

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS
CAMPUS SOROCABA
CENTRO DE CIÊNCIAS EM GESTÃO E TECNOLOGIA
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

GIULIA MATEUS DE SOUZA

FUNDOS OFFSHORE NO BRASIL: UMA ANÁLISE ENTRE 2006 E 2023

Sorocaba

2024

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS
CAMPUS SOROCABA
CENTRO DE CIÊNCIAS EM GESTÃO E TECNOLOGIA
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

GIULIA MATEUS DE SOUZA

FUNDOS OFFSHORE NO BRASIL: UMA ANÁLISE ENTRE 2006 E 2023

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Centro de Ciências em Gestão e Tecnologia da Universidade Federal de São Carlos, *campus* Sorocaba, para obtenção do título/grau de bacharel em Ciências Econômicas. Orientação: Prof.^a Dr.^a Aniela Fagundes Carrara

Sorocaba

2024

Giulia Mateus, Souza

Fundos offshore no Brasil: : Uma análise entre 2006 e 2023 / Souza Giulia Mateus -- 2024.
49f.

TCC (Graduação) - Universidade Federal de São Carlos,
campus Sorocaba, Sorocaba

Orientador (a): Aniela Fagundes Carrara

Banca Examinadora: Mariusa Momenti Pitelli, Alexandre
Lopes Gomes

Bibliografia

1. Offshore. 2. Fundos. 3. Investimentos. I. Giulia
Mateus, Souza. II. Título.

Ficha catalográfica desenvolvida pela Secretaria Geral de Informática
(SIn)

DADOS FORNECIDOS PELO AUTOR

Bibliotecário responsável: Maria Aparecida de Lourdes Mariano -
CRB/8 6979

Giulia Mateus de Souza

FUNDOS OFFSHORE NO BRASIL: UMA ANÁLISE ENTRE 2006 E 2023

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Centro de Ciências em Gestão e Tecnologia da Universidade Federal de São Carlos, *campus* Sorocaba, para obtenção do título/grau de bacharel em Ciências Econômicas.
Universidade Federal de São Carlos.

Sorocaba, 05 de setembro de 2024

Documento assinado digitalmente
gov.br ANIELA FAGUNDES CARRARA
Data: 05/09/2024 12:29:41-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dra. Aniela Fagundes Carrara
Orientador(a)

Documento assinado digitalmente
gov.br MARIUSA MOMENTI PITELLI
Data: 05/09/2024 13:37:41-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dra. Mariusa Momenti Pitelli
Examinador(a)

Documento assinado digitalmente
gov.br ALEXANDRE LOPES GOMES
Data: 05/09/2024 16:46:11-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Alexandre Lopes Gomes
Examinador(a)

DEDICATÓRIA

Aos meus pais, Leandro e Lucélia, meus maiores incentivadores e apoiadores desde que me entendo por gente.

AGRADECIMENTO

Em primeiro lugar, agradeço a Deus por ter me sustentado durante todo o processo de escrita deste estudo com graça e coragem.

Agradeço à minha orientadora, a Professora Doutora Aniela Carrara Fagundes, pelo apoio, dedicação e compreensão que excederam todas as minhas expectativas como aluna. Sua experiência e sugestões trouxeram riqueza para este trabalho e sua orientação tornou agradável cada etapa do processo.

Em sequência, agradeço aos meus pais, ao meu irmão e ao meu namorado, pelo suporte e apoio ao longo não só da escrita deste trabalho, mas de toda a minha jornada acadêmica. Graças a vocês, em nenhum momento deste processo eu me senti só.

Por fim, agradeço à Universidade Federal de São Carlos e a todos os professores do curso de Economia do campus Sorocaba, por me proporcionarem educação de qualidade num ambiente acolhedor. Seus ensinamentos impulsionaram meus passos tanto pessoais quanto profissionais.

Há esforço de muitas mãos neste trabalho e cada uma das partes citadas contribuiu para que esta monografia pudesse ser concluída. Muito obrigada.

RESUMO

SOUZA, Giulia Mateus. *Fundos offshore no Brasil: Uma análise entre 2006 e 2023*. 2024. 00 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) – Centro de Ciências em Gestão e Tecnologia, Universidade Federal de São Carlos, Sorocaba, ano.

Considerando a relevância dos investimentos pessoais no Brasil, o presente estudo tem como objetivo abordar o cenário dos fundos offshore no Brasil entre 2006 e 2023, com vistas a levantar informações econômicas sobre este tipo de investimento e entender a quantidade de patrimônio líquido que estes movimentam e a possível relação que tem com o cenário macroeconômico do país, usando para isso um comparativo com os fundos de renda fixa, que são amplamente tradicionais no Brasil. A metodologia utilizada foi a análise descritiva de dados, com uso de medidas estatísticas e testes de estacionariedade para entender o comportamento das séries temporais de patrimônio líquido analisadas. Os resultados sugerem que os fundos *offshore* têm dinâmicas distintas dos fundos de renda fixa, uma vez que os fundos *offshore* parecem carregar um efeito de aleatoriedade maior na movimentação de seu patrimônio líquido.

Palavras-chave: *Offshore*; Fundos; Investimentos

ABSTRACT

Considering the significance of personal investments in Brazil, this study aims to examine the landscape of offshore funds in Brazil between 2006 and 2023, with the objective of gathering economic data on this type of investment and understanding the amount of net assets they manage, as well as the possible relationship with the country's macroeconomic environment. To achieve this, a comparison with fixed-income funds, which are widely traditional in Brazil, was employed. The methodology used was descriptive data analysis, incorporating statistical measures and stationarity tests to understand the behavior of the analyzed net asset time series. The results suggest that offshore funds exhibit distinct dynamics compared to fixed-income funds, as offshore funds appear to carry a higher degree of randomness in the movement of their net assets.

Keywords: *Offshore*. Funds. Investment.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Decomposição do patrimônio líquido real dos fundos de renda fixa	40
Figura 2 – Decomposição do patrimônio líquido real dos fundos offshore.....	41
Figura 3 – FAC do patrimônio líquido real dos fundos de renda fixa	42
Figura 4 – FAC do patrimônio líquido real dos fundos offshore.....	43

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Número de contas Fundos Offshore x Fundos Renda Fixa (2006-2023).....	23
Gráfico 2 – Número de Fundos Offshore x Renda Fixa x Total (2006-2023)	25
Gráfico 3 -Patrimônio Líquido real dos Fundos de Renda Fixa e dos Fundos Offshore (R\$ mil) x Histórico da Taxa Selic.....	27

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Revisão de literatura sobre fundos <i>offshore</i>	33
Quadro 2 - Variáveis utilizadas.....	38

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Evolução do número de fundos por classe (2012 - 2022)	19
Tabela 2 - Diferenças entre a ICVM 409 e a ICM 555	26
Tabela 3 - Testes de Estacionariedade.....	43

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2- MERCADO DE CAPITAIS E OS FUNDOS <i>OFFSHORES</i>	13
2.1 - Mercado de capitais brasileiro	13
2.2 - Fundos de investimentos.....	15
2.3 - Fundos <i>offshore</i> : definição e características	20
2.4 – Panorama sobre os Fundos Offshore	22
3 - REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	33
4 – METODOLOGIA E DADOS	37
4.1 – Metodologia	37
4.2 – Dados utilizados.....	38
5 – RESULTADOS E DISCUSSÕES	40
5.1 – Análise da decomposição das séries	40
5.2 – Análise da estacionariedade das séries.....	42
CONCLUSÃO	45
REFERÊNCIAS.....	47

1 INTRODUÇÃO

As pautas atreladas aos investimentos podem ser estudadas em várias áreas do conhecimento e em diversas perspectivas, diferenciando-se, principalmente, pelo tipo de produto analisado. De acordo com dados da B3 (2023), o número de investidores individuais no Brasil subiu de 3,2 milhões em junho de 2020 para 6,2 milhões no mesmo período de 2023. Portanto, considerando o aumento do interesse do brasileiro em investir, faz-se relevante os estudos que abordem alguma modalidade de investimento.

Dentre as diversas possibilidades de investimentos, estão os fundos *offshore*, que são um tipo de investimento em que os rendimentos de capital são aplicados no exterior, muitas das vezes nos chamados “paraísos fiscais”. Segundo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais - Anbima (2023), no Brasil, os fundos *offshore* representam 1% da quantidade de fundos geridos e 0,6% do patrimônio líquido total da indústria de fundos no país. Além disso, de acordo com o Boletim de Fundos divulgado pela Anbima em setembro de 2023, entre os fechamentos dos anos de 2012 e 2022 houve uma redução de 72% no patrimônio líquido (PL) do tipo de fundo referido.

Considerando a lacuna de trabalhos focados na análise econômica de tal tipo de fundo, uma vez que no Brasil, os estudos são em sua maioria direcionados para a vertente jurídica do tema, como o de Castro (2022), o presente estudo tem como objetivo abordar o cenário dos fundos *offshore* no Brasil entre 2006 e 2023, com vistas a levantar informações econômicas sobre este tipo de investimento e entender a quantidade de patrimônio líquido que estes movimentam e a possível relação que tem com o cenário macroeconômico do país, usando para isso um comparativo com os fundos de renda fixa, que são amplamente tradicionais no Brasil. Como objetivos específicos, será realizada uma revisão sobre o mercado de capitais com foco nos fundos *offshores*, bem como a construção de um compilado de estudos sobre o tema, de modo a entender como este tipo de fundo tem sido estudado no Brasil e em outros países.

Para tanto será utilizada a análise descritiva de dados e como hipótese inicial, tem-se que os fundos *offshore* apresentam comportamento distinto dos fundos de renda fixa, pois ambos apresentam riscos atrelados consideravelmente diferentes entre si.

Logo, de modo a executar a pesquisa, o presente trabalho está dividido em mais cinco capítulos além desta introdução. O capítulo dois apresenta o mercado de capitais e os fundos *offshore*, o capítulo três expõe uma revisão bibliográfica sobre os estudos mais recentes

acerca do tema, o capítulo de número quatro corresponde à metodologia, o capítulo cinco traz os resultados analisados e, por fim, o sexto capítulo aborda as considerações finais.

2- MERCADO DE CAPITAIS E OS FUNDOS *OFFSHORES*

Este capítulo apresenta as informações básicas sobre o funcionamento do mercado de capitais, onde inúmeros tipos de produtos de investimento são negociados. Como será mostrado, os títulos e valores mobiliários negociados neste mercado, envolvem desde derivados do capital das empresas (ações), até produtos de renda fixa e fundos de investimento.

2.1 - Mercado de capitais brasileiro

Os produtos de investimento, incluindo os fundos *offshore*, estão integrados no mercado de capitais. Com isso, é de suma importância entender as suas características, seu funcionamento e a sua estrutura.

Por definição, de acordo com Assaf Neto (2014), o mercado de capitais assume um papel dos mais relevantes para o desenvolvimento econômico e é caracterizado por ser uma divisão do sistema financeiro, formado por um conjunto de instituições, agentes econômicos e instrumentos legais que são responsáveis por captar recursos financeiros e distribuir valores mobiliários. Isso possibilita a transferência de recursos entre investidores (agentes superavitários) e os tomadores de empréstimo (agentes deficitários). Assim, com os recursos de pessoas físicas, agentes públicos e empresas devidamente mobilizados, pode-se alocá-los eficientemente para o comércio, indústria, governo, consumo e outras atividades econômicas.

Neste ponto, faz-se relevante definir o que são os valores mobiliários. Segundo o artigo 2º da Lei 6385/76, editada pela Medida Provisória 1637, valores mobiliários são “quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”. Em suma, são títulos financeiros que podem ser emitidos tanto por entidades privadas – como instituições financeiras e empresas – tanto por entidades públicas – como o próprio governo. No mercado de capitais brasileiro, os títulos com maior volume de negociação são as ações, debêntures e cotas de fundos de investimento.

Segundo a B3 (2023), o funcionamento do mercado de capitais é dividido em dois segmentos, o mercado primário e o mercado secundário. Quando uma companhia, por exemplo, decide levantar recursos através da emissão de valores mobiliários, ela o faz através do mercado primário, pois ele representa uma nova emissão da empresa em que os títulos são negociados entre ela e os investidores. Quando um investidor subscritor da emissão, no

entanto, deseja se desfazer do ativo comprado anteriormente ao seu vencimento, ele pode fazê-lo através do mercado secundário, local onde os investidores negociam e transferem valores mobiliários entre si, sem a participação da companhia emissora. A principal função do mercado secundário é garantir liquidez aos títulos adquiridos no mercado primário, no momento em que seus detentores buscam modificar suas carteiras ou adapta-las a uma eventual mudança de cenário.

Segundo Ribeiro (2020) o ambiente de negociação do mercado de capitais é regulado pela Comissão de valores mobiliários (CVM), criada em 07 de dezembro de 1976 pela Lei nº 6.385, esta é responsável por fiscalizar, desenvolver e disciplinar o mercado de valores mobiliários no Brasil. regulação é pautada em cinco pilares: Interesse público, Confiabilidade, Eficiência do mercado, Competitividade e Mercado livre. Além disso, sua estrutura é composta por alguns outros agentes que garantem a segurança de todas as partes envolvidas nas operações. Dentre estes agentes, pode-se considerar como principais três: a Bolsa de valores (a B3, no caso do Brasil), as sociedades corretoras e distribuidoras e as instituições financeiras.

De acordo com B3 (2023), a Bolsa de valores é um centro de negociações organizado e regulado em que investidores individuais e institucionais podem lançar ordens de compra e venda em ativos financeiros diversos (valores mobiliários). As sociedades corretoras e distribuidoras intermediam diretamente a compra e venda dos títulos mobiliários, visto que disponibilizam consultorias financeiras, plataformas digitais, administração e custódia dos valores mobiliários. Por fim, as instituições financeiras têm seu funcionamento autorizado pelo Banco Central do Brasil e realizam tanto a guarda (custódia) de dinheiro dos seus clientes, quanto transferências de recursos entre agentes captadores e poupadores.

No que tange ao ambiente de bolsa, que dos três citados anteriormente, é o mais popular, desde antes da pandemia da COVID-19, tem-se um aumento na entrada de pessoas físicas na bolsa. Conforme Preece et al. (2023) tal movimento se deve a alguns motivos que envolvem, principalmente, a democratização dos investimentos. A possibilidade de investir através de um celular ou computador pessoal, taxas de corretagem zero, popularização de *influencers* especializados no mercado financeiro e a venda de lotes de ações fracionários foram alguns dos motivos que incentivaram o *boom* de novos investidores no Brasil.

Apesar da relevância do investimento em ações para o mercado de capitais, tal mercado permite a negociação de diversos outros tipos de ativos, segundo Assaf Neto (2014). Dentre as possibilidades estão os *Brazilian Depositary Receipts* (BDRs), as debêntures, os

certificados de depósitos bancários (CDBs), as letras imobiliárias, do agronegócio ou financeiras e os fundos de investimento, sendo esta última possibilidade foco da próxima seção.

2.2 - Fundos de investimentos

Segundo a Anbima (2022), os fundos de investimento são um tipo de investimento coletivo, organizados por instituições financeiras, nos quais é possível comprar uma cota (uma pequena participação) e receber a valorização dela no período em que o investidor está alocado neste produto. Utilizando uma analogia comum ao explicar este tipo de ativo, pode-se pensar na compra de um apartamento em um condomínio (uma cota de um fundo). O apartamento é a menor parte comprável do prédio. Comprando-o, torna-se parte do grupo de moradores do condomínio (cotistas). A criação do fundo se dá através de uma instituição financeira, que define seus objetivos, características e em qual tipo de ativo o fundo alocará os seus recursos.

Para Varga e Wengert (2011), a estrutura organizacional dos fundos de investimento é dividida entre cinco agentes: o distribuidor, o gestor, o custodiante, o auditor, o administrador e os investidores, também conhecidos como cotistas.

O distribuidor segundo Varga e Wengert (2011) é o responsável por cadastrar e identificar o cliente; fornecer termos de adesão, prospectos e regulamentos; informar e esclarecer dúvidas dos clientes sobre quaisquer exigências da CVM; recolher os tributos incidentes nas aplicações, entre outros. O gestor, por sua vez, é uma pessoa natural ou jurídica que administra a carteira de valores mobiliários e aloca os investimentos do fundo, geralmente objetivando atingir um *target*¹ de retorno pré estabelecido. Já a responsabilidade do custodiante é guardar e transferir os valores pertencentes ao fundo, garantindo a sua integridade e segurança. O auditor fiscaliza os documentos e contas do fundo afim de garantir que sua operação esteja sendo realizada conforme o que consta em seu regulamento. Por fim, o administrador é uma pessoa jurídica autorizada pela CVM e que possui como papel alguns serviços relacionados à manutenção e ao funcionamento do fundo, como processamento e controle de transações, resgate de cotas e escrituração das emissões. A contratação das partes citadas acima também é de responsabilidade do administrador.

¹ Referência à alocação de ativos, a fim de atingir níveis de retorno pré-estabelecidos (Bertucci et al, 2006).

De acordo com Assaf Neto (2014), o regimento dos fundos se dá através de um Regulamento que é disponibilizado aos seus participantes juntamente com o seu Prospecto no momento do ingresso. Neles estão estabelecidas as principais regras de funcionamento do produto e suas características, tais como as estratégias de investimento utilizadas, seu risco, o tipo de ativo presente em sua carteira e seus limites mínimo e máximo. As decisões referentes aos fundos de investimento são, de maneira geral, tomadas na Assembleia Geral de cotistas, ambiente em que são divulgadas a política de investimento do fundo e alterações no seu regulamento, além de contratação ou substituição do Administrador e definição da taxa de administração, entre outros. Antes de serem divulgadas, o regulamento e o funcionamento dos fundos devem ser previamente aprovados pela CVM.

Ainda segundo Assaf Neto (2014), há diversas vantagens concebidas ao investir em um fundo de investimento. Primeiramente, sua gestão é especializada e feita profissionalmente, enquanto o investidor, provavelmente, não possui nem os conhecimentos técnicos necessários para a tomada de decisões, nem o tempo disponível para acompanhar o mercado e suas oportunidades. Em segundo lugar, há a possibilidade do fundo alocar seus recursos em diversos mercados, diversificando o investimento e reduzindo seus riscos para um retorno esperado. Há também a vantagem da liquidez, pois a maioria dos fundos dá a possibilidade de saque a qualquer momento ao cotista. Já como desvantagens, pode-se citar o risco de as cotas desvalorizarem, regras de tributação e também suas taxas.

De acordo com a Quantum Finance (2023), todos os fundos cobram a taxa de administração, utilizada para cobrir os custos administrativos da gestão. Em alguns casos, também é necessário arcar com a taxa de performance, cobrada quando o produto supera o seu índice de referência.

No que tange ao público alvo dos fundos, há algumas características e exigências importantes. Para Calderaro (2018), um fundo é denominado exclusivo quando é constituído de forma a receber recursos de apenas um investidor. Sua principal exigência legal, de acordo com o artigo 9-A da instrução CVM 539/13, é que o cotista seja um investidor profissional – pessoas naturais ou jurídicas, que detenham ao menos R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) em investimentos financeiros e que atestem por escrito sua condição de investidor profissional.

Há ainda os fundos abertos e os fechados, para Valezi (2012), os fundos abertos são aqueles em que a emissão de cotas é ilimitada e contínua, ou seja, as cotas podem ser adquiridas e resgatadas a qualquer momento por um preço atrelado aos ativos do produto. Já

nos fundos fechados não são admitidos novos membros ou novos investimentos após um período determinado e não há a possibilidade de resgatar as cotas antes do encerramento do fundo.

Conforme AMBIMA (2022), há diversos tipos de fundos e eles são classificados de acordo com o produto no qual a maior parte do seu patrimônio está alocado. A classificação dos investimentos em três níveis, sendo o primeiro relacionado à classe dos ativos, o segundo aos riscos e o terceiro às estratégias de investimento.

No primeiro nível conforme AMBIMA (2022), pode-se classificar os fundos em quatro tipos: renda fixa, ações, multimercados e cambiais. Os fundos de renda fixa buscam retorno através do investimento em ativos de renda fixa, excluindo quaisquer estratégias com exposição em renda variável. São considerados de ações os fundos que possuem, no mínimo, 67% da sua carteira alocada em ações à vista, certificados de depósito de ações, bônus ou recibos de subscrição, cotas de fundos de ações, BDRs e cotas dos fundos de índice de ações. Os fundos multimercados investem, simultaneamente, em variados tipos de ativos, fazendo com que contem com vários fatores de risco. Por último, os fundos cambiais são aqueles que investem, no mínimo, 80% de seu patrimônio em ativos relacionados, via derivativos, à moeda estrangeira.

No segundo nível, os fundos são classificados de acordo com o tipo de gestão, podendo ser ativa ou passiva. Conforme Borges e Mantelanc (2015), a gestão passiva é caracterizada por imitar o comportamento de algum índice. Em contrapartida, a gestão ativa busca superar o retorno dos índices de mercado, contando com uma escolha própria dos ativos em que o fundo alocará os seus recursos. No caso da gestão ativa, os fundos são classificados conforme a sensibilidade à taxa de juros, podendo ser indexados, ativos ou de investimentos no exterior, conhecidos como *offshore*.

O terceiro nível de classificação da instrução da Anbima, acima citada, classifica os fundos de acordo com a sua estratégia. Nesta camada classificatória, enquadraram-se os fundos dinâmicos, os setoriais e o soberanos, dentre outros. Os fundos soberanos alocam 100% dos seus recursos em títulos públicos federais do Brasil; os setoriais investem em empresas que pertencem a um mesmo setor ou conjunto de setores de uma economia, cujos critérios devem ser previamente explicitados via regulamento do fundo. Já os fundos dinâmicos objetivam retorno no longo prazo investindo em classes de ativos diversas, incluindo cotas de fundos. Sua política de alocação é flexível e não é necessário o comprometimento com uma escolha prévia dos ativos selecionados (BORGES e MANTELANC, 2015).

Há ainda outros tipos de fundos disponíveis no mercado de capitais brasileiro. De acordo com Yoshinada (2019) um ETF é um fundo que objetiva reproduzir o comportamento de um índice financeiro (seu *benchmark*²) ou algum outro produto financeiro com baixo custo, sendo negociado em bolsas de valores. Já um FIDC (Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios) é um fundo de investimento que aplica em títulos de crédito criados a partir de contas a receber de uma determinada entidade, enquanto um FII (Fundo de Investimento Imobiliário) é um fundo que aloca as aplicações de seus cotistas em empreendimentos imobiliários (CVM, 2023).

Ainda, segundo Pettine (2010), os FIPs (Fundos de Investimento em Participações) investem os recursos em ações, debêntures, bônus de subscrição ou outros títulos de emissão de companhias abertas, fechadas ou sociedades limitadas (SAs), conquistando influência nos seus processos decisórios.

Por último, pode-se citar os fundos de previdência. Para Amaral (2013) a previdência é um modelo de poupança de longo prazo que objetiva a manutenção da renda do indivíduo durante o período da aposentadoria. No Brasil, apresenta-se de duas formas: a previdência social e a previdência privada. Na social, a contribuição é obrigatória aos trabalhadores que fazem parte do sistema formal de emprego. A privada (também conhecida como corporativa), é oferecida pelas empresas aos seus colaboradores. De modo geral, os funcionários que optam por aderir ao plano definem uma porcentagem de seu salário que será destinada mensalmente ao fundo previdenciário. Os fundos de previdência seguem o mesmo propósito, auxiliar o indivíduo a manter sua renda no período da aposentadoria. Assim como nos demais tipos de fundos, a gestora é responsável por alocar os recursos captados de forma a rentabilizá-los, conforme Amaral (2013).

A tabela 1 demonstra a evolução do número de fundos no Brasil na última década (2012 – 2022) de acordo com a classificação por classes da Anbima.

² índice usado como referência para se avaliar o desempenho de um tipo de investimento (Suno, 2018)

Tabela 1 - Evolução do número de fundos por classe (2012 - 2022)

Ano	Renda Fixa	Ações	Multimercados	Cambiais	ETFs	FIDCs	FIIs	Off Shore	FIPs	Previdência
2012	2.204	1.963	6.307	51	26	392	82	124	490	898
2013	2.240	2.129	7.025	49	24	425	199	127	593	1.071
2014	2.424	2.069	7.084	53	24	464	221	134	683	1.176
2015	2.541	1.898	7.042	55	13	553	245	133	770	1.287
2016	2.535	1.758	7.316	58	15	543	282	105	807	1.377
2017	2.505	1.854	7.908	56	15	675	315	84	822	1.522
2018	2.428	2.012	8.579	56	16	823	376	77	865	1.690
2019	2.576	2.404	9.555	56	22	990	467	75	968	2.066
2020	2.679	3.079	10.907	65	29	1.181	567	66	1.094	2.631
2021	2.817	3.851	12.723	64	65	1.499	696	58	1.285	3.330
2022	3.087	4.034	13.507	69	90	1.912	815	58	1.485	3.884

Fonte: Anbima (2023)

Percebe-se, por meio da tabela 1, que os fundos de multimercados, ações, previdência e renda fixa são predominantes no cenário brasileiro, representando aproximadamente 84% do total de fundos regulamentados. Além disso, observa-se também a presença de outros tipos de fundos, como os cambiais, os ETFs (Exchange Traded Fund), os FIDCs (Fundo de Investimento em Direitos Creditórios), os FIIs (Fundos de Investimentos Imobiliários), os *offshore* e os FIPs (Fundos de Investimento em Participações).

Pode-se também observar as evoluções – entre 2012 e 2022 - das quantidades de fundos de cada classe. Os FIIIs apresentaram uma evolução de 968%; os FIDCs, 451%; Previdência, 354%; ETFs, 261%; FIPs, 225%; Multimercados, 118%; Ações, 105%; Renda Fixa, 52% e os cambiais, 35%. Os únicos que apresentaram variação negativa foram os fundos *offshores*, com uma redução de 54% na quantidade de produtos.

Pode-se dizer que a crise econômica enfrentada entre 2014 e 2016 foi responsável por reduzir a confiança dos estrangeiros para investir em produtos geridos no Brasil, dada a instabilidade da economia neste período recessivo. Uma explicação detalhada para tal queda da participação dos fundos *offshores* na economia será dada no capítulo que discute os resultados da pesquisa.

Com isso, conclui-se que dentro do mercado de capitais a diversidade de fundos é grande e conforme o objetivo do estudo, será dado foco aos *fundos offshore*, que serão detalhados na próxima sessão.

2.3 - Fundos *offshore*: definição e características

Para tratar sobre os fundos *offshore* é necessário, primeiramente, defini-los. A expressão *offshore* caracteriza os investimentos realizados fora do país. Segundo Kim e Wei (1999), este tipo de fundo é composto por um conjunto de investimentos coletivos baseados em paraísos fiscais, como as Ilhas Cayman e a Suíça. Nestes países são permitidos aos fundos benefícios como isenções fiscais e também uma regulamentação mais flexível.

Para Silva (1998) os paraísos fiscais ou *Tax havens* são países que isentam, total ou parcialmente, os rendimentos auferidos por pessoas jurídicas constituídos em seu território (inclusive o pagamento de renda sobre os dividendos distribuídos aos acionistas) do pagamento de impostos. Dessa forma, basear as alocações dos fundos nesses territórios proporciona a minimização de custos, obrigações fiscais e encargos.

Para Laspergr et al. (2016) um dos primeiros paraísos fiscais do mundo foi a Suíça, ainda antes da primeira guerra mundial. Posteriormente, alguns outros países da Europa optaram pela isenção tributária (parcial ou total) para viabilizar seu crescimento econômico, dada, principalmente, a facilidade de geração de emprego em setores como o financeiro, o legal, o contábil e o de serviços. Já as ilhas Cayman, localizadas no sul da Jamaica e que conquistaram sua independência da Inglaterra em 1962, têm procurado promover o país como uma das maiores bases *offshore* existentes.

Sob o ponto de vista tributário, a Instrução Normativa nº 1037/2010 publicada pela Receita Federal do Brasil caracteriza como paraíso fiscal um país que não tributa a renda ou tributa com uma alíquota menor que 20%, ou seja, inferior à alíquota máxima de IR (Imposto de Renda) para pessoa física cobrada no Brasil – 27,5%. A Receita Federal divulga em seu site uma lista com mais de 60 países considerados como paraísos fiscais, sendo os mais famosos os localizados na região caribenha, como os já citados Bahamas e Ilhas Cayman.

Outra definição, segundo Giglio (2013) é de que os fundos *offshore* são aqueles constituídos fora do território brasileiro, mas cujo gestor localiza-se no Brasil. Através desse instrumento, pode-se investir em títulos estrangeiros, como os do tesouro norte-americano ou em ações de companhias asiáticas, europeias ou até mesmo brasileiras negociadas no exterior. Como os demais tipos de fundos, os *offshore* formam-se como um conjunto de recursos sob o formato de condomínio. Duas das diferenças entre os outros fundos é que a sua remuneração está atrelada ao risco cambial e que suas aplicações são, na maioria das vezes, sediadas em paraísos fiscais.

Segundo Folescu (2010), a composição da carteira dos fundos *offshore* é muito semelhante à dos outros fundos, podendo ser composta por ações, títulos públicos, títulos de renda fixa, dentre outros. Sendo assim, a característica que mais diferencia os fundos *offshore* dos “*onshore*” é que os primeiros, como já citado anteriormente, podem compor seu portfólio com ativos de diferentes países. Segundo Laspegr et al. (2016), um dos primeiros paraísos fiscais do mundo foi a Suíça, ainda antes da Primeira Guerra Mundial, objetivando viabilizar crescimento econômico através da isenção tributária, o que impulsionou a geração de emprego em setores relevantes como o de serviços financeiros, legais e contábeis.

A classificação da AMBIMA (2019) para fundos *offshore* afirma que serão classificados como tal os fundos constituídos fora do território brasileiro, cujo gestor dos recursos esteja localizado no Brasil. Além disso, os fundos *offshore* devem ser enquadrados nas classes *offshore* Renda Fixa, *offshore* Renda variável ou *offshore* mistos. A primeira classe é composta por fundos que focam na aplicação em ativos de renda fixa, sendo os títulos tanto públicos quanto privados. Na segunda classe estão os fundos que alocam seus recursos em ativos de renda variável, como fundos de investimentos ou ações. Por fim, a última classe representa os fundos mais flexíveis, que investem tanto em renda fixa quanto em renda variável.

Para Laspegr et al (2016), a decisão de investir em mercados estrangeiros deve levar em consideração muito mais do que apenas as questões fiscais e regulatórias do fundo, fazendo-se preciso estudar e acompanhar frequentemente as notícias e os cenários – principalmente político e econômico – do país em que o produto está sediado. Um exemplo de prejuízo aos investidores aconteceu no Chipre, em 2013, onde uma crise financeira fez com que representantes do Fundo Monetário Internacional (FMI) e da União Europeia (EU) instituíssem um plano de resgate ao país no valor de 10 bilhões de euros. Para isso, fez-se necessário reduzir o déficit do setor bancário, elevar os impostos e privatizar ativos estatais. Como resultado, temendo que os correntistas sacassem tudo o que tinham depositado, os bancos do país foram fechados e os depósitos dos investidores estrangeiros (neste caso, em maioria os russos) foram confiscados.

No entanto, Giglio (2013) lista também vantagens oferecidas pelos fundos *offshore*. Dentre elas estão a comodidade de ter os investimentos geridos por profissionais especialistas e a possibilidade de diversificação internacional da carteira, uma vez que estes fundos podem investir tanto em ações nacionais quanto de outros mercados.

Do ponto de vista regulatório, os fundos *offshore* são um desafio para órgãos reguladores, como a CVM no caso do Brasil, visto que estes fundos não podem ter brasileiros como cotistas. No entanto, uma alternativa dos brasileiros para poderem aplicar nestes fundos é constituir empresas onde os fundos estão baseados e, com isso, desfrutar dos benefícios fiscais, de acordo com Folescu (2010).

Estas empresas são chamadas de *offshores* e o Banco Central (2023) as classifica em seu glossário on-line como “jurisdições em que grande parte das transações do sistema financeiro envolve pessoas físicas ou jurídicas não residentes na jurisdição e em que a maioria das instituições financeiras envolvidas é controlada por não residentes”. Dados da Receita alegam que, até 2021, 809 mil empresas no exterior eram mantidas por brasileiros, somando juntas aproximadamente 136 bilhões de euros – sem declaração à Receita Federal - de acordo com a ICIJ (consórcio internacional de jornalistas) via Lei de acesso à informação.

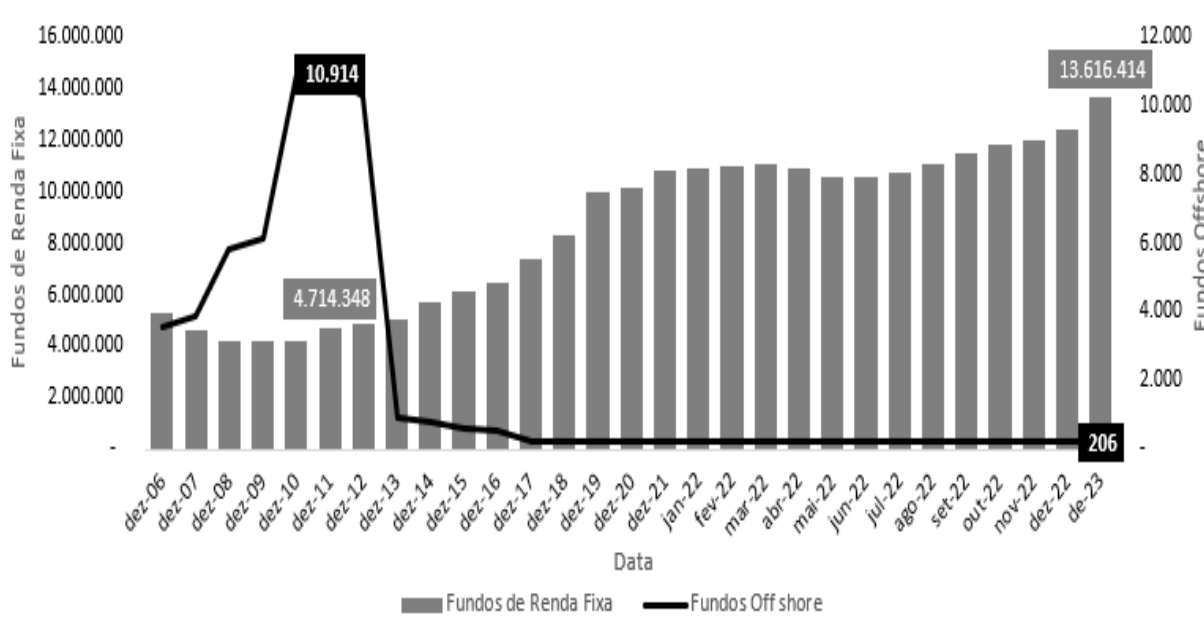
Em síntese, os fundos *offshore* constituem um objeto de estudo complexo que demanda uma análise criteriosa por parte dos investidores. O presente capítulo explorou os diversos aspectos, tanto favoráveis quanto desfavoráveis, associados a esta modalidade de investimento. Desde as vantagens proporcionadas pela flexibilidade tributária até os potenciais riscos regulatórios e políticos, os fundos *offshore* oferecem oportunidades de diversificação internacional, porém exigem um entendimento profundo dos mercados e uma monitorização constante do ambiente em que operam.

2.4 – Panorama sobre os Fundos Offshore

De modo a entender o comportamento dos fundos *offshore*, nesta seção será feita a análise da evolução deste segmento no Brasil, no período compreendido entre os anos de 2006 e 2023. Como parâmetro para a análise, será utilizada como *benchmark* a classe dos fundos de renda fixa que, segundo a Anbima (2019), são fundos que buscam retorno por meio de investimentos em ativos de renda fixa. O motivo da escolha deste tipo de fundo para *benchmark* se deu por ser o mais popular no Brasil, obtendo o maior PL dentre todas as outras classes, segundo a Anbima (2024).

Para dar início à análise, o gráfico 1 apresenta o número de contas (FI (Fundo de Investimento) + FIC (Fundo de Investimento em Cotas)) atrelados a fundos *offshore* e fundos de renda fixa entre os anos de 2006 e 2023, considerando que cada investidor pode ter mais de uma conta.

Gráfico 1 – Número de contas Fundos Offshore x Fundos Renda Fixa (2006-2023)



Fonte: Anbima (2024)

Pode-se auferir, por meio do gráfico 1, que os fundos *offshore* não acompanham o *benchmark* no período analisado. Em dezembro de 2011, o número de contas atreladas aos *offshore* registrou sua máxima (10.914 contas) e em dezembro de 2023, é observada sua mínima (206 contas). Entre os pontos de máximo e mínimo, nota-se uma queda de 98,11% no número de contas dos fundos *offshore*, enquanto as contas dos fundos de renda fixa registram um aumento de 188,8% (4.714.438 contas em dezembro de 2011 contra 13.616.414 contas em dezembro de 2023). É importante também considerar a variação do número total de contas atreladas a fundos, que foi de 10.837.247 contas em dezembro de 2011 para 37.402.133 contas em dezembro de 2023 (+245%).

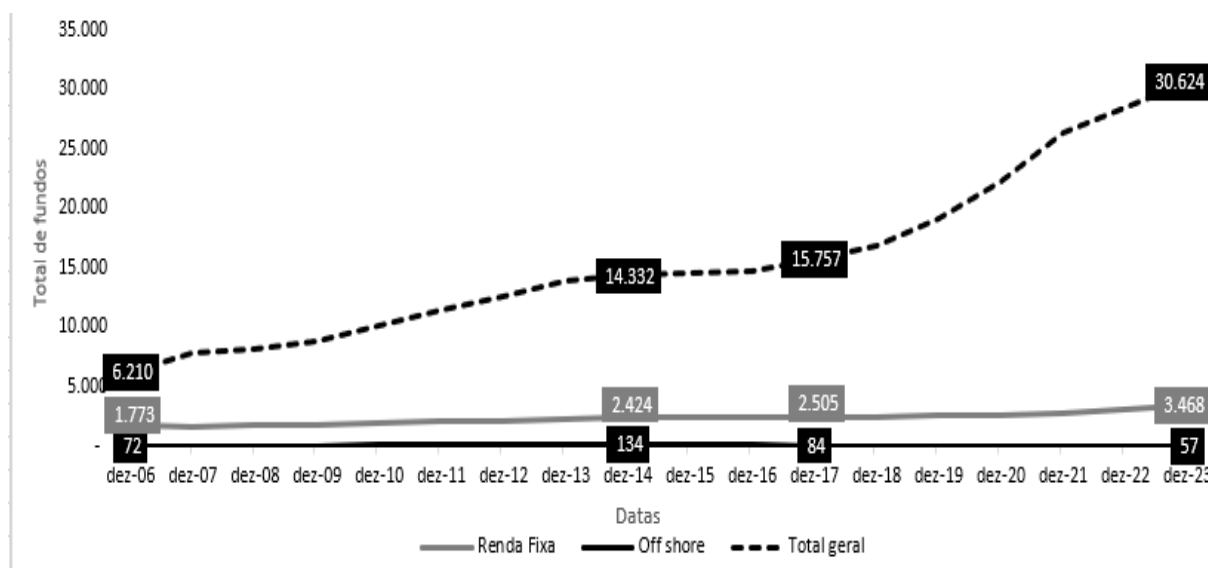
De acordo com Balssiano (2017), o Brasil passou por um processo de desaceleração forte de sua economia entre 2014 e 2016, sendo um de seus motivos os fatores internos derivados da “Nova Matriz Econômica”. A Nova Matriz Econômica (NME), visava estimular o crescimento econômico no Brasil através de uma combinação de políticas. A NME buscava criar um ambiente de crescimento sustentado com juros baixos, um câmbio competitivo e uma política fiscal que favorecesse o investimento. Para isso, o câmbio passou a ser acompanhado com maior atenção e sofreu maiores intervenções, com o objetivo de manter o real competitivo. Além disso, o governo reduziu o superávit primário e utilizou artifícios contábeis para cumprir as metas fiscais, liberando assim mais recursos para estimular a economia.

Ainda de acordo com Balssiano (2017), A NME também promoveu a expansão do crédito subsidiado, especialmente pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), e implementou controles de preços em setores estratégicos. A intervenção nos setores de energia e petróleo e a redução da abertura econômica ao comércio internacional foram outras medidas adotadas para proteger indústrias locais e fomentar o crescimento.

No entanto, a NME enfrentou vários desafios e críticas. Segundo o IBGE (2024), a economia brasileira, que havia crescido 7,5% em 2010, começou a desacelerar de forma significativa. Entre 2014 e 2017, o PIB brasileiro cresceu a taxas cada vez menores: 0,1% em 2014, -3,8% em 2015 e -3,3% em 2016, resultando em uma contração econômica prolongada. Considerando dados do Banco Central (2024), taxa de juros, que havia sido reduzida para estimular a economia, foi elevada a 14,25% em 2015, em resposta ao aumento da inflação e à necessidade de controle fiscal. A abordagem intervencionista da NME, especialmente nos setores de energia e petróleo, e a política fiscal adotada foram criticadas por contribuir para o aumento da dívida pública e para uma recessão profunda. A incerteza trazida pela contração do PIB e o alto custo de oportunidade decorrente das elevadas taxas de juros são fatores que podem ter contribuído para a redução do patrimônio líquido dos fundos *offshore* entre os anos de 2014 e 2016, já que se trata de investimentos estrangeiros geridos no Brasil, enquanto o patrimônio líquido dos fundos de renda fixa continuou crescendo no período.

Dados apontados pelo Banco Central do Brasil (2024) levam à reflexão de que o período de 2015 a 2016 foi marcado por uma das maiores recessões da história recente do Brasil. Houve uma forte redução do investimento, aumento das taxas de juros e deterioração das contas públicas. A necessidade de ajuste fiscal forçou um aumento nas taxas de juros e a implementação de políticas de consolidação fiscal, que ajudaram a estabilizar as contas públicas, mas também contribuíram para a continuidade da recessão. Quanto aos índices econômicos, o PIB contraiu-se em -3,8% em 2015 e -3,3% em 2016. A taxa de juros Selic foi elevada a 14,25% em 2015, permanecendo alta até outubro de 2016, quando começou a ser reduzida. A dívida pública também cresceu, atingindo 69,9% do PIB em 2016. Segundo o IBGE (2024), o desemprego aumentou significativamente, de 8,5% em 2015 para 11,5% em 2016. Estes fatores, em conjunto às medidas implementadas na NME (Nova Matriz Econômica), ajudam a justificar a queda no patrimônio líquido dos fundos *offshore* entre 2014 e 2016, uma vez que reforçavam o sentimento de desconfiança sobre os rumos do país.

Em conjunto, no gráfico 2 pode-se observar o número de fundos (FI + FIC) de ambas as classes, de modo a entender como ambas evoluíram durante o período analisado.

Gráfico 2 – Número de Fundos Offshore x Renda Fixa x Total (2006-2023)

Fonte: Anbima (2024)

Conforme gráfico 2, enquanto de dezembro de 2006 a dezembro de 2023 a variação do total de fundos³ registrados pela Anbima foi de +393%, os fundos de renda fixa e os fundos *offshore* variaram +95,6% e -20,8%, respectivamente. No entanto, pode-se dividir o gráfico em períodos menores de maneira a captar movimentações mais curtas.

De dezembro de 2006 até dezembro de 2014, mês em que foi registrado o maior número de fundos *offshore* (134), estes variaram +86,1% enquanto os fundos de renda fixa e o número total de fundos variaram +36,7% e +130,8%, respectivamente. Assim, tem-se que a classe *offshore* se expandiu mais do que a classe Renda Fixa. O cenário de consecutivas quedas da Taxa Selic entre 2006 e 2007 e 2008 e 2009 (vide gráfico 3), aliado à rápida recuperação da crise do Subprime em 2008 fizeram com que a classe de fundos *offshore* se sobressaíssem. Muito provavelmente pelos seus maiores retornos, pois os fundos de renda fixa são em sua maioria atrelados ao CDI que por sua vez acompanha a Selic, registrando um momento de baixa durante as movimentações de queda da taxa de juros citadas.

A partir do período de dezembro de 2014 a dezembro de 2023, o número de fundos *offshore* sofreu uma queda de 57,5%, enquanto os fundos de renda fixa cresceram em 50%. Dentre os fatores que podem ter ocasionado a queda no número de fundos *offshore* está a mudança da instrução da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) que normatiza a indústria

³ Fundos de Renda Fixa, Ações, Multimercado, Cambial, Previdência, ETF, FIDC, FIP, FII e *Offshore*

de fundos. Até outubro de 2014, vigorava a CVM nº 409, quando surge instrução CVM nº 555. Esta última instrução, além de rever as categorias de investidores, aumentando o ticket mínimo necessário para ser considerado investidor qualificado (de R\$ 300 mil para R\$1 milhão) e investidor profissional (De R\$ 1 milhão para R\$ 10 milhões), aumentou também o fator de exposição no exterior que um fundo sediado no Brasil poderia ter, conforme a tabela 2.

Tabela 2 – Diferenças entre a ICVM 409 e a ICM 555

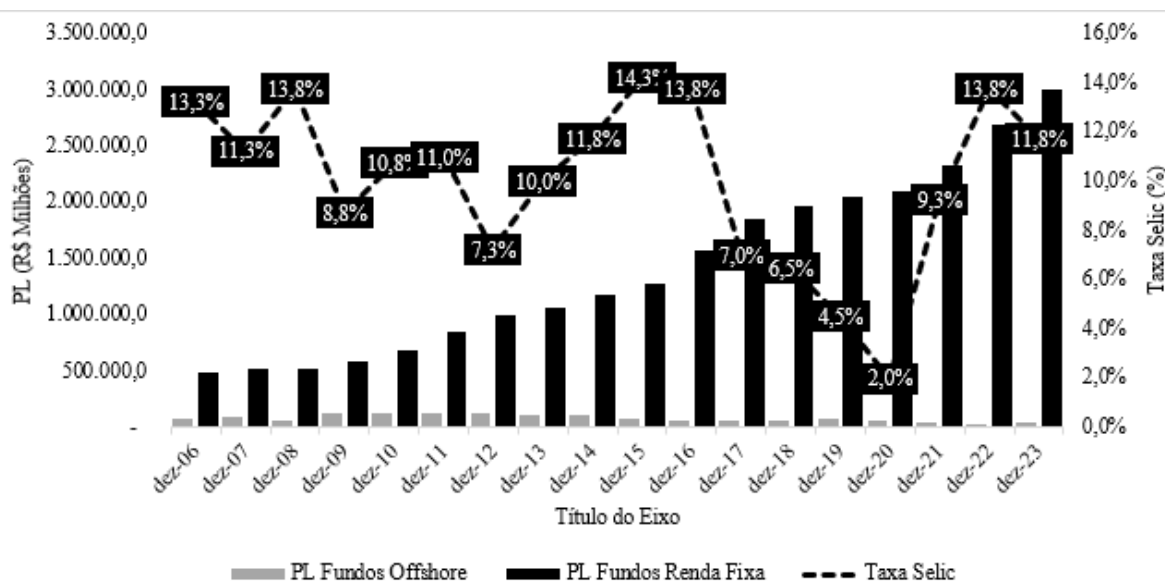
Público alvo	Exposição no Exterior ICVM 409	Exposição no Exterior ICVM 555
Investidor geral	Máximo de 10%	Máximo de 20%
Investidor Qualificado	Máximo de 20%	Máximo de 40% ou Mínimo de 67% de IE ⁱ
Investidor profissional	N/A	Não há limites

Fonte: Elaboração própria com base nas instruções da CVM

A revisão das porcentagens máximas permitidas de alocação de recursos no exterior flexibilizou o acesso ao investimento em outros países, através de uma estrutura brasileira de fundos, inclusive para o investidor geral, cujo acesso aos fundos *offshore* é dificultado pelas altas taxas de administração e performance e o ticket mínimo de entrada alto. Sendo assim, esta é uma hipótese para a redução do número dos fundos *offshore* ao decorrer dos anos subsequentes a 2015. Enquanto isso, o constante aumento da taxa de juros a partir de 2014 (vide gráfico 3) pode ter influenciado o aumento do número de fundos de renda fixa, dada a maior facilidade em se obter retornos.

Para compreender melhor as movimentações do número de contas e do número de fundos, o gráfico 3 apresenta a evolução do patrimônio líquido (PL) dos fundos de renda fixa e *offshore* no Brasil, juntamente com a evolução da taxa básica de juros da economia.

Gráfico 3 - Patrimônio Líquido real dos Fundos de Renda Fixa e dos Fundos Offshore (R\$ mil) x Histórico da Taxa Selic



Fonte: Anbima (2024)

Como pode-se verificar por meio do gráfico 3, baseado nos dados da Anbima (2024), o patrimônio líquido destes fundos passa por dois momentos distintos. De 2006 a 2012, os números aumentam 80%. Em contrafluxo, de 2013 a 2022 é observada uma variação negativa de -169%. Pode-se citar vários motivos para a movimentação negativa observada entre 2013 e 2022, como a própria CVM nº 555 instaurada em 2014 e já comentada anteriormente ou as recessões econômicas comentadas nos parágrafos acima.

Ainda sobre o gráfico 3, observando os anos de 2006 e 2007, cujo patrimônio líquido dos fundos *offshore* aumenta 36% e a taxa básica de juros sai de 13,3% e vai a 11,3%. O fato da redução da taxa de juros e os consequentes menores rendimentos das aplicações em títulos de renda fixa é um dos motivos para o aumento do interesse por investir em fundos *offshore*, cujo risco é maior e, conseqüentemente, também tende a ser maior o retorno. O movimento contrário é visto no ano seguinte – 2008 – em que a taxa Selic aumenta 2,5 pontos percentuais e observa-se uma redução de 77% no patrimônio líquido. Nesse mesmo contexto, observa-se a constância do patrimônio líquido dos fundos de renda fixa, principalmente por serem investimentos de menor risco.

Outro fator relevante que pode explicar a queda de patrimônio líquido acima evidenciada é a crise do *subprime*. Segundo Martelanc (2008), a crise que abalou o mundo econômico teve seu ápice em setembro de 2008, com a falência do banco americano *Lehman*

Brothers. Dada a relevância da crise, Pinho (2009) descreve que dentre os impactos na economia brasileira estão a desaceleração do PIB, a redução na concessão de crédito e o aumento do desemprego. O enfraquecimento dos índices de atividade torna propício o ato de deixar de investir, uma vez que a crise afeta a condição financeira dos indivíduos, principalmente dos investidores internacionais, caracterizando um momento de *risk-off*. No entanto, é interessante observar que, ao passo que o interesse em fundos *offshore* ficou reduzido durante este período, a confiança no mercado acionário nacional se fortaleceu, segundo Folescu (2010), principalmente pela ausência de falências bancárias relevantes no país.

Para Damasceno (2013), a recuperação brasileira da crise do *subprime* foi rápida diante do cenário mundial e isso se deve a sete medidas principais tomadas pelo governo: expansão da liquidez; saneamento do setor financeiro; processo de estatização parcial ou total de agentes financeiros; garantia de depósitos, empréstimos e aplicações financeiras; políticas monetárias e fiscais expansionistas (objetivando a redução da taxa de juros e a expansão dos gastos públicos para conter a queda do nível de atividade); controle do câmbio e o foco social, através do aumento do seguro-desemprego, vale alimentação e políticas assistencialistas.

Tais fatos contribuíram para que o patrimônio líquido dos fundos *offshore* pudesse se estabilizar, sendo possível notar o valor máximo de PL observado em 2010 (R\$ 134 milhões). Seu nível se manteve até o final de 2014, quando se nota o início de uma queda exponencial, majoritariamente influenciada pela crise econômica que atingiu o Brasil até o ano de 2016.

Segundo Lacerda (2017), a crise econômica de 2014 no Brasil – comentada anteriormente – revelou uma série de desafios que impactaram severamente a economia nacional. Após um período de crescimento significativo e melhora na distribuição de renda, impulsionado por altos preços das *commodities* e forte demanda da China, o Brasil enfrentou uma profunda recessão em 2015 e 2016. A crise foi alimentada por diversos fatores, incluindo um rigoroso ajuste fiscal, aumento da taxa básica de juros (Selic), queda nos preços das *commodities*, efeitos da Operação Lava Jato em setores estratégicos e instabilidade política.

Para superar essa crise, a recuperação dos investimentos foi um ponto crítico. O ajuste fiscal levou a cortes de gastos, afetando os investimentos públicos em infraestrutura. A elevação da Selic de 11,8% em 2014 para 13,8% em 2016 tornou o crédito mais caro e menos acessível, desestimulando novos projetos. A queda na demanda chinesa e nos preços das *commodities* também impactaram negativamente a receita das empresas exportadoras brasileiras, inibindo novos investimentos. Além disso, a Lava Jato paralisou importantes

setores da economia, como o de petróleo e gás e a construção pesada, afetando toda a cadeia de fornecedores e prestadores de serviços. A incerteza política também contribuiu para o adiamento ou cancelamento de investimentos. Diante deste cenário, investir em fundos *offshore* também se tornou uma decisão postergada, pelo menos em partes, devido a instabilidade econômica nacional.

Após o final da crise, já no final do ano de 2017, nota-se um sinal de recuperação indiciado pela queda abrupta da taxa de juros (-5,8 pontos percentuais versus dezembro de 2016). Apesar disso, contrariando os movimentos já observados anteriormente no gráfico, um tímido aumento do PL dos fundos *offshore*, cerca de 11%, é notado, comportamento que se deve provavelmente ao cenário de recuperação econômica do Brasil. Entre 2017 e 2019, a economia brasileira apresentou uma recuperação gradual após a recessão profunda dos anos anteriores, embora o crescimento econômico tenha permanecido abaixo do potencial. De acordo com o Banco Central (2024), em 2017, o Produto Interno Bruto (PIB) registrou um crescimento de 1,1%, sinalizando a saída oficial da recessão. A política monetária foi caracterizada por uma trajetória de afrouxamento, com a taxa Selic sendo reduzida progressivamente, encerrando o ano em 7,0%. Essa medida visava estimular a demanda agregada em um contexto de inflação controlada, que fechou o ano em 2,95%, abaixo da meta estipulada pelo Banco Central. No entanto, a recuperação do mercado de trabalho foi lenta, refletindo-se em uma taxa de desemprego ainda elevada, de 12,7%.

Ainda de acordo com o Banco Central (2024), em 2018, a economia continuou a crescer de forma moderada, com o PIB avançando 1,3%. A política monetária manteve-se expansionista, com a Selic atingindo 6,5%, o menor nível histórico até aquele momento, com o objetivo de sustentar a recuperação econômica. A inflação, medida pelo IPCA, ficou em 3,75%, dentro da meta estabelecida. O mercado de trabalho permaneceu tensionado, com a taxa de desemprego fechando o ano em 12,3%. O ambiente macroeconômico foi influenciado pelas incertezas políticas associadas às eleições presidenciais, que culminaram na eleição de Jair Bolsonaro. Ainda segundo o Banco Central (2024), em 2019, o crescimento do PIB manteve-se modesto, em 1,1%, refletindo a lenta recuperação da atividade econômica. A taxa Selic foi reduzida ainda mais, encerrando o ano em 4,5%, em uma tentativa de impulsionar o investimento e o consumo. A inflação permaneceu controlada, fechando o ano em 4,31%, ligeiramente abaixo do centro da meta. A taxa de desemprego registrou uma leve queda, mas continuou elevada, fechando o ano em 11,9%. Um dos principais desenvolvimentos macroeconômicos do ano foi a aprovação da reforma da previdência, considerada essencial

para a sustentabilidade fiscal de longo prazo. Essa reforma visava reduzir o déficit previdenciário e fortalecer a confiança dos investidores na capacidade do Brasil de equilibrar suas contas públicas.

Os índices de recuperação do cenário econômico do Brasil, como o crescimento do PIB, a redução da taxa Selic e um menor índice de desemprego contribuíram para um aumento de 50% no patrimônio líquido dos fundos *offshore* contra um aumento de 23% no patrimônio líquido dos Fundos de Renda Fixa. Apesar da aparente baixa influência dos fatores macroeconômicos no PL dos fundos *offshore*, pode-se considerar que um cenário mais estável e um menor custo de oportunidade contribuiu para uma maior confiança dos investidores brasileiros em investimentos com maior risco atrelado, como os fundos *offshore*.

Em 2020, num cenário de incertezas econômicas e financeiras que sucedeu o anúncio da pandemia da Covid-19 pela Organização Mundial da Saúde (OMS), era esperado que os investidores avessos à perda busquem ativos menos arriscados, como a Renda Fixa ou o Tesouro Nacional, segundo Ribeiro (2023). Contudo, com a decisão do Comitê de Política Monetária (COPOM) de reduzir a taxa de juros (Selic) ao menor patamar histórico, vide gráfico 3, os investidores de renda fixa se sentiram negativamente impactados. Para Dooley e Isard (1983), quando há mudança da valorização esperada de uma moeda em comparação ao diferencial da taxa de juros de um país, a alocação de recursos se move para investimentos menos conservadores e que, conseqüentemente, tendem à obtenção de maiores retornos.

Contudo, apesar das supostas movimentações citadas acima, pode-se observar, a partir do gráfico 3, que o patrimônio líquido dos fundos de renda fixa continua aumentando no período pandêmico (2020 – 2022), com um aumento de 44%, enquanto os fundos *offshore* sofrem uma variação de -44% no seu PL no mesmo período. Estas variações denotam um período de incerteza global, dado que economias alvo dos fundos *offshore*, como as Ilhas Cayman ou as Bahamas, também foram negativamente afetadas pela pandemia, considerando que os produtos de ambas as economias sofreram contração em 2020. O PIB das Ilhas Cayman contraiu-se 5,7% no ano, enquanto o das Bahamas sofreu uma queda de 14,5% no mesmo ano (THE WORLD BANK, 2024).

Além das questões macroeconômicas, outro fator que pode ter influenciado o comportamento do patrimônio líquido dos fundos *offshore* foi o crescimento da Bolsa de Valores.

Segundo a própria bolsa (2024), entre 2006 e 2023, o número de investidores pessoa física na Bolsa de Valores de São Paulo (B3) apresentou um crescimento expressivo,

passando de cerca de 600 mil para aproximadamente 5 milhões. No período inicial, entre 2006 e 2010, a bolsa era predominantemente composta por investidores institucionais, com pouca participação de pequenos investidores, devido aos altos juros e à falta de familiaridade com o mercado de ações. Como pode ser observado no gráfico 3, a taxa de juros neste período ficou apenas acima dos dois dígitos. Nesse período, o patrimônio líquido dos fundos *offshore* estava em crescimento, dado que uma das poucas formas de se investir no exterior era através dos fundos.

Entre 2011 e 2015, embora houvesse algumas políticas de incentivo, o crescimento foi moderado. Também entre este período, em 2014, surge na B3 o primeiro ETF (*Exchange Traded Fund* ou Fundo atrelado à índice) com exposição global, o IVVB11, que replicava o desempenho do índice S&P 500, que reúne as 500 maiores empresas dos Estados Unidos. Este fator pode ter contribuído para redução do patrimônio líquido dos fundos *offshore*, dado que se torna mais simples o acesso ao exterior, sem a necessidade de abertura de conta em uma corretora internacional.

A partir de 2016, com a recuperação econômica e a redução dos juros, o número de investidores começou a crescer mais aceleradamente, impulsionado também pela digitalização das plataformas de investimentos e maior educação financeira. Em 2019, o número de CPFs na B3 ultrapassou 1,5 milhão, destacando-se o aumento da popularidade dos fundos imobiliários. O maior salto ocorreu entre 2020 e 2021, durante a pandemia de COVID-19, quando a taxa de juros historicamente baixa e o acesso à informação financeira, por meio das redes sociais, levaram a bolsa a alcançar mais de 3 milhões de investidores. Aliado a isso, houve uma mudança importante no público-alvo das BDRs (Brazilian Depositary Receipts), certificados negociados na B3 que representam ações de empresas estrangeiras. Até 2020, este investimento só poderia ser feito por investidores qualificados, aqueles que possuem pelo menos R\$ 1 milhão investidos, mas passaram a ter a possibilidade de serem adquiridos também por investidores gerais. Até 2023, esse número chegou a cerca de 5 milhões de CPFs, refletindo uma maior participação de jovens e pessoas de menor poder aquisitivo no mercado de ações. Mesmo com esse crescimento significativo, o percentual de investidores ainda é pequeno em relação à população total, indicando um potencial de expansão futuro, sustentado pela educação financeira contínua e o avanço das tecnologias digitais.

De 2021 a 2023, ainda com o aumento expressivo da taxa de juros de 2% para 11,8%, o patrimônio líquido dos fundos *offshore* se manteve estável.

Assim, pode-se inferir que, apesar de acompanhar algumas das movimentações macroeconômicas nacionais e internacionais, os fundos *offshore* não respondem a todas elas de maneira uniforme, apresentando flutuações aleatórias em seu patrimônio líquido, no número de fundos registrado e no número de contas associado.

3 - REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

De modo a ter um panorama a respeito da literatura sobre os fundos *offshore*, realizou-se uma revisão de estudos que investigam o tema. Para tanto, foram utilizados trabalhos escritos dentre os anos de 1999 e 2023, dentro da disponibilidade existente, que estão organizados no quadro 1 abaixo.

Quadro 1 – Revisão de literatura sobre fundos *offshore*

Autor(es)	Objetivo	Período de Análise	Metodologia(s)	Conclusão
Kim e Wei (1999)	Comparar o comportamento de fundos <i>offshore</i> e <i>onshore</i> na Coreia, examinando se os <i>offshore</i> negociam mais frequentemente e se suas práticas podem desestabilizar os mercados emergentes	Dados entre 1996 e 1999	Análise amostral da posição de investidores em fundos e ações listados na bolsa Coreana.	Fundos <i>offshore</i> são negociados mais frequentemente do que os locais, principalmente devido a menor carga de impostos. Conclui-se também que ambos os tipos de fundos tendem a apresentar comportamento “de manada”, excluindo a hipótese deste tipo de comportamento ser notável apenas em fundos <i>offshore</i> .
Folescu (2010)	Apresentar o segmento brasileiro de fundos <i>offshore</i> , sua evolução, suas barreiras e suas perspectivas de desenvolvimento.	Dados entre 2005 e 2009.	Análise da variação dos patrimônios dos fundos <i>offshore</i> nos anos entre 2005 e 2009 através de gráficos e tabelas simples.	Destaca-se o risco cambial envolvido nos investimentos offshore, além das práticas de aplicação e resgate dos fundos. Observa-se um aumento no patrimônio dos fundos <i>offshore</i> durante 2008-2009, impulsionado por conjunturas econômicas (nacional e internacional) favoráveis. Apesar das barreiras naturais e das medidas governamentais para limitar seu crescimento, como o IOF, o mercado continua a crescer, especialmente em áreas pouco exploradas como os fundos <i>offshore</i> de <i>private equity</i> .
Castro (2022)	Analisar a natureza jurídica, os aspectos tributários e a relevância na economia de um fundo de investimento <i>offshore</i>	-	Revisão bibliográfica	A análise aborda as implicações legais e tributárias dos SMART Funds das Bahamas para investidores brasileiros. Conforme a legislação brasileira, a lei do país de constituição determina sua identidade jurídica. Além disso, discute-se a tributação desses fundos no Brasil, destacando a importância de considerar sua verdadeira natureza antes de impor impostos. Uma alternativa seria equipará-los aos fundos de investimento brasileiros por meio de uma abordagem análoga. Também são examinadas as questões fiscais relacionadas aos envios e retornos de recursos, bem como a relevância da substância econômica dos SMART Funds para as

				autoridades tributárias brasileiras. Conclui-se que, se esses fundos cumprirem os requisitos de substância econômica, devem ser tributados de acordo com sua natureza como fundos de investimento.
Ferreira (2023)	Testar a ideia de Kondor (2012) de que a diversidade de horizontes de investimento influencia o volume de negociações após anúncios públicos.	Dados mensais da CVM e diários da B3, ajustados para dividendos e desdobramentos. Avaliação do período de janeiro de 2012 a maio de 2022.	Para o teste da hipótese, são utilizados dados sobre os portfólios dos fundos de investimentos brasileiros. Identifica-se seu horizonte de investimentos através da taxa de rotatividade do portfólio de cada fundo, utilizando demonstrativos trimestrais como métrica de anúncio público.	Há um aumento nas negociações durante os anúncios, em linha com as descobertas de Kondor (2012). Investidores institucionais revelam uma conexão entre volume de negociações e horizontes de investimento, com empresas de baixa rotatividade demonstrando menor impacto nos anúncios. Além disso, a volatilidade pós-anúncios é influenciada por investidores de horizontes mais longos. No entanto, questões em aberto incluem o impacto dos horizontes em diferentes tipos de anúncios e a agregação de informações nos preços das empresas com investidores de horizontes menores após anúncios.

Fonte: Elaboração própria

Conforme observado através do quadro 1, a dinâmica dos fundos *offshore* tem sido objeto de investigação e reflexão por parte de alguns pesquisadores ao longo dos anos.

Um estudo realizado por Kim e Wei (1999) analisou o comportamento dos fundos *offshore* e *onshore* na Coreia, com foco na frequência de negociação e seu impacto potencial nos mercados emergentes. Utilizando dados de 1996 a 1999, os pesquisadores examinaram as posições de investidores em fundos e ações listados na bolsa coreana. Os resultados indicam que os fundos *offshore* são negociados de forma mais frequente do que os fundos locais, principalmente devido à menor carga tributária. Em adição a isso, ambos os tipos de fundos exibem comportamento de “manada”, refutando a hipótese de que esse comportamento seria mais comum apenas nos fundos *offshore*.

Para Folescu (2010), o foco recaiu sobre a evolução do segmento brasileiro de fundos *offshore* entre os anos de 2005 e 2009. Além de mapear o crescimento desses fundos, o estudo também abordou as barreiras enfrentadas e as perspectivas de desenvolvimento. Um aspecto especialmente relevante foi o risco cambial inerente aos investimentos *offshore*, bem como as

práticas relacionadas à aplicação e resgate desses fundos. Uma descoberta relevante foi o substancial aumento no patrimônio dos fundos *offshore* durante o período de 2008 a 2009, tal fato ocorreu, pois diante da crise do *subprime*, tinha-se uma grande fragilidade das empresas americanas em detrimento do aumento da solidez de mercados como o Brasil. Apesar das barreiras naturais e das medidas governamentais, como o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), que visavam limitar o crescimento desses fundos, o mercado continuou a expandir-se. Áreas menos exploradas, como os fundos *offshore* de *private equity*⁴, também experimentaram crescimento significativo.

Castro (2022) aprofundaram a análise, examinando a natureza jurídica e os aspectos tributários dos fundos de investimento *offshore*. A análise se concentrou nos *SMART Funds*⁵ das Bahamas e sua relevância para investidores brasileiros. Destacou-se a importância de compreender a verdadeira natureza desses fundos antes de aplicar recursos neles. Além disso, tratou-se de questões fiscais relacionadas aos fluxos de recursos, enfatizando a necessidade de considerar a substância econômica dos *SMART Funds* para as autoridades tributárias brasileiras.

O estudo mais recente desta revisão, escrito por Ferreira (2023), aborda como os anúncios públicos influenciaram o volume de negociações nos fundos *offshore* no Brasil. Os investidores institucionais foram o público alvo que mais se mostrou sensível aos anúncios, dada a quantidade considerável de capital envolvida.

Estas pesquisas em conjunto proporcionam uma visão abrangente do cenário dos fundos *offshore*, destacando sua relevância nos mercados financeiros globais para investidores individuais e institucionais.

Dentre os trabalhos presentes no quadro, um ponto de convergência é o incentivo ao investimento nos fundos *offshore* proporcionado por conta da sua menor carga tributária. A isenção de impostos, ainda que parcial, possibilitada pelas condições fiscais mais flexíveis em locais como as Ilhas Cayman (comumente citada por Silva et al. (2016) e Folescu (2010)), consolidou a imagem destes lugares como propícias para o investimento no exterior.

Apesar da importância econômica do tema, a quantidade de artigos e trabalhos, principalmente com foco no Brasil não é vasta e concentra-se no início dos anos 2000, mais

⁴ Forma de investimento privado. Investidores ativos aportam em empresas não listadas na bolsa de valores, mas com grande potencial de crescimento. Há influência nas decisões dos executivos e exigência de informações gerenciais detalhadas. (INSPER, 2010)

⁵ Fundo de investimento cuja legislação é flexível. Sediado nas Bahamas (Bahamas Financial, 2024).

especificamente entre os anos de 2002 e 2010. Portanto, destaca-se a relevância de estudar e escrever sobre os fundos *offshore*, de modo a expandir as pesquisas acadêmicas com foco econômico sobre o assunto.

4 – METODOLOGIA E DADOS

Neste capítulo, será apresentada a metodologia adotada para contemplar o objetivo do trabalho de levantar informações econômicas sobre os fundos *offshore* e entender a quantidade de patrimônio líquido que estes movimentam e a possível relação que tem com o cenário macroeconômico do país, usando para isso um comparativo com os fundos de renda fixa, que são amplamente tradicionais. Também serão apresentadas as séries de informações utilizadas com suas respectivas fontes

4.1 – Metodologia

Como forma de conhecer melhor o comportamento das séries de tempo utilizadas, foram aplicadas medidas estatísticas de posição e dispersão, conforme Sartoris (2017), como cálculos de média e desvio padrão, bem como foi feito o uso de gráficos de linha e de colunas que facilitam a visualização das séries ao longo do tempo.

Além das medidas de dispersão e posição, também foi realizada a decomposição das séries analisadas, com o objetivo de entendê-las de forma mais detalhada. Esta análise objetiva destacar três componentes principais: tendência, sazonalidade e aleatoriedade. Segundo Cowpertwait e Metcalfe (2009), a tendência é um movimento de longo prazo, capaz de gerar vários padrões. Já a sazonalidade consiste nos padrões cíclicos de flutuação, ocorridos num ritmo consideravelmente uniforme, juntamente à tendência. Por fim, a aleatoriedade pode ser considerada a ausência de um padrão previsível ou ordenado em um conjunto de dados.

Em adição a isso, calculou-se a Função de Autocorrelação (FAC) de cada série para identificar a presença de estacionariedade. A estacionariedade é um aspecto importante em séries temporais e pode ser entendida como quando a média e a variância da série se mantêm constantes ao longo do tempo. Este fenômeno é geralmente classificado como estacionariedade fraca, conforme explicado por Bueno (2011).

Quando uma série não apresenta estacionariedade, ela é considerada não estacionária, significando que a média e a variância podem variar ao longo do tempo devido a choques externos que a série carrega (GUJARATI, 2011). Assim, verificar a estacionariedade das séries pode ser uma maneira eficaz de avaliar o quanto essas séries são impactadas por choques e se carregam seus efeitos ao longo do tempo.

Para aprofundar a análise sobre estacionariedade, foram realizados dois testes: o KPSS e o DF-GLS. Para Jenkins (2015), o teste KPSS (Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin) é

projetado para testar a hipótese nula de que uma série temporal é estacionária ao redor de uma tendência determinística ou uma média. Se a hipótese nula for rejeitada, indica que a série possui uma raiz unitária e, portanto, é não estacionária.

O teste DF-GLS (Dickey-Fuller Generalized Least Squares) melhora a eficiência do teste Dickey-Fuller tradicional ajustando a série temporal para tendências e outros efeitos, o que o torna mais poderoso, especialmente em amostras menores. O DF-GLS tem como hipótese nula que a série possui uma raiz unitária (ou seja, é não estacionária). Se a hipótese nula for rejeitada, a série pode ser considerada estacionária. A combinação desses testes, junto com métodos clássicos discutidos por Box, Jenkins e Reinsel, proporciona uma análise robusta da estacionariedade e raiz unitária em séries temporais (JENKINS, 2015).

4.2 – Dados utilizados

Os dados utilizados abrangem os anos de 2006 a 2023 e as séries foram escolhidas primeiro pela disponibilidade de informações e também com vistas a proporcionar a comparação dos fundos *offshore* com um *benchmark*, ou seja, um ponto de referência, cuja escolha foram os fundos de renda fixa, por estes serem o tipo de fundo mais negociado, conforme visto no capítulo 2 do trabalho.

O Quadro 2 apresenta as variáveis utilizadas e a descrição de cada uma delas.

Quadro 2 – Variáveis utilizadas

Variáveis	Descrição	Fonte
Patrimônio Líquido	Patrimônio líquido anual dos Fundos Offshore entre 2006 e 2023	ANBIMA (2024)
Patrimônio Líquido	Patrimônio líquido anual dos Fundos de Renda Fixa entre 2006 e 2023	ANBIMA (2024)
Patrimônio Líquido	Patrimônio líquido mensal dos Fundos Offshore entre 2014 e 2023	ANBIMA (2024)
Patrimônio Líquido	Patrimônio líquido mensal dos Fundos de Renda Fixa entre 2014 e 2023	ANBIMA (2024)
Número de Fundos	Número anual de Fundos Offshore entre 2006 e 2023	ANBIMA (2024)
Número de Fundos	Número anual de Fundos de Renda Fixa entre 2006 e 2023	ANBIMA (2024)
Número de Fundos	Número total anual de fundos entre 2006 e	ANBIMA (2024)

	2023	
Número de Contas	Número anual de Contas atreladas a fundos Offshore entre 2006 e 2023	ANBIMA (2024)
Número de Contas	Número anual de contas atreladas a fundos de Renda Fixa entre 2006 e 2023	ANBIMA (2024)
Taxa Selic	Série histórica anual da Taxa Selic entre 2006 e 2023	Banco Central do Brasil (2024)

Fonte: Elaboração própria

Como pode ser observado no quadro 2, foram escolhidas variáveis referentes aos dois tipos de fundos já citados: os *offshore* e os de renda fixa, para possibilitar a comparação. Ademais, percebe-se no quadro a presença das séries mensais do patrimônio líquido para ambos os fundos, que foram usadas para uma análise estatística mais aprofundada, com vistas a complementar a análise gráfica e de medidas de posição e dispersão e neste caso o período de tal série é menor, começando em 2014, por conta da disponibilidade de dados mensais da ANBIMA. Por fim, vale dizer que os valores analisados do patrimônio líquido foram deflacionados, utilizando o IPCA (Índice de Preços do Consumidor Amplo) calculado pelo IBGE.

5 – RESULTADOS E DISCUSSÕES

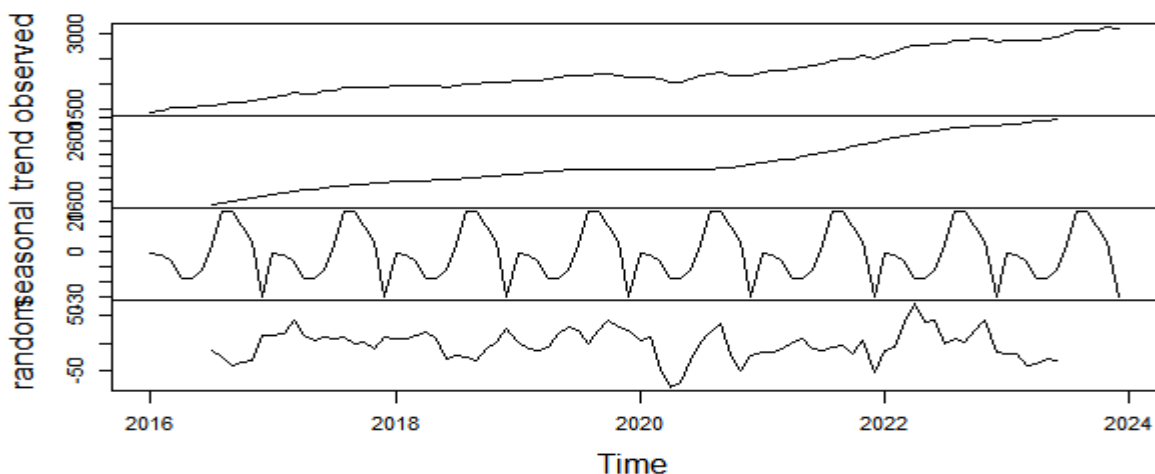
De modo a complementar as análises teóricas feitas nos capítulos anteriores e aprofundar as avaliações sobre os fundos *offshore* e renda fixa, será realizada a decomposição de séries temporais dos patrimônios líquidos dos fundos.

5.1 – Análise da decomposição das séries

A presente seção trará a decomposição das séries de valores mensais sobre o patrimônio líquido real dos fundos *offshore* e dos fundos de renda fixa. O período de tal análise é menor, por conta da disponibilidade de dados mensais, conforme exposto no capítulo de metodologia.

A Figura 1 apresenta a decomposição do patrimônio líquido real dos fundos de renda fixa. Tem-se a presença de um crescimento constante do seu valor, apenas com um pequeno ponto de inflexão entre 2020 e 2021 aproximadamente, provavelmente por conta da baixa na taxa básica de juros discutida na seção anterior.

Figura 1 – Decomposição do patrimônio líquido real dos fundos de renda fixa



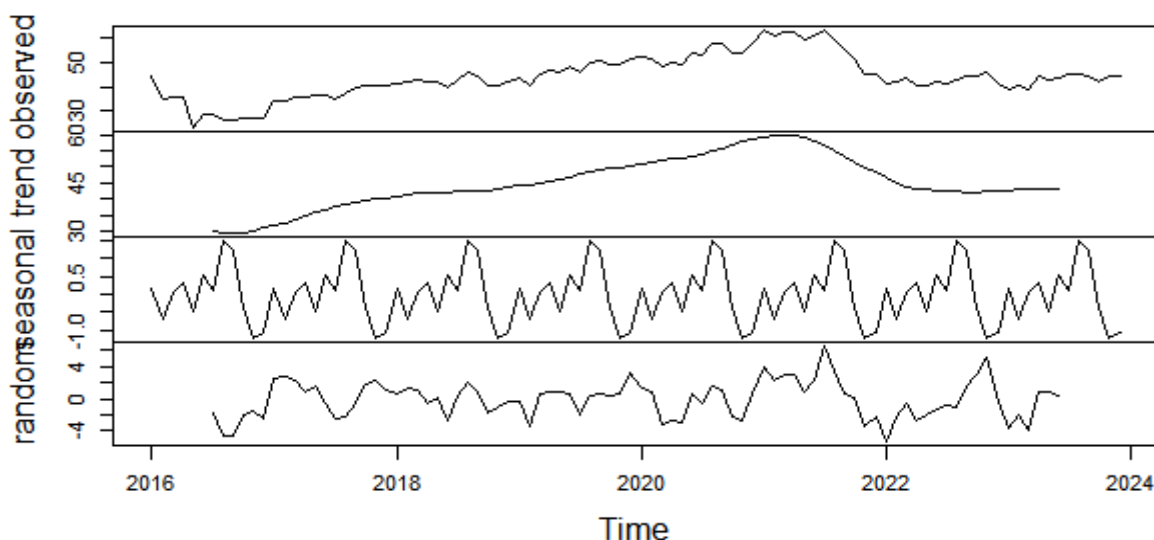
*(observed = observada/ trend = tendência/ seasonal = sazonalidade/ random = aleatoriedade)
 Fonte: Elaboração própria

Ao olhar para as partes de sazonalidade e aleatoriedade da figura 1, pode-se inferir que, assim como já visto nos gráficos anteriores, o patrimônio líquido dos fundos de renda

fixa apresenta sazonalidade bastante marcada e quase não apresentam momentos de alta instabilidade.

Já a figura 2 apresenta a decomposição dos patrimônios líquidos dos fundos *offshore*, em que uma situação diferente da acima é notada.

Figura 2 – Decomposição do patrimônio líquido real dos fundos offshore



*(observed = observada/ trend = tendência/ seasonal = sazonalidade/ random = aleatoriedade)

Fonte: Elaboração própria

Conforme figura 2, até 2021, aproximadamente, nota-se uma tendência de crescimento nos fundos de renda fixa. A partir deste ano vê-se uma queda que, apesar de também motivada pelos fatores macroeconômicos e da mudança do perfil do investidor citados anteriormente, pode ser explicada por fatores aleatórios. Tanto a sazonalidade quanto a aleatoriedade são maiores do que as observadas nos fundos de renda fixa, indicando uma maior instabilidade dos fundos *offshore* e uma movimentação de valores que muitas das vezes pode independer do cenário macroeconômico.

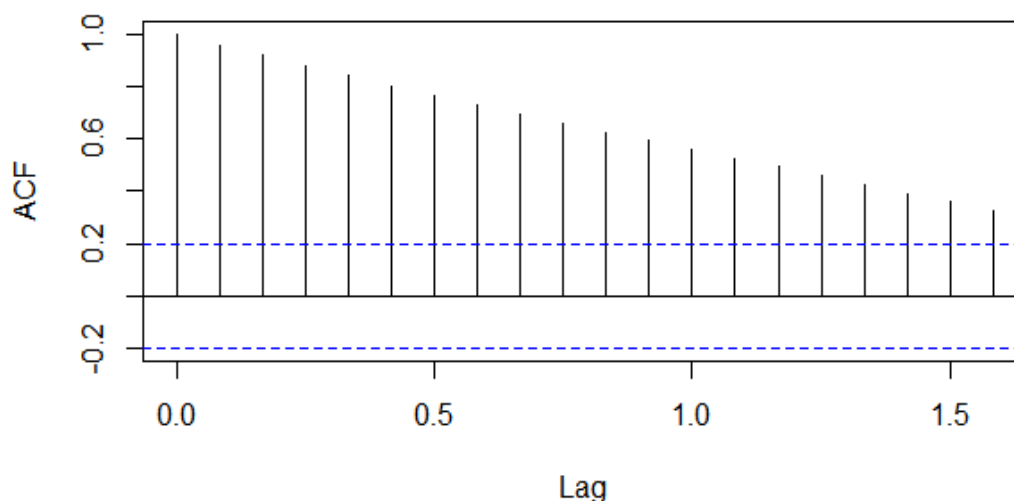
Em suma, além das diferenças expressivas na decomposição das séries de patrimônio líquido dos fundos de renda fixa e dos fundos *offshore* e dos riscos distintos atrelados a eles, o patrimônio dos fundos de renda fixa tende a ser mais suscetível aos fatores macroeconômicos do que os fundos *offshore*, dada a maior aleatoriedade deste último, o que significa que os fatores influentes no patrimônio dos fundos *offshore* tendem a ser mais diversos, não se restringindo a fatores econômicos.

5.2 – Análise da estacionariedade das séries

Para continuar a análise sobre as séries e compreender um pouco mais de suas características, foram calculadas as funções de autocorrelação (FAC), que fornecem uma ideia visual da estacionariedade de uma série, ou seja, se uma série carrega consigo o efeito de algum choque, de modo a desestabilizar sua média e variância. Complementando, foram realizados os testes DF-GLS e KPSS, que possibilitam a comprovação ou não da estacionariedade das séries analisadas.

Ao analisar a figura 3, pelo menos visualmente, pode-se dizer que a FAC do patrimônio líquido real dos fundos de renda fixa aponta para a não estacionariedade. Logo, entende-se que o patrimônio líquido deste tipo de fundo carrega os efeitos de um choque ao decorrer do tempo, modificando sua média e variância. Assim, é indicado que os fundos de renda fixa sofram algum tipo de influência à medida que mudanças no cenário econômico, por exemplo, acontecem.

Figura 3 – FAC do patrimônio líquido real dos fundos de renda fixa

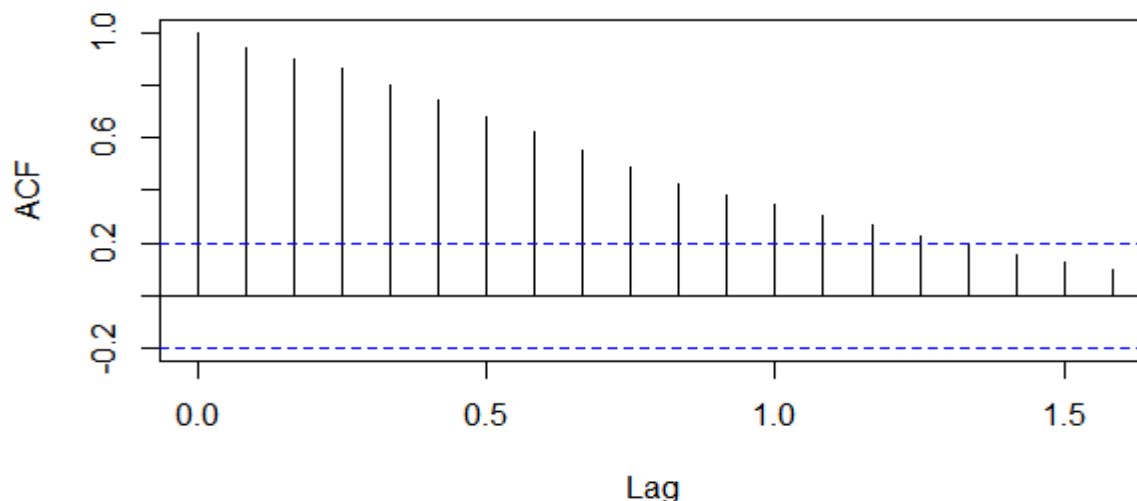


Fonte: Elaboração própria

Os fundos *offshore*, no entanto, apresentam um comportamento diferente. Visualmente, pode-se verificar que a FAC representada na figura 4 tende a estacionariedade após algumas defasagens, o que significa que a série pode não carregar a totalidade dos impactos ao decorrer do tempo. Portanto, diferentemente dos fundos de renda fixa, é possível

dizer que mudanças no cenário econômico, sejam favoráveis ou não ao mercado de valores mobiliários, talvez não impactem de modo significativo no patrimônio líquido dos fundos *offshore*. Porém, tal inspeção visual necessita de comprovação via os testes de estacionariedade.

Figura 4 – FAC do patrimônio líquido real dos fundos offshore



Fonte: Elaboração própria.

Assim, com o objetivo de confirmar os indícios observados pelas funções de autocorrelação (FAC) apresentadas nas figuras acima, faz-se necessário realizar o teste de estacionariedade das variáveis analisadas.

Para o estudo, foram utilizado os testes DF-GLS (Dickey Fuller Generalized Least Square) e o teste KPSS (Dickey Fuller Generalized Least Square). Os resultados dos testes devidamente calculados estão expostos na tabela 3.

Tabela 3 -Testes de Estacionariedade

Variável		Teste DF-GLS		Teste KPSS	
		Valor do teste*	Resultado	Valor do teste**	Resultado
RF	Constant.	1,2828	Não estacionária	0,379	Não estacionária
	Constan. + Tend.	-1,869	Não estacionária	2,3422	Não estacionária
	Constant.	-2,0503	Estacionária	0,4324	Não

<i>OFF</i>					estacionária
	Constan. + Tend	-2,644	Não estacionária	1,0194	Não estacionária

Legenda RF: fundos de renda fixa e OFF: *fundos offshore*

*valor crítico a 5% de significância para teste com constante e tendência: -3,03 e para teste com constante -1,94.

** valor crítico a 5% de significância para teste com constante e tendência: 0,463 e para teste com constante 0,146

Fonte: Elaboração própria

De acordo com a Tabela 3, a não estacionariedade do patrimônio líquido dos fundos de renda fixa se confirma, considerando um nível de significância de 5%, assim, pode-se afirmar que os fundos de renda fixa são não estacionários em sua totalidade, o que significa que, ao sofrerem um choque, carregam os efeitos ao longo dos períodos.

Já os fundos *offshore*, em um dos quatro testes analisados, apresentam um resultado de estacionariedade. O que indica que, diferentemente dos fundos de renda fixa, o patrimônio líquido dos fundos *offshore* não tem uma série que unanimemente se mostra não estacionaria, o que talvez mostre a menor a suscetibilidade destes fundos, comparativamente aos de renda fixa, a movimentações do cenário econômico, por conta das suas especificidades, já citadas nos capítulos anteriores.

Frente aos resultados apresentados, em comparação aos fundos de renda fixa, que se apresentaram estáveis e mais suscetíveis principalmente à taxa de juros, pode-se dizer que a compreensão sobre o patrimônio líquido dos fundos *offshore* é mais complexa e para ser entendida em sua totalidade demanda o uso de metodologias mais robustas e que permitam a consideração de uma gama maior de variáveis.

Tem-se que os fatores que influem no patrimônio líquido destes fundos abrangem diversas áreas, como o cenário econômico nacional e internacional, crises, mudanças regulatórias, tais como a da a normativa CVM nº 555, alterações na oferta de produtos do mercado de produtos de investimento brasileiro, como o surgimento dos ETFs e da flexibilização das BDRs e aleatoriedades, já que também são elementos que parecem contribuir para a movimentação do patrimônio líquido dos fundos *offshore*.

CONCLUSÃO

O presente estudo teve como objetivo principal abordar o cenário dos fundos *offshore* no Brasil entre 2006 e 2023, com vistas a levantar informações econômicas sobre este tipo de investimento e entender a quantidade de patrimônio líquido que estes movimentam e a possível relação que tem com o cenário macroeconômico do país, usando para isso um comparativo com os fundos de renda fixa, que são amplamente tradicionais no Brasil.

Como forma de atingir o objetivo proposto foram utilizados dados disponibilizados pela ANBIMA e estes foram analisados por meio da avaliação descritiva de dados e da decomposição de séries temporais. Com base nas análises realizadas, tem-se que entre 2006 e 2011, observou-se um aumento no número de fundos *offshore*, reflexo da busca por diversificação e melhores retornos por parte dos investidores brasileiros. Esse crescimento foi impulsionado por um cenário econômico global relativamente estável e por taxas de juros internas elevadas, favorecendo a alocação de recursos em mercados externos. No entanto, com o advento da crise econômica global em 2008, o interesse por esses fundos começou a apresentar retração. Apesar da crise do *subprime*, os fundos *offshore* mantiveram um certo nível de atratividade, embora com uma queda acentuada no patrimônio líquido durante esse período.

Entre 2014 e 2016, a economia brasileira enfrentou uma de suas mais severas recessões, que gerou instabilidade nos mercados e aumento da aversão ao risco. Como consequência, houve uma diminuição significativa no número de fundos *offshore* e no patrimônio líquido, refletindo a redução da busca dos investidores por ativos de maior risco em meio à instabilidade econômica e política. Simultaneamente, os fundos de renda fixa ganharam relevância, em grande parte devido ao aumento das taxas de juros e à necessidade de proteção dos investidores em face da crise econômica doméstica.

A recuperação econômica, que começou a se delinear a partir de 2017, com a redução das taxas de juros e a estabilização da inflação, reacendeu o interesse por investimentos mais arriscados, como os fundos *offshore*. Entretanto, o ambiente de incerteza global, especialmente com a pandemia da Covid-19, impôs novos desafios a esses fundos. A volatilidade dos mercados internacionais e as flutuações no cenário econômico global resultaram em uma retomada tímida dos fundos *offshore*, ainda distante dos níveis observados antes da crise.

Ao se analisar a decomposição das séries temporais dos fundos *offshore* em comparação aos fundos de renda fixa, verifica-se que as movimentações dos fundos *offshore*

tendem a ser mais aleatórias e por consequência menos previsíveis. Enquanto os fundos de renda fixa demonstram maior estabilidade, os fundos *offshore* apresentaram uma volatilidade significativamente maior, com flutuações que, por vezes, escapam às explicações tradicionais baseadas exclusivamente no contexto econômico. Essa aleatoriedade indica que tais fundos são mais suscetíveis a fatores externos e exógenos a economia e a eventos inesperados, que impactam de forma menos previsível o seu patrimônio líquido. Tal instabilidade reforça a necessidade de acompanhamento contínuo e de uma maior disposição ao risco por parte dos investidores.

Em síntese, a trajetória dos fundos *offshore* entre 2006 e 2023 demonstra que, apesar das oportunidades de diversificação internacional e das vantagens fiscais, esses fundos apresentam um comportamento mais volátil e imprevisível. A gestão de risco torna-se, assim, imprescindível para os investidores que buscam explorar esse mercado, sendo necessário não apenas acompanhar as variáveis macroeconômicas, mas também estar atento a eventos e condições que podem impactar os mercados de maneira inesperada.

Por fim, como perspectivas de pesquisas futuras, faz-se necessária a aplicação de metodologias mais robustas que permitam a mensuração da relação do patrimônio líquido dos fundos *offshore* para com eventos econômicos e não econômicos.

REFERÊNCIAS

- AMARAL, Tânia Raquel dos Santos. Análise de performance de fundos de investimento em previdência. FEA, USP. São Paulo. 2013.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. Fundos Offshore.2023. Disponível em: <https://developers.anbima.com.br/pt/documentacao/fundos/apis-de-fundos/fundos-offshore/>>.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. AMBIMADATA. Fundos. 2024. Disponível em: <https://data.anbima.com.br/fundos>.
- ASSAF NETO, A. Mercado Financeiro. São Paulo: Editora Atlas S.A, 2014. 705p.
- BAHAMS FINANCIAL SERVICES BOARD. 2003. Disponível em:< <https://bfsb-bahamas.com/sectors/assetmanagement/smart-fund-guide/>>. Acesso em: maio, 2024
- BERTUCCI, L. A.; DE SOUZA, F. H. R.; FÉLIX, L. F. F.. Gerenciamento de risco de fundos de pensão no Brasil: alocação estratégica ou simples foco na meta atuarial? Managing the risk of pension funds in Brazil: strategic allocation or simple focus in the actuarial target? 2006
- BORGES, E.; MARTELANC, R. Sorte ou habilidade: uma avaliação dos fundos de investimento no Brasil. **Revista de Administração (São Paulo)**, 50 (2), p. 196 - 207, 2015.
- BUENO, R. L. S. Econometria de séries temporais. São Paulo. Cengage Learning, 2011.
- CALDERARO, F. Fundos de investimento em condomínio fechado: Vantagens tributárias. Tese (Pós-graduação em Direito) – Insper (Instituto de pesquisa e tecnologia). São Paulo. SP. 2018.
- CASTRO, L. F. de M. Tributação de investimentos em fundo offshore sediado em paraíso fiscal. Revista tributária e de finanças públicas, v.152, n.30. Disponível em: <https://rtrib.abdt.org.br/index.php/rtrfp/article/view/555>.
- COWPERTWAIT, P. S. P.; METCALFE, A. V. Introductory time series with R. Springer Science & Business Media, 2009. 253p
- DOOLEY, M. P.; ISARD, P. The portfolio-balance model of exchange rates and some structural estimates of the risk premium. IMF Staff Papers, 30(4):683–702, 1983.
- FERRARI, Guilherme. O Desempenho de Ofertas Públicas Iniciais de Empresas Brasileiras Financiadas por Fundos de Private Equity. Insper. São Paulo. 2010.
- FOLESCU, D. G. Análise do segmento de fundos “offshore” no Brasil 2005 – 2009. Trabalho de conclusão de curso. Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2010. Disponível em: https://pantheon.ufrj.br/handle/11422/2474?locale=pt_BR
- GIGLIO, A. Del. Instrumentos financeiros n. 30: fundos offshore. 2013. Disponível em: <<http://carodineiro>.

blogfolha.uol.com.br/2013/06/05/instrumentos-financeiros-no30-fundos-offshore>. Acesso em: 13 jan. 2024

GONÇALVES JUNIOR, Carlos Alberto et al. O impacto do Programa Minha Casa, Minha Vida na economia brasileira: uma análise de insumo-produto. **Ambiente construído**, v. 14, p. 177-189, 2014.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. Econometria básica. Amgh Editora, 2011. 920 p.

HALL, Rosemar José; BECK, Franciele; DE TOLEDO FILHO, Jorge Ribeiro. Análise do impacto da crise subprime nas empresas do agronegócio brasileiro listadas na BM&FBovespa. CEP, v. 89, p. 900, 2012.

HOFFMANN, Rodolfo. Estatística para economistas. 2017.

KIM, W e WEI, S. Offshore Investment Funds: Monsters In Emerging Markets?. National Bureau of Economic Research, Working Paper 7133. 1999.
<http://www.nber.org/papers/w7133>.

LACERDA, Antonio Corrêa de. Dinâmica e evolução da crise: discutindo alternativas. Estudos Avançados, v. 31, p. 37-49, 2017.

LASPERGR et al. (2016). Fundos de investimento offshore. **Revista Da FAE**, 1, 103–114

LIMA, Thaís Damasceno; DEUS, Larissa Naves. A crise de 2008 e seus efeitos na economia brasileira. Revista Cadernos de Economia, v. 17, n. 32, p. 52-65, 2013.

PORTAL DO INVESTIDOR. GOVERNO FEDERAL- 2023. Disponível em:
<https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/tipos-de-investimentos/fundos-de-investimentos-imobiliarios-fii>. Acesso em: 13 jan. 2024

PORTAL DO INVESTIDOR. GOVERNO FEDERAL- 2023. Disponível em:
<https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/tipos-de-investimentos/fidcs>. Acesso em: 13 jan. 2024

QUANTUM FINANCE. 2015. Disponível em:< <https://quantumfinance.com.br/fundos-de-investimentos-quais-sao-as-taxas-de-administracao-confira-por-categorias-e-estrategias/>>
Acesso em: 04/01/2023.

RECEITA FEDERAL- 2010. Disponível em:
<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?naoPublicado=&idAto=16002&visao=anotado>. Acesso em: 21 jan. 2024

SANTOS, Daniel Pettine Gomes dos. Oferta de fundos de investimento em participações. 2010. Tese de Doutorado. SANTOS, Daniel Pettine Gomes dos. **Oferta de fundos de investimento em participações**. 2010. Tese de Doutorado.

SARTORIS, A. **Estatística e introdução à econometria**. Saraiva Educação SA, 2017.

SUNO RESEARCH- 2018. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/benchmark/>. Acesso em: 13 jan. 2024

VALEZI, C. Análise do desempenho dos fundos fechados à captação no Brasil. Relatório de pesquisa (PIBIC) – Fundação Getúlio Vargas. São Paulo. SP. 2012.

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

WOOCHAN, K; WEI, S. Offshore investment funds: monsters in emerging markets? **Journal of Development Economics**, v. 68, n.1, p. 205-224. 2002.

YOSHINAGA, Claudia Emiko; JUNIOR, William Eid. Perspectivas para os ETFs no Brasil. FGVCEF—Centro de Estudos em Finanças, 2019.

BOX, George E. P.; JENKINS, Gwilym M.; REINSEL, Gregory C. *Time Series Analysis: Forecasting and Control*. 4. ed. Hoboken, NJ: Wiley, 2015.
