

**Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro**

**Departamento de Economia**



Monografia de Final de Curso

**UMA ANÁLISE DO MERCADO DE FAMILY OFFICES**

Arthur Calmon du Pin e Almeida

Matrícula: 1510396

Professora Orientadora: Maria de Nazareth Maciel

Coordenador de Monografia: Márcio Garcia

Junho de 2020

**Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro**

**Departamento de Economia**



Monografia de Final de Curso

**UMA ANÁLISE DO MERCADO DE FAMILY OFFICES**

Arthur Calmon du Pin e Almeida

Matrícula: 1510396

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

Professora Orientadora: Maria de Nazareth Maciel

Coordenador de Monografia: Márcio Garcia

Junho de 2020

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

## **Agradecimentos**

Primeiramente, gostaria de dizer que sou profundamente grato à minha família por todo o apoio que sempre me deram. Em especial aos meus pais, Miguel e Heliana, que nunca mediram esforços quando precisei deles. Certamente não teria chegado onde hoje me encontro sem eles.

Deixo, também, um agradecimento especial à minha orientadora Maria de Nazareth Maciel por todo o incentivo e pela dedicação do seu escasso tempo ao meu projeto de pesquisa.

Por último, quero agradecer à Pontifícia Universidade Católica e a todos os professores do meu curso pela elevada qualidade do ensino oferecido.

## Sumário

Introdução .....	8
O que são Family Offices? .....	8
Estruturas de Investimento.....	11
Estruturas Offshore .....	11
Estruturas Onshore .....	16
Novidades no perfil de alocação .....	19
Investimentos de Impacto .....	20
Endowment Funds .....	24
Juros Negativos .....	26
Quais são os drivers do crescimento dos Family Offices? .....	27
Análise mercado Brasil .....	27
Análise mercado Offshore.....	40
Resposta: quais são os principais drivers deste mercado?.....	45
Questionamentos/perspectivas que apareceram com o decorrer do estudo .....	46
Estudos futuros .....	46
Conclusão .....	47
Referências Bibliográficas .....	48

## Índice de figuras

Figura 1 - Comparativo entre Single e Multi Family Offices .....	9
Figura 2 - Data de formação dos Family Offices .....	10
Figura 3 - Estrutura de um Trust .....	15
Figura 4 - Investimentos em Private Equity .....	19
Figura 5 - Expectativa vs. Realidade - Performance Investimentos de Impacto .....	19
Figura 6 - Os 17 objetivos do desenvolvimento sustentável (ODS) .....	20
Figura 7 - Efeito do COVID-19 sobre os ODS .....	23
Figura 8 - Evolução do PIB brasileiro (R\$), 2009-19 .....	27
Figura 9 - Evolução do PIB brasileiro (US\$), 2010-18 (bilhões) .....	28
Figura 10 - Idade dos Family Offices no Brasil .....	30
Figura 11 - Número de fundos exclusivos vs. Número total de fundos (sem previdência), 2010-20 .....	31
Figura 12 - PL de fundos exclusivos vs. PL total de fundos (sem previdência), 2010-20 .....	31
Figura 13 - Número de fundos exclusivos vs. Número total de fundos, 2010-20 .....	32
Figura 14 - Mercado brasileiro: Número de fundos exclusivos vs. Número total de fundos, 2010-20 .....	32
Figura 15 - Variação de PL por tipo de fundo, 2015-17 .....	34
Figura 16 - Evolução histórica taxa SELIC, 2000-2020 (em %) .....	35
Figura 17 - Variação de PL por tipo de fundo exclusivo, 2015-17 .....	36
Figura 18 - Desigualdade da riqueza mundial, 2000-19 .....	40
Figura 19 - Variação no número de milionários em US\$ por região, 2000-19 (milhões) .....	41

## Índice de tabelas

Tabela 1 - Tabela regressiva do Imposto de Renda.....	17
Tabela 2 - Rentabilidade mensal média em Abril/2020 por tipo de fundo: Exclusivos vs. Não exclusivos.....	38
Tabela 3 - Decomposição do volume financeiro do mercado Private brasileiro por localização geográfica.....	39
Tabela 4 - Decomposição da variação no número de milionários em US\$, 2000-19. .....	43

## **Introdução**

Ao longo das duas últimas décadas, o mundo passou por diversas transformações e um dos serviços que evoluiu muito foi o de consultoria e assessoria de investimentos. Tratando mais especificamente do setor voltado para os indivíduos de alta renda, houve uma alteração no tipo de serviço prestado por estas empresas. O que antes se limitava a uma assessoria de investimentos, hoje se transformou em um “*One Stop Shop*”, onde o cliente pode e deve contar com o apoio dos Family Offices – responsáveis por atender à esta seleta classe – para diversos assuntos.

Dentro do Brasil, observamos a queda na taxa SELIC incentivar cada vez mais o brasileiro a desenvolver seus conhecimentos de educação financeira e a se interessar pelo mercado acionário e de capitais.

Fora do Brasil, vimos juros nominais atingirem territórios negativos desafiando muitos conceitos do sistema econômico atual e trazendo cada vez mais necessidade de uma diversificação de carteira para a obtenção de retornos satisfatórios.

Este trabalho procurará expor as atribuições e benefícios dos Family Offices, bem como analisará possíveis razões pelas quais os FOs cresceram tão rapidamente nos últimos anos.

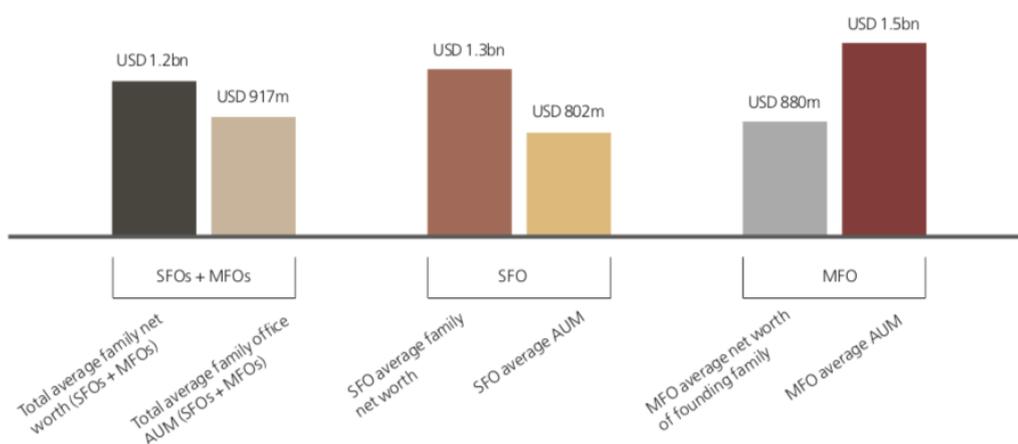
## **O que são Family Offices?**

Os Family Offices representam uma nova segmentação do mercado financeiro. Seu surgimento e crescimento está vinculado com a busca por assessoria especializada na alocação de recursos financeiros, planejamento sucessório, montagem de estruturas de investimento fiscalmente inteligentes, coordenação de ações filantrópicas e educação financeira familiar por parte de famílias com um patrimônio muito elevado.

Podem ser um Single Family Office (SFO) ou um Multi-Family Office (MFO). Os SFOs são os Family Offices caracterizados por atender às demandas de apenas uma família. Já Multi-Family Offices são os que visam atender a mais de uma família. Comparativamente, os MFOs costumam ter maior patrimônio sob gestão e atendem a famílias que, na média, tendem a ser menos ricas do que no caso dos SFOs (Figura 1).

*Figura 1 - Comparativo entre Single e Multi Family Offices*

Total family office, SFO, and MFO average AUM and average family wealth (USD), 2019



Além disso, podem ser ligadas a algum banco ou independentes. Há um entendimento de que as independentes, por estarem numa posição onde podem negociar com quaisquer players do mercado, terão não só maior diversidade como também melhores condições para que seus clientes adquiram os melhores produtos financeiros.

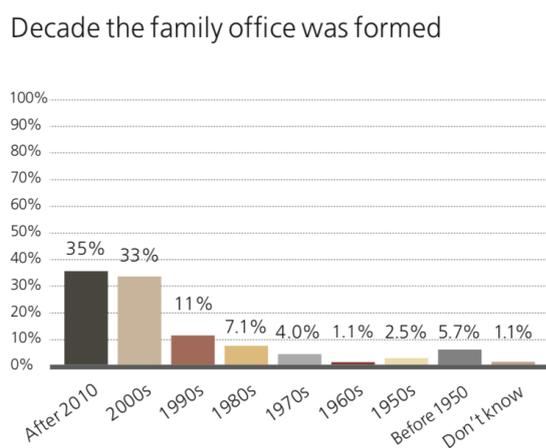
A atuação destas empresas tem se mostrado de fundamental importância para as famílias, que têm encarado este *business* como um legado a ser carregado por diferentes gerações. Segundo o "*Global Family Office Report 2019*" *GFO Reports*, 61% dos Family Offices já atendem a segunda geração familiar e, ao analisarmos a terceira geração familiar, esta porcentagem sofre pouca variação: 48%.

Além disso, nos últimos anos o mercado de Family Offices no Brasil vem crescendo de maneira muito acelerada. Mesmo perante um cenário de má conjuntura macroeconômica, essa tendência parece se manter:

"São Paulo – Os fundos de investimento no Brasil apresentaram em 2014 o pior ano em termos de captação desde 2008. No acumulado do ano, o resgate líquido, que considera o volume captado menos a saída no período, foi de R\$ 7,3 bilhões. (...) No outro sentido, o fundo referenciado DI foi líder isolado em captação líquida no acumulado de 2014, com entrada de R\$ 45,4 bilhões. (...) Outra modalidade que apresentou mais captação do que saque, segundo a associação, foram os de Previdência, com R\$ 32 bilhões. **Também registrou mais entrada que saída a categoria de fundos exclusivos, que ficaram positivos no ano em R\$ 4,847 bilhões.**" (Guimar, Fernanda. "Fundos De Investimento Têm Pior Captação Desde 2008." EXAME, EXAME, 7 Jan. 2015)

Este trabalho irá explorar os motivos para a manutenção do enorme crescimento deste mercado tanto no Brasil como *offshore*. O tema de estudo é relevante pois traz uma análise sobre uma área do mercado financeiro ainda nas suas primeiras décadas de atuação (68% dos Single e Multi Family Offices foram formados depois dos anos 2000 (Figura 2)).

Figura 2 - Data de formação dos Family Offices



Source: The UBS / Campden Wealth Global Family Office Survey 2019

## **Estruturas de Investimento**

Com o intuito de usufruir de legislações que beneficiem fiscalmente um investidor, Family Offices montam estruturas pensadas sob medida para cada cliente. É interessante notar que enquanto no mercado brasileiro há um certo consenso quanto à melhor estrutura, o mesmo já não pode ser dito ao falarmos dos mercados internacionais. Nestes, são cinco as alternativas mais comuns e cada opção possui vantagens e desvantagens, sendo papel dos responsáveis pela estruturação de clientes dentro do Family Office sugerir a melhor opção dadas as preferências e necessidades de cada cliente.

### **Estruturas Offshore**

1. Conta de Pessoa Física no Exterior
2. Fundos de Investimentos no Brasil
3. PIC – *Private Investment Company*
4. Fundo de Investimento no Exterior
5. *Trust*

#### **1. Conta de Pessoa Física no Exterior**

Caso de uma pessoa física no Brasil criando uma conta de pessoa física em um banco no exterior.

#### **VANTAGENS:**

- Procedimento simples, rápido e barato;
- Não requer a montagem de uma estrutura extra;

#### **DESVANTAGENS:**

- A depender do banco escolhido, podem existir restrições na gama de produtos operáveis;

- Incidência de tributação através de carnê-leão toda vez que um rendimento ou resgate for disponibilizado;
- KYC (*know your client*) de fundos neste caso é mais complexo.

## **2. Fundos de Investimentos no Brasil**

Caso de uma pessoa física que abre um fundo de investimento no Brasil, que por sua vez abre uma conta em um banco no exterior.

### **VANTAGENS:**

- A tributação é toda auferida ao nível do fundo no Brasil (por exemplo, há incidência de come-cotas no caso de um fundo aberto);
- Declaração simples de imposto de renda;
- Não há restrições em termos da gama de produtos operáveis.

### **DESVANTAGENS:**

- Alto custo de estrutura;
- Limitações de investimento no exterior:
  - Fundos destinados a investidores não-qualificados (fundos destinados ao varejo): até 20%;
  - Fundos destinados a investidores qualificados possuem duas possibilidades:
    - Pode respeitar, como regra geral, o limite máximo de até 40%;
    - Caso esteja previsto na regulamentação do fundo e seja incluído o sufixo “Investimento no Exterior”, o fundo poderá concentrar entre 67% e 100% do seu patrimônio líquido;
  - Até 100% para investidores profissionais com o sufixo “Investimento no Exterior”.

### **3. PIC – *Private Investment Company***

Caso onde uma pessoa física incorpora uma empresa no exterior (geralmente num paraíso fiscal por questões de eficiência tributária) e passa a ser detentor de ações desta empresa offshore. Esta PIC, por sua vez, abre uma conta em um banco no exterior pela qual são realizados os investimentos. É necessária também a abertura de uma conta pessoa física no exterior para realizar o resgate dos investimentos.

#### **VANTAGENS:**

- Postergação de imposto: a tributação só incide no momento em que os investimentos são resgatados da conta PJ para a PF no exterior (de acordo com a lei atual). Permite reinvestimento dos rendimentos;
- Declaração simples de imposto de renda;
- Não há restrições em termos da gama de produtos operáveis.

#### **DESVANTAGENS:**

- Alto custo de estrutura
- Há uma proposta de lei para mudar a tributação que permite a postergação do imposto (mas ainda não foi aprovada)

### **4. Fundo de Investimento no Exterior**

Caso onde uma pessoa física no Brasil abre um fundo de investimento no exterior, que por sua vez abre uma conta em um banco no exterior.

#### **VANTAGENS:**

- Postergação de imposto: a tributação só incide no momento em que os investimentos são resgatados da conta PJ para a PF no exterior (de acordo com a lei atual). Permite reinvestimento dos rendimentos;
- Declaração simples de imposto de renda;
- Não há restrições em termos da gama de produtos operáveis.

## DESVANTAGENS:

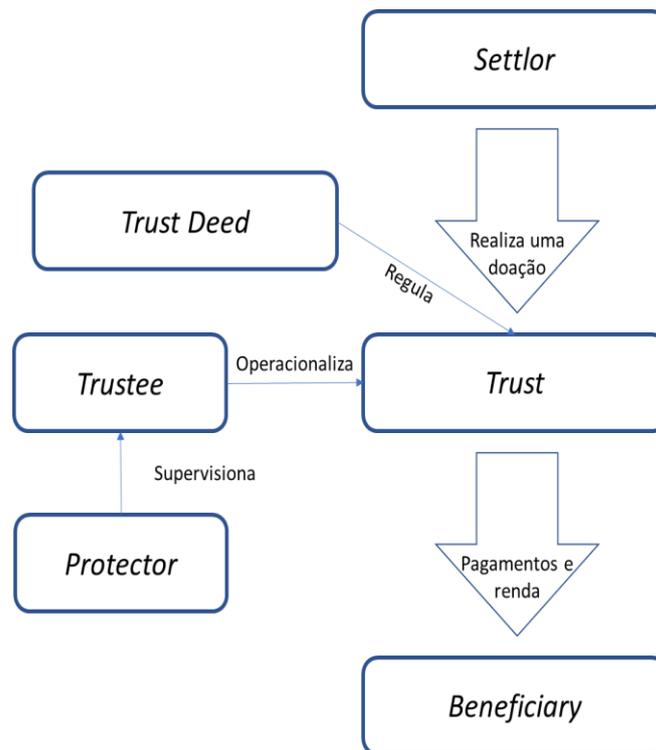
- Custos muito elevados da estrutura (principalmente auditoria).

### 5. *Trust*

Caso onde uma pessoa física no Brasil constitui um *Trust* e realiza uma doação para este veículo, que então abre uma conta em um banco no exterior. O *Trust* é uma opção particularmente interessante do ponto de vista de uma estrutura para clientes de Family Office por conta do caráter sucessório que possui. Há certos termos particulares quando tratamos de *Trusts*:

1. *Trust Deed*: é a escritura do *Trust*. Aqui é definido quais serão as ações tomadas no momento da sucessão, como serão realizadas e para quem. Comparativamente, podemos dizer que se assemelha ao que um regulamento é para um fundo de investimento;
2. *Settlor*: é quem constitui o *Trust* e realiza a doação inicial. Geralmente, é também o encarregado de determinar quais serão os parâmetros do *Trust Deed*;
3. *Trust*: é a estrutura constituída que irá concentrar as doações do *settlor* para eventualmente disponibilizar recursos para os pagamentos e/ou garantir uma renda para o *beneficiary* no momento da sucessão conforme estiver escrito no *Trust Deed*;
4. *Beneficiary*: como o nome diz, é o beneficiário do *Trust*, a pessoa que irá receber os pagamentos e/ou renda do *Trust* no momento da sucessão;
5. *Trustee*: pessoa ou firma encarregada dos ativos do *Trust*. É quem executará o que estiver determinado no *Trust Deed* no momento da sucessão;
6. *Protector*: responsável por supervisionar as atitudes do *Trustee*.

Figura 3 - Estrutura de um Trust



#### VANTAGENS:

- O *Trust Deed* é um documento altamente flexível. Pode-se escrever o que quiser;
- Como os bens são doados, não existe necessidade de declaração alguma;
- Não há restrições em termos da gama de produtos operáveis;
- Planejamento sucessório.

#### DESVANTAGENS:

- Custos de estrutura;
- Pagamento de imposto no momento da realização da doação;
- Pagamento de imposto no momento em que os beneficiários recebem valores;
- Não é compreendido pela legislação brasileira (razão da elevada quantidade de termos em inglês aqui explicitados).

## **Estruturas Onshore**

No Brasil há menos opções na escolha da estrutura de investimento para um cliente. A mais inteligente do ponto de vista fiscal envolve constituir um fundo exclusivo (somente um cotista) ou restrito (alguns poucos cotistas) de condomínio fechado pois estes possuem quatro importantes características:

- a. São permitidas amortizações de cotas “mediante o pagamento uniforme a todos os cotistas de parcelado valor de suas cotas sem redução do número de cotas emitidas, efetuado em conformidade com o que a esse respeito dispuser o regulamento ou a Assembléia Geral de cotistas” (Instrução CVM nº 409/04, artigo 5º, parágrafo único);
- b. Tributação ocorre somente no resgate ou na amortização das cotas;
- c. Como não estão previstos resgates (fato gerador do tributo) antes da data de liquidação do fundo, não há incidência de come-cotas;
- d. Para um caso de um fundo de cotas: não há incidência de Imposto de Renda na compra e venda de cotas de outros fundos. O imposto só é cobrado quando o cotista do fundo exclusivo ou restrito fizer uma amortização ou resgatar ao final do período de duração do fundo;

A incidência da tributação nesse caso se dá da seguinte maneira:

- Resgate das cotas (encerramento do fundo): imposto irá incidir sobre o ganho auferido durante a permanência do cotista no fundo;
- Amortização de cotas: incide sobre a diferença positiva entre o valor amortizado e o respectivo custo de aquisição das cotas. Um ponto importante é que, desde que esteja devidamente previsto no regulamento do fundo, as amortizações podem ser exclusivamente do principal investido, o que permite a postergação da incidência do imposto de renda para o momento do encerramento do fundo e conseqüente resgate das cotas;

Lembrando que a composição da carteira do fundo tem impacto sobre a alíquota que será cobrada:

- Caso tenha pelo menos 67% de ações negociadas no mercado à vista de bolsa de valores, o fundo será caracterizado como fundo de ações e a alíquota aplicável será de 15%;
- Caso contrário, serão aplicadas as alíquotas regressivas conforme o prazo da aplicação. Neste caso, a tabela é a seguinte (Tabela 1):

*Tabela 1 - Tabela regressiva do Imposto de Renda*

<b>Período Aplicado</b>	<b>Alíquota</b>
até 6 meses	22,50%
de 6 a 1 ano	20,00%
de 1 ano a 2 anos	17,50%
mais de 2 anos	15,00%

Esta estrutura, no entanto, não é indicada para todos os casos pois não é autorizada a entrada e saída de cotistas, sendo permitido o resgate total das cotas apenas no término do prazo de duração do fundo. Uma alternativa muito utilizada é a de fundos exclusivos ou restritos de condomínio aberto, que traz maior flexibilidade quanto à aplicações e resgates subsequentes no fundo e se beneficia, no caso de fundos de cotas, da isenção de I.R. nas operações entre fundos. Imposto é cobrado somente em casos de resgates do cotista ou em datas de come-cotas.

Uma outra solução inovadora que visa a simplificação da gestão e operacionalização das carteiras dos clientes é a criação de veículos coletivos de investimento. Cria-se um fundo com taxas de administração e performance zeradas cujo propósito é investir em uma determinada estratégia ou em fundos com uma determinada estratégia. Os cotistas desses fundos serão os clientes do Family Office e a exposição de cada cliente aos diferentes tipos de estratégia poderá ser controlada somente pela concentração de alocação em um único ativo: o veículo de investimento criado.

Ou seja, se, hipoteticamente, tivéssemos três pessoas:

- a. uma com perfil conservador de investimento (A);
- b. outra com o perfil moderado (B);
- c. uma última com perfil arrojado (C);

E três veículos coletivos de investimento:

- a. Veículo de Renda Fixa (VRF);
- b. Veículo Multimercado (VM);
- c. Veículo de Renda Variável (VRV);

A alocação mais adequada para cada tipo de investidor se daria numa decisão da concentração do patrimônio alocado no veículo correspondente à esta estratégia. A decisão de diversificação do portfólio desta estratégia ficaria concentrada dentro do veículo, de forma que o cliente A teria maior concentração do Veículo de Renda Fixa do que o cliente C, que teria maior alocação no Veículo de Renda Variável.

Ao pensarmos nesta dinâmica para muitos fundos, esta é uma estratégia importante pois garante a possibilidade de ajustes nas carteiras de todos os clientes simultaneamente por meio de operações em somente um fundo. Isto é, se o gestor deseja diminuir posição dentro de um determinado ativo e/ou fundo de investimento, basta realizá-lo dentro da carteira do veículo que isso naturalmente irá impactar a alocação de todos os cotistas deste veículo.

## Novidades no perfil de alocação

A tendência que se consolidou ao longo dos últimos meses de diminuição nas taxas de juros globais e aumento geral de liquidez do mercado aumentou o apetite por investimentos alternativos como forma de diversificação de carteira e maximização da rentabilidade. Um ponto particularmente interessante é a busca por investimentos em Private Equity (Figura 4) e, mais recentemente, investimentos de impacto (Figura 5), que vêm cada vez mais se consolidando como alternativas muito interessantes de investimento.

*Figura 4 - Investimentos em Private Equity*

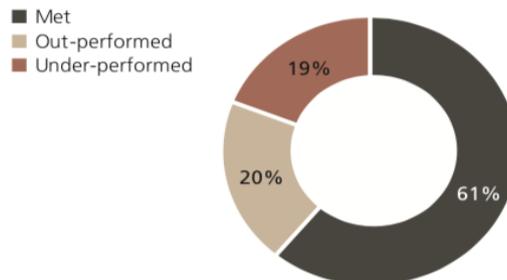
Breakdown of private equity portfolio, how those investments performed, and family offices' average returns over the last 12 months

	Percentage Breakdown	Out-performed expectations	Met expectations	Under-performed expectations	Annual return
<b>Private equity investment</b>					
Private equity funds	33%	13%	75%	13%	12%
Private equity fund of funds	14%	14%	71%	15%	8.6%
Directs - active management role	32%	27%	55%	19%	16%
Directs - passive shareholder role	22%	17%	62%	21%	13%

Source: The UBS / Campden Wealth Global Family Office Survey 2019  
 Note: Figures may not sum to 100% due to rounding. The sample of participants who responded to this question is somewhat different to those who responded to the questions in the performance chapter, therefore minor variations in performance may be present.

*Figura 5 - Expectativa vs. Realidade - Performance Investimentos de Impacto*

Proportion of impact investments that met or out-performed expectations compared to traditional investments



Source: The UBS / Campden Wealth Global Family Office Survey 2019

## Investimentos de Impacto

Em dezembro de 2004, a Organização das Nações Unidas (ONU) publicou um trabalho intitulado “*Who cares wins – Connecting Financial Markets to a Changing World*”. Este seria o grande marco inicial para que o conceito de ESG – Environmental, Social and Corporate Governance – passasse a ser considerado pelos gestores no momento da decisão de alocação de recursos.

Voltando um pouco mais, nos anos 2000, Kofi Annan, então secretário-geral da ONU, lançou uma iniciativa de responsabilidade corporativa chamada de “*The Global Compact*”, que implementara princípios universais para os conceitos de *environmental, social and corporate governance* (ESG). Estes dois trabalhos são tidos como os marcos iniciais de um fenômeno que vem crescendo muito nos últimos anos: os investimentos de impacto. Foram estabelecidos 17 objetivos de desenvolvimento sustentável (ODS) (Figura 6):

Figura 6 - Os 17 objetivos do desenvolvimento sustentável (ODS)



O tema é de extrema relevância. Nos encontramos numa espiral de crescimento contínuo em que a mentalidade predominante é a da maximização do lucro, sem se importar com as consequências. Até a publicação destes trabalhos, não era atribuído valor algum aos processos que prezassem pelo meio-ambiente caso

estes ocasionassem em uma redução do lucro. Não possuíamos um modelo apropriado que levasse em consideração os impactos ambientais das ações das empresas avaliadas e não parecíamos estar próximos de uma mudança na guinada. De certa maneira, o cenário que tínhamos até então era característico de um mercado com um problema de apropriabilidade, onde o investidor não se apropria de todos os benefícios gerados pelo seu investimento, causando uma alocação subótima de recursos. Neste sentido, “*Who cares wins*” teve um papel particularmente disruptivo ao chamar a atenção do mundo para esta questão.

Com isso, os investimentos de impacto ganharam relevância mundial e passaram a ser um tema comum em Family Offices, que hoje já procuram gerar *alpha* para os seus clientes levando em consideração os impactos sociais das alocações feitas. A realização de investimentos que possuem um impacto positivo na sociedade não necessariamente traz a melhor rentabilidade em termos financeiros, porém, para medirmos seu impacto corretamente, temos que considerar os benefícios totais gerados. Isto é, há um outro componente a ser considerado que é a melhoria do bem-estar social como um todo.

Para tornar o assunto mais palpável, podemos citar o *The Salvation Army (TSA)*, que é uma instituição de caridade que opera em 128 países ao redor do mundo coordenando operações de ajuda para locais que mais necessitam. Este grupo possui gestores externos que, junto com os diretores da TSA, decidem como será feita a alocação de recursos. Para tal, é levado em consideração principalmente três fatores:

- i. Primeiramente, se o investimento é considerado ético. Há uma lista contendo determinados setores da economia, companhias e países nos quais eles não irão investir. Por exemplo, não irão investir em companhias de tabaco, companhias que violem os direitos humanos, que se utilizem de trabalho infantil, entre outros;
- ii. Em segundo lugar, procuram investir em companhias que possuem uma pontuação em dois dos três critérios ESG – mais especificamente no âmbito social e do meio-ambiente – acima da média. Isso não quer necessariamente dizer que a companhia na qual irão investir possui

processos 100% sustentáveis, porém serve como bom indicativo de que está pelo menos melhor que seus concorrentes e no caminho correto para melhorar suas métricas de sustentabilidade;

- iii. O terceiro elemento da política de investimentos da TSA é o que justifica a classificação destes investimentos como investimentos de impacto. É preferível o investimento em firmas ou fundos que contribuam positivamente para a inclusão social e para o meio-ambiente. Podem ser fundos de investimento que promovem a inclusão financeira, como fundos de microcrédito, ou companhias listadas que trazem soluções claras para problemas ambientais ou sociais.

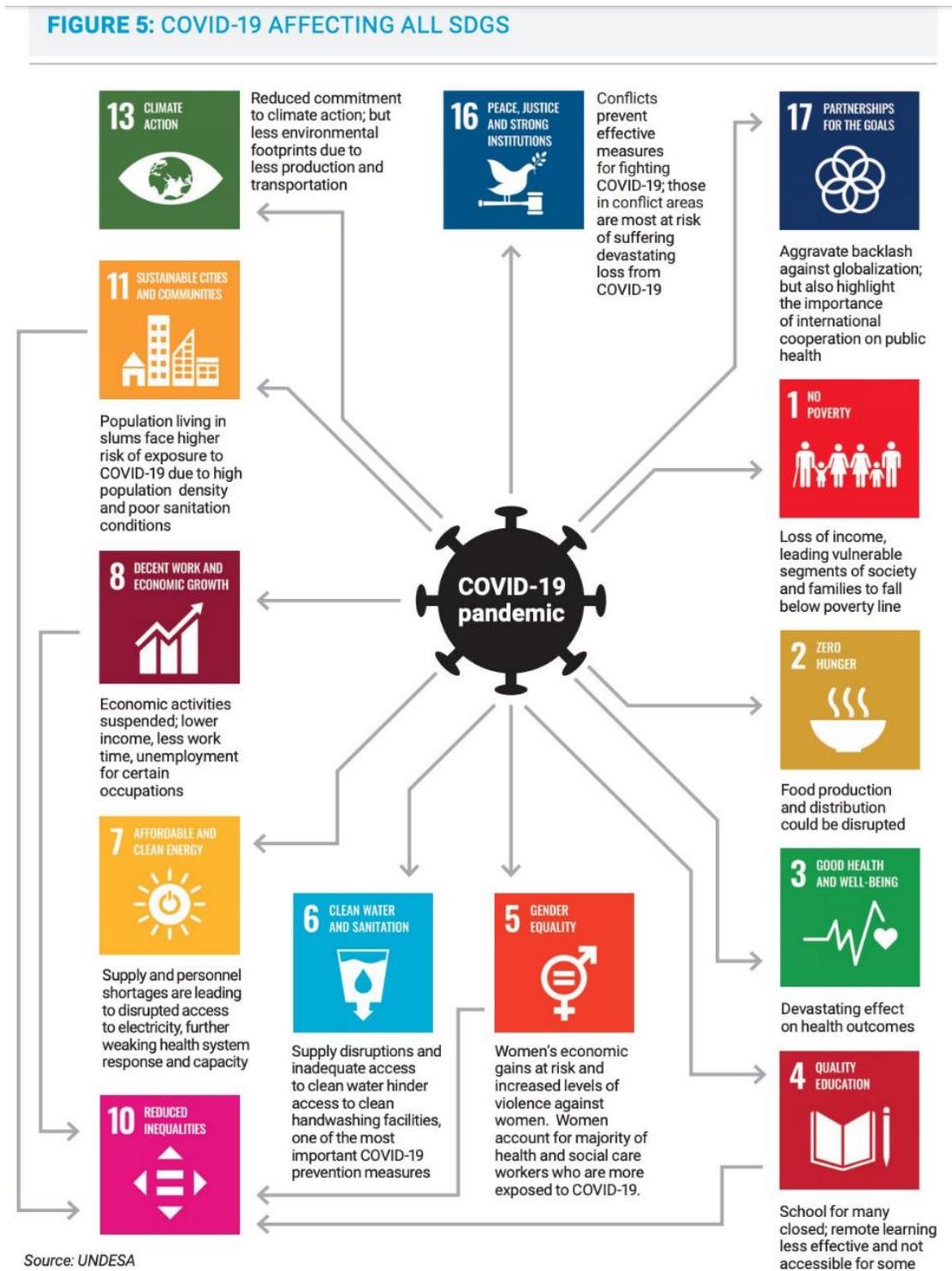
Uma coisa interessante de se comentar é que o atual momento de estresse na economia mundial iniciado por conta da disseminação do COVID-19 pode ser visto como uma espécie de “teste” para as empresas que se apresentaram ao longo dos últimos meses e anos como cumpridoras dos critérios ESG. Este é um momento em que estas companhias estão sendo monitoradas de perto pelos gestores que investem nelas e é, potencialmente, um divisor de águas no que tange a credibilidade das empresas quanto à aderência aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS).

Isto porque a pandemia que estamos vivenciando traz diversos impasses para o cumprimento dos objetivos propostos (Figura 7). Portanto, podemos inferir que as empresas que obterem êxito na manutenção dos critérios ESG durante o período do Coronavírus tenderão a ser as mais comprometidas com tais objetivos no longo prazo.

Basta pensar que agora há dificuldades que poucos meses atrás não existiam. Para superá-las, a tendência é de que seja necessário um esforço maior por parte da empresa. Este esforço maior, por sua vez, só será empregado caso o benefício da manutenção dos critérios ESG seja maior do que o custo de oportunidade de empregar esta unidade de trabalho adicional em outra tarefa. Se pensarmos que este benefício está diretamente ligado ao quanto a empresa valoriza o fato de ser reconhecida pelo mercado como uma empresa sustentável, podemos inferir que há

uma relação direta entre o comprometimento de longo prazo com os critérios ESG e a manutenção dos mesmos durante este período de estresse econômico.

Figura 7 - Efeito do COVID-19 sobre os ODS



## Endowment Funds

*Endowment Funds* são os chamados fundos patrimoniais, onde são realizadas doações privadas de ativos para instituições, indivíduos ou grupos com o intuito de ser um fonte futura de renda. Geralmente, possuem um alto nível de governança para garantir que a gestão do fundo está sendo realizada da melhor maneira possível e que os recursos doados estão sendo alocados para a finalidade proposta.

Se tomarmos como exemplo um fundo patrimonial de uma universidade, podemos dizer que seus principais objetivos serão:

- Gerar rentabilidade no longo-prazo para as universidades através de uma carteira diversificada de forma a criar autonomia institucional para ela;
- Providenciar uma fonte de receita independente das mensalidades recebidas dos estudantes e do financiamento governamental.

Atualmente, os maiores *Endowment Funds* se concentram nas universidades americanas e eles têm se provado uma alternativa cada vez mais importante de financiamento. Como exemplo pode ser citado o fundo patrimonial da Universidade de Yale, atualmente terceiro maior nos EUA (patrimônio de US\$ 30,3 Bi), que distribuiu cerca de US\$ 1,08 Bi em 2015 para a universidade. Para termos uma ordem de grandeza, basta dizer que isto representa quase 75% do orçamento da Universidade de São Paulo (USP), universidade com quase 5x mais alunos que Yale.

Um ponto interessante é que há uma convergência importante de *Endowments* com Family Offices no quesito do horizonte de investimento. Ambos são instituições cujo propósito se estende entre gerações e, por isso, pensam em um horizonte de longuíssimo prazo. Há um alinhamento na maneira de enfrentamento dos riscos interessante visto que os *business* não se tratam primariamente da geração de alpha, como usualmente se vê dentro de gestoras de recursos. Em primeiro plano, há uma grande preocupação na manutenção do patrimônio gerido a fim de buscar sua perpetuidade. O foco é gerar retornos constantes ao longo do tempo num horizonte

de muitos e muitos anos, o que exige uma abordagem particular ao falarmos de alocação das carteiras.

Fundos patrimoniais americanos, na média, alocam 70% do seu patrimônio líquido em classes tradicionais de ativos (ações de empresas com capital aberto, *bonds*, *private equity* e caixa). O remanescente, 30%, é investido em ativos alternativos. Dois dos maiores *Endowment Funds* – Harvard e Yale – investem aproximadamente 55% em classes tradicionais de ativos e 45% em alternativos. Estes dois atingiram retorno anualizado médio ao longo dos últimos 20 anos de 11,2%, enquanto carteiras tradicionais no formato 60/40 de ações globais/*bonds* atingiram 6% neste mesmo período.

Conforme descrito acima, *Endowments* são fundos que possuem uma alocação significativa em investimentos alternativos e que têm chamado atenção quando falamos de rentabilidade dos recursos geridos. A justificativa destes maiores retornos vem da filosofia de investimento baseada na teoria do economista ganhador de prêmio nobel Harry Markowitz: O retorno ajustado ao risco de um portfólio pode ser potencializado através da diversificação de carteira entre diferentes ativos com diferentes correlações. Como seu horizonte de investimento é de longuíssimo prazo, monta-se uma carteira gerenciando riscos para os mais diferentes cenários da economia. Por isso, de certa maneira, pode-se dizer que existe um alinhamento entre realizar investimentos que tragam retorno financeiro e um impacto positivo para a sociedade.

## **Juros Negativos**

Conforme comentado anteriormente, o mercado global passou por um aumento de liquidez considerável ao longo dos últimos meses. Este efeito, em parte, pode ser atribuído às quedas recorrentes de taxas de juros globais em decorrência da política monetária mais permissiva que vem sendo praticada.

Em julho de 2012, aconteceu um fato até então inédito: o Banco Nacional da Dinamarca (DNB) fixou sua taxa de juros nos certificados de depósitos bancários em -0,20%. Ou seja: as contrapartes do DNB agora passariam a pagar para terem seus recursos depositados na instituição. Em 2014, foi a vez do Banco Central Europeu (ECB) estabelecer sua taxa em -0,10% e, ainda neste mesmo ano, o Banco Nacional da Suíça (SNB) ajustou sua taxa para -0,25%.

Há um aspecto muito interessante a ser considerado aqui: a inversão da preferência intertemporal. A partir do momento que os juros tocam o território negativo, não faz mais sentido abrir mão do consumo presente para poupar pois a poupança passa a penalizar o investidor. Isto tem efeitos que se alastram desde a decisão de comprar ou não comprar um determinado bem até a decisão de quais investimentos serão feitos na montagem de uma carteira de investimentos. A propensão ao risco aumentou e, conseqüentemente, as alocações direcionadas para ativos de maior risco aumentou.

## Quais são os drivers do crescimento dos Family Offices?

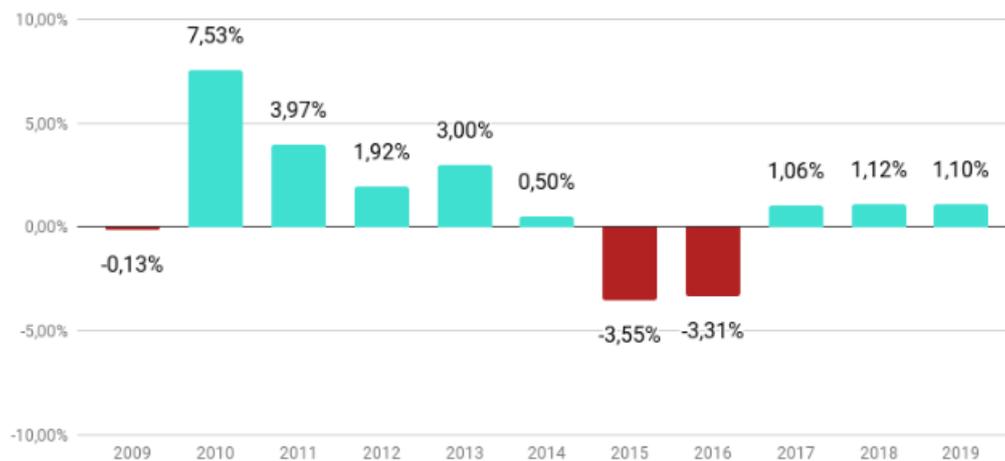
### Análise mercado Brasil

É interessante notar que, enquanto o país viveu uma década fraca em termos de crescimento do PIB de 2010 até 2019, houve um aumento significativo no número de milionários de acordo com o Global Wealth Report do Credit Suisse, eram 36.000 indivíduos em 2010 e 259.000 em 2019.

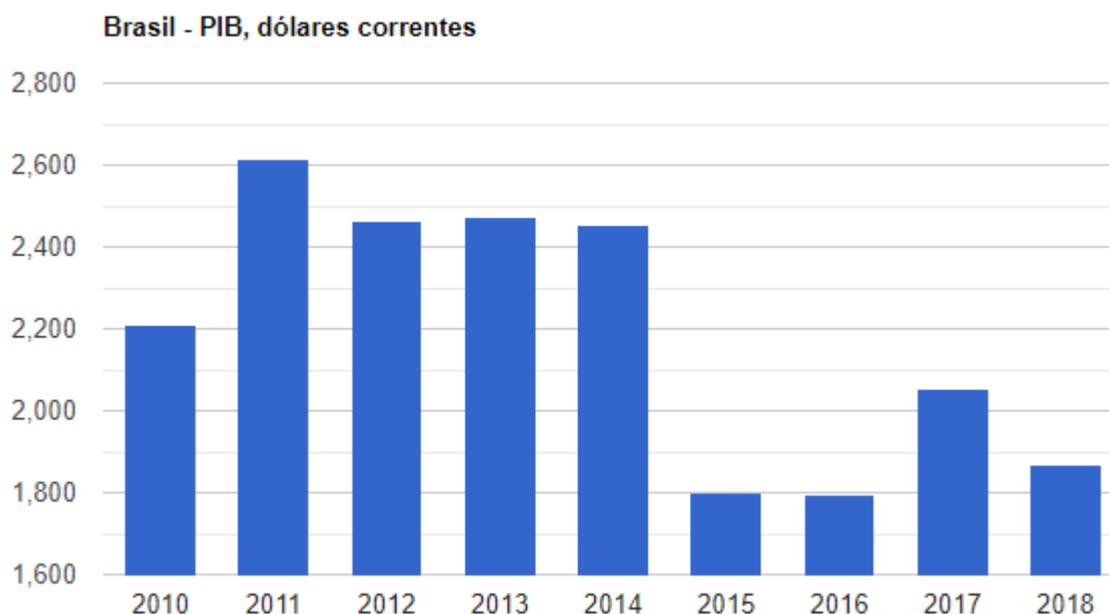
Em reais (R\$), o PIB do país cresceu aproximadamente 13,65% neste período (Figura 8). Porém, para fazermos uma comparação com tudo mais constante, utilizaremos o crescimento do PIB dolarizado (Figura 9). Entre 2010 e 2019, enquanto registrou-se um aumento de 619% no número de milionários no Brasil, houve uma retração de aproximadamente 15% no PIB, ambos medidos em dólares.

*Figura 8 - Evolução do PIB brasileiro (R\$), 2009-19*

Gráfico histórico do PIB do Brasil de 2009 a 2019



*Figura 9 - Evolução do PIB brasileiro (US\$), 2010-18 (bilhões)*



O cenário descrito acima é clara evidência da intensificação do processo de concentração de renda ocorrido ao longo dos últimos anos no Brasil. Isto potencialmente foi um dos fatores que corroboraram com o crescimento dos Family Offices no país.

Conforme descrito ao longo deste trabalho, os Family Offices são responsáveis pelas decisões de investimentos das carteiras de seus clientes e buscam sempre grande diversificação na hora de escolher os ativos que irão investir com um horizonte de longuíssimo prazo. Uma prática comum do mercado é a de propor ao cliente ter investimentos no exterior. A partir disso, pode-se ponderar que, com o aumento do número de Family Offices observado ao longo da última década, os investimentos em carteira no exterior seriam impactados positivamente.

Ao analisarmos as informações de Capitais Brasileiros no Exterior (CBE) do Banco Central do Brasil, entre 2012 e 2018 constata-se um aumento de 38,54% no total de capital mantido no exterior. Ao restringirmos a análise para os investimentos em

carteira mantidos no exterior, este aumento pula para 84,81%. Se considerarmos apenas investimentos em ações, o aumento foi de 129,87%.

Além disso, há evidência que sugere que os investimentos no exterior passaram a ser realizados com uma estrutura *Offshore*. Basta analisarmos os investimentos em ações dividindo-os em dois grandes grupos:

- (i) *Brazilian Depositary Receipts* (BDR);
- (ii) Ações negociadas nas bolsas internacionais;

Os investimentos via BDRs são atrativos por conta da sua facilidade: não há necessidade de ter acesso aos mercados estrangeiros para investir nas empresas que lá estão listadas. Por outro lado, na maioria das vezes apresentam risco de liquidez e são voltadas para investidores qualificados (todos aqueles que possuem pelo menos R\$ 1.000.000,00 em investimentos).

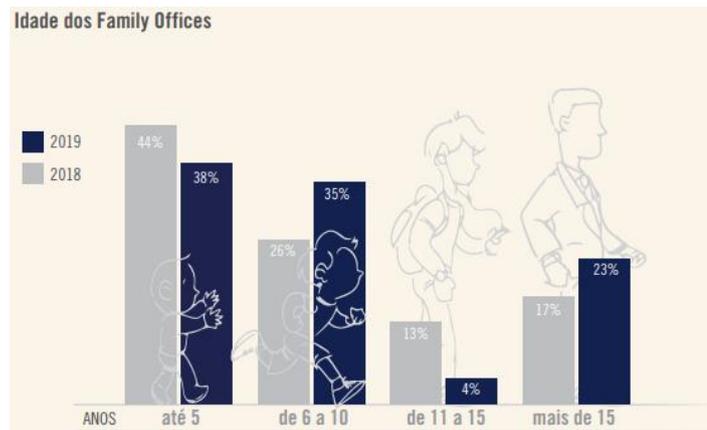
As ações negociadas nas bolsas internacionais tendem a não ter este risco de liquidez, porém necessitam de uma estrutura *offshore* adequada que permita acesso à bolsa internacional. Montar esta estrutura não é algo trivial e é um dos serviços prestados por FOs.

Houve uma redução na ordem de 50% nos investimentos realizados via BDRs e um aumento de 201,21% naqueles que foram realizados via bolsas internacionais. Levando em conta que BDRs são apenas para investidores qualificados, podemos dizer que a amostra analisada leva em conta apenas indivíduos com um patrimônio elevado, justamente o público alvo dos FOs.

Se juntarmos o ponto anterior com o fato de que a maioria dos Family Offices no mercado brasileiro se formou há menos de 10 anos atrás, há boa margem para

argumentarmos que o crescimento do número de FOs teve um impacto direto no balanço de capitais de brasileiros no exterior.

*Figura 10 - Idade dos Family Offices no Brasil*



A segunda parte da análise do mercado onshore foi feita olhando os dados de fundos de investimentos da ANBIMA. É importante dizer também que nem todos os fundos exclusivos dos dados abaixo são necessariamente geridos por Family Offices. Podem ser de áreas private de bancos, por exemplo. Por último, os dados referentes a 2020 contemplam apenas até o dia 04/05/2020.

Como os fundos de previdência no Brasil por regulamento possuem somente um cotista, que é a seguradora, analisaremos os dados de duas maneiras: em um primeiro momento retirando os fundos de previdência e, depois, os considerando.

Figura 11 - Número de fundos exclusivos vs. Número total de fundos (sem previdência), 2010-20

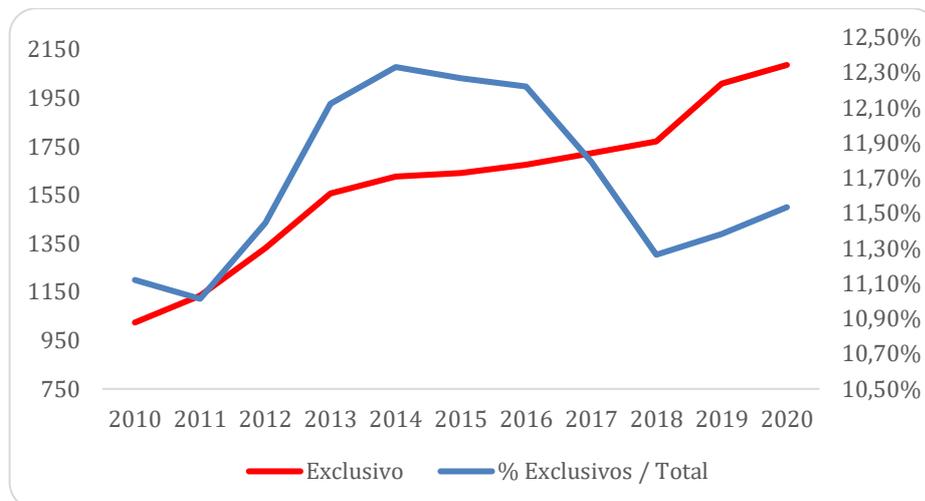
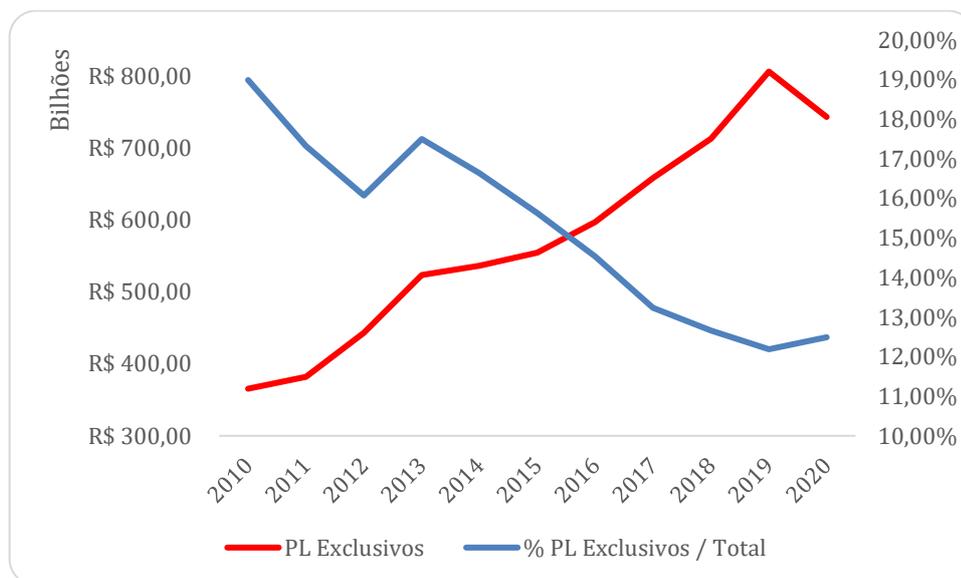


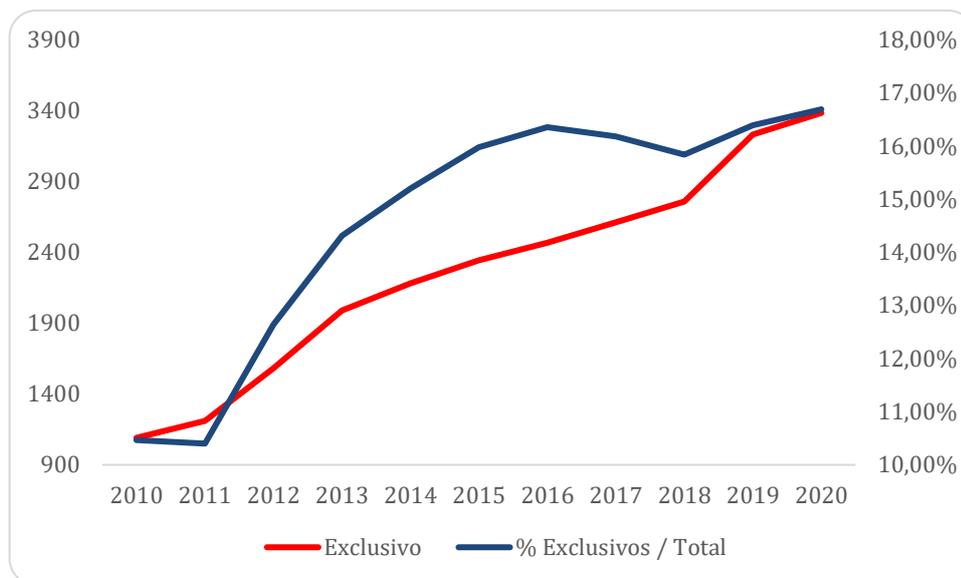
Figura 12 - PL de fundos exclusivos vs. PL total de fundos (sem previdência), 2010-20



Ao olharmos os dados desconsiderando os fundos de previdência, vemos que o segmento voltado para a alta renda, apesar de estar crescendo em termos absolutos, vem perdendo representatividade em relação ao total nos últimos 5 anos, tanto em termos de número de fundos como em patrimônio líquido. Deve-se lembrar, no entanto, que a assessoria especializada como a que Family Offices prestam inclui o planejamento previdenciário. Por isso, a análise fica incompleta sem incluí-los.

Utilizando a informação de público alvo declarado na ANBIMA, podemos diferenciar os fundos de previdência abertos à mercado daqueles que são exclusivos a um ou poucos cotistas.

*Figura 13 - Número de fundos exclusivos vs. Número total de fundos, 2010-20*



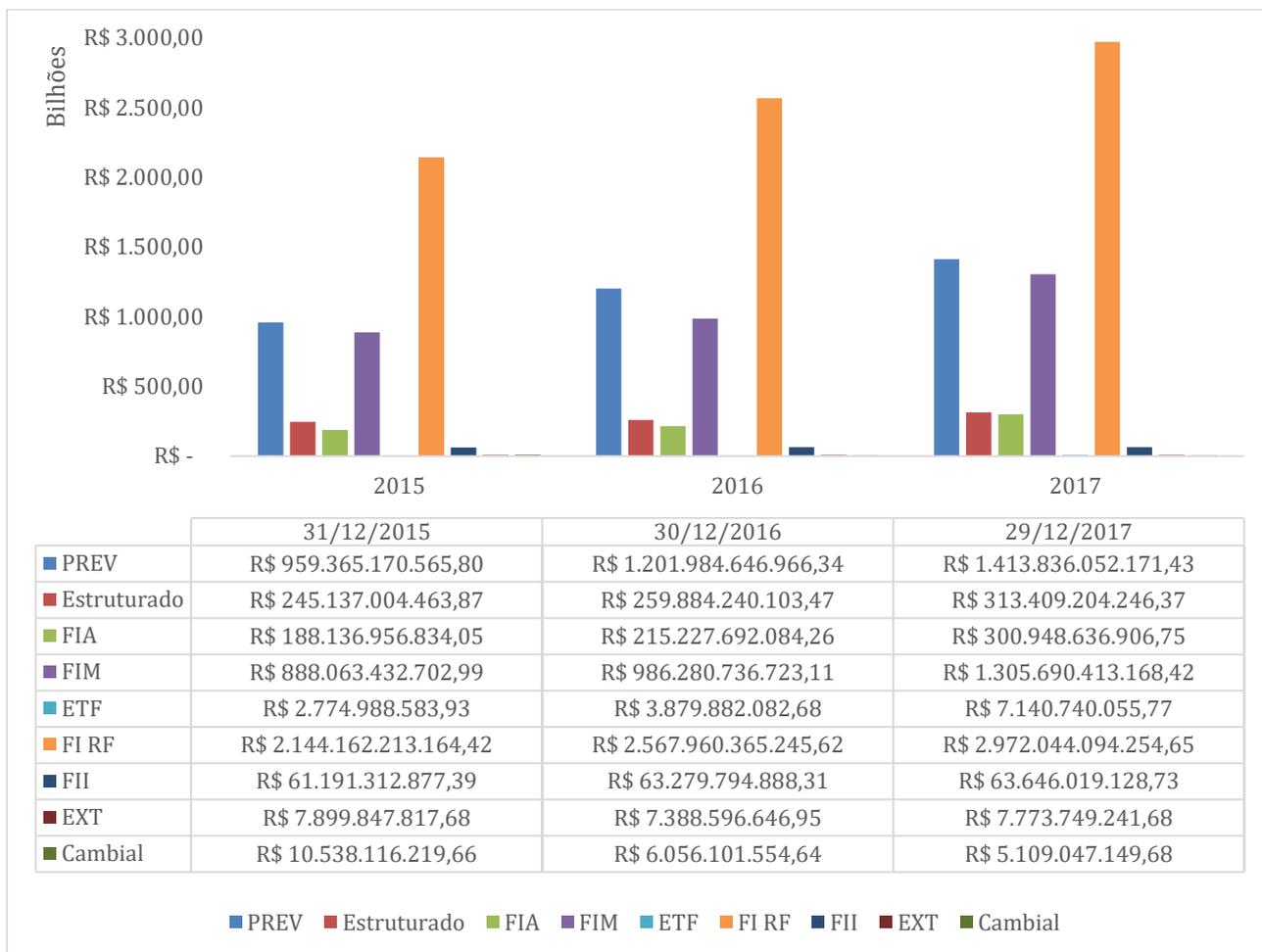
*Figura 14 - Mercado brasileiro: Número de fundos exclusivos vs. Número total de fundos, 2010-20*



Dois períodos em especial chamam a atenção ao olharmos os gráficos acima: a brusca queda na representatividade em termos de PL nos anos 2015-17 e a retomada de 2019 até maio de 2020.

De 2015 para 2016, tivemos um aumento de 17,85% no patrimônio líquido total da indústria de fundos, acompanhado por um incremento de apenas 13,11% nos fundos exclusivos. De 2016 para 2017, registrou-se aumento de 20,29% na indústria e 3,54% nos fundos exclusivos. Indo além, se subdividirmos a centena de tipos de fundos da ANBIMA em apenas nove (Previdência [PREV], Fundos estruturados, Fundos de Investimento em Ações [FIA], Fundos de Investimento Multimercado [FIM], Fundos de Investimento de Renda Fixa [FI RF], Fundos de Investimento Imobiliário [FII], Fundos de investimento no exterior [EXT], Fundos Cambiais e Fundos de gestão passiva ou ETFs), podemos analisar em quais tipos de fundos ocorreram as maiores variações.

Figura 15 - Variação de PL por tipo de fundo, 2015-17



A maior variação percentual de 2015 para 2016 ocorreu nos fundos de gestão passiva (ETFs), que aumentaram em quase 40% seu PL, porém representam menos de 1% do patrimônio total do mercado. Em segundo lugar, temos os fundos de previdência (25,29%) e depois os fundos de renda fixa (19,77%). A alta nos fundos de previdência pode ser explicada pela intensificação das discussões voltadas para a Reforma da Previdência, que se fazia necessária por questões fiscais e inevitavelmente traria cortes ao sistema previdenciário em funcionamento até então. Buscando se precaver contra uma falta de renda futura, os indivíduos investiram em previdência privada. Já a alta nos fundos de renda fixa pode ser explicada pela mudança nas condições macroeconômicas no Brasil. É importante lembrar que o país passou por severa turbulência política e crise econômica entre 2015 e 2016. Com o cenário de instabilidade política e econômica, o apetite do investidor por ativos de

baixo risco em relação aos de alto risco aumenta e os fundos de renda fixa tenderão a ter uma captação líquida maior que a média.

De 2016 para 2017, a maior variação continua sendo nos ETFs (84,05%) que, no entanto, continuam a representar menos de 1% da indústria total. Em segundo lugar, temos os Fundos de Investimento em Ações (FIAs) com um crescimento de 39,83% e, em terceiro, os Fundos de Investimento Multimercado (FIMs), que alcançaram a marca de 32,39%. É interessante notar que a mudança no perfil dos fundos que registraram os maiores incrementos está diretamente ligada à mudança nas condições macroeconômicas do país. Em 2017, as tensões políticas diminuíram, a taxa SELIC caiu de 13,75% no início do ano para 7,00% no final do ano e uma agenda de reformas vistas como necessárias foi incorporada à pauta do governo. Com isso, a remuneração dos títulos de renda fixa, na média, caiu e os investidores passaram a ter que aceitar um nível maior de risco para obterem retorno semelhante ao passado. Este aumento de risco se materializou em um grande acréscimo de patrimônio nos FIAs, que são fundos que devem possuir pelo menos 2/3 da sua carteira investida em ações, e nos FIMs, que usualmente possuem exposição à operações de juros, câmbio, *commodities* e até ao mercado de ações.

Figura 16 - Evolução histórica taxa SELIC, 2000-2020 (em %)

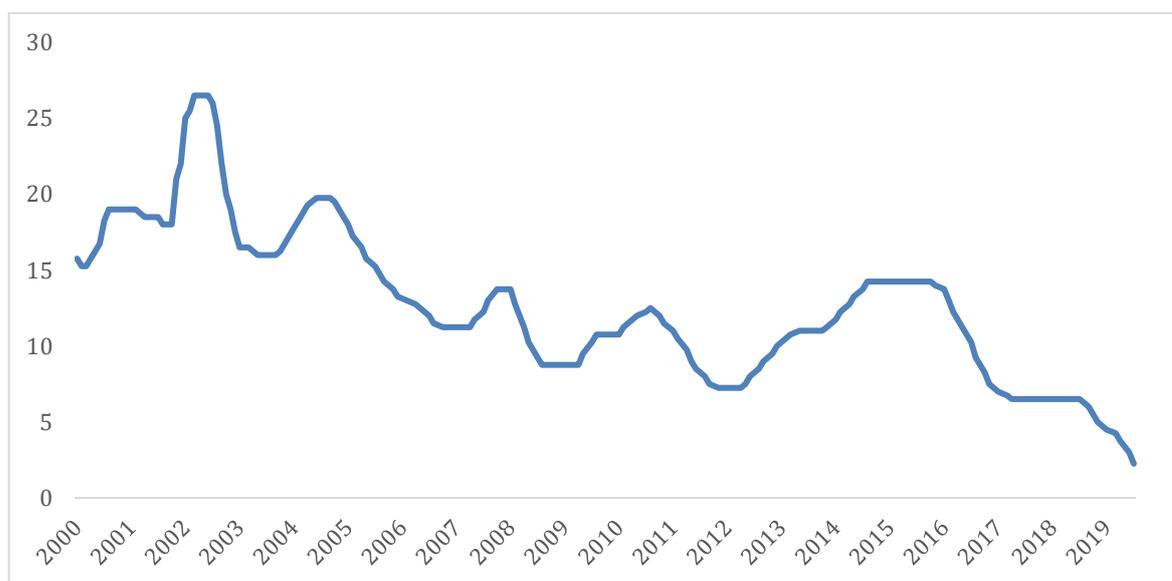
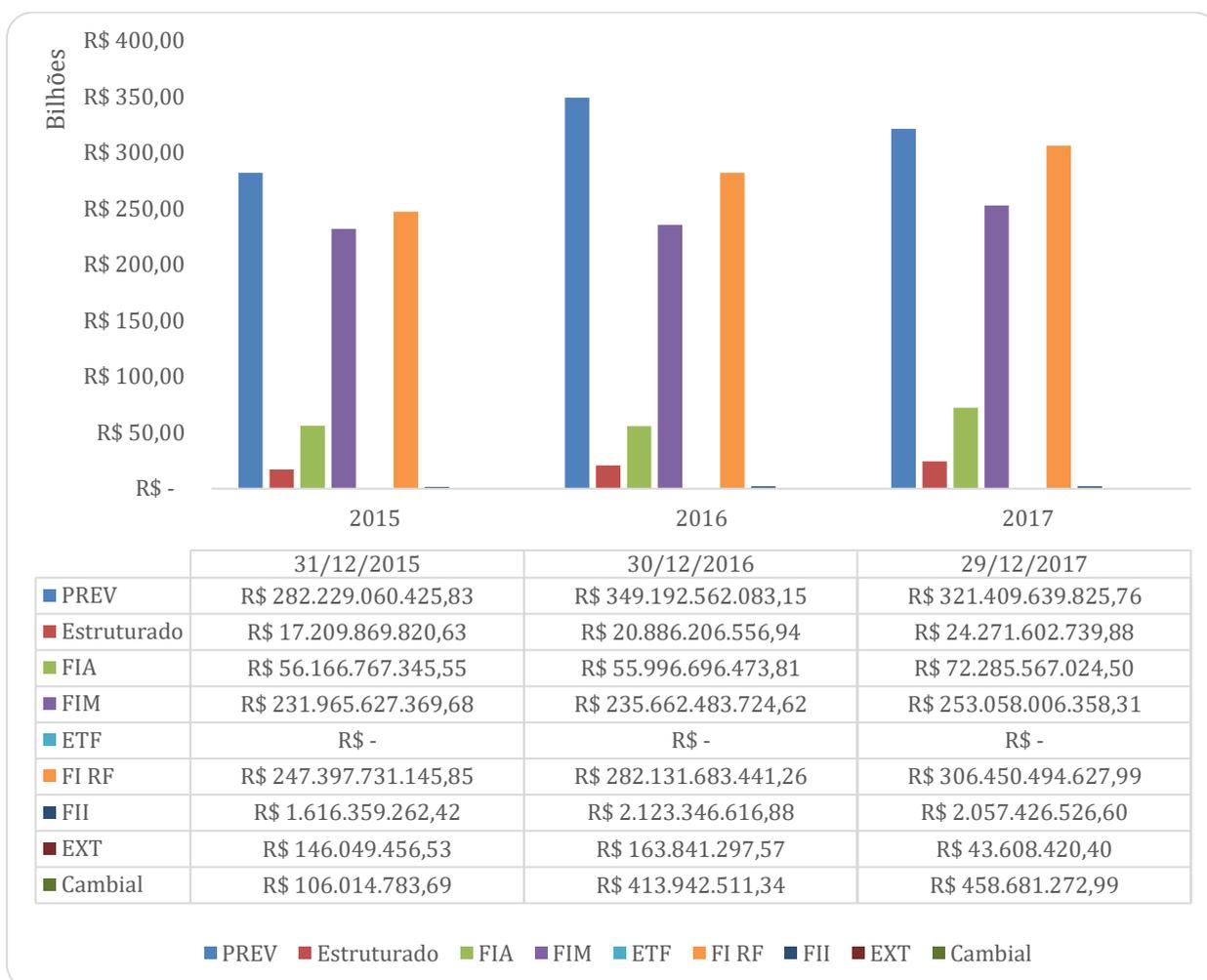


Figura 17 - Variação de PL por tipo de fundo exclusivo, 2015-17



Fazendo o mesmo corte para os fundos exclusivos, observa-se que a maior variação de 2015 para 2016 foi nos fundos cambiais (290,46%). Apesar de representarem menos de 1% do mercado total, este é um movimento interessante pois sinaliza que os gestores destes fundos estavam se antecipando a um momento de estresse no mercado, cenário onde usualmente os fundos cambiais tendem a ter retornos acima da média. Em segundo lugar temos um aumento de 31,37% nos fundos de investimentos imobiliários (FIIs), seguido de um incremento de 23,73% em fundos de previdência, 21,36% em fundos estruturados e 14,04% em fundos de renda fixa.

O aumento nos FIs e em fundos estruturados é reflexo da política de investimentos com o olhar de longuíssimo prazo apoiada na noção de grande diversificação da carteira. A variação nos fundos de previdência exclusivos foi em linha com o observado no mercado geral e foi menor no caso dos fundos de renda fixa. De 2016 para 2017, período com um crescimento de apenas 3,54% no patrimônio de fundos exclusivos, houve retração de -7,96% no PL de fundos de previdência, acompanhado de um aumento de 29,09% nos FIAs e 16,21% em fundos estruturados. O aumento registrado nos FIMs foi de 7,38%, número bem menor do que o observado ao olharmos os fundos em geral. É interessante mencionar que parte do aumento nos fundos abertos a mercado pode ser atribuído aos fundos exclusivos. Este seria o caso, por exemplo, de um fundo exclusivo de cotas. Neste caso, o fundo exclusivo comprará cotas de outro fundo e é comum que os aportes sejam realizados nos veículos abertos a mercado com uma negociação de rebate de taxas do fundo investido em paralelo para obtenção de benefícios para o cliente.

Ao longo dos anos de 2018-19, houve consecutivas quebras de mínimas históricas da taxa SELIC até o patamar de 4,5%, combinado com a eleição de um candidato pró-mercado no final de 2018, resultando em um apetite ainda maior por parte investidor brasileiro por ativos de risco.

Por fim, em meados de fevereiro de 2020, com o avanço do COVID-19 no mundo, tivemos sinais de que uma crise poderia vir. Em março/2020, ela chegou e a representatividade do patrimônio líquido dos fundos exclusivos em relação ao total subiu consideravelmente. Há duas possíveis razões para tal:

- 1- Os fundos exclusivos, na média, performaram melhor durante este período e por isso não sofreram tanto com a crise quanto os fundos abertos à mercado;
- 2- Os fundos exclusivos apresentaram captação líquida superior aos fundos de mercado.

*Tabela 2 - Rentabilidade mensal média em Abril/2020 por tipo de fundo: Exclusivos vs. Não exclusivos*

<b>30/04/2020</b>		
<b>Estratégia</b>	<b>Tipo de Investidor</b>	<b>Rentabilidade mês</b>
<b>FIA</b>	Exclusivo	11,1%
	Não Exclusivo	11,7%
<b>FIM</b>	Exclusivo	2,0%
	Não Exclusivo	3,4%
<b>FI RF</b>	Exclusivo	0,3%
	Não Exclusivo	0,6%
<b>PREV</b>	Exclusivo	1,9%
	Não Exclusivo	2,4%
<b>EXT</b>	Exclusivo	4,0%
	Não Exclusivo	2,7%
<b>Cambial</b>	Exclusivo	4,8%
	Não Exclusivo	4,6%
<b>ETF</b>	Exclusivo	-
	Não Exclusivo	8,3%
<b>Estruturado</b>	Exclusivo	-1,6%
	Não Exclusivo	2,3%
<b>FII</b>	Exclusivo	-1,0%
	Não Exclusivo	-1,0%

Os fundos foram divididos em dois grupos: Exclusivos e Não Exclusivos (que são todos os fundos que não são exclusivos). Vale mencionar que não há nenhum fundo que se enquadre na categoria de “ETF Exclusivos”. Analisando os dados acima, vemos que as rentabilidades dos dois grupos são parecidas, logo muito provavelmente o que diferencia os dois segmentos é a captação líquida dos fundos. A assessoria prestada ao cliente parece aqui fazer diferença, visto que épocas de crise são momentos onde oportunidades de investimento aparecem e o movimento intuitivo do investidor leigo é pedir resgate da sua posição. Vale ressaltar que as performances de fundos exclusivos expostas acima não necessariamente serão as performances das carteiras dos clientes, dado que nem sempre a carteira do cliente será composta por somente um fundo exclusivo. Podemos, por exemplo, mais de um fundo constituído para um único cliente.

O último aspecto a ser analisado é a decomposição geográfica dos clientes private do mercado brasileiro. Para isso, utilizaremos os dados de estatística private de 04/2020 disponíveis no site da ANBIMA.

*Tabela 3 - Decomposição do volume financeiro do mercado Private brasileiro por localização geográfica*

<b>Estado/Região</b>	<b>%</b>
São Paulo	58,6%
<i>Grande São Paulo</i>	<i>50,5%</i>
<i>Interior</i>	<i>8,1%</i>
Rio de Janeiro	13,8%
Sul	13,6%
Minas Gerais	5,4%
Nordeste	4,9%
Centro-Oeste	2,5%
Norte	0,6%
Espírito Santo	0,6%

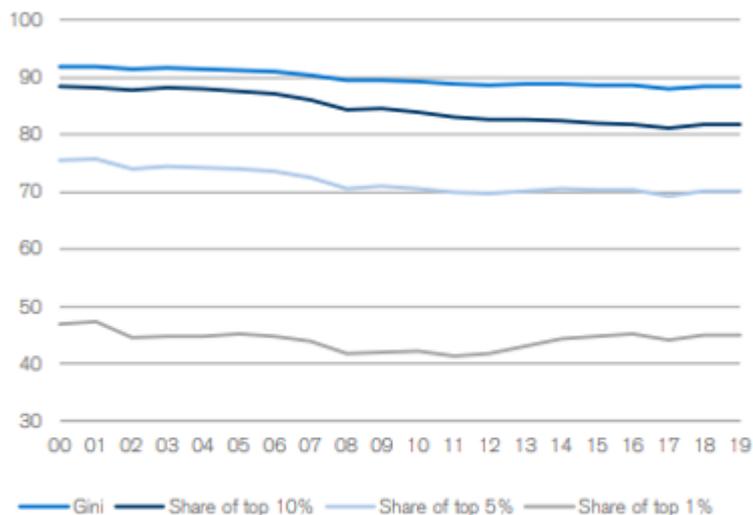
O estado de São Paulo, como esperado, concentra mais de metade do volume financeiro do mercado Private no Brasil, sendo que a capital paulista por si só já atinge esse patamar. Em segundo lugar, temos o Rio de Janeiro com 13,8% seguido pela Região Sul (13,6%), Minas Gerais (5,4%), Nordeste (4,9%), Centro-Oeste (2,5%) e por último a Região Norte empatada com o estado do Espírito Santo (0,6%). Vemos que existe alta concentração na Região Sudeste (78,4%), algo que é esperado dado que é o maior eixo econômico do Brasil.

## Análise mercado Offshore

Primeiro, é relevante entendermos a evolução do patrimônio das famílias mais ricas do mundo ao longo das duas últimas décadas, época marcada pelo crescimento acentuado do número de Family Offices.

Desde 2000, o coeficiente de Gini, que é um indicador do nível de desigualdade na sociedade (quanto maior o coeficiente, maior a desigualdade), contraiu levemente. Seguindo esta mesma tendência de diminuição da desigualdade, a parcela da riqueza pertencente aos 10% mais ricos diminuiu quase 9p.p. e aquela referente aos 5% mais ricos diminuiu pouco mais que 5p.p.. Ao olharmos apenas para o 1% mais rico do mundo, observa-se muito pouca variação nestes 20 anos.

*Figura 18 - Desigualdade da riqueza mundial, 2000-19*



Source: James Davies, Rodrigo Lluberas and Anthony Shorrocks,  
Global wealth databook 2019

Assim como no Brasil, houve expressivo crescimento no número de milionários em dólares ao redor do mundo. Ao compararmos os anos de 2010 e 2019, registrou-se aumento médio de 237% dentre os 25 países com maior número de milionários em dólares em 2019. Vale o destaque à China, que registrou um aumento de 11.602% neste período.

Pode-se argumentar que a combinação do aumento expressivo no número de milionários com a pouca alteração no cenário de concentração de renda dentre os indivíduos mais ricos do mundo resultou em um aumento significativo da demanda pelos serviços prestados por Family Offices.

Vale destacar dois pontos:

- 1- O aumento do número de milionários em dólares não se deu de forma gradativa. O gráfico abaixo ilustra que nos anos de 2003-04, 2006-07, 2013 e 2017 (principalmente este último) foram registradas variações bem maiores que as demais.

*Figura 19 - Variação no número de milionários em US\$ por região, 2000-19 (milhões)*



Source: James Davies, Rodrigo Lluberias and Anthony Shorrocks, Global wealth databook 2019

- 2- A variação da América do Norte somada à da Europa, até antes da crise de 2007-08, representava praticamente 80% da mundial. Vale a menção de que entre 2001 e 2008 houve grande apreciação cambial do Euro frente ao dólar. A partir da crise, a variação líquida de Europeus pertencentes à este seletto grupo é muito baixa – algo próximo a 1% do aumento no mundo. Estima-se que desde 2007, 50% dos novos milionários em dólar residem na América do Norte, 25% na China e 10% em mercados emergentes.

Diante deste cenário, os Family Offices se concretizaram como uma opção muito interessante para as famílias com alto patrimônio que visavam não só uma assessoria de investimentos especializada com a montagem de estruturas fiscalmente inteligentes, como também assistência no planejamento sucessório, auxílio na coordenação de ações filantrópicas e na educação financeira familiar.

É interessante notar que há evidências de que este processo ainda está em andamento. Segundo artigo da Campden Family Business de Julho de 2019, registrou-se crescimento de 44% no número de Family Offices de 2017 a 2019 na região asiática, com países se estabelecendo como verdadeiros centros para FOs por meio da oferta de incentivos fiscais e regulatórios aliados a um governo estável e políticas favoráveis de imigração (pode-se citar Cingapura e Hong Kong como exemplos). Este processo não se limitou à Ásia, sendo observado crescimento de 41% na América do Norte e 50% na América do Sul, África e Oriente Médio.

Tabela 4 - Decomposição da variação no número de milionários em US\$, 2000-19

	Number of millionaires (thousands)		Percentage change in the number of millionaires due to change in...		
	2010	2019	Average wealth level	Population	Distribution shape
United States	7,440	18,614	70.5	22.5	7.0
China	38	4,447	75.4	9.6	15.0
Japan	1,990	3,025	87.5	9.1	3.4
United Kingdom	750	2,460	86.8	13.6	-0.4
Germany	618	2,187	95.7	4.7	-0.5
France	428	2,071	93.8	8.1	-1.9
Italy	424	1,496	80.6	4.5	14.9
Canada	274	1,322	86.3	17.6	-3.9
Australia	108	1,180	79.7	15.9	4.4
Spain	172	979	83.2	9.9	6.9
Netherlands	185	832	73.8	7.3	18.9
Switzerland	177	810	81.1	15.9	3.0
India	34	759	74.4	17.8	7.8
Korea	78	741	83.6	12.3	4.1
Taiwan (Chinese Taipei)	164	528	74.2	21.1	4.8
Hong Kong SAR	104	516	87.6	14.8	-2.4
Sweden	55	374	86.7	8.6	4.7
Austria	78	313	78.3	9.6	12.2
Belgium	72	279	91.6	10.2	-1.9
Brazil	36	259	73.3	20.9	5.7
Russia	14	246	98.3	2.0	-0.3
Denmark	52	237	94.5	7.1	-1.6
Singapore	35	207	68.1	29.6	2.3
New Zealand	16	185	83.9	13.7	2.4
Mexico	78	173	62.8	52.7	-15.5
All countries	13,883	46,792	78.3	15.7	6.0

Source: James Davies, Rodrigo Liúberas and Anthony Shorrocks, Global wealth databook 2019

Algo que deve ser ressaltado é que a tabela acima explica esta variação de indivíduos de alta renda com três fatores: nível médio de riqueza (*Average Wealth Level*), crescimento populacional (*Population*) e nível de desigualdade (*Distribution Shape*). O nível médio de riqueza é definido como o valor de mercado dos ativos financeiros somado com os não financeiros (principalmente casas/apartamentos e terrenos) menos os débitos. A hipótese é de que, quanto maior a riqueza média, maior será o número de milionários.

Os resultados mostram que a principal causa para o aumento do número de milionários em dólares ao redor do mundo é o aumento na riqueza média, responsável por explicar dois terços ou mais em praticamente todos os países da tabela. Na média,

a expansão do nível médio de riqueza foi responsável por 78% do incremento observado, o aumento da população respondeu por 16% e a piora na desigualdade, 6%.

Vale ressaltar que é inesperada essa baixa participação do nível de desigualdade na variação do número de milionários em US\$. A razão disso é a seguinte: se o nível de riqueza de todos os indivíduos do país dobrar, o nível de desigualdade permanecerá o mesmo. No entanto, o número de milionários em US\$ aumentará drasticamente pois todos aqueles que antes detinham uma riqueza de USD 500.000,00 passarão a ser milionários.

Cabe comentar o caso do México, onde tivemos uma diminuição da concentração de renda nas mãos dos 10% mais ricos da ordem de 3,9p.p. de 2000 a 2019. Por isso, a tabela mostra que o nível de desigualdade no país atuou diminuindo a variação do número de milionários em dólares. Enquanto isso, do outro lado temos China, Itália e Holanda, onde observou-se um incremento médio de 7,3p.p. nos 10% mais ricos da sociedade, justificando o incremento no número de milionários em US\$ causado pelo nível de desigualdade.

### **Resposta: quais são os principais drivers deste mercado?**

Ao longo do estudo, foram expostas diversas razões para a expansão do mercado de Family Offices no Brasil e no mundo. Pode-se dizer que o aumento do número de milionários em dólares ao redor do mundo é um fator particularmente relevante ao tratarmos do crescimento dos Family Offices. Afinal, estes serão os responsáveis por demandar os serviços do setor, por isso afetam diretamente o quanto será ofertado no mercado. Naturalmente, quanto maior a demanda (ou seja, quanto mais milionários em US\$), maior será o incentivo para que sejam criados Family Offices ou para que os já existentes passem a atender mais famílias.

No mercado brasileiro, os números levantados apontam para esta hipótese. Entre 2010 e 2020, enquanto houve uma retração de aproximadamente 15% no PIB dolarizado, registrou-se crescimento de 619% no número de milionários em US\$ e de 210% no número de fundos exclusivos. Certamente temos que considerar também o cenário de diminuição de taxas de juros locais e da inflação, que serviu como incentivo para que o brasileiro se interessasse em investir melhor já que derrubou as taxas de rentabilidade dos títulos soberanos. Até então, não havia necessidade nem incentivo para que se investisse no mercado de ações, já que incorria num risco muito maior e em um potencial de retorno que, quando comparado com os retornos dos títulos de renda fixa soberana, não justificavam a adoção de tal risco.

Nos mercados internacionais, observou-se a mesma tendência do aumento no número de Family Offices estar em linha com um aumento do número de milionários em US\$, reforçando a hipótese. O diferencial nesta análise foi a exploração dos motivos por trás deste aumento dos milionários, onde se constatou que a maior parte (78%) pode ser explicada pelo aumento da riqueza média no mundo. É um ponto relevante pois quebra a noção de que desigualdade é o principal motivo por trás deste incremento.

### **Questionamentos/perspectivas que apareceram com o decorrer do estudo**

É interessante notar que a variação no número de milionários em dólares não parece ter correlação positiva com o PIB do país dolarizado, algo que era de se esperar dado que um aumento no PIB significa um aumento da soma das riquezas dentro do país.

Além disso, é interessante pensarmos que, segundo dados analisados dos estudos do Credit Suisse trazidos aqui, um aumento populacional corrobora com o aumento do número de milionários num país. Intuitivamente, pensaríamos que o aumento da população iria diluir mais a riqueza do país e portanto diminuiria o número de milionários em dólares.

### **Estudos futuros**

Um tema interessante de estudo futuro seria procurar uma correlação entre o PIB per capita dolarizado dos países e o número de milionários em US\$, número de fundos exclusivos no mercado e de Family Offices.

## **Conclusão**

O propósito do trabalho era discorrer sobre as principais atribuições dos Family Offices e analisar possíveis motivos para o aumento súbito do número de instituições deste tipo no mercado brasileiro e no restante do mundo.

Para isso, primeiramente foram comentados os principais tipos de estrutura montados pelos Family Offices para seus clientes, tanto no mercado brasileiro como nos mercados internacionais. Como já comentado anteriormente, é papel do FO analisar as preferências e demandas dos clientes para escolher adequadamente o tipo de estrutura que será montada. Deve-se ter como objetivo proporcionar ao cliente o maior benefício fiscal possível dentro das condições estabelecidas de necessidade liquidez e perfil de investidor.

Em seguida, foram levantadas algumas particularidades inerentes a este segmento. Comentou-se sobre as novidades de alocação trazidas pelos Family Offices, que foram pioneiros na tendência de investimentos de impacto através da análise de critérios ESG e dedicaram boa porção das carteiras em investimentos alternativos. Logo depois discorreu-se sobre as similaridades dos FOs e dos Fundos Patrimoniais, onde existe alinhamento da visão de longuíssimo prazo e da alta diversificação de carteiras. Um ponto interessante é que os dados analisados mostram que, no caso dos Fundos Patrimoniais, mercado onde se tem melhor acesso a dados, os retornos daqueles que investiram de maneira mais diversificada se mostraram mais robustos ao longo do tempo, algo que vai em linha com a teoria moderna do portfólio de Harry Markowitz.

Para a análise do mercado brasileiro foram expostos dados da ANBIMA, do Banco Central do Brasil e de outros estudos que confirmaram não só o grande incremento de Family Offices nas últimas duas décadas como também sugerem a existência de uma correlação positiva entre o número de milionários em US\$ no Brasil, o número de FOs e o número de fundos exclusivos dentro do mercado brasileiro. Em seguida, foram analisadas as principais variações por tipo de fundo ao longo dos anos,

relacionando-as com o andamento de alguns importantes indicadores econômicos. Vimos, também, que há muitas semelhanças entre o mercado de fundos exclusivos e o de fundos para investidores em geral no que tange à rentabilidade durante o mês de Abril/2020, quando estávamos em plena crise do Coronavírus. Houve aumento significativo de patrimônio líquido dos fundos exclusivos que pode ser explicado por uma captação líquida maior dentro deste tipo de fundo. Por último, foi analisada a decomposição geográfica do mercado private brasileiro e constatou-se que a Região Sudeste, principal eixo econômico do país, concentra mais de 75% do volume financeiro.

Tratando do mercado Offshore, foram explorados principalmente relatórios do UBS e do Credit Suisse, dois bancos com ampla experiência e reputação dentro do setor de gestão de fortunas, junto com estudos do Campden Research, empresa que é responsável por confeccionar o *Global Family Office Report* junto ao UBS. Foram revelados padrões semelhantes aos encontrados no mercado Onshore com um adicional: a decomposição do aumento do número de milionários em US\$. Observou-se que 78% do incremento observado é explicado pelo aumento da riqueza média no mundo e o restante pelo aumento da população (16%) e piora na desigualdade (6%).

### **Referências Bibliográficas**

“Global Family Office Report 2019.” *GFO Reports*, [www.ubs.com/global/en/wealth-management/uhnw/global-family-office-report/global-family-office-report-2019.html](http://www.ubs.com/global/en/wealth-management/uhnw/global-family-office-report/global-family-office-report-2019.html).

“Global Wealth Report.” *Credit Suisse*, [www.credit-suisse.com/about-us/en/reports-research/global-wealth-report.html](http://www.credit-suisse.com/about-us/en/reports-research/global-wealth-report.html).

Guimar, Fernanda. “Fundos De Investimento Têm Pior Captação Desde 2008.” *EXAME*, EXAME, 7 Jan. 2015, [exame.abril.com.br/mercados/fundos-de-investimento-tem-pior-captacao-desde-2008/](http://exame.abril.com.br/mercados/fundos-de-investimento-tem-pior-captacao-desde-2008/).

“The Salvation Army.” The GIIN, [thegiin.org/the-salvation-army](http://thegiin.org/the-salvation-army).

“Publicações Carta Turim - 32ª carta Turim.” Turim Family Office & Investment Management, [www.turimbr.com/publicacoes/carta-turim/](http://www.turimbr.com/publicacoes/carta-turim/).

Apresentação Estruturas Offshore disponibilizada pela Turim Family Office & Investment Management

“Crain Communications, Inc.” Pensions & Investments - The International Newspaper of Money Management, [www.pionline.com/section/endowments](http://www.pionline.com/section/endowments).

Gomes, Clara Lins. “What Family Offices Can Learn from Endowments.” INEO, INEO, 24 Oct. 2018, [ineo.fo/en/expertise/1471/what-family-offices-can-learn-from-endowments/](http://ineo.fo/en/expertise/1471/what-family-offices-can-learn-from-endowments/).

Keuren, DJ Van, and Family Office. “How Family Offices Can Benefit from Investing like the Harvard and Yale Endowment Funds.” *LinkedIn*, [www.linkedin.com/pulse/how-family-offices-can-benefit-from-investing-like-dj-van-keuren](http://www.linkedin.com/pulse/how-family-offices-can-benefit-from-investing-like-dj-van-keuren).

Mosquera, Roberto Quiroga., et al. *O Direito tributário e o Mercado Financeiro e De Capitais*. Dialética, 2009.

“Brasil PIB, Dólares Correntes - Dados, Gráfico.” TheGlobalEconomy.com, [pt.theglobaleconomy.com/Brazil/GDP\\_current\\_USD/](http://pt.theglobaleconomy.com/Brazil/GDP_current_USD/).

Douglas. “Family Office Report Brasil 2019.” INEO, INEO, 29 Jan. 2020, [ineo.fo/pt/family-office-report-brasil-2019/#sumario](http://ineo.fo/pt/family-office-report-brasil-2019/#sumario).

Beech, J. (2019, July 18). Global family office growth soars manages \$5.9 trillion. Retrieved June 02, 2020, from <http://www.campdenfb.com/article/global-family-office-growth-soars-manages-59-trillion>

ANBIMA. Valores Diários por Status [banco de dados]. Dados Brutos Não Publicados

ANBIMA. Estatística de Private – Abril/2020.

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

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Investimentos diretos no exterior (IDE).

[https://www.bcb.gov.br/estatisticas/investimento\\_estrangeiro\\_direto](https://www.bcb.gov.br/estatisticas/investimento_estrangeiro_direto)