1.487	1268	114	0	299	2.062	1022	2887
China	6.770	1.362	1.713	3195	332	0	0	168	376	0
Alemanha	6.705	1.115	1.062	3.321	17	1	556	633	118	4.185
Reino Unido	3.179	1.321	376	751	15	0	27	689	0	0
Chile	2.827	584	638	1.268	261	0	0	76	3	0
Espanha	2.657	1.061	689	591	9	189	0	118	2	0
Canadá	2.162	2.15	740	1.035	102	0	0	285	853	0
Liechtenstein	1.900	405	312	233	34	0	13	903	0	0
África do Sul	1.686	437	75	988	50	0	82	54	0	0
Mundo	126.457	43.066	21.951	31.262	2.438	683	4.811	22.246	6.271	23.588

Fonte: EFAMA

Segundo dados da WFE (World Federation of Exchanges) na tabela abaixo, os Estados Unidos possuem as duas maiores bolsas de valores no mundo, sendo responsável por 41% da capitalização de mercado de todas as empresas negociadas em bolsas no mundo. Além disso, há bolsas de valores importantes na Ásia e na Europa. Em dezembro de 2020, a B3 ocupava a 20ª colocação nesse ranking sendo responsável por 1% da capitalização do mercado mundial.

**Tabela 10: Maiores bolsa de valores, por capitalização de mercado, em 31/12/2020**

	Bolsa de valores	em \$ milhões	em %
1	NYSE	26.232.740	24%
2	Nasdaq - US	19.060.372	17%
3	Shanghai Stock Exchange	6.975.970	6%
4	Japan Exchange Group	6.718.220	6%
5	Hong Kong Exchanges and Clearing	6.130.420	6%
6	Euronext	5.443.948	5%
7	Shenzhen Stock Exchange	5.238.495	5%
8	LSE Group	4.045.597	4%
9	TMX Group	2.608.377	2%
10	National Stock Exchange of India	2.552.464	2%
20	B3 - Brasil Bolsa Balcão	988.374	1%
	Outros	24.355.253	22%
	Total	110.350.231	100%

Fonte: WFE



Segundo a ICMA, em agosto de 2020 o mercado mundial de títulos estava estimado em \$ 128 trilhões, sendo que títulos corporativos representavam 32% desse total<sup>106</sup>. Aproximadamente 53% desses títulos foram emitidos por instituições financeiras. Os maiores países emissores de títulos corporativos eram os Estados Unidos (\$ 11 trilhões), seguidos pela China (\$ 7 trilhões) e pela Alemanha (\$ 2 trilhões), representando mais da metade dos títulos corporativos mundiais.

O mercado mundial de securitização é bem menor que o de títulos. Segundo a Standard & Poor's, o volume de emissões de produtos de securitização atingiu \$ 420 bilhões no primeiro semestre de 2020, apresentando queda de 20% no mesmo período do ano anterior, negativamente impactado pela COVID-19<sup>107</sup>. Nesse período, os países que mais emitiram produtos foram os Estados Unidos (\$ 201 bilhões), China (\$ 133 bilhões) e Japão (\$ 30 bilhões).

Segundo artigo da McKinsey, o mercado mundial de *private equity* em 2019 foi o segundo melhor ano da história em termos de captações, atingindo \$ 555 bilhões<sup>108</sup>. A América do Norte, representada fortemente pelos Estados Unidos, foi responsável 63% dessas captações, sendo que a China e o Reino Unido foram outros países com captações superiores a de outros países. Em 2020 o mercado de *private equity* também foi prejudicado pela COVID-19<sup>109</sup>.

### 4.3. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como visto acima, o mercado de valores mobiliários brasileiro é um dos maiores do mundo, mas muitos brasileiros ainda não investem nele por terem preferência por outras aplicações como a caderneta de poupança. Por outro lado, o crescimento de novos investidores que começaram a investir mais ativamente em valores mobiliários visto nos últimos anos deve continuar nos próximos anos.

Os estudos das carteiras dos domicílios em diferentes países mostraram resultados interessantes, indicando que a casa própria é um dos principais ativos dos domicílios, e que investimentos em ativos financeiros estão positivamente correlacionados a educação, renda e valor investido. Esses estudos mostram que domicílios norte-americanos e de países anglo-saxões tendem a investir mais em ativos financeiros do que domicílios europeus, que investem mais em imóveis.

Estudo dos Estados Unidos demonstra como ativos financeiros vêm ganhando espaço na carteira dos domicílios norte-americanos ao longo das últimas décadas, com o desenvolvimento e expansão dos mercados de capitais. Embora possa haver diferenças entre os países, pode-se prever uma tendência semelhante no mercado brasileiro ao longo dos próximos anos.

<sup>106</sup> <https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Secondary-Markets/bond-market-size/>

<sup>107</sup> <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/200721-global-securitization-2020-issuance-forecast-trimmed-by-a-quarter-now-at-830b-11581139#:~:text=Global%20securitization%20issuance%20volume%20for,same%20period%20one%20year%20ago.>

<sup>108</sup> <https://www.mckinsey.com/~/media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/mckinseys%20private%20markets%20annual%20review/mckinsey-global-private-markets-review-2020-v4.ashx>

<sup>109</sup> <https://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/a-rolling-disruption-covid-19s-implications-for-private-equity-and-portfolio-companies#>



O ano de 2020 foi bastante conturbado para os investidores mundiais em função da COVID-19, mas ao mesmo tempo ensinou aos novos investidores que começaram a investir nos últimos anos a importância da diversificação e da visão de longo prazo em investimentos financeiros. A resiliência adquirida nesse ano será útil para as novas crises que virão ao longo do ciclo de vida dos investidores, especialmente dos investidores mais jovens que serão mais responsáveis pelas suas próprias aposentadorias.

As experiências do mercado australiano demonstram grande crescimento de novos investidores do público jovem e feminino, grupos que estão modelando o futuro dos investimentos financeiros no país. Para o mercado de capitais brasileiro esses grupos também terão grande relevância ao longo dos próximos anos, e as medidas adotadas lá podem servir de inspiração para futuras atuações no mercado brasileiro.



## 5. PESQUISA COM INVESTIDORES

Como destacado acima, diferentes tipos e perfis de investidores atuam no mercado de valores mobiliários. Para conhecer e entender melhor o perfil dos diferentes tipos de investidores brasileiros, foi feita uma pesquisa com esse público por meio eletrônico. A pesquisa também serviu para avaliar a necessidade de alterações dos requisitos para investimentos em valores mobiliários vigentes com esses investidores e entender o interesse deles em mudanças regulatórias.

Pesquisas qualitativas estão se tornando cada vez mais utilizadas por reguladores no mundo como insumos para alterações regulatórias, tanto no mercado de capitais como em outros mercados. Por exemplo, em novembro de 2019, a ASIC comissionou um estudo para verificar com os consumidores se as alterações propostas de divulgação de taxas e custos nas declarações de produtos de investimentos eram mais fáceis de entender do que as apresentações atuais<sup>110</sup>.

Em fevereiro de 2020, a Comissão Europeia também lançou uma pesquisa para testar a eficácia das informações apresentadas em determinados produtos financeiros para investidores de varejo europeus<sup>111</sup>. Além disso, nos Estados Unidos está atualmente tramitando no Senado o projeto de lei *SEC Disclosure Effectiveness Testing Act*, que prevê a utilização de testagem qualitativa com os investidores quando o regulador for criar normas que exijam a divulgação de documentos ou informações para investidores<sup>112</sup>.

A pesquisa realizada pela CVM teve 20 perguntas e foi feita entre os dias 4 e 24 de setembro. As perguntas trataram de temas demográficos, comportamentais e psicográficos, sendo que também havia perguntas específicas sobre o mercado de securitização e *private equity*. No final do questionário, havia uma pergunta com espaço aberto para os participantes poderem fazer comentários adicionais que julgassem relevantes relativa à oferta de produtos financeiros. As perguntas feitas nessa pesquisa podem ser encontradas no Anexo II.

A pesquisa foi divulgada no site da CVM e em suas redes sociais e estava aberta a todos os investidores. Ao todo foram contabilizadas 5277 respostas, sendo que 5079 respostas foram consideradas válidas e 198 foram excluídas por terem sido detectadas como duplicadas, respondidas mais de uma vez pelo mesmo respondente.

De forma geral, foi visto que os participantes tinham alto nível de conhecimento dos temas discutidos na pesquisa. A participação ativa desse público foi importante para o estudo, gerando insumos de grande utilidade para a análise. A seguir serão apresentadas as conclusões gerais da pesquisa, seguidas por uma análise mais segmentada das respostas dos investidores de varejo e dos investidores qualificados, destacando diferenças relevantes nas respostas desses tipos de investidores. O capítulo será concluído com considerações finais e com um adendo sobre participantes que apresentaram padrões com o movimento FIRE.

<sup>110</sup> <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/reports/rep-638-consumer-testing-of-the-fees-and-costs-tools-for-superannuation-and-managed-investment-schemes/>

<sup>111</sup> [https://ec.europa.eu/info/publications/200227-study-key-information-document-priips\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/200227-study-key-information-document-priips_en)

<sup>112</sup> <https://www.govtrack.us/congress/bills/116/hr1815/text>



## 5.1. CONCLUSÕES GERAIS

A pesquisa realizada contou com a participação de investidores de todas as regiões do Brasil, também atingindo todos os níveis de escolaridade e faixas de renda. As repostas obtidas revelam o movimento de popularização do mercado de capitais brasileiro. Como destacado na tabela abaixo, investidores de varejo, com valor de aplicações inferior a R\$ 1 milhão, representaram 78% das respostas, sendo que a maior parte desses participantes tinham entre R\$ 100 mil e R\$ 500 mil em investimentos. Investidores qualificados, com valor de aplicações entre R\$ 1 e 10 milhões, representaram 20% das respostas, enquanto os investidores profissionais, com valor de aplicações superior a R\$ 10 milhões, responderam por 2%.

**Tabela 11: Valor das aplicações financeiras dos respondentes**

	25 ou menos	26 a 35 anos	36 a 45 anos	46 a 55 anos	56 ou mais	Total
Até R\$ 50 Mil	159	322	194	85	48	808
De R\$ 50 Mil a R\$ 100 Mil	37	225	179	64	45	550
De R\$ 100 Mil a R\$ 500 Mil	33	545	645	281	205	1709
De R\$ 500 Mil a R\$ 1 Milhão	2	164	365	205	167	903
De R\$ 1 Milhão a R\$ 10 Milhões	3	82	342	267	338	1032
Mais de R\$ 10 Milhões		4	6	15	52	77
Total	234	1342	1731	917	855	5079

Fonte: CVM

Uma análise da relação entre as respostas obtidas indica muitas correlações positivas fracas e bem fracas. As maiores correlações obtidas foram positivas moderadas, sendo que todas apresentaram coerência lógica. O maior coeficiente de correlação observado foi de 0,58, entre o valor das aplicações e o tempo de investimento, assim enfatizando a importância do tempo na acumulação de patrimônio. A renda mensal do investidor e o valor das aplicações tiveram um coeficiente de correlação de 0,56, sustentando a ideia de que a acumulação de patrimônio também depende da renda poupada e investida cada mês.

Também foram observadas correlações positivas moderadas entre as perguntas sobre os mercados de securitização e de *private equity*: as respostas de interesse por produtos de securitização apresentaram correlação de 0,55 com as respostas de interesse por produtos de *private equity*, enquanto as respostas sobre conhecimento sobre securitização exibiram correlação de 0,41 com as respostas sobre conhecimento sobre *private equity*.

Como pode ser visto na matriz de correlação no Anexo II, a maior correlação negativa foi de -0,2 entre a idade e a poupança do investidor, indicando que os investidores jovens poupavam maior porcentagem da sua renda mensal que os investidores mais velhos. Não foram encontradas outras correlações relevantes na segregação dos gêneros.

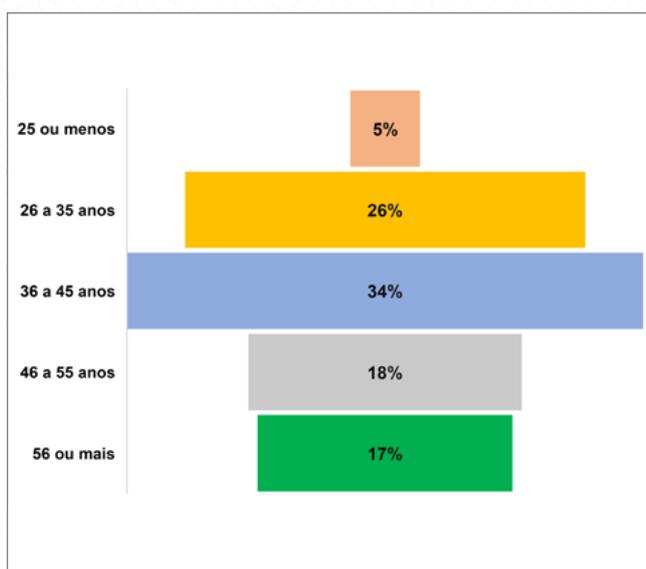


As respostas das perguntas foram segmentadas em quatro temas abaixo para destacar os resultados obtidos. Primeiramente serão apresentados os resultados demográficos dos participantes, seguidos pelos resultados comportamentais e psicográficos. Após isso serão apresentados os resultados das respostas do mercado de securitização e de *private equity*.

### 5.1.1. ANÁLISE DEMOGRÁFICA

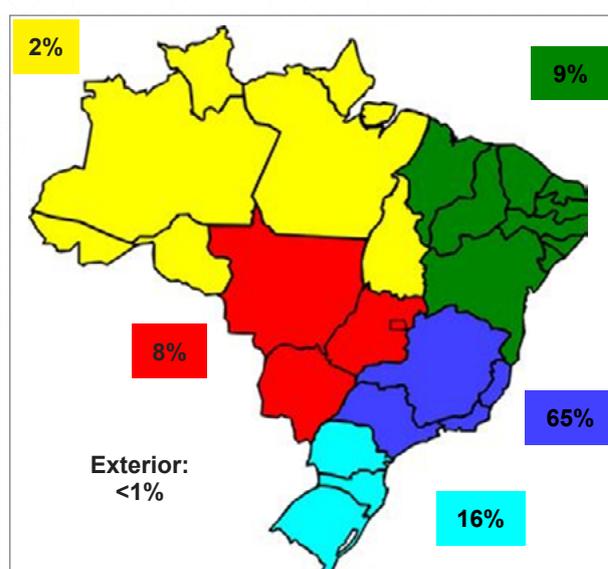
A pesquisa contou com participação de diferentes perfis demográficos, como será ilustrado abaixo. Em termos de gênero, 89% dos respondentes eram do sexo masculino e 11% eram do sexo feminino<sup>113</sup>. A maior frequência de faixa etária foi entre 36 e 45 anos de idade (34%), seguida pelas faixas etárias entre 26 a 35 anos (26%) e entre 46 a 55 anos (18%). A maioria desses respondentes moravam na região Sudeste (65%), Sul (16%) e Nordeste (9%). Também houve respondentes de brasileiros que residiam no exterior.

Figura 6: Idade dos respondentes



Fonte: CVM

Figura 7: Região dos respondentes



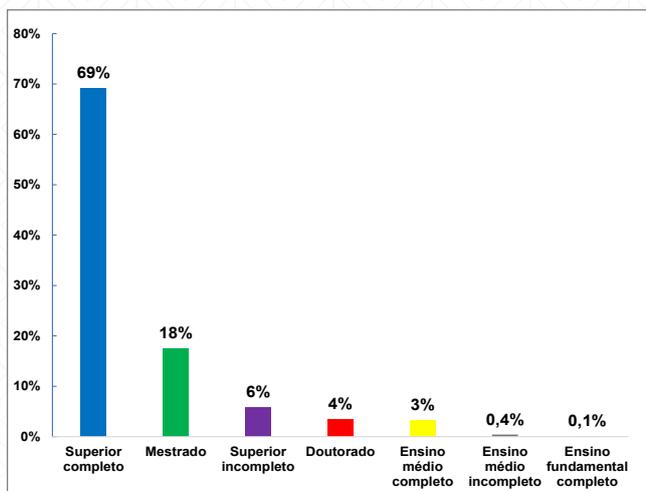
Fonte: CVM

A pesquisa conseguiu atingir todos os níveis de escolaridade, mas contou principalmente com respondentes de maior escolaridade. Em torno de 91% dos respondentes tinham pelo menos ensino superior completo, sendo que 18% e 4% também possuíam mestrado e doutorado, respectivamente. Além disso, a pesquisa abrangeu todas as faixas de renda, sendo que as maiores frequências foram observadas nos intervalos com mais de 10 salários-mínimos (55% das respostas) e de 5 a 8 salários-mínimos (15% das respostas).

<sup>113</sup> A pesquisa também contou com alguns respondentes que indicaram ter gênero "Outro", mas não foram suficientes para representar significância estatística.

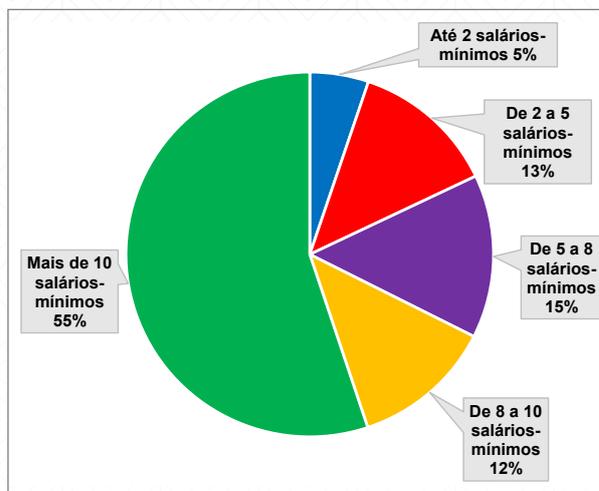


Figura 8: Escolaridade dos respondentes



Fonte: CVM

Figura 9: Renda mensal dos respondentes

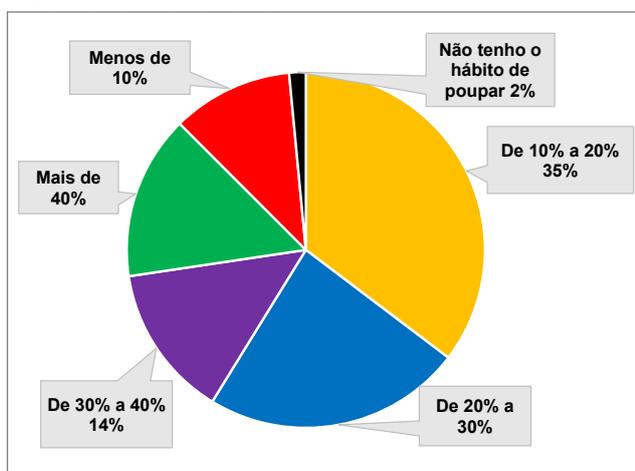


Fonte: CVM

### 5.1.2. ANÁLISE COMPORTAMENTAL E PSICOGRÁFICA

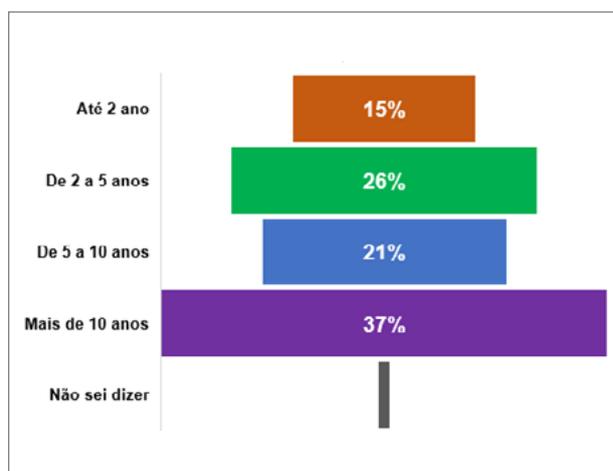
De forma resumida, a alta escolaridade dos participantes indicou um alto nível de educação financeira, desse modo impactando positivamente nas respostas comportamentais e psicográficas. Essa comprovação de educação financeira pode ser vista nas respostas de poupança mensal dos investidores: 35% dos participantes poupavam de 10% a 20%, enquanto 23% poupavam de 20% a 30% e 15% poupavam mais de 40%. Apenas 2% dos respondentes afirmaram que não tinham o hábito de poupar. Em termos de tempo de investimentos financeiros, 41% dos participantes afirmam ter começado a investir nos últimos 5 anos, enquanto 37% já investiam há mais de 10 anos.

Figura 10: Poupança mensal dos respondentes



Fonte: CVM

Figura 11: Tempo de investimentos dos respondentes



Fonte: CVM



As respostas sobre os investimentos atuais ou passados dos investidores também apresentaram resultados interessantes e comprovaram o nível de educação financeira. Os respondentes já possuíam experiência com diferentes tipos de valores mobiliários. Ações (92%), fundos de ações ou multimercados (85%) e tesouro direto (83%) foram os tipos de investimentos que apresentaram maior disseminação entre os participantes. Por outro lado, uma parcela significativa dos participantes já tinha alegado experiência com criptomoedas (39%) e derivativos (34%).

**Tabela 12: Investimentos atuais ou passados dos respondentes**

	Respondentes
Ações	92%
Fundos de ações ou multimercados	85%
Tesouro direto	83%
Poupança	78%
Fundos DI ou de renda fixa	78%
Fundos imobiliários	78%
CDB	74%
Criptomoedas	39%
Investimentos no exterior	39%
Derivativos	34%
Debêntures	32%
Títulos de securitização	26%
Fundos de investimentos em participações	15%
Outros	12%
Crowdfunding	7%

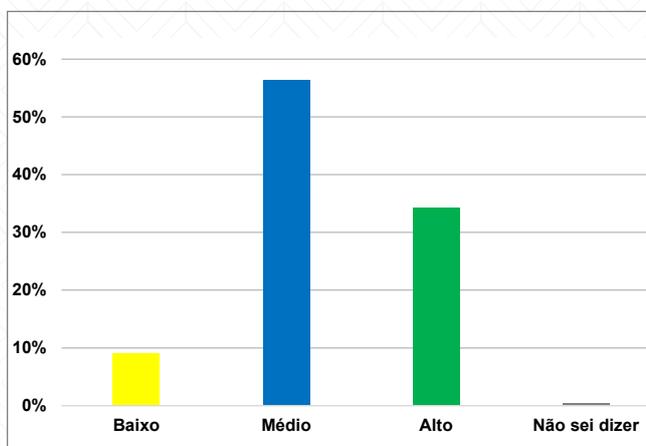
Fonte: CVM

As experiências de aplicações financeiras dos participantes se refletiram nas respostas da pergunta que tratava de conhecimento sobre investimentos financeiros: 34% dos participantes alegaram ter alto conhecimento sobre investimentos financeiros, enquanto 56% afirmaram ter conhecimento médio. As respostas de perfil de investidor, que buscou entender a tolerância a riscos dos respondentes, também se mostraram estar alinhadas às aplicações financeiras dos respondentes. Com a atual situação macroeconômica do país marcada por uma baixa taxa de juros, 54% dos participantes afirmaram ter perfil de investidor arrojado, enquanto 43% declaram ter perfil moderado<sup>114</sup>.

<sup>114</sup> Essa pergunta apresentava três opções de perfis de investidor disponíveis: i) arrojado = assumo maiores riscos, a fim de conseguir a maior rentabilidade possível; ii) conservador = busco a preservação do investimento, com baixa tolerância a perdas; e iii) moderado = tolero um pouco mais de risco, a fim de conseguir uma rentabilidade maior.

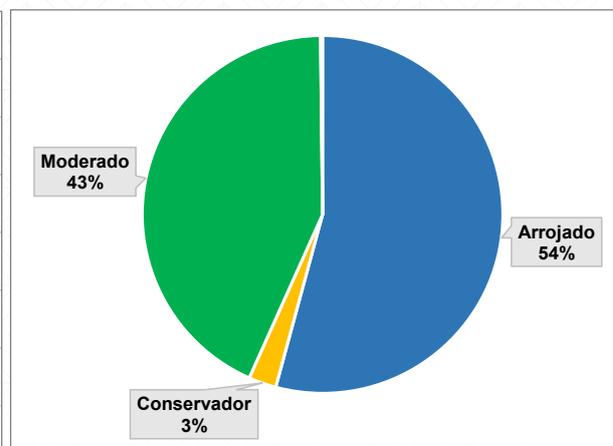


**Figura 12: Conhecimento sobre investimentos financeiros dos respondentes**



Fonte: CVM

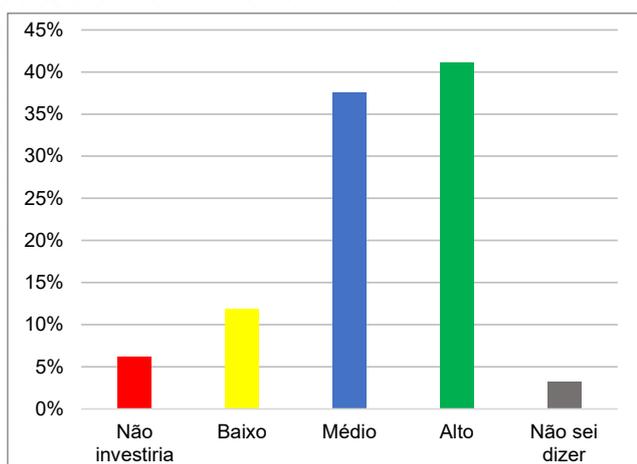
**Figura 13: Perfil de investidor dos respondentes**



Fonte: CVM

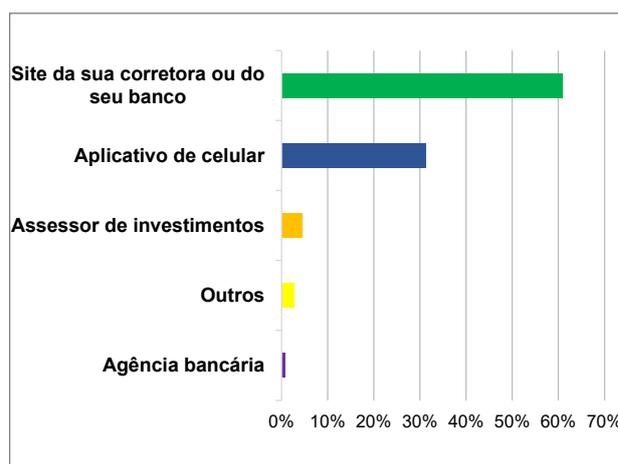
O apetite por risco encontrado nas respostas obtidas sobre o perfil de investidor também foi visto na pergunta seguinte, que tratava do interesse do investidor em investir em um novo produto financeiro, do qual o investidor tivesse pouco conhecimento, mas que lhe oferecesse a possibilidade de receber um bom rendimento. Nessa pergunta, 41% e 38% dos respondentes declararam ter interesse alto e médio de investir nesse novo produto, respectivamente.

**Figura 14: Interesse em investir em novo produto dos respondentes**



Fonte: CVM

**Figura 15: Principal meio para fazer investimentos financeiros dos respondentes**



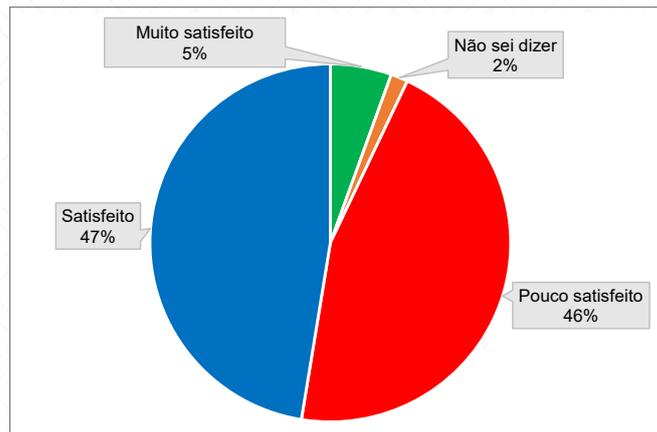
Fonte: CVM

O meio digital apresentou ser um dos principais canais de acesso aos investimentos financeiros, como destacado nas respostas sobre o principal meio utilizado para fazer investimentos financeiros: 92% dos participantes afirmaram utilizar sobretudo sites das corretoras ou bancos ou aplicativos de celular disponibilizados por eles. Isso apresenta uma forte indicação de um perfil de investidor mais autônomo em seus investimentos.



A pergunta que abordava o nível de satisfação com a oferta de produtos financeiros disponíveis aos investidores também mostrou resultados interessantes: 47% dos participantes declaram estar satisfeitos e 46% estavam pouco satisfeitos. Essa questão apresentou diferenças relevantes nas respostas dos investidores de varejo e qualificados, e serão discutidos com mais detalhes abaixo.

**Figura 16: Satisfação com a disponibilidade de produtos financeiros dos respondentes**

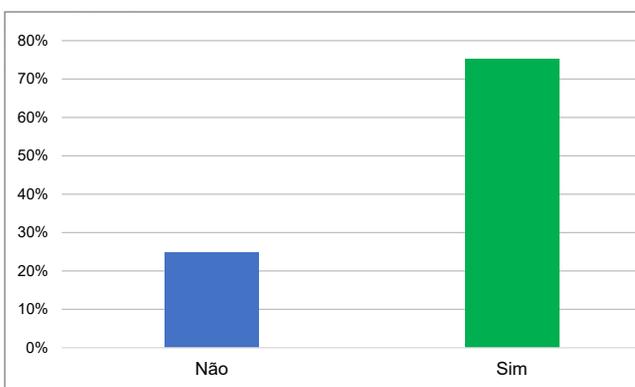


Fonte: CVM

### 5.1.3. SECURITIZAÇÃO

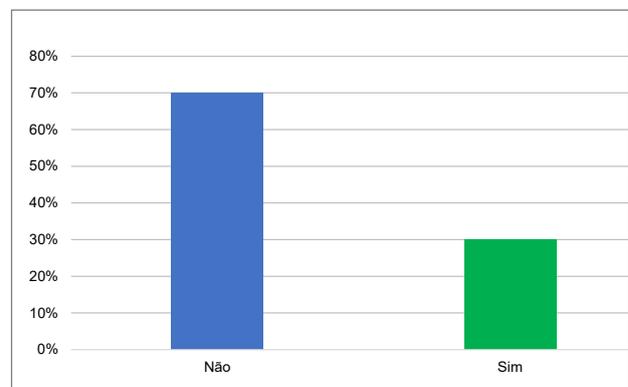
Após as perguntas comportamentais e psicográficas foram feitas perguntas específicas sobre os mercados de securitização e de *private equity*. Nas respostas sobre o mercado de securitização, foi visto que 75% dos participantes tinham algum conhecimento sobre esse mercado, mas que apenas 30% de fato investiam nesse mercado. Como visto no capítulo anterior, FIDCs ainda possuem um pequeno número de cotistas, sobretudo de investidores institucionais e qualificados.

**Figura 17: Conhecimento sobre securitização dos respondentes**



Fonte: CVM

**Figura 18: Investimentos em CRA, CRI, FIDC dos respondentes**

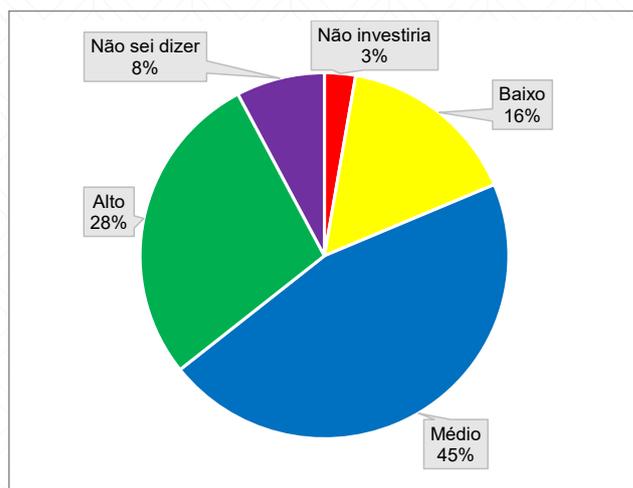


Fonte: CVM



Para os participantes que não investiam em produtos de securitização foi feita uma pergunta adicional sobre o interesse em investir nesses produtos. As respostas obtidas foram positivas: 28% alegaram ter alto interesse em investir nesses produtos, enquanto 45% afirmaram ter interesse médio. Apenas 3% dos participantes declararam que não investiriam nesses produtos.

**Figura 19: Interesse em investir em produtos de securitização dos respondentes**

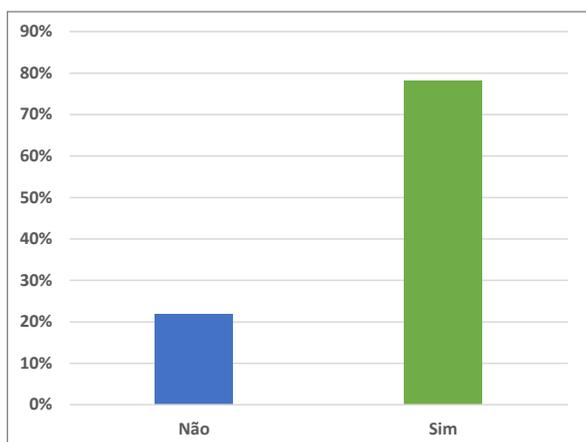


Fonte: CVM

### 5.1.4. PRIVATE EQUITY

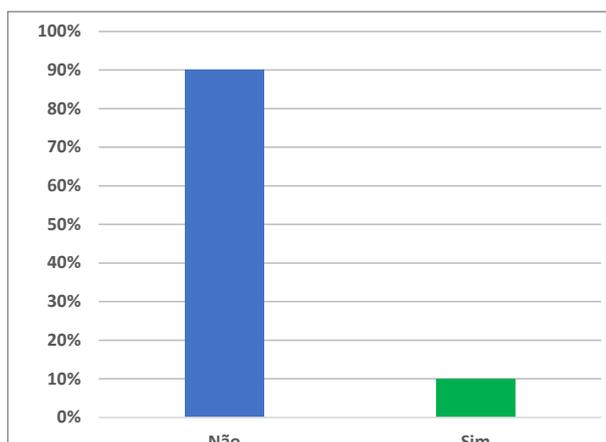
As respostas obtidas sobre o mercado de *private equity* mostraram resultados parecidos com as do mercado de securitização: 78% dos participantes alegaram ter algum conhecimento sobre o mercado de *private equity*, enquanto apenas 10% investiam nesse mercado. Semelhante aos FIDCs, os FIPs também têm poucos cotistas, compostos principalmente por investidores institucionais e qualificados.

**Figura 20: Conhecimento sobre private equity dos respondentes**



Fonte: CVM

**Figura 21: Investimentos em FIP dos respondentes**

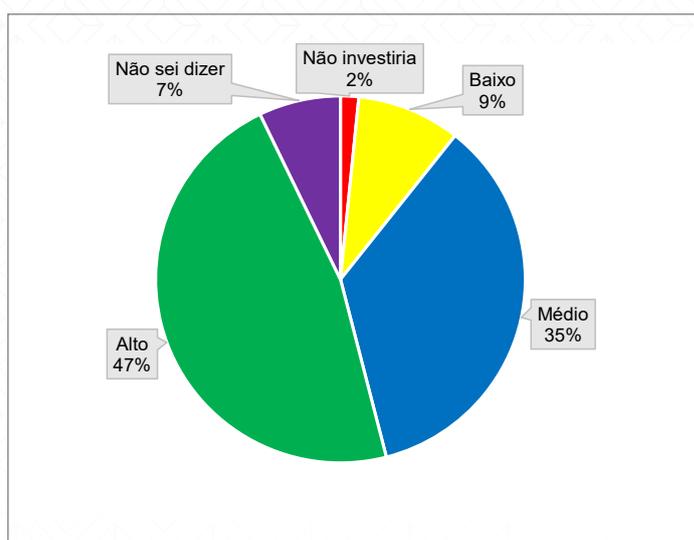


Fonte: CVM



Embora a maioria dos participantes alegassem que não investiam no mercado de *private equity*, eles mostraram grande interesse em investir nesse mercado, interesse até maior que o do mercado de securitização. 47% dos respondentes alegaram ter alto interesse em investir em produtos de *private equity*, enquanto 35% afirmaram ter interesse médio. Apenas 2% dos participantes revelaram que não investiriam nesse mercado.

**Figura 22: Interesse em investir em produtos de *private equity* dos respondentes**



Fonte: CVM

## 5.2. INVESTIDORES DE VAREJO

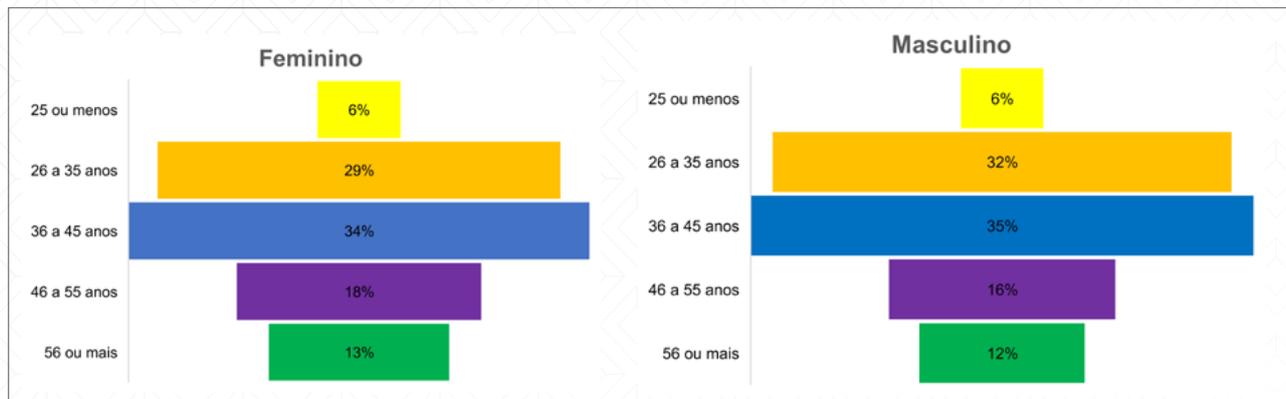
Investidores de varejo representaram 78% dos participantes da pesquisa e abaixo serão apresentados os principais resultados desses investidores. 87% dos participantes eram do sexo masculino e 13% do sexo feminino. Em função dessa diferença no número de respostas entre esses gêneros, vamos apresentar os resultados dos gêneros separadamente.

### 5.2.1. ANÁLISE DEMOGRÁFICA

As primeiras respostas da pesquisa apresentaram informações demográficas dos participantes. Em relação à idade, a maioria dos participantes do público feminino tinha entre 36 a 45 anos (34%) e entre 26 a 35 anos (29%). O resultado dos participantes do público masculino apresentou distribuição semelhante: 36 a 45 anos (35%) e 26 a 35 anos (32%).



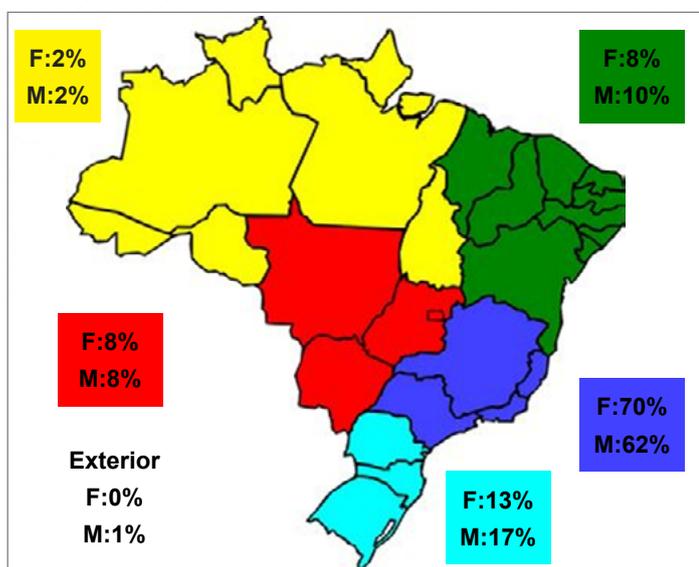
Figura 23: Idade dos investidores de varejo



Fonte: CVM

Em relação à região, também se nota que os investidores de varejo que participaram dessa pesquisa moravam principalmente nas regiões Sudeste e Sul. O Sudeste concentrou 70% dos participantes do público feminino (F) e 62% do público masculino (M), enquanto o Sul apresentou 13% dos respondentes do público feminino e 17% do público masculino. Aproximadamente 1% dos respondentes do público masculino moravam fora do país.

Figura 24: Região dos investidores de varejo

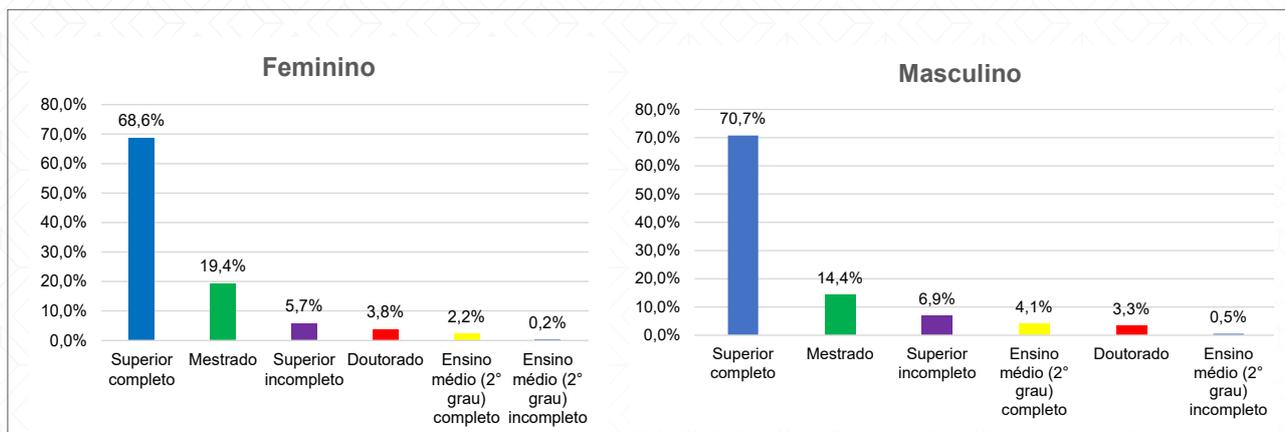


Fonte: CVM

As respostas da escolaridade dos investidores de varejo mostraram um alto nível de escolaridade entre os investidores. Entre os participantes do público feminino, 92% tinham pelo menos superior completo, sendo que 19% e 4% também tinham mestrado e doutorado, respectivamente. Dos participantes do público masculino, 88% tinham superior completo, sendo que 14% e 3% também tinham mestrado e doutorado, respectivamente.



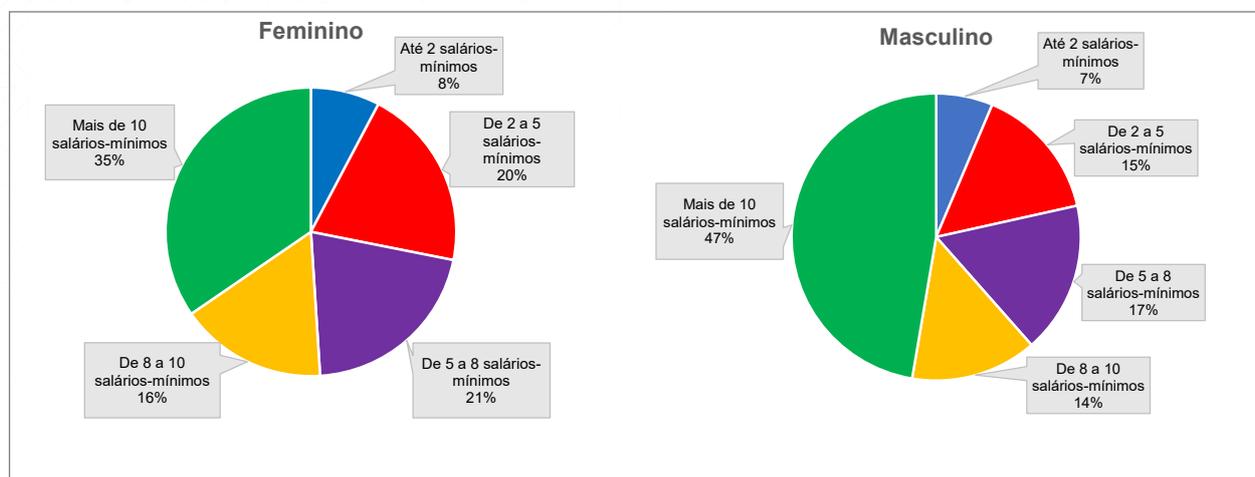
Figura 25: Escolaridade dos investidores de varejo



Fonte: CVM

Por outro lado, a renda mensal dos investidores de varejo apresentou maior equilíbrio entre as diferentes faixas de renda. A maior faixa de renda mensal dos participantes foi a de “mais de 10 salários-mínimos”, com 35% e 47% das respostas do público feminino e masculino, respectivamente. “De 5 a 8 salários-mínimos” foi a segunda maior, com 21% e 17% das respostas do público feminino e masculino.

Figura 26: Renda mensal dos investidores de varejo



Fonte: CVM

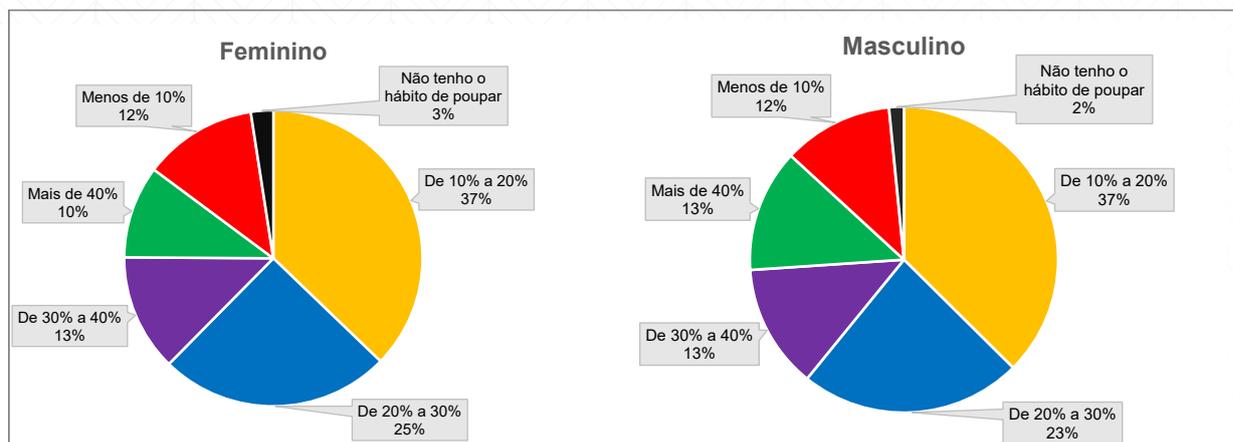
### 5.2.2. ANÁLISE COMPORTAMENTAL E PSICOGRÁFICA

Após as perguntas demográficas, foram feitas perguntas para mapear o perfil comportamental e psicográfico dos investidores. A primeira pergunta comportamental tratou da poupança mensal dos investidores, tema de importância para entender o nível de educação e disciplina financeira. Os resultados dessa pergunta surpreenderam positivamente, indicando que a grande maioria dos respondentes poupavam regularmente para acumular patrimônio.



Para os participantes do público feminino, os maiores intervalos de poupança mensal foram “de 10 a 20%” (37%) e “de 20 a 30%” (25%). Frequências semelhantes foram encontradas nas respostas dos participantes do público masculino, sendo que “de 10 a 20%” teve 37% das respostas e “de 20 a 30%”, 23%.

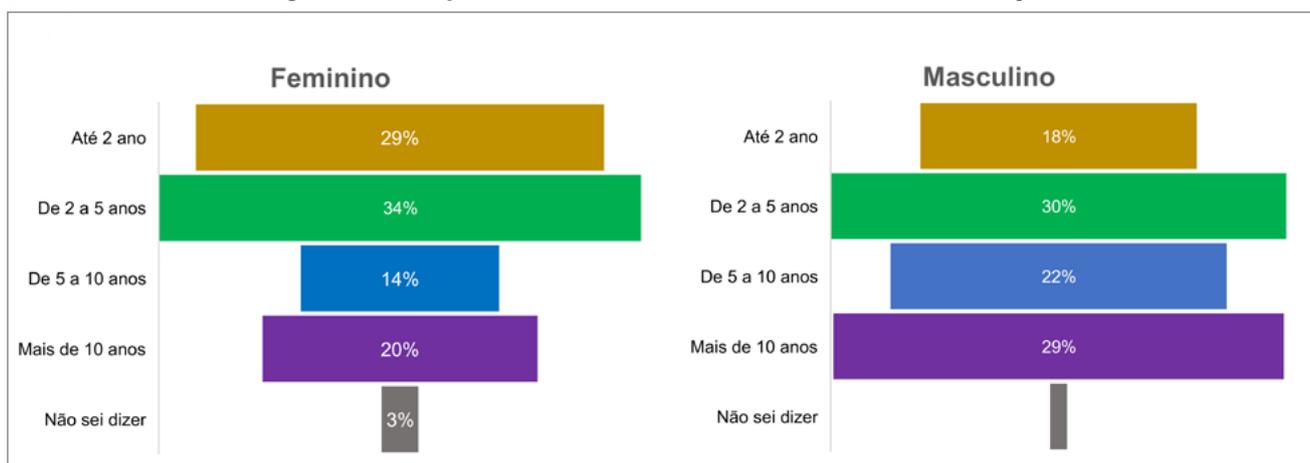
**Figura 27: Poupança mensal dos investidores de varejo**



Fonte: CVM

Tempo de investimentos foi outro tema importante para entender o perfil dos investidores de varejo. Ao longo dos últimos anos houve muitos novos investidores entrando no mercado de capitais, e isso pode ser observado nas respostas dessa pergunta. Entre os participantes do público feminino, 64% começaram a investir há menos de 5 anos e apenas 20% investiam há mais de 10 anos. Os participantes do público masculino apresentaram na média um tempo de investimentos um pouco superior: 29% investiam há mais de 10 anos e 48% começaram a investir nos últimos 5 anos.

**Figura 28: Tempo de investimentos dos investidores de varejo**



Fonte: CVM



Outra pergunta que também apresentou resultados interessantes foi a que tratava dos investimentos financeiros que o investidor tinha atualmente ou já tinha tido no passado. Os investidores de varejo de ambos os gêneros dessa pesquisa apresentaram ter experiência a uma ampla variedade de diferentes tipos de valores mobiliários. Os participantes do gênero masculino apresentaram maior experiência com produtos de maior risco, como ações, derivativos e criptomoedas.

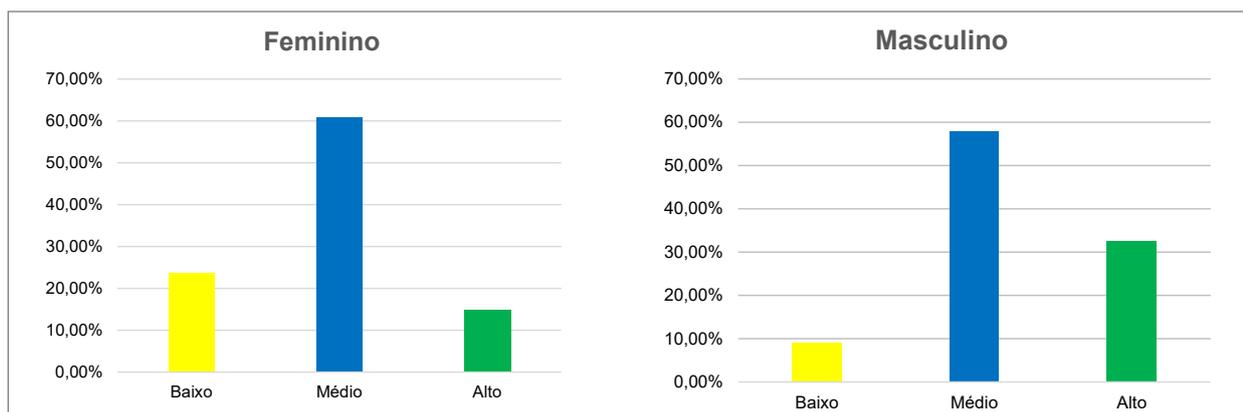
**Tabela 13: Investimentos atuais ou passados dos investidores de varejo**

	Feminino	Masculino
Poupança	79%	80%
Tesouro direto	77%	82%
Ações	76%	93%
Fundos de ações ou multimercados	76%	83%
Fundos DI ou de renda fixa	69%	75%
CDB	64%	72%
Fundos imobiliários	60%	77%
Criptomoedas	20%	41%
Investimentos no exterior	20%	36%
Debêntures	17%	26%
Títulos de securitização	11%	19%
Derivativos	10%	35%
Outros	9%	11%
Fundos de investimentos em participações	7%	11%
Crowdfunding	3%	7%

Fonte: CVM

As experiências dos respondentes com valores mobiliários observadas acima também se refletiram na pergunta seguinte, sobre o conhecimento de investimentos financeiros. Entre os participantes do público feminino, 61% e 15% alegaram ter conhecimento médio e alto de investimentos financeiros, respectivamente. Embora 58% dos participantes do público masculino também afirmaram ter conhecimento médio, 33% afirmaram ter conhecimento alto sobre investimentos financeiros.

**Figura 29: Conhecimento sobre investimentos financeiros dos investidores de varejo**

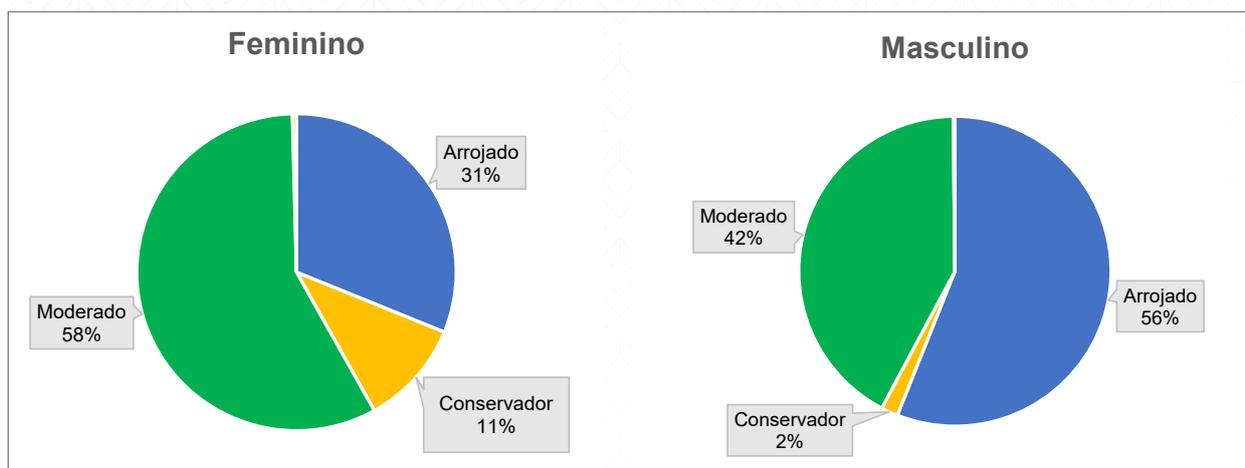


Fonte: CVM



Também foi vista diferença significativa entre os gêneros dos investidores de varejo na pergunta sobre o perfil de investidor, sendo que a amostra do público masculino declarou ter uma tolerância a risco bem superior à do público feminino. Enquanto 56% dos participantes do público masculino afirmaram ter perfil arrojado, apenas 31% dos participantes do público feminino alegaram ter esse mesmo perfil. Para esse público feminino, o perfil de investidor mais frequente foi o moderado, com 58% das respostas. Esses resultados indicam uma boa aptidão a risco entre esses investidores de varejo, fato que pode ser explicado pela atual situação macroeconômica do país, caracterizada por baixa taxas de juros.

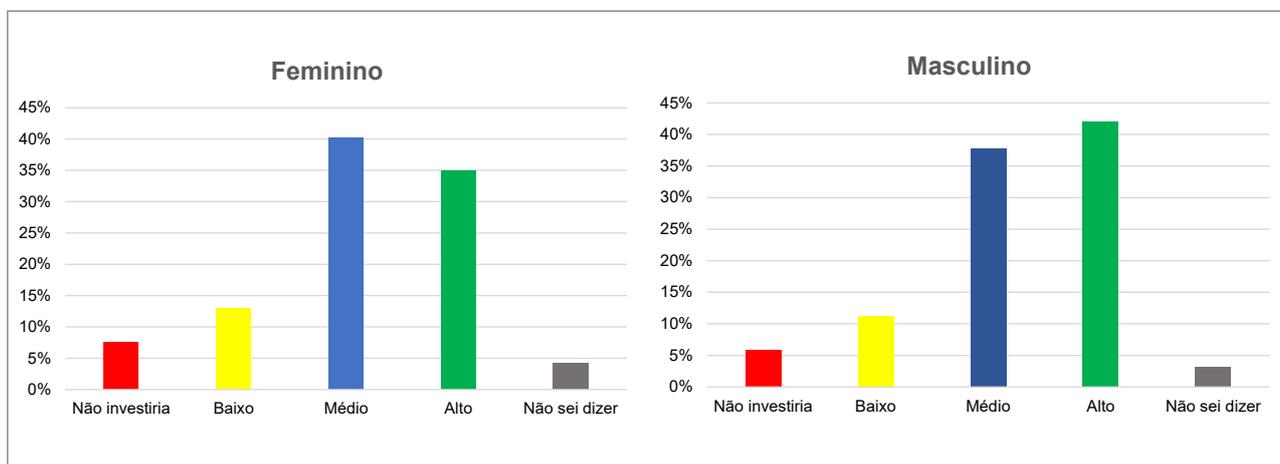
Figura 30: Perfil de investidor dos investidores de varejo



Fonte: CVM

Essa tolerância por risco também foi observada na pergunta seguinte, que tratava do nível de interesse em investir em um novo produto financeiro que oferecesse ao investidor a possibilidade de receber um bom rendimento, mas do qual o investidor tivesse pouco conhecimento. 80% dos participantes do público masculino e 75% do público feminino afirmaram ter um interesse médio ou alto de investir nesse produto. Somente 7% dos participantes do público feminino e 6% do público masculino alegaram que não investiriam nesse novo produto.

Figura 31: Interesse em investir em novo produto dos investidores de varejo

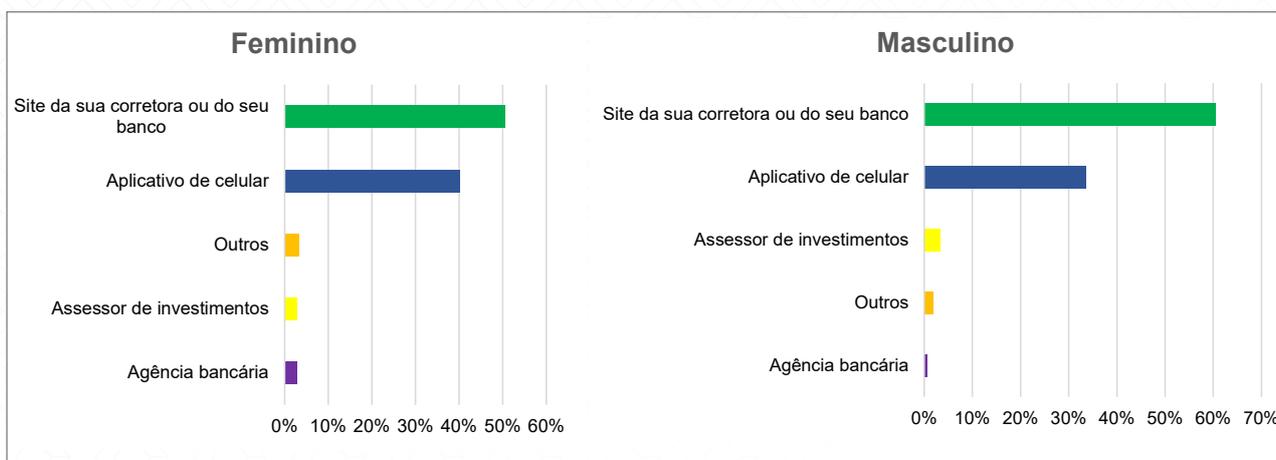


Fonte: CVM



Os avanços tecnológicos nas transações financeiras foram vistos na pergunta que tratava sobre o principal meio utilizado pelos investidores de varejo para fazer investimentos financeiros. No passado, esses investimentos financeiros eram feitos principalmente em agências bancárias e por telefone, mas hoje em dia eles são feitos majoritariamente por meios virtuais. Segundo os resultados dessa pergunta, 94% dos participantes do público masculino e 91% do público feminino utilizam um aplicativo de celular e/ou o site da sua corretora ou do seu banco para fazer suas aplicações financeiras.

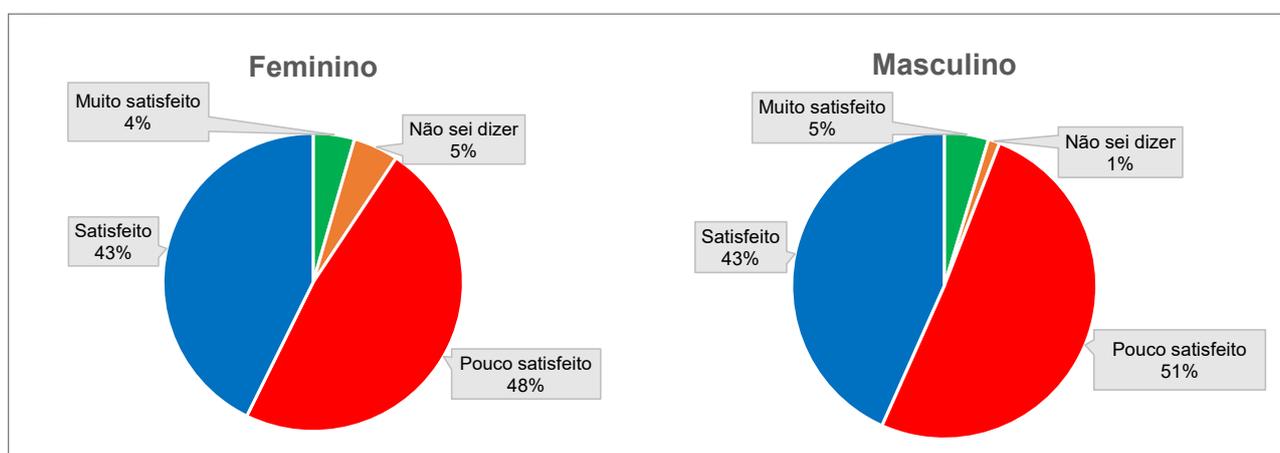
**Figura 32: Principal meio para fazer investimentos financeiros dos investidores de varejo**



Fonte: CVM

A última pergunta dessa seção abordou o nível de satisfação dos respondentes com a oferta de produtos financeiros que eles tinham à sua disponibilidade. As respostas entre os gêneros foram parecidas, sendo que 51% e 48% dos participantes do público masculino e feminino alegaram estar pouco satisfeitos com a disponibilidade de produtos financeiros e 43% dos participantes declararam estar satisfeitos.

**Figura 33: Satisfação com a disponibilidade de produtos financeiros dos investidores de varejo**



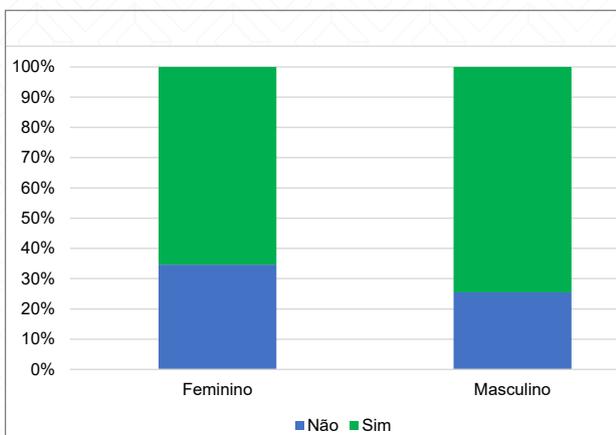
Fonte: CVM



### 5.2.3. SECURITIZAÇÃO

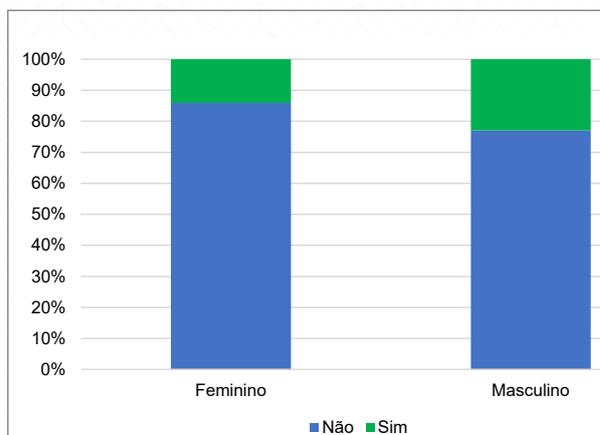
Após as perguntas comportamentais e psicográficas, foram feitas perguntas que tratavam do mercado de securitização. Aproximadamente 75% dos participantes do público masculino e 65% do público feminino alegaram ter algum conhecimento ou já tinham ouvido falar sobre o mercado de securitização. Apesar do conhecimento, apenas 23% dos participantes do público masculino e 14% do público feminino investiam ou já tinham investido em CRI, CRA ou FIDC:

**Figura 34: Conhecimento sobre securitização dos investidores de varejo**



Fonte: CVM

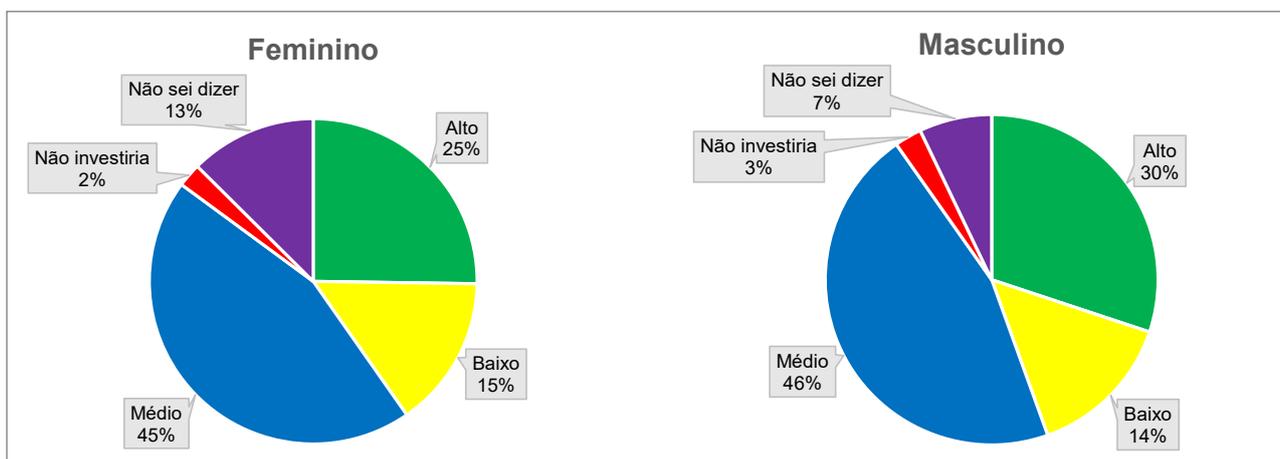
**Figura 35: Investimentos em CRA, CRI ou FIDC dos investidores de varejo**



Fonte: CVM

Esse nível de investimentos em produtos de securitização pode ser explicado pelos normativos vigentes que hoje restringem a maioria desses produtos a investidores qualificados. Embora não tivessem investimentos atualmente, muitos desses investidores demonstraram interesse em investir em produtos de securitização. Entre os participantes do público feminino, 25% alegaram ter interesse alto e 45% interesse médio em investir nesses produtos, e, entre os participantes do público masculino, esses níveis estavam em 30% e 46%, respectivamente.

**Figura 36: Interesse em investir em produtos de securitização dos investidores de varejo**



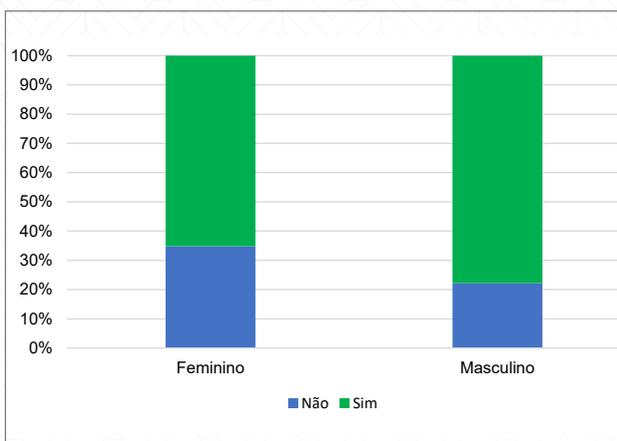
Fonte: CVM



### 5.2.4. PRIVATE EQUITY

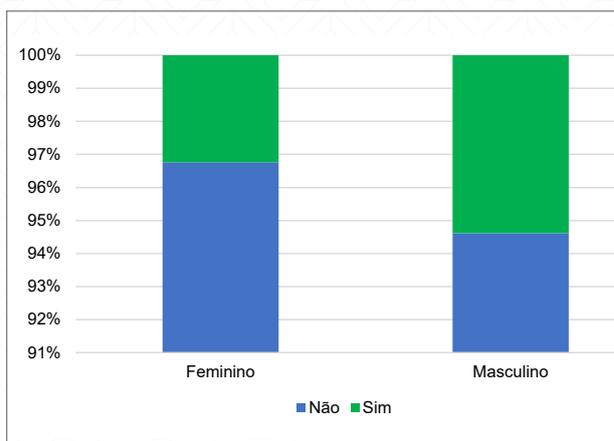
Também houve algumas perguntas que tratavam sobre o mercado de *private equity* entre os investidores de varejo. Aproximadamente 78% dos participantes do público masculino e 65% do público feminino alegaram ter algum conhecimento ou já tinham ouvido falar sobre esse mercado. Apesar desse conhecimento, apenas 5% do público masculino e 3% do público feminino investia ou tinha investido em FIP:

**Figura 37: Conhecimento sobre *private equity* dos investidores de varejo**



Fonte: CVM

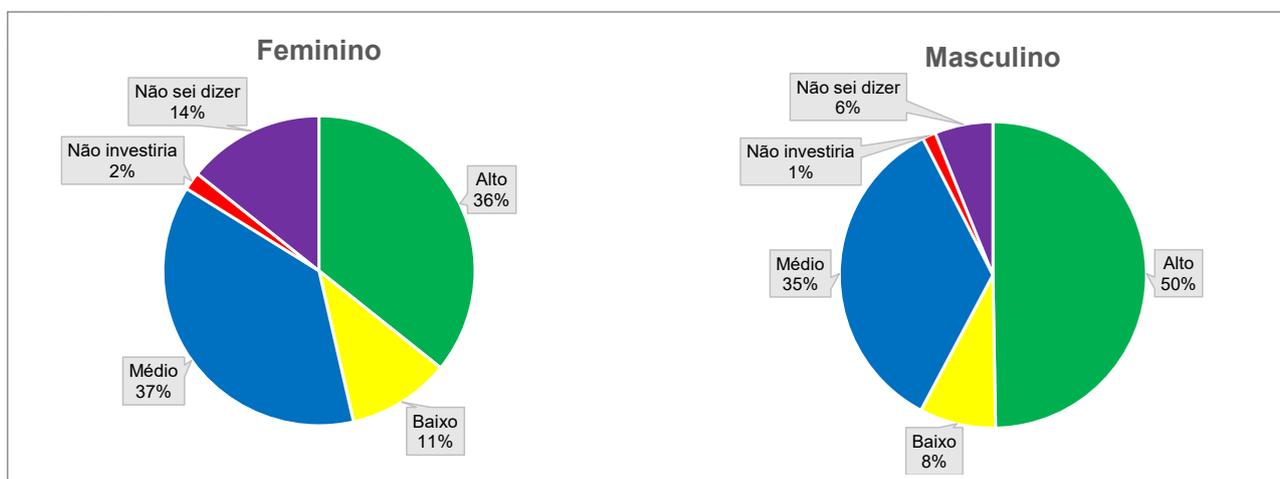
**Figura 38: Investimentos em FIP dos investidores de varejo**



Fonte: CVM

Esse baixo nível de investimentos em produtos de *private equity* também pode ser explicado pelas restrições que hoje limitam os investidores de varejo de investir nesse mercado. Embora não tivessem investimentos atualmente, muitos investidores de varejo dessa amostra demonstraram maior interesse em investir em produtos de *private equity* do que em produtos de securitização. Entre os participantes do público feminino, 36% alegaram ter interesse alto e 37% interesse médio em investir em produtos de *private equity*, e, entre o público masculino, esses níveis estavam em 50% e 35%, respectivamente.

**Figura 39: Interesse em investir em produtos de *private equity* dos investidores de varejo**



Fonte: CVM

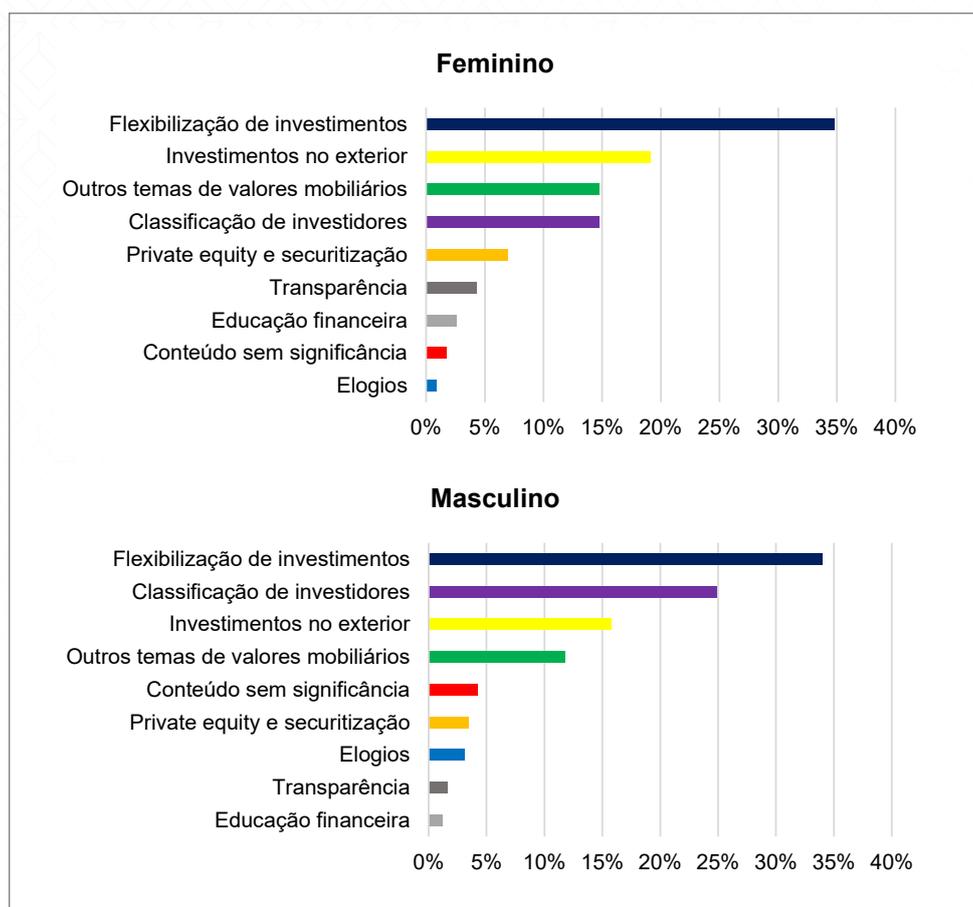


### 5.2.5. COMENTÁRIOS RECEBIDOS

No final da pesquisa, foi elaborada uma pergunta com resposta aberta e opcional para oferecer ao participante a oportunidade de fazer qualquer comentário que ele julgasse pertinente sobre os temas discutidos. Apesar de não ter obrigatoriedade de resposta, mesmo assim houve muitas respostas. Ao todo foram recebidos 115 comentários dos participantes do gênero feminino e 1097 do gênero masculino, representando 31% do total dos investidores de varejo.

Os comentários foram analisados e classificados em função do seu principal tema. Flexibilização de investimentos foi o tema que teve maior frequência de comentários entre os participantes do público feminino (35%) e masculino (34%). Classificação de investidores e investimentos no exterior foram os outros temas frequentemente comentados.

**Figura 40: Principal tema dos comentários dos investidores de varejo**



Fonte: CVM



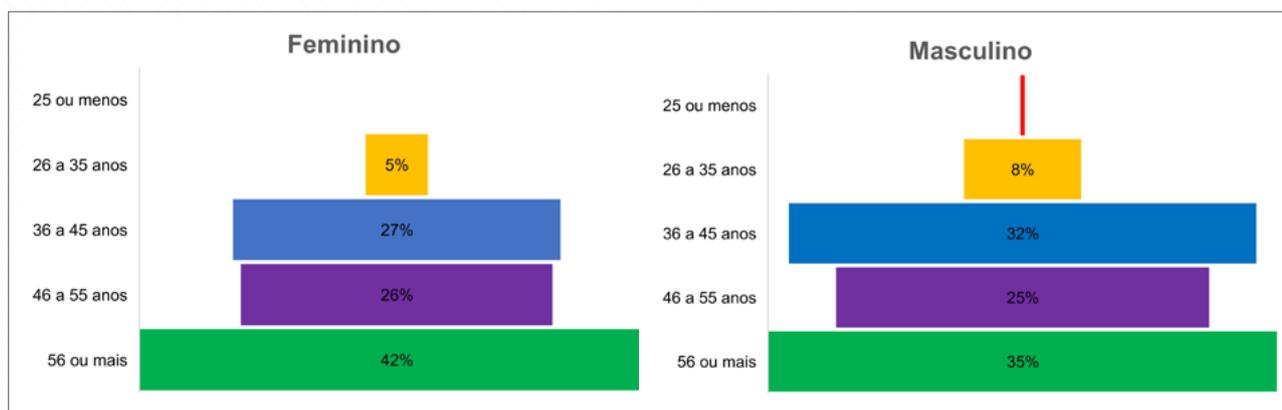
### 5.3. INVESTIDORES QUALIFICADOS

Embora o principal foco da pesquisa tenha sido os investidores de varejo, a pesquisa também recebeu um número significativo de respostas de investidores qualificados, representando 22% do total. Desses participantes, 93% eram do gênero masculino e 7% do gênero feminino. Em função da diferença na frequência de respostas desses gêneros, também iremos apresentar os resultados das respostas separadas por gêneros nessa seção.

#### 5.3.1. ANÁLISE DEMOGRÁFICA

De forma resumida, os investidores qualificados dessa pesquisa apresentaram ter idade superior aos investidores de varejo. A maioria das respondentes do público feminino tinha 56 ou mais anos (42%), seguido pelo intervalo de 36 a 45 anos (27%). Apenas 5% das mulheres tinham menos de 35 anos, um número que pode ser explicado pelo fato que demora tempo para acumular patrimônio. Os resultados dos participantes do público masculino foram semelhantes: 56 ou mais anos (35%) e 36 a 45 anos (32%), sendo que apenas 8% dos homens tinham menos de 35 anos.

Figura 41: Idade dos investidores qualificados

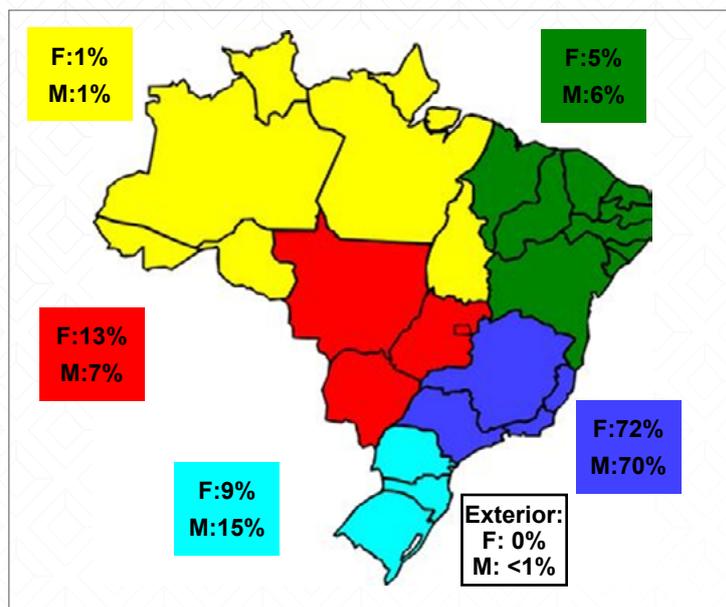


Fonte: CVM

Os investidores qualificados apresentaram padrões geográficos bem parecidos com os investidores de varejo. Aproximadamente 72% do público feminino (F) e 70% do público masculino (M) alegaram morar no Sudeste. Enquanto o Centro-Oeste foi a segunda região com mais participantes do público feminino, com 13%, para o público masculino, o Sul foi a segunda maior região, com 15%. Conforme visto nas respostas dos investidores de varejo, também houve investidores qualificados que moravam fora do país.



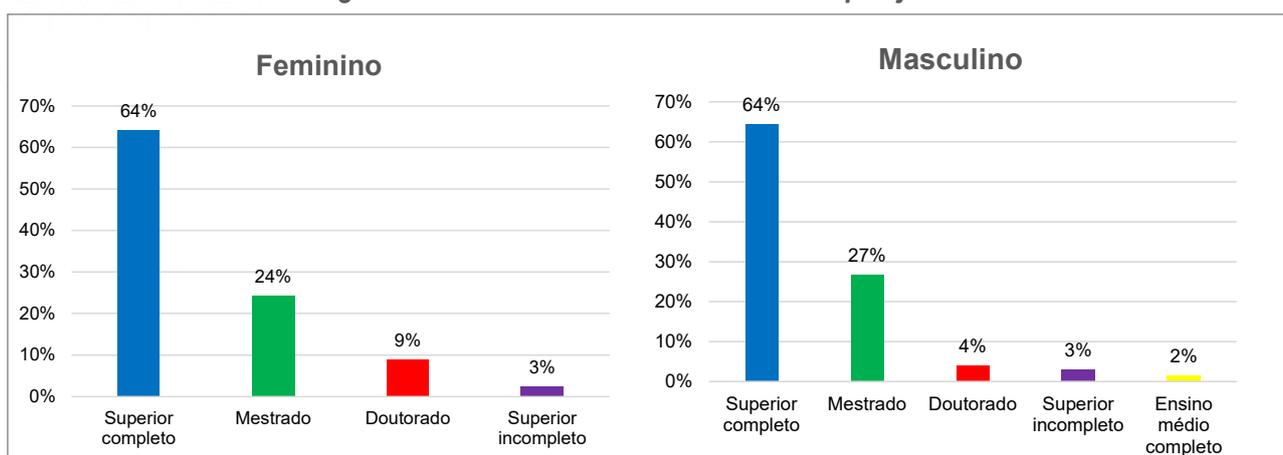
Figura 42: Região dos investidores qualificados



Fonte: CVM

As respostas da escolaridade dos investidores qualificados também mostraram padrões semelhantes aos dos investidores de varejo. Dos participantes do público feminino, 97% tinham pelo menos superior completo, sendo que 24% e 9% também tinham mestrado e doutorado, respectivamente. Dos participantes do público masculino, 95% também tinham pelo menos superior completo, sendo que 27% e 4% também tinham mestrado e doutorado, respectivamente.

Figura 43: Escolaridade dos investidores qualificados

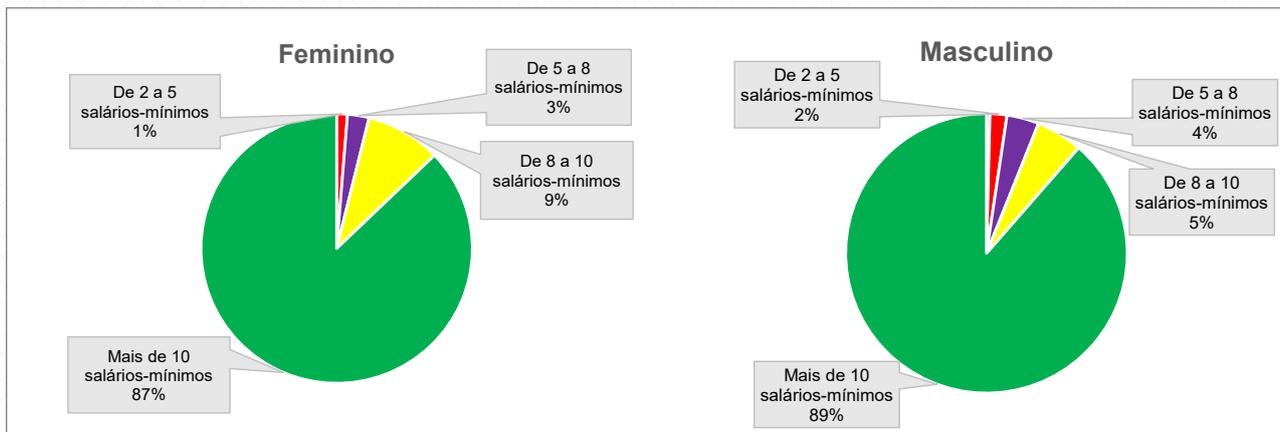


Fonte: CVM

As respostas da renda mensal dos investidores qualificados apresentaram resultados esperados, com a maioria dos respondentes indicando alta renda mensal. Apenas 11% do público masculino e 13% do público feminino responderam ter salário-mensal menor que 10 salários-mínimos.



Figura 44: Renda mensal dos investidores qualificados

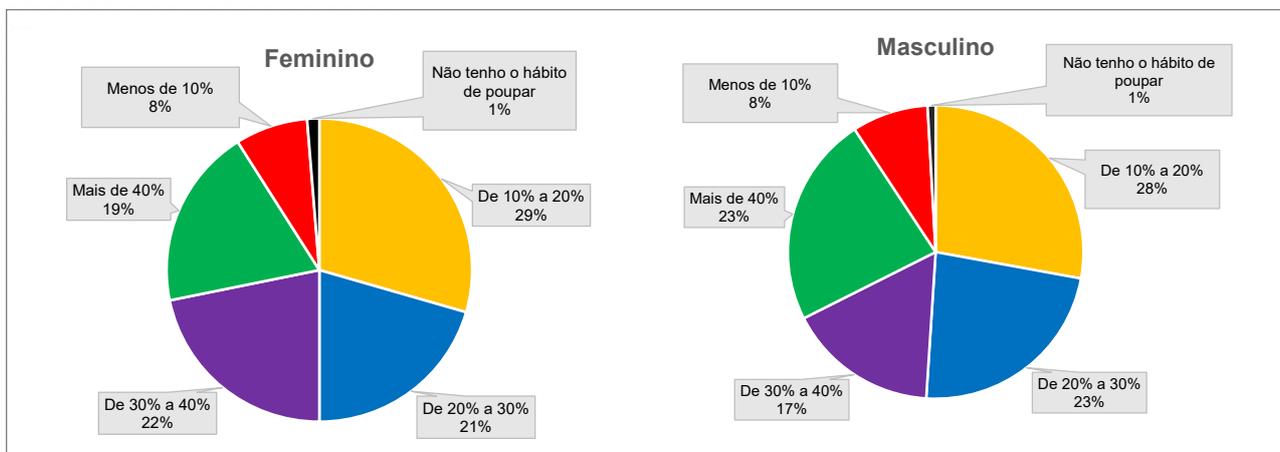


Fonte: CVM

### 5.3.2. ANÁLISE COMPORTAMENTAL E PSICOGRÁFICA

As respostas comportamentais e psicográficas da amostra de investidores qualificados também indicaram padrões parecidos com os dos investidores de varejo. A primeira pergunta, que tratava da poupança mensal dos investidores, mostrou bons níveis de poupança entre esses investidores. Para os participantes do público feminino, as maiores frequências de poupança mensal encontradas foram de “10 a 20%” (29%) e “de 30 a 40%” (22%). Para os participantes do público masculino, “de 10 a 20%” houve uma frequência de 28%, seguida por “de 20 a 30%” e “mais de 40%”, ambas com 23%.

Figura 45: Poupança mensal dos investidores qualificados

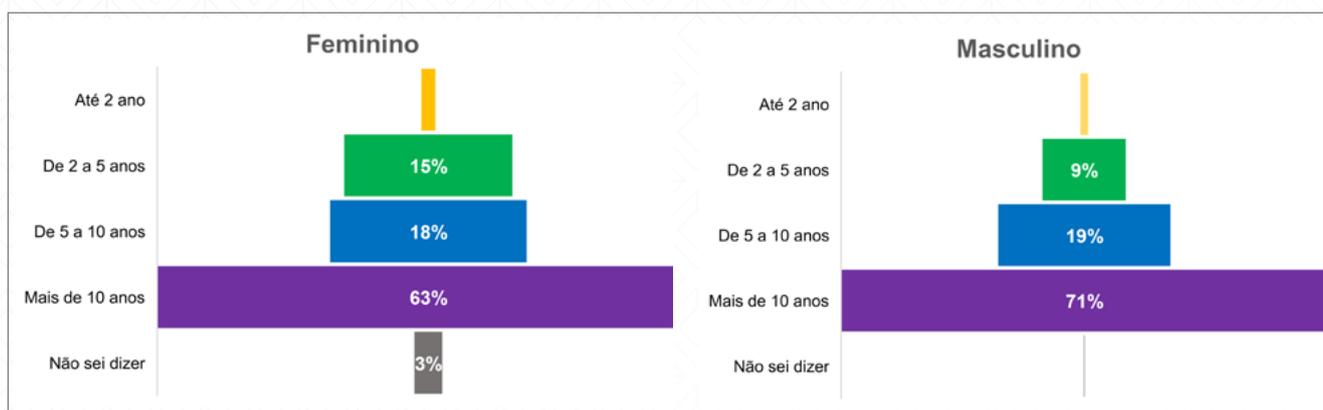


Fonte: CVM



A importância do tempo na acumulação de patrimônio ficou evidente na pergunta sobre o tempo de investimentos na amostra de investidores qualificados: 90% dos participantes do público masculino e 81% dos participantes do público feminino afirmaram investir em produtos financeiros há pelo menos 5 anos. Esse tempo de investimento está correlacionado à distribuição de idade dos investidores qualificados comentado anteriormente, que também mostrou uma frequência maior que a dos investidores de varejo.

**Figura 46: Tempo de investimentos dos investidores qualificados**



Fonte: CVM

As respostas da pergunta sobre as experiências passadas e atuais dos participantes com investimentos financeiros mostrou resultados consistentes e mais equilibrados entre os gêneros para os investidores qualificados do que os investidores de varejo. Os investidores qualificados apresentaram ter ampla experiência com diferentes tipos de valores mobiliários.

Parecido com o resultado visto entre os investidores de varejo, os investidores qualificados do gênero masculino também apresentaram maior experiência com produtos de maior risco que os do gênero feminino, como derivativos, criptomoedas e FIPs. A maior diferença entre as experiências dos investidores qualificados em relação aos investidores de varejo foi vista em títulos de securitização, debêntures e investimentos no exterior.

**Tabela 14: Investimentos atuais ou passados dos investidores qualificados**

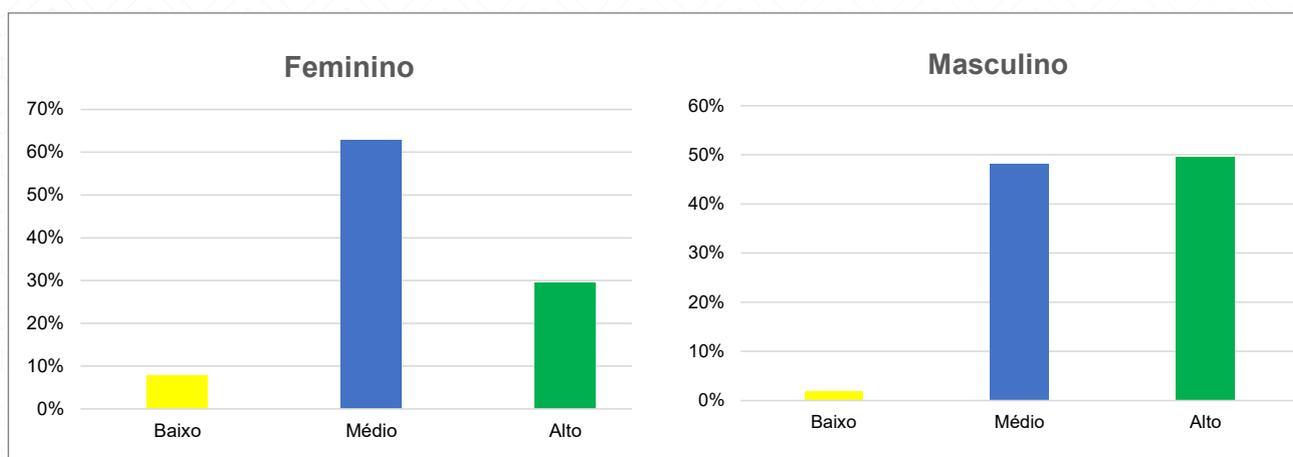
	Feminino	Masculino
Fundos de ações ou multimercados	98%	96%
Fundos DI ou de renda fixa	94%	93%
CDB	88%	87%
Tesouro direto	88%	88%
Ações	88%	98%
Fundos imobiliários	83%	89%
Poupança	60%	74%
Títulos de securitização	59%	57%
Debêntures	58%	58%
Investimentos no exterior	56%	57%
Criptomoedas	33%	42%
Derivativos	26%	46%
Fundos de investimentos em participações	21%	33%
Outros	10%	14%
Crowdfunding	5%	10%

Fonte: CVM



As experiências dos investidores qualificados com produtos financeiros também apareceram nas respostas recebidas sobre conhecimento de investimentos financeiros. Entre os participantes do público masculino, 48% e 50% alegaram ter conhecimento médio e alto de investimentos financeiros, respectivamente. Enquanto isso, 63% dos participantes do público feminino afirmaram ter conhecimento médio, enquanto 29% afirmaram ter conhecimento alto. Os investidores qualificados apresentaram maior conhecimento sobre investimentos financeiros que os investidores de varejo, algo que pode ser explicado pelo mais tempo de investimento e maior valor investido.

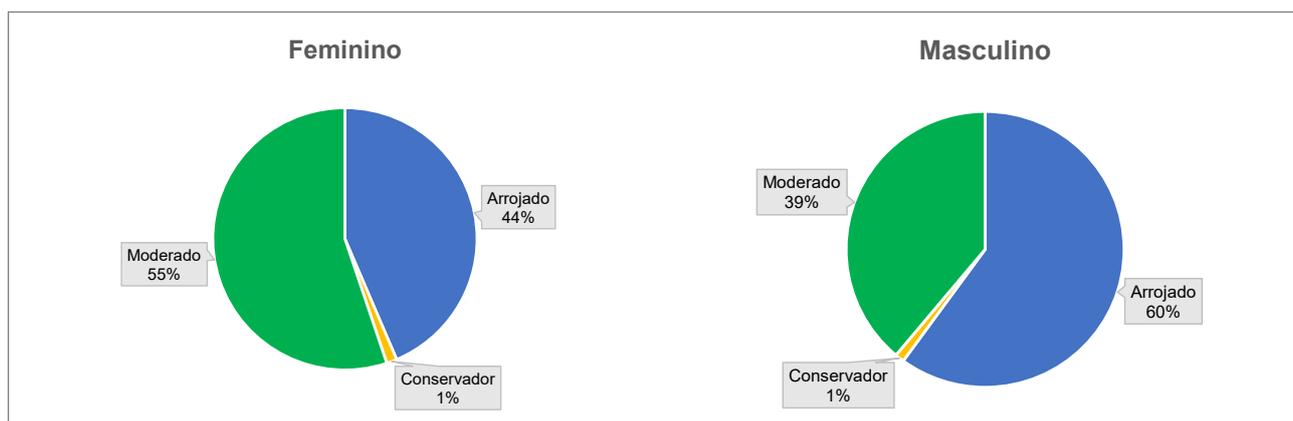
**Figura 47: Conhecimento sobre investimentos financeiros dos investidores qualificados**



Fonte: CVM

As respostas dos investidores qualificados na pergunta sobre o perfil de investidor também apresentaram resultados interessantes. Os participantes do público masculino alegaram ter majoritariamente perfil arrojado (60%) e moderado (39%), percentuais bem parecidos com os dos investidores de varejo. Porém, no caso dos participantes do público feminino, essas investidoras qualificadas mostraram um perfil mais arrojado (12% maior que as investidoras de varejo), enquanto o perfil conservador foi 9% menor que as investidoras de varejo. É interessante observar que, entre os investidores qualificados, apenas 1% alegaram ter perfil conservador.

**Figura 48: Perfil de investidor dos investidores qualificados**

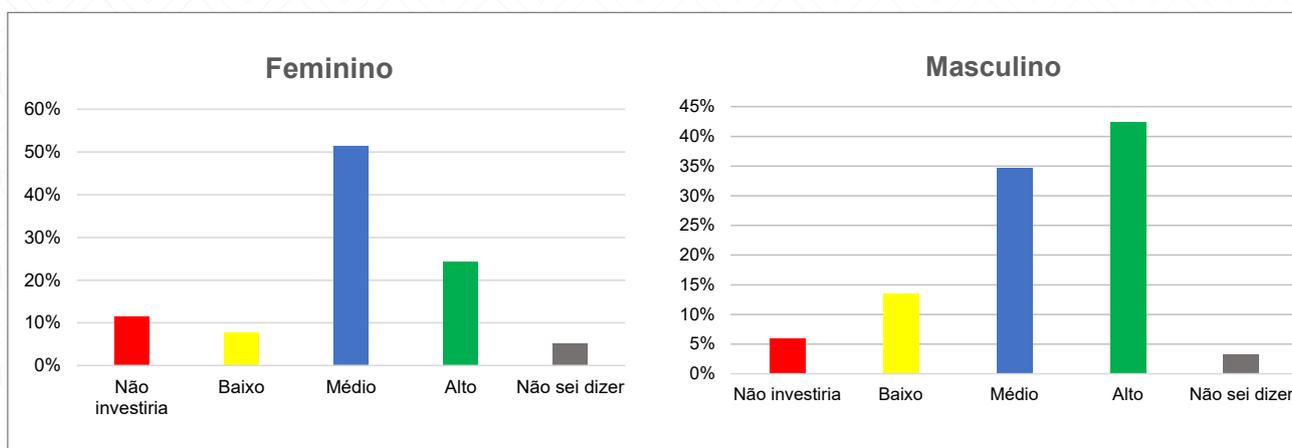


Fonte: CVM



A pergunta sobre o interesse em investir em um novo produto do qual o investidor qualificado tivesse pouco conhecimento mas que oferecesse a possibilidade de receber um bom rendimento apresentou frequência semelhante à dos investidores de varejo entre o público masculino: 42% desses participantes responderam ter alto interesse em investir nesse produto e 35% responderam ter interesse médio. As investidoras qualificadas mostram um pouco mais de prudência em relação às investidoras de varejo: 51% responderam ter interesse médio em investir nesse produto (11% maior que as investidoras de varejo) e 24% responderam ter interesse alto (11% menor que as investidoras de varejo).

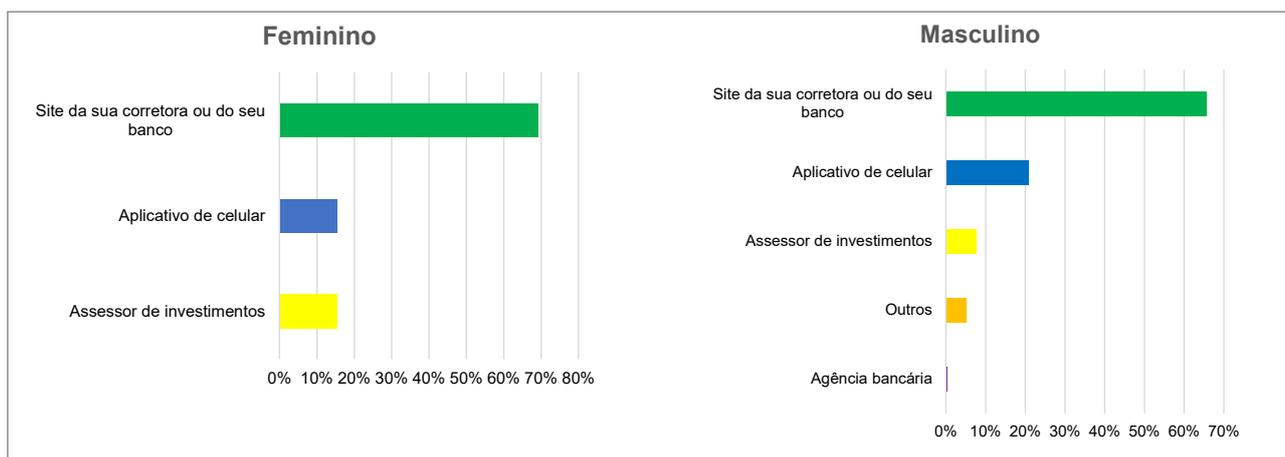
**Figura 49: Interesse em investir em novo produto dos investidores qualificados**



Fonte: CVM

Os resultados dos meios utilizados pelos investidores qualificados para fazerem investimentos financeiros foi bem parecido com os dos investidores de varejo: 87% dos participantes do público masculino e 85% dos participantes do público feminino usavam preferencialmente aplicativo de celular ou site da sua corretora ou do seu banco. Porém, entre o público feminino, 15% utilizam principalmente os assessores de investimentos para fazer aplicações financeiras. Por terem mais recursos para investir, os investidores qualificados costumam receber uma assessoria mais personalizada na sua corretora e no seu banco.

**Figura 50: Principal meio para fazer investimentos financeiros dos investidores qualificados**

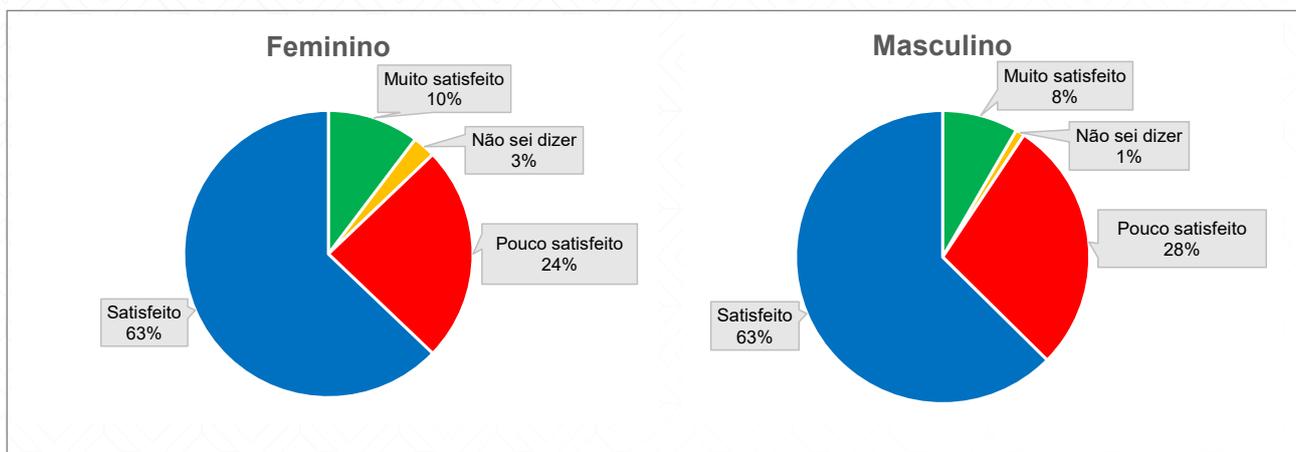


Fonte: CVM



Os resultados da pergunta sobre a satisfação com a disponibilidade de produtos financeiros indicam um maior nível de satisfação entre os investidores qualificados que os investidores de varejo. Entre os participantes do público feminino, 10% estavam muito satisfeitos com os produtos financeiros disponíveis e 63% estavam satisfeitos. Frequências semelhantes foram observadas entre os participantes do público masculino: 8% estavam muito satisfeitos e 63% estavam satisfeitos. Isso pode ser influenciado pela maior oferta de produtos financeiros disponíveis aos investidores qualificados em relação aos investidores de varejo.

**Figura 51: Satisfação com a disponibilidade de produtos financeiros dos investidores qualificados**

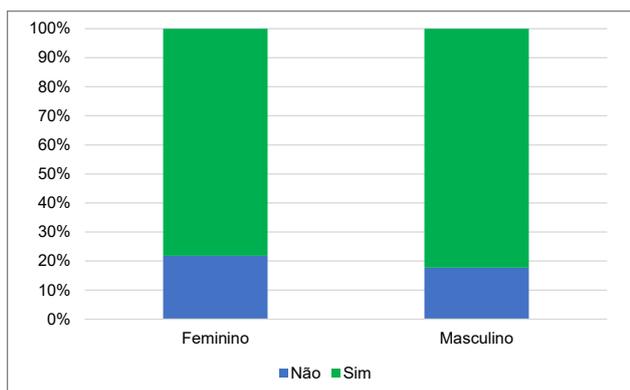


Fonte: CVM

### 5.3.3. SECURITIZAÇÃO

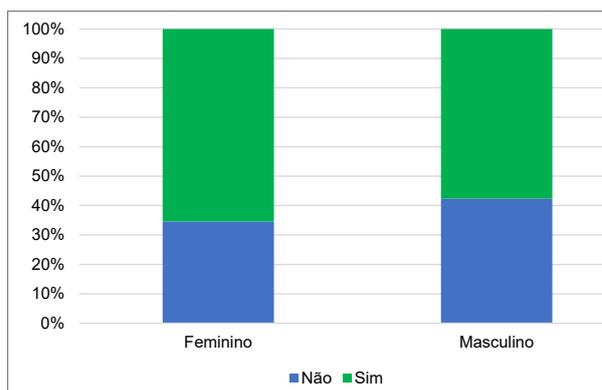
Os investidores qualificados também responderam a perguntas que tratavam do mercado de securitização. O conhecimento desses participantes sobre o mercado de securitização foi um pouco maior que o dos investidores de varejo. Quase 82% dos participantes do público masculino e 78% do público feminino alegaram ter algum conhecimento ou já tinham ouvido falar sobre esse mercado. Em função do maior acesso aos produtos desse mercado, 65% dos participantes do público feminino e 58% do público masculino indicaram que já havia experiência investindo em CRI, CRA ou FIDC.

**Figura 52: Conhecimento sobre securitização dos investidores qualificados**



Fonte: CVM

**Figura 53: Investimentos em CRA, CRI e FIDC dos investidores qualificados**

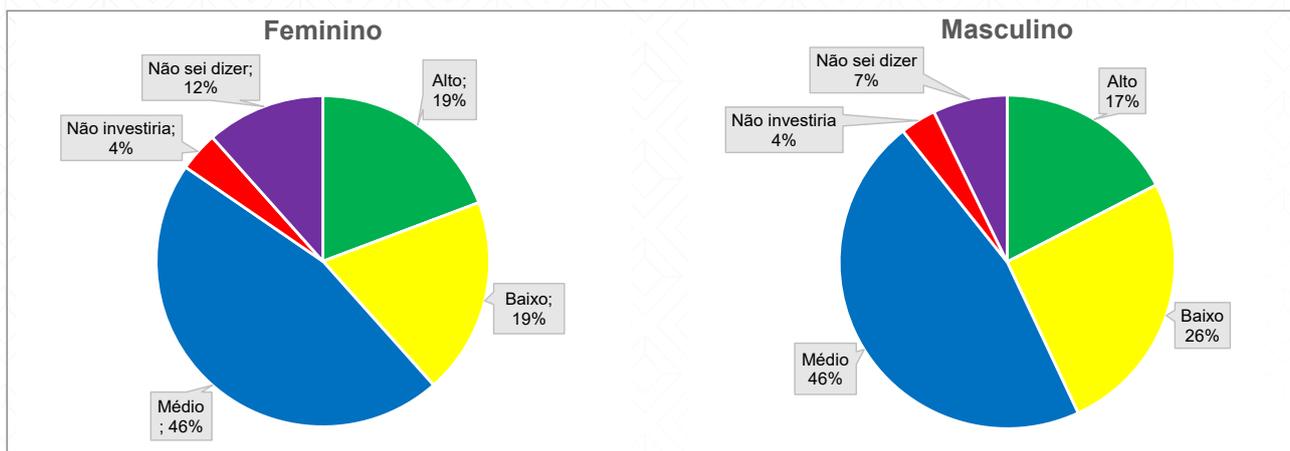


Fonte: CVM



Os investidores qualificados que atualmente não investiam em produtos de securitização também mostraram interesse em investir nesses produtos, embora com interesse um pouco menor que os investidores de varejo. Entre os participantes do público feminino, 19% alegaram ter interesse alto e 46% interesse médio em investir nesses produtos, e, entre os participantes do público masculino, essas frequências estavam em 17% e 46%, respectivamente.

Figura 54: Interesse em investir em produtos de securitização dos investidores qualificados

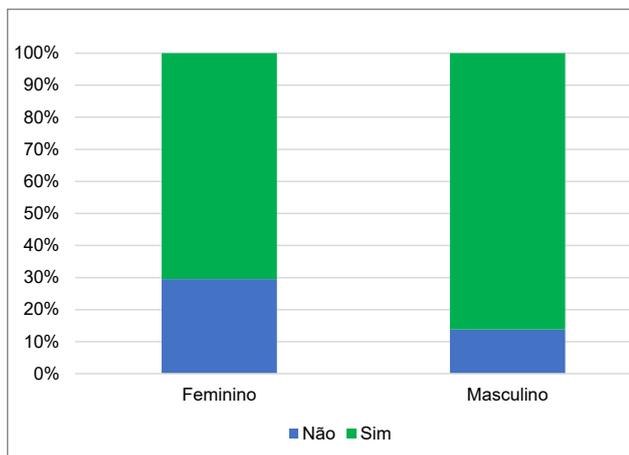


Fonte: CVM

### 5.3.4. PRIVATE EQUITY

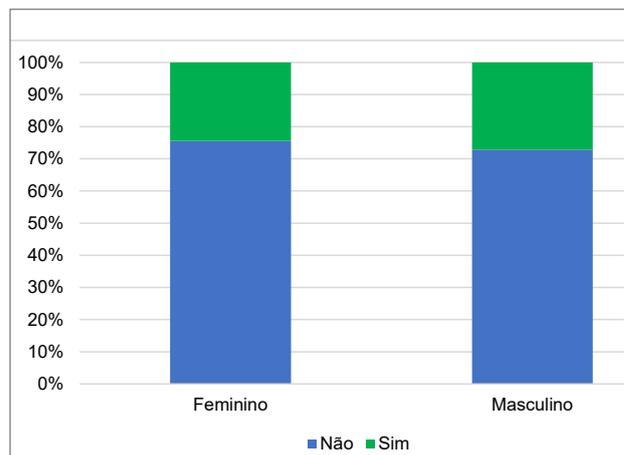
Em seguida, os investidores qualificados responderam a perguntas que tratavam do mercado de *private equity*. Como visto no caso do mercado de securitização, os investidores qualificados também apresentaram ter mais conhecimento do mercado de *private equity* do que os investidores de varejo. Aproximadamente 86% dos participantes do público masculino e 70% do público feminino alegaram ter algum conhecimento ou já tinham ouvido falar sobre esse mercado. Os investidores qualificados também apresentaram maior experiência investindo em FIPs: 27% entre os participantes do público masculino e 24% do público feminino.

Figura 55: Conhecimento sobre private equity dos investidores qualificados



Fonte: CVM

Figura 56: Investimentos em FIP dos investidores qualificados

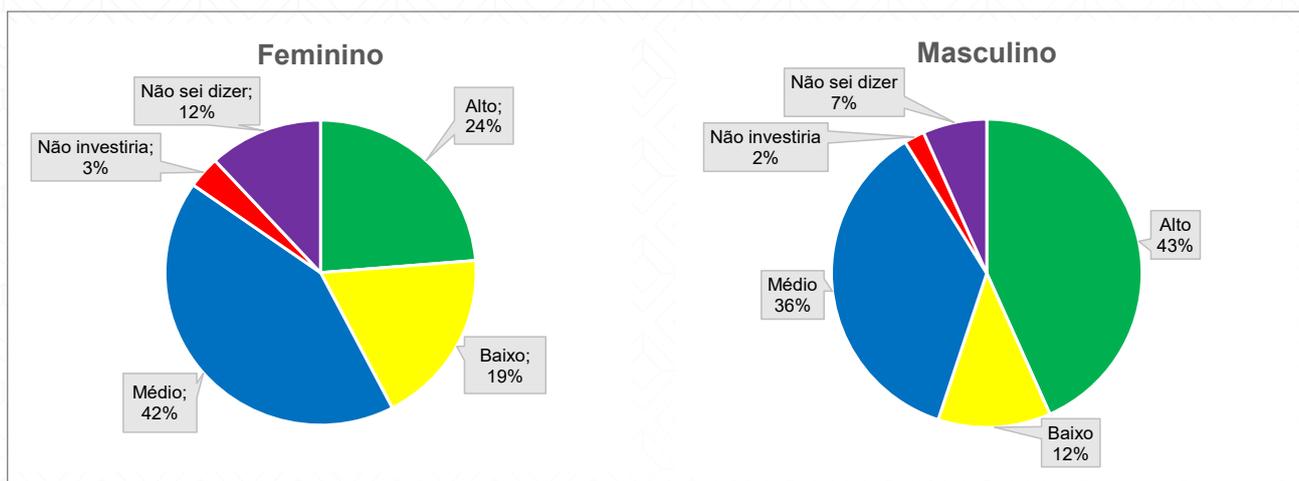


Fonte: CVM



Os investidores qualificados que não investiam atualmente também demonstraram interesse de investir em produtos de *private equity*, só que em frequências menores que os investidores de varejo. Entre os participantes do público feminino, 24% alegaram ter interesse alto e 42% interesse médio em investir em produtos de *private equity*. Entre os participantes do público masculino, os níveis de interesse alto e médio estavam em 43% e 36%, respectivamente.

Figura 57: Interesse em investir em produtos de *private equity* dos investidores qualificados

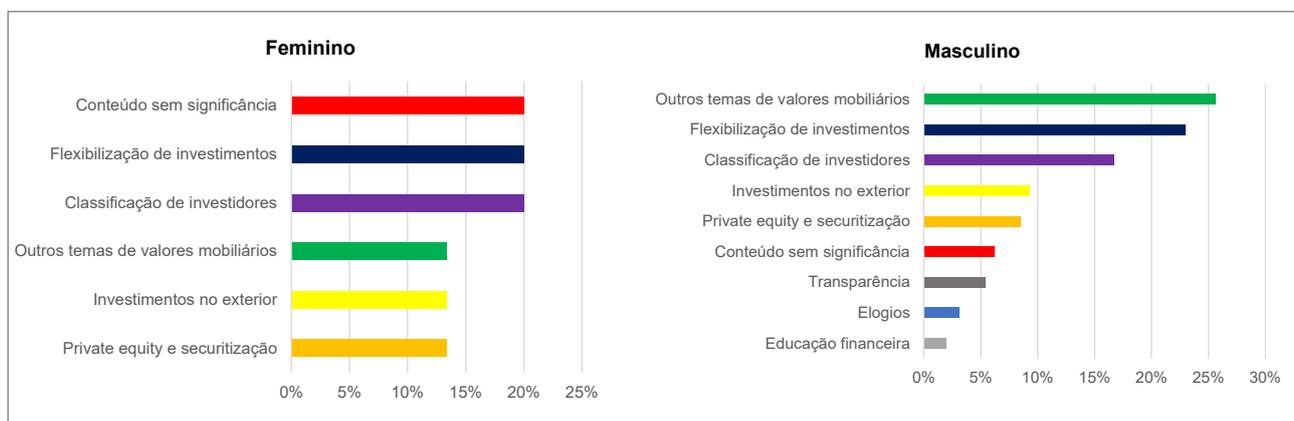


Fonte: CVM

### 5.3.5. COMENTÁRIOS RECEBIDOS

Ao todo foram recebidos 15 comentários dos participantes do gênero feminino e 257 do gênero masculino, representando 25% do total dos investidores qualificados. Os principais temas encontrados nos comentários dos investidores qualificados foram parecidos com os temas abordados pelos investidores de varejo. Além de Diversos temas, que incluíam uma variedade de assuntos, os mais abordados pelos participantes foram Flexibilização de investimentos e Classificação de investidores.

Figura 58: Principal tema dos comentários dos investidores qualificados



Fonte: CVM



## 5.4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa realizada contou com um número significativo de 5000 participantes, gerando vários resultados importantes que valem destacar. De forma geral, ela foi respondida por um público com boa educação financeira e conhecimento sobre investimentos financeiros, fato que legitimou e fortaleceu os resultados. Além disso, a pesquisa atingiu todos os níveis de escolaridade e faixas de renda, apontando o movimento de popularização do mercado de capitais brasileiro.

Apesar do número significativo de respondentes e variedade de perfis observados, foram encontradas algumas concentrações nos perfis dos participantes. A pesquisa foi respondida em grande parte pelo gênero masculino (89% das respostas), que moravam na região Sudeste (65% das respostas) e tinham superior completo (69% das respostas).

Dados da B3 sobre investidores pessoa física apresentam alguns resultados semelhantes aos encontrados nessa pesquisa: 75% são do gênero masculino e 61% moram na região Sudeste. Isso ajuda a entender o motivo dessas concentrações observadas na pesquisa e indica que a amostra dos participantes é uma proxy razoável da população de investidores. É importante destacar que essas concentrações também não impactaram a significância dos resultados obtidos.

A maioria das respostas das perguntas apresentou correlações positivas fracas e bem fracas entre si. As maiores correlações encontradas foram positivas moderadas, sendo que 0,58 foi a maior correlação positiva encontrada entre o valor das aplicações e o tempo de investimento e -0,2 foi a maior correlação negativa observada entre a idade e a poupança mensal do investidor.

Na amostra dessa pesquisa, o investidor qualificado, além de ter maior renda mensal e valor investido, se mostrou ser mais velho e ter mais conhecimento e tempo de investimentos financeiros do que o investidor de varejo. Além disso, os padrões de respostas dos investidores qualificados do público feminino e masculino apresentaram maior semelhança entre si. Os investidores qualificados também apresentaram maior nível de satisfação com a oferta de investimentos financeiros do que os investidores de varejo.

Outro ponto importante a ser destacado está no fato de as respondentes do sexo feminino terem menos contato com ativos mais arriscados, como criptomoedas e derivativos, e se autocalificarem como de perfil arrojado em menor percentual do que os homens.

É importante frisar que grande parte dos participantes apresentaram ter conhecimento dos mercados de securitização e de *private equity*, sendo que uma porcentagem maior de investidores qualificados investia nesses mercados. Os investidores de varejo que atualmente não investiam nesses mercados mostraram interesse significativo de investir futuramente, sobretudo no mercado de *private equity*. A pesquisa ainda recebeu uma quantidade relevante de comentários que geraram insumos relevantes para a análise.



## 5.5. ADENDO: MOVIMENTO FIRE

Apesar de participação de todos os respondentes ter gerado resultados importantes, um grupo de respondentes merece destaque por apresentarem padrões interessantes com o modelo da teoria do ciclo de vida que foi discutido acima. Estamos falando do movimento FIRE (*Financial Independence, Retire Early*), que em tradução livre representa independência financeira, aposentadoria precoce. Esse grupo é composto pela geração dos Millennials, que tem menos de 35 anos e que viveu a transição do mundo analógico para o mundo digital, e que nessa pesquisa poupava pelo menos 40% do salário todo mês. A pesquisa teve 353 participantes que se enquadram nesse perfil, representando 7% da amostra.

O movimento FIRE surgiu no início dos anos 90 nos Estados Unidos baseado do livro “*Your Money or Your Life*”, dos autores Vicki Robin e Joe Dominguez e ganhou força em diferentes partes do mundo nos anos 2000 através de informações compartilhadas em blogs, podcasts e fóruns de discussão online. O objetivo desse movimento é a independência financeira ou a possibilidade de se aposentar cedo, por meio de uma poupança intensa desde cedo que é investida em ativos físicos e financeiros que lhes garantem renda passiva com o passar do tempo. No Brasil, alguns dos blogs que discutem esse movimento incluem <http://www.aposenteaos40.org/p/ficar-rico.html> e <https://movimentofire.com.br/comece-aqui/>.

A ideia de viver uma vida mais frugal que não é baseada em endividamento e grande consumos materiais tem interessado um número crescente de *Millennials* que se preocupam com as incertezas atreladas ao mercado de trabalho e à aposentadoria distante. O movimento é fundamentado pelo estudo de Bengen (1994) que introduziu a Taxa Segura de Retirada (TSR), conhecida como regra dos 4%, que é o cálculo da quantia do patrimônio que um poupador pode gastar todo o ano para que o patrimônio dure por pelo menos 30 anos sem que ele precise voltar a trabalhar<sup>115</sup>.

Entre os respondentes que preencheram os requisitos desse movimento, 93% eram do gênero masculino, 6% do gênero feminino e 1% do gênero “outro”. As principais regiões desses participantes foram bem parecidas com a totalidade da amostra: 70% moravam no Sudeste e 18% no Sul. Em termos de escolaridade, 79% tinham pelo menos ensino superior completo, enquanto 15% ainda estavam concluindo o ensino superior. Além disso, 43% desses participantes tinham renda mensal superior a 10 salários-mínimos, enquanto 18% tinham renda de 2 a 5 salários-mínimos e 16% tinham renda de 5 a 8 salários-mínimos.

É interessante destacar que, embora a maioria desses participantes fossem investidores de varejo, 10% já eram considerados investidores qualificados em função do valor das suas aplicações financeiras, apesar da baixa idade desses participantes. Ou seja, alguns desses participantes já detinham independência financeira. Embora 61% desse grupo começaram a aplicar em produtos financeiros nos últimos 5 anos, foi curioso observar que 15% já investiam há mais de 10 anos.

Os participantes desse grupo se consideravam ter maior conhecimento sobre investimentos financeiros e apetite a risco que a média da amostra: 48% alegaram ter alto conhecimento sobre investimentos

<sup>115</sup> Segundo esse cálculo, basta multiplicar os gastos mensais por 300 para estabelecer o tamanho do patrimônio necessário para aposentadoria antecipada.



financeiros e 62% afirmaram ter perfil de investidor arrojado. Em termos gerais, as experiências com produtos financeiros desses participantes eram bem parecidas com as experiências dos outros participantes da pesquisa, com a exceção da maior experiência observada em investimentos no exterior (+8%), *crowdfunding* (+4%) e criptomoedas (+2%).

Como era de se esperar pela aptidão com o mundo digital, 97% dos participantes desse grupo utilizavam aplicativo de celular ou o site da sua corretora ou do seu banco para fazer suas aplicações financeiras. Por outro lado, os níveis de satisfação desses participantes com a oferta de produtos financeiros eram um pouco menores que os dos outros participantes da pesquisa, enquanto os níveis de interesse em investir em novos produtos foram bem parecidos.

As respostas desses participantes sobre o mercado de securitização também foram bem parecidas com as respostas dos outros participantes da pesquisa. Sobre o mercado de *private equity*, uma maior frequência desses participantes alegou ter conhecimento sobre esse mercado (+6% em relação aos outros participantes) e alto interesse em investir em FIPs (+12% em relação aos outros participantes).



## 6. ANÁLISE DO IMPACTO REGULATÓRIO

As experiências destacadas nos países do benchmark internacional e a pesquisa com investidores geraram insumos relevantes para as propostas de alterações nos requisitos para investimentos em valores mobiliários e na definição de investidor qualificado. Nesse capítulo serão apresentadas essas propostas com uma discussão dos impactos regulatórios esperados, que serão abordados por meio de uma análise de custo e benefício.

### 6.1. PROPOSTAS

#### 6.1.1. PROPOSTAS DE FLEXIBILIZAÇÕES NOS REQUISITOS PARA INVESTIDORES DE VAREJO

Como visto nos capítulos anteriores, diversos argumentos justificam uma maior flexibilização nos requisitos de investimentos em valores mobiliários para os investidores de varejo. Esse trabalho de flexibilização já está sendo feito pela CVM faz algum tempo, atrelados à disseminação da educação financeira e da procura dos investidores por novos tipos de aplicações financeiras. Visto que a economia brasileira se encontra em uma situação inédita com taxas de juros mínimas historicamente, existe uma busca por mais retornos em investimentos financeiros.

Os resultados da pesquisa com investidores indicam a importância dessas flexibilizações, visto que existem arbitragens regulatórias e que o investidor de varejo ainda sofre algumas pequenas restrições de investimentos que limitam maiores possibilidades de diversificação. Foi visto que as necessidades de alterações nos requisitos abrangem três esferas específicas do mercado de valores mobiliários, e essas esferas serão abordadas separadamente.

A primeira proposta abrange a necessidade de mais oportunidades de investimentos no mercado de securitização. Os resultados da pesquisa indicam que muitos investidores de varejo já possuem conhecimento sobre esse mercado, e não investem mais nele por causa das restrições regulatórias e pela falta de mais produtos disponíveis. Atualmente, os investidores de varejo conseguem investir nesse mercado principalmente por meio de CRAs, regulamentado pela Instrução CVM nº 600, de 1 de agosto de 2018.

O mercado de securitização também conta com outros tipos de valores mobiliários que no momento apresentam restrições aos investidores de varejo. FIDCs representam o maior segmento desse mercado em valor e em número de produtos, mas atualmente esses fundos não podem receber aplicações de investidores de varejo<sup>116</sup>. Em 01 de dezembro de 2020, a CVM lançou a Audiência Pública SDM 08/20,

<sup>116</sup> Segundo a Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, FIDCs são somente disponíveis a investidores qualificados e profissionais.



com propostas de flexibilização de FIDCs para investidores não qualificados, e há uma previsão que em breve FIDCs estarão acessíveis ao varejo<sup>117</sup>.

Além de CRAs e FIDCs, CRIs também são considerados valores mobiliários de securitização. Embora a Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004 permita que investidores de varejo possam investir em CRIs, existem restrições nesse normativo que na prática dificultam o acesso dos investidores de varejo. Essas restrições não se encontram na regulamentação dos CRAs, e por isso sugere-se uma atualização da regulamentação dos CRIs para que sejam mais acessíveis ao investidor de varejo, como é o caso dos CRAs.

A segunda proposta abrange a possibilidade de também permitir aos investidores de varejo investimentos no mercado de *private equity*. As respostas da pesquisa indicaram que a grande maioria dos investidores de varejo também tinham algum conhecimento sobre esse mercado, mas que não investiam por causa de restrições regulatórias e indisponibilidade de produtos. Deve-se destacar que o interesse dos investidores de varejo em investir nesse mercado, por meio de FIPs, foi maior que o interesse em investir em produtos de securitização.

Em 13 de julho de 2017, foi lançada a Instrução CVM nº 588, que permitiu o acesso dos investidores não qualificados às empresas de pequeno porte por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo (*crowdfunding*). Investimentos em FIPs, segundo a Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016, ainda são exclusivos aos investidores qualificados e profissionais. Uma flexibilização dessa regulação para permitir investimentos em FIPs para investidores de varejo poderia criar benefícios relevantes, como serão destacados abaixo.

A flexibilização do mercado de *private equity* é um tema que também foi encontrado em países do *benchmark* desse estudo. Existe um interesse crescente entre os reguladores em estimular a captação dessas empresas em fase inicial e de pequeno porte que têm grande importância para a economia. No Estados Unidos, os fundos de investimentos destinados a investidores de varejo podem investir até 15% do seu patrimônio em empresas privadas. Na Europa, o investidor de varejo pode investir nesse mercado por via de ELTIFs, limitado até 10% do seu valor investido<sup>118</sup>. Essas experiências internacionais podem servir de base para a elaboração de uma futura flexibilização de FIPs.

FIPs podem apresentar maiores complexidades e riscos que CRIs, e por isso sugerimos que sejam estabelecidas algumas exigências adicionais de requisitos na possibilidade de permitir que investidores de varejo invistam em FIPs. Dentre esses requisitos, destacam-se a necessidade de entrada no mercado por meio de oferta pública registrada, listagem obrigatória em mercado secundário e, eventualmente, um regime informacional mais adequado, que poderia ser focado inclusive no gestor do produto, dado que, devida às características desse produto, o regime informacional é mais superficial. A inclusão de limites de investimentos em valor monetário, como já ocorre para os investimentos em *crowdfunding*

<sup>117</sup> [http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2020/sdm0820.html](http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html)

<sup>118</sup> Por ser um investimento de longo prazo, o regulador europeu introduziu um alerta na divulgação do fundo indicando que o investimento é de longo prazo e pode não ser adequado a investidores de varejo.



é uma alternativa que, no mínimo, eliminaria a atual arbitragem regulatória. Como medida adicional de proteção, e seguindo a experiência interacional com os ELTIFs, é plausível incluir um informativo adicional na divulgação do FIP reforçando ao investidor que é um investimento de longo prazo e que pode não ser adequado a investidores de varejo.

Nossa sugestão de flexibilização aos investidores de vareja abarcam todos os tipos de FIPs, mas na prática alguns tipos podem sofrer maiores dificuldades em serem oferecidos a esses investidores. Por exemplo, o FIP – Capital Semente, que investe em empresas de pequeno porte, pode enfrentar dificuldades na divulgação de informações da empresa investida. Essa questão da suficiência do regime informacional também pode impactar outros tipos de FIPs. Por causa da isenção de imposto de renda para investidores pessoas físicas, FIP Infraestrutura (FIP-IE) e Produção Econômica intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I) podem ter mais interesse dos pequenos investidores.

Outro tema importante nos comentários dos investidores da pesquisa foi a necessidade de maior flexibilização nos requisitos para investimentos no exterior. Segundo a Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, o investidor de varejo só pode investir em fundos que investem no máximo 20% do seu patrimônio líquido no exterior, mas esse normativo já está sendo revisto pela CVM com a divulgação da Audiência Pública SDM 08/20, que revisa esse percentual para 100%. Em 11 de agosto de 2020, com o lançamento da Resolução CVM nº 3, a CVM já tinha flexibilizado aplicações de investidores de varejo em empresas estrangeiras por via de *Brazilian Depositary Receipts* (BDRs).

### 6.1.2. PROPOSTAS DE FLEXIBILIZAÇÕES NOS CRITÉRIOS DE INVESTIDOR QUALIFICADO

Além das propostas de flexibilizações nos requisitos de investimentos para os investidores de varejo, buscamos refletir também sobre a definição de investidor qualificado em nossa regulação. Como discutido no capítulo 3, patrimônio investido é o critério de qualificação mais utilizado em outras jurisdições, e o valor necessário para ser considerado um investidor qualificado no Brasil é comparativamente maior que o de outras jurisdições, quando avaliado em termos de salários mínimos.

A nossa proposta abarca duas questões: o atual limite e a forma de aferição. Entendemos que há espaço para reduzir o valor do patrimônio exigido para ser considerado um investidor qualificado. Nesse sentido, propomos uma mudança de limite de R\$ 1 milhão (equivalente a 957 salários-mínimos) para o equivalente de 600 salários-mínimos (R\$ 627 mil). Isso tornaria o patrimônio necessário para qualificação mais alinhado à experiência internacional e o manteria minimamente atualizado ao longo do tempo.

Tendo por base a própria Teoria do Ciclo da Vida, e partindo do pressuposto que contemplar o fluxo financeiro do investidor entre os critérios de qualificação é algo salutar e necessário para atual realidade econômica do país, trazemos uma recomendação baseada na experiência de alguns países analisados, especialmente a Austrália, Estados Unidos e Reino Unido. Tais países contam com um critério complementar



ao limite patrimonial investido, baseado na renda anual do investidor. Como discutido no capítulo 3, a renda anual necessária para a qualificação do investidor nesses países varia de 10% a 40% do limite patrimonial para qualificação do investidor, sendo que os Estados Unidos apresentavam o valor mediano, com 20%. No Brasil, uma renda anual equivalente a uma remuneração mensal de 15 salários-mínimos implicaria em uma aproximação desses 20%, levando em consideração o atual critério para qualificação do investidor.

A utilização do fluxo financeiro medido pela renda mensal para qualificar o investidor apresenta a vantagem de facilitar que um maior número de jovens com pouco tempo de acumulação de patrimônio possa se tornar investidores qualificados, já que esses investidores geralmente apresentam maior tolerância ao risco em função do seu maior horizonte de tempo para investimento para fins de aposentadoria, por exemplo.

Nas respostas da pesquisa com os investidores, foi visto que 65% dos que ganhavam mais de 10 salários-mínimos não eram investidores qualificados pelo critério de patrimônio, mas mesmo assim apresentavam ter um conhecimento razoável sobre investimentos financeiros, que justificaria a sua classificação como investidores qualificados. Além disso, é importante observar que a renda mensal já é utilizada pelos bancos comerciais para segmentar os clientes e oferecer produtos mais diferenciados aos clientes com maior renda.

Uma terceira medida, mas que não foi amplamente explorada por este estudo, é a possibilidade de se reavaliar os cursos e as provas de certificação que atestam as aptidões técnicas do investidor para fins de qualificação. Entendemos que o ideal seria avaliar o investidor pelo seu conhecimento, independentemente de sua renda, contudo temos plena consciência de que essa questão não é tão simples, especialmente porque uma avaliação mal feita certamente fornecerá um diagnóstico impreciso sobre a real capacidade técnica do investidor, e por esse motivo a maioria das jurisdições acabam optando pelo critério financeiro por enxergar uma correlação positiva entre conhecimento e patrimônio acumulado. Como um exercício de reflexão, vale destacar as experiências da Austrália e Reino Unido, onde empresas certificadoras ajudam os reguladores locais a atestar a qualificação dos investidores.

## 6.2. IMPACTOS DAS PROPOSTAS

### 6.2.1. IMPACTO DAS PROPOSTAS DE FLEXIBILIZAÇÕES NOS REQUISITOS PARA INVESTIDORES DE VAREJO

As propostas apresentadas podem gerar impactos relevantes, e serão abordados abaixo. Segundo o artigo 15º da Portaria CVM/PTE/nº 190, de 6 de novembro de 2019, a análise do impacto regulatório deverá ser realizada com base em metodologia de análise de custo-benefício<sup>119</sup>. A metodologia de análise de custo-benefício permite avaliar e comparar os benefícios de uma proposta regulatória em relação aos seus custos de implantação, sendo usada amplamente em diversos países. Primeiro serão apresentados os benefícios mais relevantes das propostas, para em seguida destacar os custos.

<sup>119</sup> [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/Portaria\\_190\\_2019\\_normatizacao\\_CVM.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/Portaria_190_2019_normatizacao_CVM.pdf)



As propostas acima sugerem flexibilização nos requisitos de investimentos em valores mobiliários no mercado de securitização e de *private equity*. O maior benefício dessas propostas é a possibilidade dos investidores de varejo alcançarem melhores oportunidades de diversificação e rendimentos investindo em diferentes setores da economia brasileira.

Essa flexibilização alcançaria um número crescente de brasileiros que já investem ou que vão começar a investir em valores mobiliários nos próximos anos. Atualmente existem mais de 3 milhões de pessoas físicas cadastradas na B3, e o espaço para crescimento nos próximos anos não é desprezível, considerando que mais de 150 milhões de brasileiros investem na poupança, segundo dados do Banco Central de 2018<sup>120</sup>. Em função do maior horizonte de tempo e a possibilidade de ganhos com juros compostos, os investidores mais jovens podem ser considerados os grandes beneficiários dessas propostas, impactando na acumulação de patrimônio ao longo do ciclo de suas vidas.

Investimentos no mercado de securitização via CRAs, CRIs e FIDCs oferecem ao investidor outras alternativas de risco-retorno dentro do universo de produtos de renda fixa. Por outro lado, investimentos no mercado de *private equity* podem oferecer aos investidores bons retornos no longo prazo. Investimentos internacionais oferecem a possibilidade de obter maiores retornos em países com maiores taxas de crescimento econômico, ampliando a diversificação geográfica que atualmente já é inteiramente possível com a ampliação dos serviços digitais, algo que foi destacado por alguns investidores em nossa pesquisa e que é do conhecimento do mercado.

Além dos benefícios aos investidores, as propostas também trazem benefícios para as empresas que buscam financiamento no mercado de capitais, ao possibilitar a ampliação de recursos disponíveis à captação, especialmente o mercado de securitização ainda incipiente no Brasil. Em comparação com o tamanho das dívidas das empresas brasileiras, o mercado de securitização pode ser considerado pequeno, com amplo espaço para crescer. Segundo fala recente do presidente do Banco Central, Roberto Campos Neto, a securitização será a chave para o crescimento do mercado imobiliário brasileiro<sup>121</sup>.

As propostas também beneficiarão startups e empresas emergentes que procuram financiamento no mercado de *private equity* por meio de FIPs. Tais fundos também financiam projetos de infraestrutura e de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação nas áreas de energia, transporte, água e saneamento básico, irrigação e outras áreas prioritárias para o Poder Executivo Federal<sup>122</sup>. Além do mais, existem FIPs que investem em outras empresas no mercado doméstico e internacional. Por isso, o crescimento do mercado de *private equity* facilitado pela flexibilização de investimentos em tais instrumentos, pode impactar positivamente vários setores da economia.

Além dos benefícios citados acima, as propostas também podem implicar em possíveis custos e riscos. Em relação aos investidores de varejo, aplicações em novos tipos de valores mobiliários podem gerar

<sup>120</sup> [https://www.bcb.gov.br/content/cidadaniafinanceira/documentos\\_cidadania/RIF/Relatorio%20Cidadania%20Financeira\\_BCB\\_16jan\\_2019.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/cidadaniafinanceira/documentos_cidadania/RIF/Relatorio%20Cidadania%20Financeira_BCB_16jan_2019.pdf)

<sup>121</sup> <https://economia.uol.com.br/noticias/estadao-conteudo/2020/08/11/campos-neto-securitizacao-e-chave-para-crescimento-de-mercado-imobiliario.htm>

<sup>122</sup> [http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/fundos-de-investimento-em-participacoes-fip.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/fundos-de-investimento-em-participacoes-fip.htm)



perdas, especialmente no caso de FIPs que são investimentos de longo prazo e possuem menor liquidez que outros tipos de valores mobiliários. A pesquisa com investidores indicou que muitos participantes já tinham conhecimento sobre os mercados de securitização e de *private equity*, mas esses mercados ainda podem ser desconhecidos para uma parte da população de investidores. Possíveis perdas desses investidores, além do prejuízo patrimonial, podem ampliar o número de reclamações recebidas pela CVM e, no limite, afetar a imagem dessa indústria.

Em linhas gerais, entendemos que a flexibilização dos requisitos de investimentos deve demandar maiores esforços da CVM quanto à disponibilização de informação e educação financeira para os novos investidores. Ao mesmo tempo, o crescimento no número de fundos devido à expansão dos mercados de securitização e de *private equity* exigirá mais esforços de supervisão.

Embora seja considerado menor que os outros custos destacados acima, a proposta de flexibilização também implica custos de implementação por via de alteração de normativos na CVM e de possíveis controles de limites nos intermediários financeiros.

## 6.2.2. IMPACTO DAS PROPOSTAS DE FLEXIBILIZAÇÕES NOS CRITÉRIOS DE INVESTIDOR QUALIFICADO

As propostas de flexibilizações nos critérios de investidor qualificado também implicarão em benefícios e riscos. O grande aumento de novos investidores na B3 tem gerado uma maior concentração dos investidores de varejo, e o maior benefício da flexibilização dos critérios de investidor qualificado seria um maior número de investidores qualificados e maior equilíbrio entre os diferentes tipos de investidores. Outro benefício seria que mais investidores teriam acesso a mais tipos de valores mobiliários, assim aumentando as oportunidades de diversificação.

Com a proposta de flexibilização do critério de investidor qualificado para incluir investidores com renda mensal de pelo menos 15 salários-mínimos, uma parte significativa da classe B seria incluída nesse grupo. Segundo a Pesquisa de Orçamentos Familiares do IBGE de 2017-2018, aproximadamente 7% da população brasileira tem renda maior que 10 salários-mínimos.<sup>123</sup>

Por outro lado, os principais custos e riscos dos novos critérios de investidor qualificado são semelhantes aos das propostas de flexibilizações nos requisitos para investidores de varejo. Uma possível ampliação de perdas, demandas maiores por educação financeira e esforços de supervisão, assim como controles adicionais pelos intermediários financeiros.

<sup>123</sup> <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv101670.pdf>, p.58.



### 6.2.3. RESUMO DOS IMPACTOS DAS PROPOSTAS

As propostas de flexibilizações apresentadas acima trarão benefícios que ajudarão a desenvolver o mercado de capitais brasileiro nos próximos anos. Como visto por Goldsmith (1969) e reforçado por outros estudos posteriores, o desenvolvimento do mercado de capitais de um país impacta o seu crescimento econômico, especialmente no longo prazo. Tanto a securitização de ativos como investimentos em startups e projetos de infraestrutura, energia, transporte, água e saneamento básico devem impactar o crescimento e o desenvolvimento de novas empresas e projetos brasileiros nos próximos anos. Abaixo segue um resumo dos principais possíveis impactos das propostas de flexibilizações.

**Tabela 15: Resumo dos benefícios e custos/riscos das propostas de flexibilização**

Participante	Benefícios	Custos/Riscos
Investidores	Maior oferta de produtos pode incentivar educação financeira, estimulando os hábitos dos brasileiros de poupar e acumular patrimônio.	Possíveis perdas para investidores menos preparados com os novos tipos de valores mobiliários. Essas perdas podem gerar visões negativas sobre o mercado de capitais.
	Maiores possibilidades de diversificação e retorno, gerando acúmulo de patrimônio que pode garantir uma aposentadoria mais tranquila.	
	Maior número de investidores qualificados.	
Regulador	Maiores fontes de receita em taxas de fiscalização e multas.	Mais trabalho de implementação das propostas e fiscalização dos novos valores mobiliários emitidos.
	A CVM ajuda a manter os investimentos dos brasileiros dentro do seu mercado de fiscalização, evitando maiores aplicações no exterior.	Mais trabalho de educar os investidores sobre os novos tipos de investimentos. Possíveis reclamações de investidores que tiverem perdas nos novos investimentos.
	Maior satisfação dos investidores com a atuação da CVM (segundo a pesquisa realizada).	
Intermediários	Aumento na oferta de produtos gera maiores fontes de receita e satisfação dos clientes.	Despesas com implementação e com possíveis controles de limites.
	Aumento no número de investidores traz grande potencial de crescimento no setor.	Mais competição entre os intermediários pode gerar perda de market share e margens.
	Maior competitividade em relação a intermediários financeiros no exterior.	
Emissores	Melhores oportunidades de captação de recursos em diferentes setores (ex: startups, empresas emergentes e projetos de infraestrutura, energia, transporte, água e saneamento básico).	Mais trabalho de captação de financiamento e divulgação de informações.
	Melhor capacidade de financiamento estimula os investimentos e o crescimento das empresas, gerando mais empregos e impostos para o governo.	

Fonte: ASA



## 7. CONCLUSÃO

Conforme apresentado na introdução, os principais objetivos deste estudo foram investigar os requisitos para investimentos em valores mobiliários para o varejo e conhecer melhor os atributos e preferências desses investidores. Nos últimos anos vimos um grande aumento no número de investidores que começaram a investir em valores mobiliários. Essa migração de recursos para os mercados de valores mobiliários tem grande probabilidade de continuar nos próximos anos, influenciado pelos juros historicamente baixos, novos meios digitais de investimentos, pela ampliação da oferta de produtos e pelo crescimento da educação financeira no país, entre outros fatores.

Investidores estão hoje mais ativos na busca por novos investimentos, movidos pela disseminação da oferta de produtos para investir e da necessidade crescente de acumular patrimônio. O modelo de ciclo de vida de consumo e poupança destaca a importância da poupança na acumulação de patrimônio e a utilidade de ativos financeiros como meio de transferir consumo de períodos de baixo valor para os períodos de maior valor para o indivíduo. Além do mais, o modelo destaca a importância de uma visão de longo prazo em investimentos financeiros.

Esse estudo foi feito em cenário único na economia brasileira, com taxas de juros nas mínimas históricas e com a COVID-19 impactando a vida dos brasileiros. Para analisar os requisitos regulatórios perante esse cenário, foi feita uma comparação internacional com os principais normativos da Austrália, Estados Unidos, Reino Unido e União Europeia. Esses países possuem mercados de capitais mais desenvolvidos e com maior população de investidores. Em todos esses países, foi vista uma preocupação crescente entre os reguladores em tornar os mercados de capitais ainda mais acessíveis aos pequenos investidores.

Alguns normativos dos países estudados apresentaram soluções interessantes que podem ser adaptadas ao mercado brasileiro. Por exemplo, na União Europeia os reguladores permitem que o investidor de varejo possa investir no mercado de *private equity* via fundos, mas com limites em função do patrimônio e com advertências em relação à adequação desses investimentos. No Reino Unido, investidores de varejo conseguem investir mais diretamente no mercado de títulos corporativos comprando títulos com tickets mais acessíveis de empresas de menor porte e frações de títulos de grandes empresas.

Como visto no capítulo 4, o mercado de capitais brasileiro é um dos maiores do mundo, mas apresenta concentrações de investimentos. O varejo tradicional ainda concentra grande parte de seus investimentos na caderneta de poupança, aplicação que não é valor mobiliário. No mercado de valores mobiliários, há uma preferência por fundos regulados pela Instrução CVM nº 555, enquanto fundos alternativos vêm ganhando espaço nos últimos anos.

Bricker et al (2019) apresentaram resultados interessantes sobre os portfólios dos domicílios norte-americanos entre 1989 e 2016, destacando como ativos imobiliários e financeiros impulsionaram a evolução do patrimônio das famílias norte-americanas, sendo que hoje elas tendem a investir mais em



ativos financeiros do que em ativos imobiliários. As experiências do mercado norte-americano podem fornecer indicações do desenvolvimento do mercado brasileiro nos próximos anos.

Para conhecer melhor os perfis e preferências dos investidores brasileiros, realizamos uma pesquisa qualitativa que resultou em uma extensa participação de investidores com grande conhecimento sobre investimentos. Os resultados da pesquisa mostraram que o investidor qualificado, além de ter maior renda mensal e valor investido que o investidor de varejo, também é mais velho e tem mais conhecimento e tempo de investimentos financeiros. Por outro lado, os investidores de varejo poupavam mais e estavam mais interessados em aplicar em novos tipos de investimentos.

Os resultados da pesquisa também indicaram a necessidade de maior flexibilização nos requisitos de investimentos para os investidores de varejo e no critério de investidor qualificado, conclusão que também foi feita com base nas experiências internacionais nos países estudados e pelas teorias financeiras apresentadas. Essa flexibilização já tem sido feita pela CVM ao longo dos últimos anos, mas há espaço nos mercados de securitização e de *private equity*, em especial, assim como na própria definição de investidor qualificado, que como observamos, na média, é mais restritiva do que em outros países.

A pesquisa realizada contou com a participação de investidores de todas as regiões do Brasil, também atingindo todos os níveis de escolaridade e faixas de renda. Mesmo assim, foram detectadas algumas concentrações que refletem a demografia dos investidores e destacam a necessidade de maiores atuações de educação financeira focadas no público feminino, no público jovem e para pessoas com menores níveis de escolaridade. A Austrália vem apresentando resultados interessantes com o aumento de investidores do público feminino e jovem, e as medidas adotadas lá podem servir de inspiração para futuras ações no Brasil.

O número crescente de investidores aplicando em valores mobiliários nos próximos anos e as flexibilizações propostas vão ajudar a desenvolver o mercado de capitais no Brasil, facilitando as captações de diferentes tipos de empresas e de projetos. Além de possibilitar a busca por maiores retornos pelos investidores, o desenvolvimento do mercado de capitais também tem grande importância para o crescimento econômico do país no longo prazo. Estudos empíricos de outros países demonstram como os mercados de capitais ajudam a reduzir os efeitos dos custos de informação e transações, tendo um impacto positivo sobre as taxas de poupanças, decisões de investimentos, inovações tecnológicas e taxas de crescimento econômico.

Esse estudo ajudou a conhecer melhor o perfil dos investidores brasileiros, mas ainda existe a necessidade de maior acompanhamento desses investidores ao longo dos próximos anos, para ajudar a tornar o mercado de capitais mais desenvolvido e eficiente. Sobretudo existe a necessidade de conhecer melhor os diferentes perfis desses investidores, e como os seus estágios no ciclo de vida influenciarão suas decisões financeiras e como essas decisões impactarão o mercado de capitais nos próximos anos.



## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGARWAL, S., DRISCOLL, J., GABAIX, X., LAIBSON, D. **The Age of Reason: Financial Decisions over the Life Cycle and Implications for Regulation.** Brookings Papers on Economic Activity, v.2, p 51-117, 2009.
- AIYAGARI, R. **Uninsured Idiosyncratic Risk and Aggregate Saving.** Quarterly Journal of Economics, 109 (3), p. 659-84, 1994.
- ARRONDEL, L., BARTILORO, L., FESSLER, P., et al. **How do Households Allocate their Assets? Stylized Facts from the Eurosystem Household Finance and Consumption Survey.** International Journal of Central Banking, June, p. 129-220. 2016.
- BADARINZA, C., CAMPBELL, J., RAMADORAI, T., **International Comparative Household Finance.** Annual Review of Economics, September, p. 1-40, 2016.
- BENGEN, W., **Determining Withdrawal Rates Using Historical Data.** Journal of Financial Planning, October, p. 171-180. 1994.
- BODIE, Z. MERTON, R, SAMUELSON, W. **Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Life Cycle Model.** NBER Working Paper No. 3954, p. 1-36, 1992.
- BODIE, Z. **Life-Cycle Finance in Theory and in Practice.** Boston University School of Management Working Paper #2002-02, p. 1-15, 2002.
- BODIE, Z., TREUSSARD, J., WILLEN, P. **The Theory of Life Cycle Saving and Investing.** Federal Reserve Bank of Boston, Public Policy Discussion Papers No. 07-3, p.1-26, 2007.
- BONALDI, E. **O Pequeno Investidor na Bolsa Brasileira: Ascensão e Queda de um Agente Econômico.** Revista Brasileira de Ciências Sociais, v. 33 n. 97, p. 1-20, 2018.
- BRAGANÇA, G. e SILVEIRA, M. **Determinantes da Alocação de Portfólio dos Investidores Brasileiros – uma Análise Empírica com Dados de Fundos de Investimentos.** Ipea, Texto para Discussão, n. 1608, 2011.
- BRICKER, J., MOORE, K., THOMPSON, J. **Trends in Household Portfolio Composition.** Federal Reserve Bank of Boston, n. 19-9, p. 1-51, 2019.
- CAMPBELL, J.Y., 2006. **Household Finance.** The Journal of Finance, v. 61, i. 4, p. 1553–1604.
- COCCO, J., GOMES, F., MAENHOUT, P. **Consumption and Portfolio Choice over the Life Cycle.** Working Paper, INSEAD, p. 1-45, 2001.
- COCCO, J. **Portfolio Choice in the Presence of Housing.** London Business School Working Paper. p. 1-65, 2004.
- DECCAX, R. **Proposição de uma Nova API (Análise de Perfil do Investidor) para Verificação de “Suitability” por Exigência Regulatória e para Fins Comerciais.** Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto Coppead de Administração, p. 1-123, 2020



FAGERENG, A., GUIISO, L., PISTAFERRI, L. **Back to Background Risk?** Discussion Papers, No. 834, Statistics Norway Research department, 2016.

GOLDSMITH, W., **Financial Structure and Development**. New Haven, CT: Yale University Press, 1969.

KAHNEMAN, D., TVERSKY, A., **Subject Probability: A Judgment of Representativeness**. *Cognitive Psychology*, v. 3, n.3, p. 430-454, 1972.

LEVINE, R., **Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda**. *Journal of Economic Literature*, v. 35, n. 2. p. 688-726. 1997

LEVINE, R., **Finance and Growth: Theory and Evidence**. National Bureau of Economic Research, Working Paper n. 10766, p. 1-118, 2004.

LUNA, B. **Financial Literacy under International and Brazilian Perspective – An Analysis of Brazilian Family Budget and its Impact on the National Strategy for Financial Education- ENEF**. Columbia University, p. 1-80, 2017.

MARKOWITZ, H., **Portfolio Selection**. *Journal of Finance*, v. 7, p. 77-91, 1952.

MEHRA, R., PRESCOTT, E. **The Equity Premium Puzzle**. *Journal of Monetary Economics*, v. 15, p. 145-161, 1985.

MIAN, A., KAMALESH, R., SUFI, A. **Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump**. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 28 i. 4, p. 1687–1726, 2013.

MODIGLIANI, F., BRUMBERG, R., **Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data**. *Post Keynesian Economics*, p. 388-436, 1954.

MODIGLIANI, F. **Tests of the Life Cycle Hypothesis of Savings: Comments and Suggestions**. *Oxford University Institute of Economics & Statistics*, v. 19, i. 2, p. 99-124, 1957.

McCARTHY, D. **Household Portfolio Allocation: a Review of the Literature**. International Forum organized by the ESRI, Cabinet Office, Government of Japan, 2004.

MERTON, R. C. **Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty: the Continuous Time Case**. *Review of Economics and Statistics*, v. 51, n. 3, p. 247-257, 1969.

MERTON, R. **Optimum Consumption and Portfolio Rules in a Continuous Time Model**. *Journal of Economic Theory*, v. 3, p. 373-413, 1971.

RAMPINI, A., VISWANATHAN, S. **Household Risk Management**, National Bureau of Economic Research Working Paper No. 22293, p. 1-55, 2017.

ROSENZWEIG, M., & WOLPIN, K. **Credit Market Constraints, Consumption Smoothing, and the Accumulation of Durable Production Assets in Low-Income Countries: Investments in Bullocks in India**. *Journal of Political Economy*, 101(2), 223–244, 1993.



SAMUELSON, P. **General Proof that Diversification Pays**. Journal of Financial and Quantitative Analysis, v. 2, p. 1-13, 1967.

SAMUELSON, P. **Lifetime Portfolio Selection by Dynamic Stochastic Programming**. Review of Economics and Statistics, v. 51, n. 3, p. 239-246, 1969.

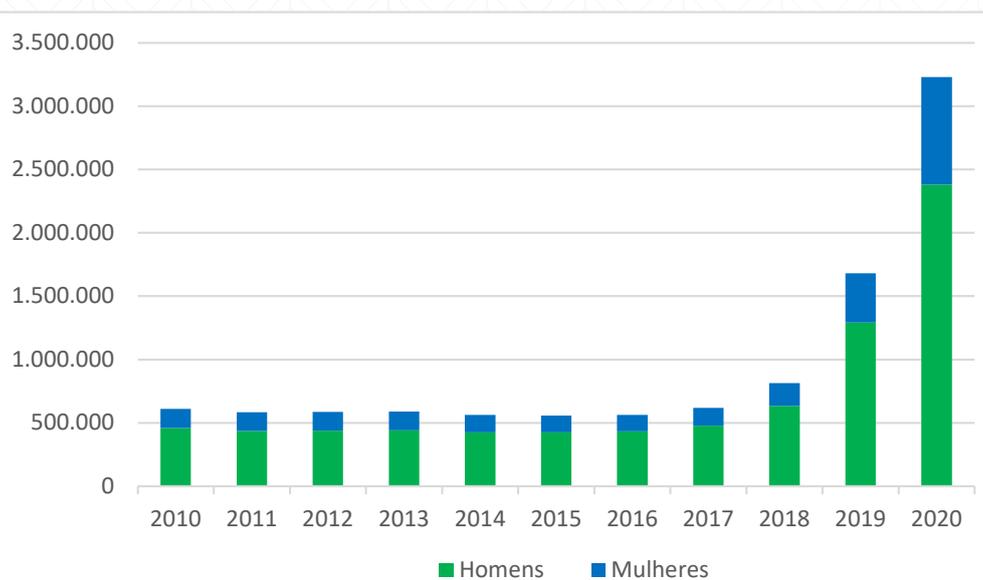
TOBIN, J. **Liquidity Preferences as Behavior towards Risk**. Review of Economic Studies, v. 25, n. 2, p. 65-86, 1958.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**. The Massachusetts Institute of Technology Press, 2002.



## ANEXO I – VALORES MOBILIÁRIOS

Figura A1: Número de investidores pessoas físicas na B3, em 31/12/2020



Fonte: B3

Tabela A1: Evolução do volume financeiro por segmento de dez/2014 a dez/2020

	Varejo tradicional	Varejo alta renda	Private	Total
dez-14	775.345	502.063	645.065	1.922.472
dez-15	825.638	586.213	712.480	2.124.331
dez-16	853.085	693.964	831.594	2.378.642
dez-17	915.950	778.255	968.802	2.663.007
dez-18	958.703	872.590	1.080.826	2.912.119
dez-19	968.288	987.868	1.306.861	3.263.018
dez-20	1.164.380	1.054.049	1.482.641	3.701.070
<b>Crescimento</b>	<b>50,2%</b>	<b>109,9%</b>	<b>129,8%</b>	<b>92,5%</b>

Fonte: ANBIMA



**Tabela A2: Volume financeiro, em R\$ milhões, por tipo de valor mobiliário, em 31/12/2020**

	Varejo tradicional	Varejo alta renda	Private
Fundos	156.580	441.456	712.674
Fundos de Renda Fixa	121.494	236.184	87.050
Fundos Multimercados	16.329	129.775	467.107
Fundos de Ações <sup>1</sup>	9.604	37.573	125.188
Fundo de Investimento em Participações (FIP)	3	14	12.590
Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)	5	40	3.760
Fundo de Investimento Imobiliário (FII)	4.951	31.660	16.049
Outros Fundos <sup>2</sup>	4.195	6.210	930
Renda Fixa	175.880	348.656	296.909
Títulos públicos	9.471	34.187	26.503
CDB/RDB	115.321	187.453	63.845
Letras Financeiras (LF)	537	1.874	9.514
Operações Compromissadas	799	5.170	1.113
Debêntures	741	10.742	33.610
Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI)	220	2.948	11.454
Letra de Crédito Imobiliário (LCI)	35.513	45.624	29.215
Letras Hipotecárias (LH)	-	11	133
Letra Imobiliária Garantida (LIG)	15	709	19.086
Letra de Crédito Agrícola (LCA)	12.429	49.258	76.630
Certificado de Recebíveis Agrícola (CRA)	469	9.363	25.585
Letra de Arrendamento Mercantil (LAM)	-	129	196
Letra de Câmbio (LC)	365	1.189	26
Renda Variável e Híbrido	21.695	120.481	311.986
Ações	19.693	107.537	308.264
Clubes de Investimento	-	-	-
Certificado de Operações Estruturadas (COE)	2.002	12.944	3.723
Poupança	810.075	142.392	2.682
Outros <sup>3</sup>	149	1.065	158.388
<b>Total</b>	<b>1.164.380</b>	<b>1.054.049</b>	<b>1.482.641</b>

<sup>1</sup> Informações desconsideram os fundos 157 (regulados pelo Decreto Lei 157/67 e legislação posterior).

<sup>2</sup> Inclui FMP, ETF e fundos cambiais.

<sup>3</sup> Inclui previdência privada, box, e outros investimentos.

Fonte: ANBIMA



**Tabela A3: Comparação internacional de taxas de participação**

	Alemanha	Austrália	Canadá	Eslováquia	Eslovênia	Espanha	Estados Unidos	Finlândia	França	Grécia	Holanda	Itália	Reino Unido
<b>Ativos financeiros</b>	99.3%	99.5%	96.7%	91.7%	93.9%	98.3%	94.0%	100.0%	99.6%	74.5%	97.8%	92.0%	99.0%
<b>Depósitos</b>	99.0%	97.4%	93.6%	91.2%	93.6%	98.1%	92.6%	100.0%	99.6%	73.4%	94.2%	91.8%	97.4%
<b>Fundos previdenciários e seguros de vida</b>	46.5%	82.6%	70.5%	15.0%	18.3%	23.6%	57.6%	23.7%	37.5%	3.8%	49.8%	18.0%	76.1%
<b>Ações detidas diretamente</b>	10.6%	34.5%	10.0%	0.8%	10.0%	10.4%	15.1%	22.2%	14.7%	2.7%	10.4%	4.6%	17.5%
<b>Fundos de investimentos</b>	16.9%	3.3%	11.6%	2.7%	12.0%	5.6%	8.7%	27.4%	10.7%	1.2%	17.7%	6.3%	5.4%
<b>Total de participações diretas e indiretas de ações</b>	23.7%	ND	ND	6.8%	20.4%	25.1%	49.8%	33.9%	23.0%	4.7%	19.3%	11.5%	ND
<b>Títulos</b>	5.2%	1.7%	7.4%	1.0%	0.7%	1.4%	13.2%	0.8%	1.7%	0.5%	6.0%	14.6%	28.2%
<b>Outros</b>	22.0%	16.3%	20.1%	10.2%	6.5%	6.8%	13.4%	ND	10.2%	3.9%	10.7%	4.2%	31.9%
<b>Ativos não financeiros</b>	80.2%	94.6%	100.0%	96.0%	96.2%	95.3%	91.3%	84.3%	100.0%	92.2%	89.8%	97.7%	100.0%
<b>Veículos, objetos de valor e outros ativos</b>	73.2%	91.3%	100.0%	68.5%	80.4%	79.9%	87.5%	67.9%	100.0%	73.5%	82.6%	95.1%	100.0%
<b>Residência principal</b>	44.2%	67.4%	62.5%	89.9%	81.8%	82.7%	67.2%	67.8%	55.3%	72.4%	57.1%	68.7%	68.0%
<b>Outros imóveis</b>	17.8%	20.5%	18.4%	15.3%	23.2%	36.2%	14.4%	29.8%	24.7%	37.9%	6.1%	24.9%	10.9%
<b>Empresas privadas</b>	9.4%	12.2%	17.1%	10.8%	11.6%	15.0%	12.1%	13.8%	10.7%	9.8%	4.8%	18.4%	ND

Fonte: Badariza et al (2016)



**Tabela A4: Comparação internacional da alocação dos ativos dos domicílios**

	Alemanha	Austrália	Canadá	Eslováquia	Eslovênia	Espanha	Estados Unidos	Finlândia	França	Grécia	Holanda	Itália	Reino Unido
Média dos ativos domiciliares (\$ mil)	307.7	742.8	623.9	114.9	213.3	486.0	635.0	273.4	357.7	220.6	348.2	397.4	651.8
Mediana dos ativos domiciliares (\$ mil)	94.0	477.8	358.4	89.3	146.9	315.5	189.9	183.3	208.2	152.1	300.7	260.3	408.3
Ativos financeiros	47.9%	36.5%	37.7%	12.4%	10.0%	13.6%	30.2%	29.7%	30.8%	12.5%	41.7%	16.1%	33.9%
Depósitos	30.0%	9.7%	9.9%	10.4%	7.0%	10.5%	11.6%	24.2%	22.0%	11.5%	21.3%	11.9%	5.9%
Fundos previdenciários e seguros de vida	10.5%	23.2%	24.1%	1.2%	1.1%	1.4%	13.3%	1.5%	6.1%	0.4%	16.8%	1.5%	25.1%
Ações detidas diretamente	0.9%	2.8%	1.0%	0.0%	0.4%	0.5%	1.3%	1.9%	1.0%	0.2%	0.6%	0.2%	0.6%
Fundos de investimentos	2.4%	0.4%	1.3%	0.2%	0.6%	0.4%	1.3%	1.9%	0.7%	0.1%	1.6%	0.6%	0.3%
Títulos	0.6%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.5%	0.0%	0.1%	0.1%	0.6%	1.6%	1.1%
Outros	3.5%	0.2%	1.2%	0.6%	0.9%	0.7%	2.1%	ND	1.0%	0.3%	0.8%	0.3%	0.8%
Ativos não financeiros	52.1%	63.5%	62.3%	87.6%	90.0%	86.4%	69.8%	70.3%	69.2%	87.5%	58.3%	83.9%	66.1%
Veículos, objetos de valor e outros ativos	13.4%	10.5%	22.6%	8.4%	11.6%	8.6%	22.5%	11.2%	18.5%	13.5%	11.1%	19.1%	28.7%
Residência principal	29.9%	42.5%	31.9%	73.6%	67.7%	61.2%	40.6%	46.5%	38.9%	54.7%	43.3%	53.2%	34.6%
Outros imóveis	6.7%	7.9%	5.2%	3.8%	7.8%	13.3%	3.2%	11.6%	9.1%	16.0%	2.2%	8.2%	2.8%
Empresas privadas	2.0%	2.5%	2.6%	1.7%	2.8%	3.2%	3.5%	1.0%	2.7%	3.1%	1.7%	3.4%	ND

Fonte: Badariza et al (2016)



**Tabela A5: Comparações da estrutura de alocação de ativos domiciliares entre países**

País	Ano	Tamanho da amostra	Ativos imobiliários / Ativos totais	Ativos financeiros / Ativos totais	Ativos comerciais / ativos totais	Outros ativos / Ativos totais
Alemanha	2014	4461	61,7%	21,8%	12,4%	4,2%
Austrália	2014	9538	58,0%	34,3%	4,3%	3,4%
Áustria	2014	2997	64,4%	13,6%	17,8%	4,1%
Bélgica	2014	2238	66,2%	22,8%	8,1%	2,9%
China	2017	40011	73,5%	11,3%	6,7%	8,4%
Chipre	2014	1289	67,9%	8,5%	21,2%	2,4%
Eslováquia	2014	2135	80,3%	7,8%	6,0%	5,9%
Eslovênia	2014	2553	67,8%	6,5%	21,6%	4,2%
Espanha	2011	6106	74,0%	12,4%	10,3%	3,2%
Estados Unidos	2016	6248	34,6%	42,6%	19,6%	3,3%
Estônia	2013	2220	67,5%	9,2%	18,7%	4,7%
Finlândia	2013	11030	74,3%	16,1%	5,4%	4,2%
França	2014	12035	61,6%	18,0%	12,8%	7,5%
Grécia	2014	3003	82,2%	6,6%	6,7%	4,6%
Holanda	2013	1284	69,6%	24,9%	1,2%	4,3%
Hungria	2014	6207	69,5%	16,7%	9,8%	4,0%
Irlanda	2013	5419	77,9%	12,5%	5,4%	4,3%
Itália	2014	8156	77,6%	11,2%	7,1%	4,1%
Letônia	2014	1202	73,4%	7,2%	15,1%	4,3%
Luxemburgo	2014	1601	77,5%	13,9%	5,4%	3,2%
Malta	2013	999	62,6%	13,3%	20,5%	3,6%
Polônia	2013	3455	76,7%	4,6%	15,4%	3,4%
Portugal	2013	6207	70,1%	11,6%	13,9%	4,4%

Fonte: Lu et al (2019)



**Tabela A6: Porcentagem das famílias norte-americanas que possuem ativos, de 1989 a 2019**

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019
<b>Qualquer ativos</b>	94,7	95,8	96,4	96,8	96,7	97,9	97,7	97,4	97,9	99,4	99,6
<b>Ativos financeiros</b>	88,9	90,3	91,2	93,1	93,4	93,8	93,9	94,0	94,5	98,5	98,7
<b>Conta corrente</b>	85,5	86,9	87,4	90,6	91,4	91,3	92,1	92,5	93,2	98,0	98,2
<b>Certificados de depósito</b>	19,9	16,7	14,3	15,3	15,7	12,7	16,1	12,2	7,8	6,5	7,7
<b>Fundos</b>	7,2	10,4	12,3	16,5	17,7	15,0	11,4	8,7	8,2	10,0	9,0
<b>Ações</b>	16,8	17,0	15,2	19,2	21,3	20,7	17,9	15,1	13,8	13,9	15,2
<b>Títulos</b>	5,7	4,3	3,1	3,0	3,0	1,8	1,6	1,6	1,4	1,2	1,1
<b>Conta de aposentadoria</b>	37,1	40,1	45,3	48,9	52,8	49,9	53,0	50,4	49,2	52,1	50,5
<b>Outros ativos financeiros</b>	55,0	51,2	50,0	45,1	43,7	41,5	38,5	33,1	30,7	30,9	30,2
<b>Participações acionárias diretas ou indiretas</b>	31,8	36,9	40,5	48,9	53,0	50,3	53,2	49,9	48,8	51,9	53,2
<b>Ativos não financeiros</b>	89,3	90,8	90,9	89,9	90,7	92,5	92,0	91,3	91,0	90,8	91,4
<b>Primeira habitação</b>	63,9	63,9	64,7	66,2	67,7	69,1	68,6	67,3	65,2	63,7	64,9
<b>Outras habitações</b>	13,1	12,7	11,8	12,8	11,3	12,5	13,8	14,3	13,2	13,8	13,1
<b>Outros ativos não financeiros</b>	84,5	86,4	85,0	83,6	85,5	87,0	87,7	87,2	86,8	85,8	86,0
<b>Dívidas</b>	72,3	73,2	74,5	74,1	75,1	76,4	77,0	74,9	74,5	77,1	76,6
<b>Hipoteca</b>	39,5	39,1	41,0	43,1	44,6	47,9	48,7	47,0	42,9	41,9	42,1
<b>Hipoteca (outras habitações)</b>	5,1	5,7	4,7	5,0	4,6	4,0	5,5	5,3	5,2	5,6	4,7
<b>Dívidas no cartão de crédito</b>	39,7	43,7	47,3	44,1	44,4	46,2	46,1	39,4	38,1	43,9	45,4
<b>Outras dívidas</b>	52,5	50,2	50,3	48,5	48,5	49,8	49,8	49,2	50,0	52,4	53,9

Fonte: Federal Reserve Board's Survey of Consumer Finances (SCF)



## ANEXO II – PESQUISA COM INVESTIDORES

### FORMULÁRIO UTILIZADO:

#### INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, observamos um aumento no número de brasileiros investindo em produtos financeiros, facilitado pelas novas plataformas de investimentos, a ampliação na oferta de produtos, e fortemente influenciado pelo atual cenário de juros, em níveis historicamente baixos. Nesse sentido, a CVM priorizou para 2020 a realização de um estudo de análise de impacto regulatório (AIR) sobre os requisitos gerais para investimento em valores mobiliários, um tipo de produto financeiro. A pesquisa abaixo, conduzida pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA) da CVM, subsidiará o referido estudo, e busca entender o perfil geral do investidor respondente e o seu conhecimento em relação a dois produtos financeiros especificamente, (i) os investimentos em produtos de **securitização** e (ii) os de **Private Equity e Venture Capital**, ambos explicados abaixo. Atualmente, tais produtos são restritos principalmente aos investidores qualificados (que possuem investimentos em valor superior a R\$ 1 milhão).

As respostas ao questionário abaixo serão mantidas em sigilo e serão usadas exclusivamente como subsídio ao referido estudo. O preenchimento dessas perguntas dura em média de 3 a 5 minutos.

Agradecemos a sua participação!

Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos

#### PERGUNTAS:

##### 1. Qual é o seu gênero?

- a) Feminino
- b) Masculino
- c) Outro

##### 2. Você mora em qual região do país?

- a) Norte
- b) Nordeste
- c) Centro-Oeste
- d) Sudeste
- e) Sul
- f) Resido fora do Brasil

**3. Qual é a sua faixa etária?**

- a) 25 ou menos
- b) 26 a 35 anos
- c) 36 a 45 anos
- d) 46 a 55 anos
- e) 56 ou mais

**4. Qual é o seu nível de escolaridade?**

- a) Ensino fundamental (1º grau) incompleto
- b) Ensino fundamental (1º grau) completo
- c) Ensino médio (2º grau) incompleto
- d) Ensino médio (2º grau) completo
- e) Superior incompleto
- f) Superior completo
- g) Mestrado
- h) Doutorado

**5. Qual é a sua renda mensal, aproximadamente?**

- a) Até 2 salários-mínimos (Até R\$ 2.090)
- b) De 2 a 5 salários-mínimos (de R\$ 2.090 a R\$5.225)
- c) De 5 a 8 salários-mínimos (de R\$ 5.225 a R\$ 8.360)
- d) De 8 a 10 salários-mínimos (de R\$ 8.360 a R\$ 10.450)
- e) Mais de 10 salários-mínimos (Mais de R\$ 10.450)

**6. Qual é o percentual da sua renda que você poupa em média cada mês, aproximadamente?**

- a) Não tenho o hábito de poupar
- b) Menos de 10%
- c) De 10% a 20%
- d) De 20% a 30%
- e) De 30% a 40%
- f) Mais de 40%

**7. Qual é o valor, aproximadamente, que você tem atualmente em aplicações financeiras?**

- a) Até R\$ 50 Mil
- b) De R\$ 50 Mil a R\$ 100 Mil
- c) De R\$ 100 Mil a R\$ 500 Mil
- d) De R\$500 Mil a R\$ 1 Milhão
- e) De R\$ 1 Milhão a R\$ 10 Milhões
- f) Mais de R\$ 10 Milhões

**8. Faz quanto tempo que você investe em produtos financeiros?**

- a) Não sei dizer
- b) Até 2 ano
- c) De 2 a 5 anos
- d) De 5 a 10 anos
- e) Mais de 10 anos

**9. Quando você faz alguma aplicação financeira, qual dos seguintes meios você costuma usar?**

- a) Agência bancária
- b) Aplicativo de celular
- c) Assessor de investimentos
- d) Site da sua corretora ou do seu banco
- e) Outros

**10. Selecione abaixo os investimentos que você tem ou já teve.**

- Poupança
- CDB
- Tesouro direto (LFT, LTN, NTN-B, NTN-B Principal, NTN-C, NTN-F)
- Fundos DI ou de renda fixa
- Fundos de ações ou multimercados
- Fundos imobiliários
- Crowdfunding* (investimentos por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo)
- Ações
- Debêntures
- Títulos de securitização (CRA, CRI, FIDC)
- Fundos de investimentos em participações
- Derivativos
- Criptomoedas (Bitcoin, Ethereum, XRP, entre outros)
- Investimentos diversos no exterior
- Outros

**11. Como você considera o seu perfil de investidor?**

- a) Não sei dizer
- b) Conservador (busco a preservação do investimento, com baixa tolerância a perdas)
- c) Moderado (tolero um pouco mais de risco, a fim de conseguir uma rentabilidade maior)
- d) Arrojado (assumo maiores riscos, a fim de conseguir a maior rentabilidade possível)

**12. Como você avalia o seu conhecimento sobre investimentos financeiros?**

- a) Não sei dizer
- b) Baixo
- c) Médio
- d) Alto

**13. Como você avalia o seu nível de satisfação com a oferta de investimentos a qual você atualmente tem acesso?**

- a) Não sei dizer
- b) Pouco satisfeito
- c) Satisfeito
- d) Muito satisfeito

**14. Se você for apresentado um novo produto financeiro o qual você tenha pouco conhecimento, mas que lhe oferecesse a possibilidade de receber um bom rendimento, qual seria o seu nível de interesse em investir nesse produto?**

- a) Não sei dizer
- b) Não investiria
- c) Baixo
- d) Médio
- e) Alto

**15. As questões seguintes tratam do mercado de securitização. De forma simplificada, securitização é o processo pelo qual certos tipos de ativos, especialmente os relacionados às operações de crédito tradicionais (ex. empréstimos, financiamentos em geral, etc), são agrupados para que possam ser emitidos por meio de instrumentos de investimento que rendem juros. No Brasil os principais produtos de securitização são os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRAs) e Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), e são restritos principalmente aos investidores qualificados.**

**Você tem algum conhecimento ou já tinha ouvido falar sobre o mercado de securitização ou sobre esse tipo de investimento?**

- a) Não
- b) Sim

**Você atualmente investe ou já investiu em CRIs, CRAs ou FIDCs?**

- a) Não (pula para a seguinte)
- b) Sim



**Se você atualmente não investe em CRIs, CRAs ou FIDCs, mas tivesse a oportunidade, qual seria o seu nível de interesse em investir nesses produtos?**

- a) Não sei dizer
- b) Não investiria
- c) Baixo
- d) Médio
- e) Alto

**16. As questões seguintes tratam do mercado de *Private Equity* e *Venture Capital*. De forma simplificada, *Private Equity* e *Venture Capital* é um tipo de investimento que envolve a participação em empresas privadas com potencial de crescimento a médio e longo prazos. Sendo que o mercado de *Private Equity* está relacionado aos investimentos em empresas mais maduras, mas não inteiramente consolidadas, e o *Venture Capital* em empresas no seu estágio inicial de atividades (ex. start-ups). Assim, tais investimentos, geralmente, ajudarão as empresas em sua fase de reestruturação, consolidação ou expansão de seus negócios com o objetivo de obter ganhos de capital a médio e longo prazos. No Brasil esse tipo de investimento se dá através dos Fundos de Investimentos em Participações (FIPs), e são restritos aos investidores qualificados.**

**Você tem algum conhecimento ou já tinha ouvido falar sobre o mercado de *Private Equity* e *Venture Capital*, ou sobre esse tipo de investimento?**

- a) Não
- b) Sim

**Você atualmente investe ou já investiu em FIPs?**

- a) Não (pula para a seguinte)
- b) Sim

**Se você atualmente não investe em FIPs, mas tivesse a oportunidade, qual seria o seu nível de interesse em investir nesses produtos?**

- a) Não sei dizer
- b) Não investiria
- c) Baixo
- d) Médio
- e) Alto

**17. Caso tenha alguma consideração adicional relativa à oferta de produtos financeiros atualmente disponíveis a você no mercado de capitais brasileiro, utilize o campo abaixo para compartilhar conosco.**

Resposta aberta



## PERFIL DO RESPONDENTE

Caso sinta-se confortável, solicitamos o preenchimento das informações pessoais abaixo. Elas são importantes para que possamos entrar em contato a fim de esclarecer eventuais dúvidas relativas às respostas. Reiteramos que garantimos a manutenção do sigilo e privacidade dos participantes.

Nome completo do respondente: Telefone (com DDD) para contato: Endereço de e-mail:

**Tabela A7: Correlações das respostas**

	IDADE	EDUCAÇÃO	RENDA	POUPANÇA	PATRIMÔNIO	TEMPO DE INVESTIMENTOS	CONHECIMENTO	PERFIL	SATISFAÇÃO
IDADE	1,00	0,11	0,31	- 0,20	0,43	0,39	- 0,07	- 0,05	0,11
EDUCAÇÃO	0,11	1,00	0,33	0,01	0,22	0,21	0,15	0,04	0,02
RENDA	0,31	0,33	1,00	0,09	0,56	0,37	0,23	0,10	0,07
POUPANÇA	- 0,20	0,01	0,09	1,00	0,20	0,06	0,16	0,12	0,05
PATRIMÔNIO	0,43	0,22	0,56	0,20	1,00	0,58	0,29	0,15	0,16
TEMPO DE INVESTIMENTOS	0,39	0,21	0,37	0,06	0,58	1,00	0,36	0,14	0,11
CONHECIMENTO	- 0,07	0,15	0,23	0,16	0,29	0,36	1,00	0,34	0,09
PERFIL	- 0,05	0,04	0,10	0,12	0,15	0,14	0,34	1,00	0,05
SATISFAÇÃO	0,11	0,02	0,07	0,05	0,16	0,11	0,09	0,05	1,00
NOVO_PRODUTO	0,05	0,01	0,06	0,01	0,04	0,04	0,04	0,15	- 0,02
CONHECIMENTO SECURITIZAÇÃO	- 0,03	0,10	0,13	0,06	0,15	0,19	0,31	0,16	- 0,02
INVESTIMENTO SECURITIZAÇÃO	0,14	0,11	0,17	0,08	0,34	0,24	0,20	0,08	0,09
INTERESSE SECURITIZAÇÃO	- 0,02	0,02	0,05	0,01	0,00	0,07	0,12	0,14	- 0,13
CONHECIMENTO PRIVATE EQUITY	- 0,09	0,14	0,15	0,08	0,15	0,18	0,34	0,18	- 0,03
INVESTIMENTO PRIVATE EQUITY	0,08	0,07	0,12	0,07	0,27	0,17	0,15	0,07	0,08
INTERESSE_PRIVATE EQUITY	- 0,11	0,07	0,09	0,08	0,05	0,08	0,25	0,24	- 0,11

	NOVO PRODUTO	CONHECIMENTO SECURITIZAÇÃO	INVESTIMENTO SECURITIZAÇÃO	INTERESSE SECURITIZAÇÃO	CONHECIMENTO PRIVATE EQUITY	INVESTIMENTO PRIVATE EQUITY	INTERESSE PRIVATE EQUITY
IDADE	0,05	- 0,03	0,14	- 0,02	- 0,09	0,08	- 0,11
EDUCAÇÃO	0,01	0,10	0,11	0,02	0,14	0,07	0,07
RENDA	0,06	0,13	0,17	0,05	0,15	0,12	0,09
POUPANÇA	0,01	0,06	0,08	0,01	0,08	0,07	0,08
PATRIMÔNIO	0,04	0,15	0,34	0,00	0,15	0,27	0,05
TEMPO DE INVESTIMENTOS	0,04	0,19	0,24	0,07	0,18	0,17	0,08
CONHECIMENTO	0,04	0,31	0,20	0,12	0,34	0,15	0,25
PERFIL	0,15	0,16	0,08	0,14	0,18	0,07	0,24
SATISFAÇÃO	- 0,02	- 0,02	0,09	- 0,13	- 0,03	0,08	- 0,11
NOVO_PRODUTO	1,00	- 0,00	0,03	0,36	0,03	0,03	0,30
CONHECIMENTO SECURITIZAÇÃO	- 0,00	1,00	0,17	0,16	0,41	0,10	0,20
INVESTIMENTO SECURITIZAÇÃO	0,03	0,17	1,00	ND	0,08	0,30	0,02
INTERESSE SECURITIZAÇÃO	0,36	0,16	ND	1,00	0,14	- 0,03	0,55
CONHECIMENTO PRIVATE EQUITY	0,03	0,41	0,08	0,14	1,00	0,14	0,34
INVESTIMENTO PRIVATE EQUITY	0,03	0,10	0,30	- 0,03	0,14	1,00	ND
INTERESSE_PRIVATE EQUITY	0,30	0,20	0,02	0,55	0,34	ND	1,00

