

Elite financeira e capitalismo de índices no Brasil

Atores na expansão do mercado de ETFs e uma nova camada na estrutura de poder no mundo corporativo

Financial elite and index capitalism in Brazil

Actors in the expansion of the ETFs market and new layer in the power structure in the corporate world

martin mundo neto*

júlio cesar donadone**

► DOI: <https://doi.org/10.4322/principios.2675-6609.2023.166.004>



Reprodução/Exame

No Brasil, dentre as funções acumuladas pela B3, destaca-se a de principal provedora de índices locais

RESUMO

Estudos recentes sobre a financeirização das economias centrais abordam a crescente concentração de poder entre grandes gestores de ativos financeiros e as consequências desse fenômeno para as grandes corporações financeiras e não financeiras, sobretudo em termos de governança corporativa. Dentre as estratégias adotadas por esses agentes, destaca-se a posição minoritária em milhares de empresas listadas em bolsa e a emissão de fundos de gestão passiva, notadamente os *exchange traded funds* —ETFs. Este artigo tem como objetivo analisar a expansão dos investimentos em gestão passiva no mercado de capitais brasileiro. De acordo com os boletins mensais de ETFs da B3 e do site ETF.com.vc, o mercado brasileiro de ETFs segue a tendência internacional, com domínio do grupo BlackRock nos fundos que rastreiam tanto os principais índices nacionais como os internacionais. A exposição a produtos internacionais foi implementada pela estratégia de emitir *Brazilian depositary receipts* (BDRs) de ETFs na B3, ampliando a oferta de ETFs que rastreiam índices internacionais. No Brasil, dentre as funções acumuladas pela B3, destaca-se a de principal provedora de índices locais. E, assim como nas grandes empresas globais, a B3 tem entre seus principais acionistas grandes gestores de ativos internacionais, como o Capital Group, o BlackRock e o Vanguard, confirmando um potencial alinhamento de interesses entre provedores de índices e emissores de ETFs.

Palavras-chave: Investimento passivo. Governança corporativa. Sociologia econômica. Economia política. Gestão de investimentos.

ABSTRACT

Recent studies on the financialization of central economies address the growing concentration of power among large financial asset managers and the consequences for large financial and non-financial corporations, especially in terms of corporate governance. Among the strategies adopted by these agents stands out the minority position in thousands of companies listed on the stock exchange and the issuance of passive management funds, named exchange traded funds — ETFs. This article aimed to analyze the expansion of investments in passive management in the Brazilian capital market. According to the B3's ETF newsletters and the ETF.com.vc website, the Brazilian market of ETFs follows the international trend, with dominance of the BlackRock group both in the funds that track the main national and international indices. Exposure to international products was implemented by the strategy of issuing Brazilian depositary receipts (BDRs) of ETFs in B3, expanding the offer of ETFs that track international indices. In Brazil, among the functions accumulated by B3 stands out the main provider of local indexes. And, as in large global companies, B3 has among its major shareholders major international asset managers, such as the Capital Group, BlackRock, and Vanguard groups, confirming a potential alignment of interests between index providers and ETF issuers.

Keywords: Passive investment. Corporate governance. Economic sociology. Political economy. Investment management.

1. INTRODUÇÃO

Nos estudos recentes sobre a financeirização das economias centrais, destaca-se o debate sobre os impactos do crescimento de investimentos em fundos de gestão passiva, notadamente nos fundos de índices (*exchange traded funds* — ETFs), e as implicações decorrentes da concentração de poder entre representantes de uma elite financeira específica, formada por grandes gestores de ativos financeiros, liderados pelos “Big Three”: BlackRock, Vanguard e State Street (BEBCHUCK; HIRST, 2019; FICHTNER; HEEMSKERK, 2020; FICHTNER; HEEMSKERK; GARCIA-BERNARDO, 2017; JUSTE, 2019; RÜGEMER, 2019). De acordo com Haldane (2014), o período pós-crise financeira global seria a “era de gestão de ativos”, na qual esses agentes compartilham a estratégia de adquirir posições acionárias minoritárias em milhares de empresas listadas nas principais bolsas de valores do mundo. A expansão dos investimentos passivos está sendo marcada também pela ampliação do poder dos provedores de índices, um mercado que, em âmbito global, é dominado pelas empresas S&P Dow Jones Indices, Morgan Stanley Capital International (MSCI Inc.) e FTSE Russel, que, em conjunto, respondem por aproximadamente 75% dos principais índices (PETRY; FICHTNER; HEEMSKERK, 2021). Os provedores de índices deixaram de ocupar apenas a posição de fornecedores de informações financeiras para a imprensa de negócios, como os *benchmarks*, para medir a *performance* dos gestores de investimentos com estratégias de gestão ativa. Eles passaram a ocupar uma posição central no campo financeiro, definindo quais países e empresas estariam aptos a receber investimentos, uma vez que os grandes gestores de ativos passaram a delegar aos provedores de índices as decisões sobre alocação de grande parte dos ativos financeiros.

De acordo com Deville (2008), os ETFs estão entre as mais importantes inovações financeiras das últimas décadas. Para MacKenzie (2006, p.87, tradução nossa), “o surgimento da indexação fez com que o mundo da prática de investimento se aproximasse daquele postulado pela teoria das finanças”. Braun (2016) analisou a “performatividade” considerando a construção da cultura dos investidores passivos a partir da difusão da teoria moderna das finanças e os ETFs. Hayes (2019) analisa a difusão dos robôs consultores, direcionados a investidores com pouco conhecimento e menor capacidade de investimento, como dispositivos que reforçam e ampliam os aportes em ETFs, uma vez que os robôs consultores, patrocinados pelos grandes gestores de ativos, recomendam, automaticamente, ETFs próprios (emitidos por eles mesmos) para seus clientes. Assim, os ETFs se tornaram produtos administrados por grandes gestores de ativos financeiros e que atendem tanto aos interesses de grandes investidores institucionais como de iniciantes no mercado de capitais e com pouca capacidade de investimento.

Diante desse cenário, o objetivo geral deste artigo é analisar a expansão do mercado de ETFs no Brasil considerandoos principais administradores, seus principais produtos e o perfil dos investidores em ETFs no mercado brasileiro. Dentre os objetivos específicos, está o de identificar os principais provedores de índices nacionais, os principais ETFs e seus respectivos índices em função do patrimônio líquido e volume de negociações e o perfil dos investidores, tanto para as negociações como em relação à custódia desses fundos.

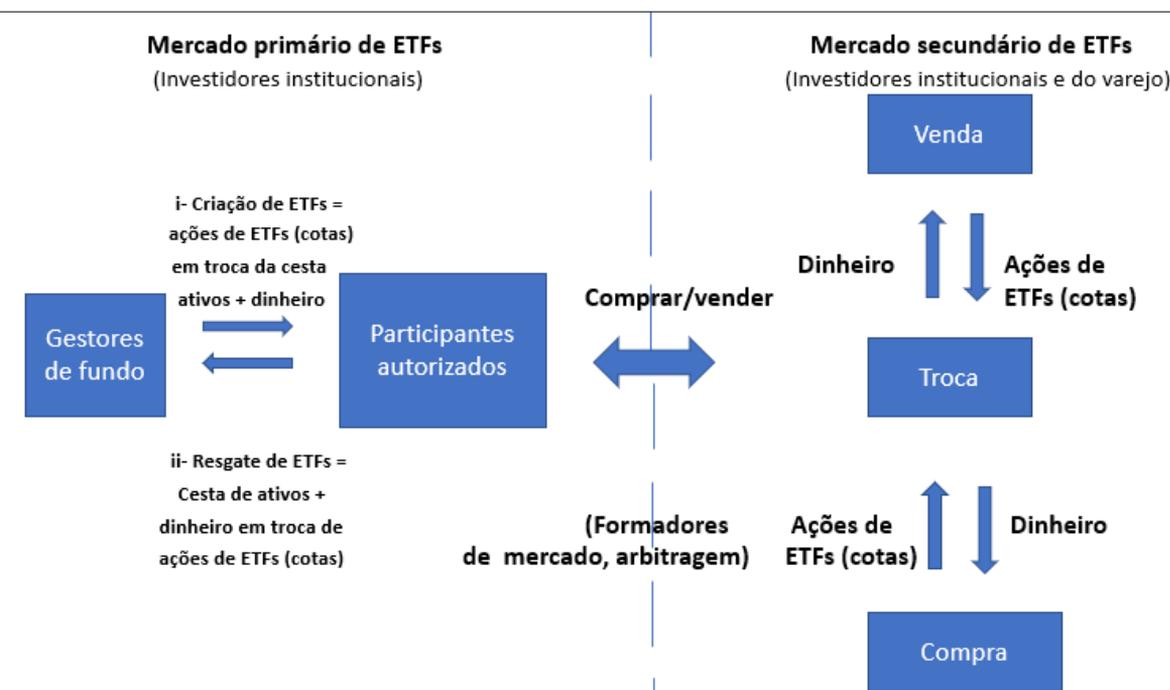
Além desta introdução, o artigo está organizado em mais quatro seções. Na seção 2, é apresentada a dinâmica dos mercados nos quais se operam ETFs: o primário e o secundário. Os aspectos metodológicos estão reunidos na seção 3; na seção 4, os dados são

apresentados e analisados; e na seção 5 reúnem-se as considerações finais e discute-se como a indexação tem efeitos na estrutura de poder do mundo corporativo.

2. MERCADO PRIMÁRIO E MERCADO SECUNDÁRIO DE ETFs: CUSTÓDIA, ARBITRAGEM E OS DIFERENTES CONSUMIDORES DE ETFs

Conforme discutido em Deville (2008), os ETFs são negociados em dois mercados, mercado primário e mercado secundário, conforme indicado na figura 1. No mercado primário se destacam investidores institucionais como os fundos de pensão e instituições financeiras, pois apenas agentes autorizados operam grande volume de recursos para a criação e resgate de lotes de ETFs. Cada lote de ETFs é composto por milhares de cotas de ETFs. As cotas de ETFs são negociadas no mercado secundário, aberto a qualquer investidor, assim como as ações das empresas listadas.

Figura 1 — Mercado primário e secundário de ETFs



Fonte: adaptado de Deville (2008).

Os participantes do mercado são responsáveis por manter o valor da cesta de ativos da carteira de índices o mais próximo do valor do lote de ETFs através da arbitragem. O mercado de ETFs é autorregulado pelo mecanismo da arbitragem operado pelos participantes do mercado primário. Quando o valor da cesta de ativos se descola do valor do lote de ETFs, por exemplo, quando o equivalente à soma dos valores dos ativos que compõem o ETF for superior a um lote de ETFs, aqueles que detêm lotes de ETFs podem resgatá-los dos administradores entregando lotes de ETFs em troca do equivalente em cesta de ativos que compõem a carteira que o fundo rastreia. Em seguida, esses ativos são vendidos no mercado secundário e a diferença entre o valor do ETF e a cesta de ativos é o prêmio ganho com a arbitragem.

Para a situação em que o valor equivalente à cesta de ativos é menor do que o de uma cota de ETFs, a arbitragem ocorre de forma inversa, ou seja, participantes autorizados irão adquirir os ativos que compõem lotes de ETFs e requisitar dos administradores a criação de lotes de ETFs. Em seguida, esses agentes vendem as cotas de ETFs no mercado secundário. O prêmio pela arbitragem é a diferença entre o valor do lote de ETFs e o valor equivalente à cesta de ativos do índice rastreado.

Assim como ocorre com as grandes empresas globais, os grandes gestores de ativos internacionais, como o Capital Group, o BlackRock e o Vanguard, estão entre os principais acionistas da B3, confirmando um potencial alinhamento de interesses entre provedores de índices e emissores de ETFs

3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

Esta pesquisa é exploratória e combina uma abordagem histórica com análise de dados secundários e estudo de casos. Quando um objeto empírico reúne poucos estudos ou o tema estudado é relativamente novo, a exemplo do mercado de ETFs no Brasil, recomenda-se o método de pesquisa descritivo e exploratório (BERVIAN; CERVO, 1996; COLLINS; HUSSEY, 2005; YIN, 1994).

A partir de revisão da literatura sobre os mercados financeiros internacionais, foi realizado um estudo empírico sobre o mercado de ETFs no Brasil. Em relação à oferta de ETFs, foram coletados e analisados os dados disponibilizados pela B3, focando-se os principais produtos oferecidos na bolsa brasileira e seus respectivos emissores. Em relação à demanda de ETFs, foram considerados os principais investidores, em função do volume mensal de negociações e da propriedade (custódia) dos ativos, conforme a classificação adotada pela B3 (pessoas físicas, investidores institucionais, instituições financeiras, investidores não residentes, outros). Foram consideradas as informações dos relatórios mensais de ETFs da B3 e de um *site* especializado em ETFs, ETF.com.vc, uma iniciativa da B3 em parceria com empresas emissoras de ETFs no mercado brasileiro. Esse *site* especializado disponibiliza algumas informações sobre todos os ETFs e BDRs de ETFs negociados no Brasil. O boletim mensal de ETFs do mês de julho de 2022 serviu de referência para a coleta de dados específicos sobre as negociações de ETFs na B3. O foco da pesquisa foi identificar os agentes públicos e privados que têm atuado na consolidação dessa modalidade de investimentos no mercado brasileiro, considerando a participação dos provedores de índices, gestores de ativos, investidores institucionais e investidores do varejo. A regulamentação do mercado de

ETFs e as ações educativas para esses produtos, realizadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), também foram consideradas na coleta de dados e na análise.

4. ÍNDICES DE MERCADO E O CRESCIMENTO DO MERCADO DE ETFs NO BRASIL

O mercado de capitais brasileiro é operado pela empresa B3 S.A. — Brasil, Bolsa, Balcão. A B3 é resultado de operações de fusão entre três empresas com serviços complementares, a Bovespa, no mercado de ações, a BM&F, no mercado de futuros, e a Cetip, na câmara de liquidação e custódia. Assim, ocorre uma concentração de serviços sob responsabilidade da B3, tornando-a principal provedora de índices para o mercado de capitais brasileiro.

Em 2001, com o lançamento do Novo Mercado da Bovespa, as empresas listadas na bolsa de valores brasileira passaram a ser classificadas em função da qualidade da governança corporativa (GC) apresentada. A GC, criada e desenvolvida nos Estados Unidos, passou a ser apresentada e entendida como a forma atualizada de gestão de grandes empresas, um instrumento para implementar o ideário “maximizando o retorno ao acionista” (*maximizing shareholder value* — MSV) (LAZONICK; SHIN, 2020). No Brasil, a difusão da GC foi marcada por adaptações às especificidades locais, com a participação de diferentes segmentos da elite nacional (GRÜN, 2003; 2005). O novo sistema de classificação apresentava três níveis crescentes em termos de qualidade da GC apresentada: N2 (Nível 2), N1 (Nível 1) e NM (Novo Mercado). As empresas classificadas em NM eram aquelas com as melhores práticas de GC. Essa forma de reorganizar o mercado de capitais teve a participação ativa de instituições governamentais. Em 2002, com o *slogan* “Protegendo quem investe no futuro do Brasil”, a Comissão de Valores Mobiliários, além da atuação regulatória, lançou as “Recomendações da CVM sobre governança corporativa” (CVM, 2022b), subdivididas em quatro tópicos gerais: I) transparência (assembleias, estrutura acionária, grupo de controle); II) estrutura e responsabilidade do conselho de administração; III) proteção a acionistas minoritários; IV) auditoria e demonstrações financeiras. As recomendações da CVM passaram a ser um parâmetro para as empresas desenvolverem suas práticas e apresentarem a GC. A difusão das práticas de GC entre as empresas permitiu à B3 ampliar sua oferta de índices estritamente econômicos, como os índices amplos e setoriais, para índices de governança e de sustentabilidade. Os indicadores de governança corporativa se tornaram uma fonte para gerar novos índices para o mercado de capitais brasileiro, como o Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGC), o Índice de Governança Corporativa *Trade* (IGCT), o Índice de Ações com *Tag Along* Diferenciado (Itag) e o Índice de Governança Corporativa Novo Mercado (IGC-NM), além dos índices de sustentabilidade, o Índice Carbono Eficiente (ICO2 B3), o Índice *Great Place to Work* (IGPTW B3) e o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3).

Junto com a CVM destaca-se a participação direta do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que, por meio de sua subsidiária BNDESPar, contribuiu para que as empresas ingressassem no mercado de capitais investindo naquelas que se comprometessem a ingressar em um dos níveis de GC do Novo Mercado. De acordo com Mundo Neto e Donadone (2020), em 2004, o primeiro ETF foi lançado na bolsa brasileira, o fundo Papéis de Índices Brasil Bovespa (PIBB11), tendo como base parte da carteira de investimentos do BNDESPar que reunia empresas com maior volume de negociações de mercado, pertencentes ao IBRX50, índice que reúne as 50 empresas com maior volume de negociações da bolsa brasileira.



No caso dos ETFs, a CVM atuou diretamente na regulamentação desde 2002, com a instrução normativa nº 359 (CVM, 2022a). Diferentemente do caso francês, no qual os órgãos estatais responsáveis pela regulamentação e fiscalização dos ETFs criaram regras específicas para evitar ganhos abusivos nas operações de arbitragem (DEVILLE; OUBENAL, 2012), no Brasil a CVM tem contribuído para difundir e apresentar as “vantagens” desses fundos. De acordo com o *site* de educação financeira da CVM, *Portal do Investidor*, os ETFs, constituídos sob a forma de condomínio aberto e com cotas negociadas em bolsa de valores, vêm ganhando popularidade entre os investidores, porque apresentam algumas vantagens, como:

Diversificação: o ETF, por ser composto por ações de diversas companhias, permite alcançar um investimento diversificado no mercado de ações, sem a necessidade de comprar cada uma das ações separadamente.

Baixo custo: os ETFs possuem [*sic*] uma baixa taxa de administração, e permitem que o investidor acesse o mercado de ações, de forma diversificada, sem incorrer em altas despesas operacionais, com baixo investimento inicial, e sem a responsabilidade de realizar ajustes na carteira para reproduzir individualmente a *performance* do índice subjacente.

Rapidez e eficiência: os ETFs podem ser comprados e vendidos da mesma forma que qualquer ação listada para negociação em bolsa. Ao adquirir cotas de um ETF, o investidor estará investindo indiretamente em várias das principais companhias abertas do Brasil, mas negociando um único ativo, e sem a necessidade de rebalancear as ações, para replicar o índice desejado, trabalho que é feito pelo administrador (PORTAL DO INVESTIDOR, 2022).

As vantagens elencadas pelo *site* são as mesmas indicadas pelos administradores e intermediários que operam no mercado de ETFs. Ao se posicionar de forma favorável aos ETFs, a CVM contribui para ampliar a legitimidade desses produtos e de seus administradores entre os investidores brasileiros.

Assim como ocorre com as grandes empresas globais, os grandes gestores de ativos internacionais, como o Capital Group, o BlackRock e o Vanguard, estão entre os principais acionistas da B3, confirmando um potencial alinhamento de interesses entre provedores de índices e emissores de ETFs (MUNDO NETO, DONADONE; DESIDÉRIO, 2022). O qua-

dro 1 reúne informações sobre a posição acionária dos principais investidores institucionais nas três maiores empresas provedoras de índices globais, MSCI Inc., S&P Global Inc. e London Stock Exchange (controladora da FTSE Russel) (PETRY; FICHTNER; HEEMSKERK, 2021), e na B3 S.A., principal provedora de índices para o mercado brasileiro. Além de confirmar a presença do grupo Vanguard em todas as empresas e o grupo BlackRock figurando em três delas (exceto na MSCI Inc.), os dados indicam que entre os principais acionistas das empresas provedoras de índices estão subconjuntos de grandes gestores de ativos financeiros, congêneres dos “Big Three”. Essa configuração em empresas específicas confirma aquelas dos estudos que apresentam dados agregados sobre a posição minoritária, mas recorrente, que os grandes gestores de ativos mantêm em milhares de empresas listadas em bolsas (FICHTNER; HEEMSKERK, 2020; FICHTNER; HEEMSKERK; GARCIA-BERNARDO, 2017; MUNDO NETO; DONADONE; DESIDÉRIO, 2022), entre elas, as principais provedoras de índices globais.

Quadro 1 — Posição acionária de grandes investidores institucionais nas empresas provedoras de índices MCSI, S&P Global Inc., London Stock Exchange (FTSE Russel) e B3 — setembro de 2022

MSCI		S&P Global Inc.	
The Vanguard Group, Inc.	10.2%	The Vanguard Group, Inc.	8.42%
Viking Global Investors LP	7.83%	SSgA Funds Management, Inc.	4.65%
Eton Park Capital Management LP	6.16%	TCI Fund Management Ltd.	2.63%
Lone Pine Capital LLC	5.65%	BlackRock Fund Advisors	2.22%
T. Rowe Price Associates, Inc. (Investment Management)	4.21%	Fiduciary Management, Inc.	2.08%
SSgA Funds Management, Inc.	4.07%	Wellington Management Co. LLP	1.95%
Massachusetts Financial Services Co.	3.82%	Winslow Capital Management LLC	1.88%
Fidelity Management & Research Co. LLC	3.48%	Capital Research & Management Co. (World Investors)	1.85%
General Atlantic LLC	2.72%	Geode Capital Management LLC	1.84%
BAMCO, Inc.	2.71%	Capital Research & Management Co. (International Investors)	1.83%
LONDON STOCK EXCHANGE		B3 S.A.	
Blackstone Corporate Private Equity	27.7%	Capital Research & Management Co. (Global Investors)	6.79%
York Holdings II Ltd.	17.3%	Capital Research & Management Co. (World Investors)	5.25%
Qatar Investment Authority (Investment Company)	6.91%	Baillie Gifford & Co.	5.03%
York Holdings III Ltd.	6.59%	T. Rowe Price International Ltd.	5.02%
Lindsell Train Ltd.	4.35%	Schroder Investment Management Ltd.	4.95%
Horizon Kinetics Asset Management LLC	4.05%	BlackRock Fund Advisors	3.33%
Kinetics Asset Management LLC	3.14%	Capital International Ltd.	3.28%
Capital Research & Management Co. (World Investors)	2.71%	The Vanguard Group, Inc.	3.17%
The Vanguard Group, Inc.	2.19%	Invesco Advisers, Inc.	1.91%
BlackRock Investment Management (UK) Ltd.	2.12%	Thornburg Investment Management, Inc.	1.88%

Fonte: elaborado pelos autores com base nos dados disponíveis em Surperformance (s.d.).

4.1. PRODUTOS, ADMINISTRADORES E ÍNDICES NO MERCADO BRASILEIRO DE ETFs

A B3 é a principal provedora de índices no mercado brasileiro. Ela tem desenvolvido parceria com os grandes provedores de índices globais. Essas parcerias têm possibilitado o surgimento de novos índices considerados estratégicos. Apesar de o primeiro ETF da bolsa



Em 2020, uma flexibilização da legislação brasileira contribuiu para uma nova onda de crescimento desse mercado,

quando a CVM autorizou a negociação de *Brazilian depositary receipts* (BDRs) de ETFs entre participantes autorizados

brasileira ter sido lançado em 2004, o mercado ganhou relevância, em 2008, com a chegada do grupo BlackRock no país. Conforme indicado por Mundo Neto e Donadone (2020), o mercado de ETFs no Brasil foi inicialmente estruturado com a participação de órgãos governamentais, representantes dos grandes grupos financeiros nacionais e internacionais, com destaque para o grupo BlackRock, líder nacional e global, e o grupo Itaú Unibanco, líder em número de produtos no mercado nacional. Em 2020, uma flexibilização da legislação brasileira contribuiu para uma nova onda de crescimento desse mercado, quando a CVM autorizou a negociação de *Brazilian depositary receipts* (BDRs) de ETFs entre participantes autorizados. Dessa forma, grandes investidores institucionais, sobretudo os fundos de pensão, puderam ampliar sua exposição em ativos internacionais. Em 2021, o acesso aos BDRs de ETFs foi estendido aos demais investidores, mais do que dobrando o número de produtos oferecidos no mercado brasileiro, somados os ETFs listados no B3 e os BDRs de ETFs. O crescimento do mercado local foi marcado pela ampliação de administradores de ETFs, com destaque para o grupo XP Investimentos e o grupo BTG Pactual. Já a oferta de BDRs de ETFs passou a ser a estratégia do grupo BlackRock para obter expansão e liderança no mercado brasileiro. Além dela, outros grandes administradores de ETFs passaram a atuar com BDRs de ETFs no mercado nacional.

Outra grande frente de expansão do mercado de ETFs foi o lançamento de ETFs de criptomoedas. O somatório de investidores em todos os ETFs de renda variável de índices internacionais é de 595.107 investidores, enquanto o de índices nacionais corresponde a 261.947. Porém, em julho de 2022, os ETFs com maior patrimônio líquido eram os de índices amplos nacionais, com destaque para o Bova11 (BlackRock), que rastreia o Ibovespa, com 124.341 investidores e, aproximadamente, R\$13 bilhões do total de R\$ 39 bilhões da indústria. Dentre os ETFs que rastreiam índices internacionais, destacam-se o IVVB11 (BlackRock), que rastreia o índice S&P 500, com 166.921 investidores, e o Hash11 (Hashdex),

Rügemer (2019) indica que estamos diante de uma nova estrutura de poder no capitalismo. Acima das grandes corporações, sejam financeiras ou não financeiras, estão os grandes gestores de ativos, liderados pelos “Big Three”

primeiro ETF de criptomoedas, com 156.533 investidores. Eles reuniam, respectivamente, R\$ 3,14 bilhões e R\$ 1,27 bilhão de patrimônio líquido.

Em 2019, a empresa Teva Índices foi criada com a proposta de se tornar provedora de índices voltados para ETFs, com foco em índices ESG (TEVA ÍNDICES, s.d.). A Teva Índices iniciou as atividades explorando um nicho no mercado de índices, numa posição “desafiadora” e concorrente com a B3. Porém, ao mesmo tempo, a Teva Índices, através de parcerias com seus clientes emissores de ETFs, como os grupos BTG Pactual e Safra, tem contribuído para o lançamento de novos ETFs na bolsa brasileira, ampliando os produtos comercializados e fortalecendo os serviços de listagem da B3. Petry, Fichtner e Heemskerk (2021) chamam a atenção para a dificuldade de novos provedores de índices ganharem relevância nos mercados internacionais, uma vez que as empresas dominantes contam com recursos e reputação que garantem a manutenção da posição de liderança no mercado global.

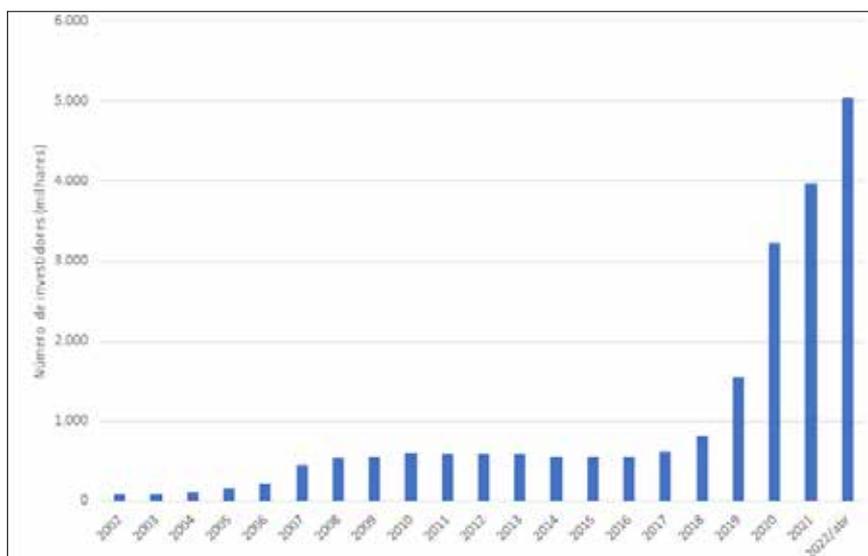
Com a ampliação da oferta de ETFs no mercado local e o lançamento dos BDRs de ETFs, a B3 criou um *site* especializado em ETFs e BDRs de ETFs, disponível para os investidores brasileiros. Essa iniciativa teria como motivação “incentivar a educação financeira no Brasil e fomentar o mercado de ETFs” e foi patrocinada por alguns dos principais administradores de ETFs e BDRs de ETFs: BlackRock, Hashdex, Investo, QR Asset, Itaú Asset e XP Inc. (ETF.COM.VC, s.d.). Entre ETFs e BDRs de ETFs, em julho de 2022, havia 233 produtos, sendo 73 ETFs e 160 BDRs de ETFs. No mercado local, o valor alocado em ETFs de índices locais representava aproximadamente 75% dos recursos. Os dados sobre volume de recursos alocados em BDRs de ETFs não estão disponíveis como os relativos a ETFs. Assim, com a expansão da oferta de BDRs de ETFs, os ETFs internacionais perderam aproximadamente 50% do patrimônio líquido quando comparados aos de outubro de 2021. Grande parte dos recursos investidos em ETFs de referência internacional e BDR de ETFs estão vinculados aos principais índices dos mercados globais e, portanto, sob gestão dos principais provedores de índices (PETRY; FICHTNER; HEEMSKERK, Vf. 2021).

4.2. EXPANSÃO DE INVESTIDORES E ETFs NA B3

O processo de internacionalização da propriedade da B3 foi acompanhado de uma política voltada à popularização da bolsa no Brasil. Dentre os executivos que lideraram as transformações que resultaram na B3, destacam-se os executivos que ocuparam a presidên-

cia da empresa entre 2001 até 2022: Raymundo Magliano Filho (2001 a 2008), Edemir Pinto (2008 a 2017) e Gilson Finkelsztain (2017-Atualmente). Magliano Filho, considerado um dos fundadores do mercado de capitais brasileiro, é formado em Administração de Empresas pela Fundação Getúlio Vargas e atuou na corretora Magliano Invest, a primeira corretora a operar na Bovespa, fundada pelo seu pai em 1927. Foi um dos responsáveis pela política de popularização da bolsa e pela primeira grande expansão do número de pessoas físicas investidoras na bolsa brasileira, que aumentaram mais de 6 vezes entre 2002 e 2008, passando de 85,3 mil investidores para 536,5 mil, conforme indicado no gráfico 1. Edemir Pinto, formado em Economia pela Faculdade Dom Pedro, de São José do Rio Preto (SP), iniciou a carreira na editora Abril e em 1986 ingressou na BM&F, onde atuou como diretor de *clearing* e superintendente-geral. Edemir foi responsável pelo grupo que arquitetou a construção do mercado de futuros no Brasil e, em 2008, conduziu a fusão entre a BM&F e a Bovespa, formando a BM&FBovespa. Em 2017, foi responsável pela incorporação da Cetip, originando a B3. Em 2017, Edemir se retira da B3 e inaugura sua empresa EP — Empreendimentos e Participações, para atuar no setor imobiliário e na compra de participações em empresas (SUNO, 2022). Gilson Finkelsztain, ex-presidente da Cetip, assumiu então a presidência da B3. A sua gestão tem sido marcada pelo crescimento e internacionalização da empresa. A trajetória profissional de Gilson está alinhada ao conjunto dos investidores institucionais que predominam na estrutura acionária da empresa. Ele se formou em Engenharia Civil de Produção pela PUC-Rio (Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro) e fez pós-graduação pelo Insead — Advanced Management Program. Gilson trabalhou por 20 anos em instituições financeiras internacionais como Citibank, JP Morgan, Bank of America, Merrill Lynch e Santander, onde ocupou cargos de diretoria no Brasil e no exterior (B3, 2023). Durante sua gestão tem ocorrido um crescimento exponencial do número de investidores, passando de 813 mil, em dezembro de 2017, para mais de 5 milhões, em abril de 2022 (B3, 2023, conforme indicado no gráfico 1).

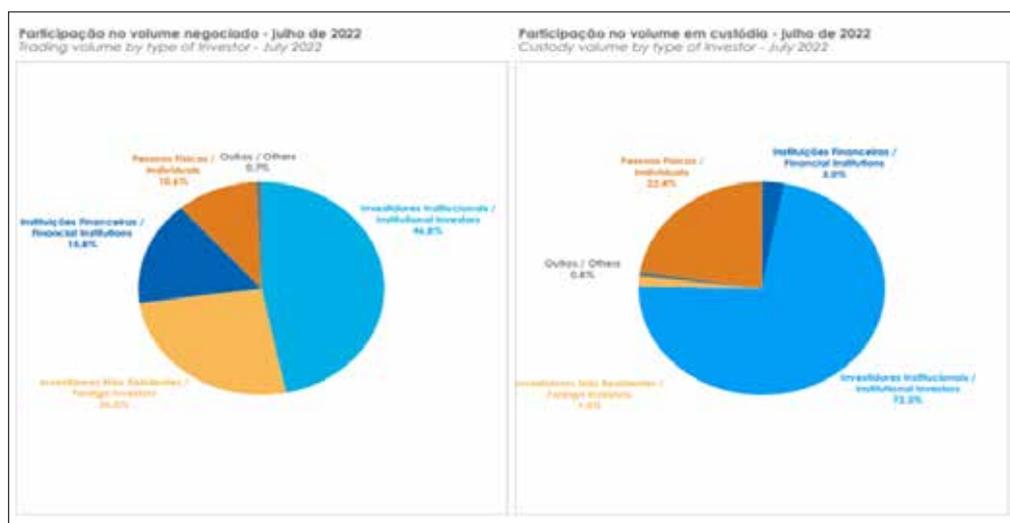
Gráfico 1 — Evolução do número de pessoas físicas investidoras na B3 — janeiro/2002-abril/2022



Fonte: elaborado pelos autores com base em dados disponibilizados pela B3.

Os boletins mensais de ETFs apresentam os investidores em função da custódia das cotas, ou seja, o direito de propriedade, e em função daqueles que operam com frequência, comprando e vendendo ETFs. A custódia de ETFs está majoritariamente com os investidores institucionais (72,3%) e com investidores pessoas físicas (22,4%). Porém, aqueles que mais operam com ETFs são investidores institucionais (46,8%), investidores não residentes (26%) e instituições financeiras (15,8%), conforme indicado no gráfico². As operações de compra e venda de ETFs realizadas por investidores não residentes e que não possuem a custódia dos ativos indicam como alguns ETFs ganharam liquidez, pois superaram o volume de negociação das ações da maior parte das empresas listadas, indicando como parte deles se transformou em ativos utilizados em operações de proteção contra o risco (*hedge*) e de especulação.

Gráfico 2 — Participação, por tipo de investidor, no mercado de ETFs da B3 — julho/2022



“Outros” contempla pessoas jurídicas não financeiras.

Fonte: boletim mensal de ETFs em julho de 2022 — B3 (2023).

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS: INDEXAÇÃO E UMA NOVA CAMADA NA ESTRUTURA DE PODER NO MUNDO CORPORATIVO

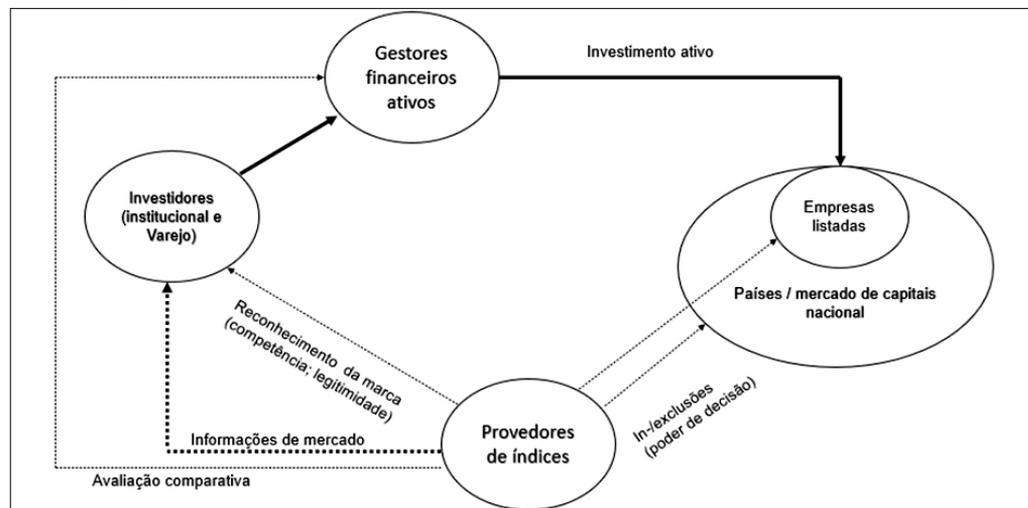
Rügemer (2019) indica que estamos diante de uma nova estrutura de poder no capitalismo. Acima das grandes corporações, sejam financeiras ou não financeiras, estão os grandes gestores de ativos, liderados pelos “Big Three”. Fichtner, Heemskerk e Garcia-Bernardo (2017) analisam o “poder oculto” desses grandes agentes financeiros. Ainda que individualmente os grandes gestores de ativos não controlem as empresas em que investiram, uma vez que eles adotam a estratégia de adquirir posições minoritárias nas maiores empresas de capital aberto, o somatório de suas respectivas participações minoritárias forma um grupo de investidores semelhantes e com poder de interferência na governança das empresas, influenciando os executivos das empresas, seja informalmente, seja participando de forma efetiva, notadamente por meio do dispositivo de procuração de seus clientes (*proxies*), custodiantes dos ativos, exercendo o direito de voto em assembleias de acionistas das empresas (FICHTNER; HEEMSKERK; GARCIA-BERNARDO, 2017). Porém, o poder desses grandes

O poder desses grandes agentes está relacionado justamente ao fato de eles estarem presentes na maioria das grandes empresas globais e serem os administradores dos principais fundos indexados, nas principais bolsas de valores. A nova camada de poder no mundo corporativo é formada por esses grandes gestores de ativos denominados de “organizadores do capitalismo” ou “proprietários permanentes” das grandes empresas

agentes está relacionado justamente ao fato de eles estarem presentes na maioria das grandes empresas globais e serem os administradores dos principais fundos indexados, nas principais bolsas de valores. A nova camada de poder no mundo corporativo é formada por esses grandes gestores de ativos denominados de “organizadores do capitalismo” (RÜGEMER, 2019) ou “proprietários permanentes” das grandes empresas (FICHTNER; HEEMSKERK, 2020). O poder desses grandes grupos se amplia tanto na estratégia de gestão ativa, quando eles mantêm posição minoritária nas mais importantes empresas globais, como de gestão passiva, na medida em que se expandem os investimentos em fundos de índices dos principais mercados globais, administrados pelos mesmos grandes gestores de ativos. Mas, diferentemente da gestão ativa, na qual o investidor pode exercer a opção de vender as ações motivado por razão econômica (mau desempenho financeiro) ou não econômica (má gestão), o investimento em fundos indexados não permite ao investidor retirar um determinado ativo do índice que o fundo replica. Esse poder é delegado aos provedores de índices. Petry, Fichtner e Heemskerk (2021) apresentam aspectos centrais na mudança de posição dos provedores de índices no mercado financeiro, que saem de uma posição secundária, na qual eram fornecedores de informações financeiras para a imprensa de negócios e *benchmarks* para os profissionais responsáveis pelas estratégias de gestão ativa, para uma posição central, em que são responsáveis pela definição dos critérios de inclusão e exclusão de países e empresas dos índices de mercado e, portanto, por decidir quais países e empresas receberão recursos relacionados à indexação (figuras 2 e 3). Os autores indicam como o mercado de provedores de índices está concentrado, uma vez que 3 empresas controlam 75% dos principais índices nos principais mercados financeiros. Se considerarmos que os acionistas dessas empresas são grandes gestores de ativos, assim como indicado acima, os “Big Three” e grupos congêneres exercem poder nas grandes empresas provedoras de índices e, portanto, podem interferir

nos critérios de inclusão e exclusão de empresas das carteiras dos índices, indicando como esses grandes gestores de ativos organizam o capitalismo nas primeiras décadas do século XXI.

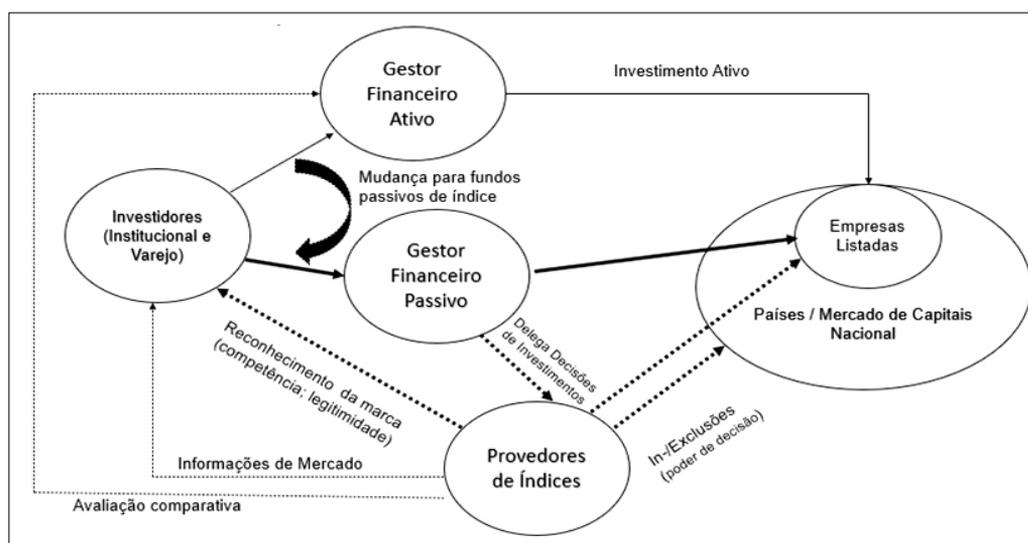
Figura 2 — O papel dos provedores de índices antes da mudança para o investimento passivo



Linhas pontilhadas representam relações não monetárias; linhas sólidas constituem fluxos monetários.

Fonte: adaptado de Petry, Fichtner e Heemskerk (2021).

Figura 3 — O papel dos provedores de índices após a mudança para o investimento passivo



Linhas pontilhadas representam relações não monetárias; linhas sólidas constituem fluxos monetários.

Fonte: adaptado de Petry, Fichtner e Heemskerk (2021).

Ao construir fundos que rastreiam os índices de mercado, os gestores de fundos passivos delegam aos provedores de índices a decisão sobre quais países e quais empresas receberão investimentos

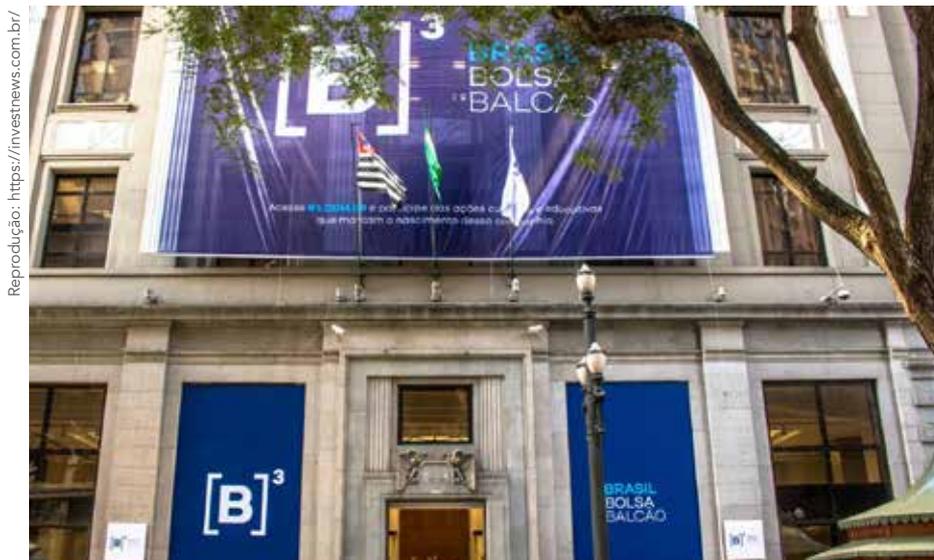
Para os investidores, a migração de investimentos para fundos de índices, liderada pelos grandes gestores de ativos, limita sua capacidade de desinvestir totalmente em determinada empresa, pois um fundo de índices interrompe os investimentos em determinada empresa apenas quando essa empresa deixa de fazer parte da carteira do índice. Ao construir fundos que rastreiam os índices de mercado, os gestores de fundos passivos delegam aos provedores de índices a decisão sobre quais países e quais empresas receberão investimentos. Eles também são os responsáveis por definir os critérios de inclusão e de exclusão que garantem, ou não, a permanência de países e empresas nos índices (figura 2). Petry, Fichtner e Heemskerk (2021) chamam a atenção para o fato de que os provedores de índices operam como definidores de padrões,

suas noções sobre o que constitui uma boa governança corporativa da empresa e um ambiente de investimento favorável em termos de mercados (nacionais) ajudam ou dificultam empresas e países na atração de capital, essencialmente decidindo o que é digno de investimentos nos mercados financeiros globais (PETRY; FICHTNER; HEEMSKERK, 2021, p. 154, tradução nossa).

Ainda de acordo com os autores, com o predomínio de investimentos alocados em fundos de índices, para as empresas, ser parte das carteiras dos mais importantes índices do mercado torna-se uma estratégia que pode ter prioridade sobre outros interesses dos acionistas. Para a maior parte dos países, seguir as regras definidas pelos provedores é fundamental para ampliar a inserção nos mercados financeiros internacionais.

O mercado brasileiro de ETFs está em expansão e segue tendências internacionais, na oferta e na demanda. A oferta é dominada pelo grupo BlackRock, representante dos “Big Three” mais atuante no mercado brasileiro, sendo um dos líderes na emissão de ETFs, tanto no segmento de produtos que rastreiam os principais índices nacionais como no de produtos vinculados a índices internacionais. A posição de liderança do grupo BlackRock no mercado de ETFs brasileiro confirma sua posição em âmbito global, considerando-se os estudos sobre o mercado estadunidense (BEBCHUK; HIRST, 2019; FICHTNER; HEEMSKERK; GARCIA-BERNARDO, 2017), o francês (DEVILLE; OUBENAL, 2012), o alemão (RÜGEMER, 2019) e o espanhol (JUSTE, 2019).

A demanda desses produtos, assim como nos mercados centrais, é liderada por investidores institucionais, mas cada vez mais com participação de pessoas físicas investidoras. A B3 acumula a função de empresa gestora da bolsa brasileira, de principal empresa provedora de índices e de empresa que participa da carteira dos principais índices do mercado, ampliando seu poder no mercado de capitais brasileiro e se tornando um dos principais



Reprodução: <https://investnews.com.br/>

Sede da B3 em São Paulo (SP)

grupos econômicos da economia nacional. Como nas grandes empresas globais, a B3 possui grandes gestores de ativos internacionais entre seus principais acionistas, como os grupos Capital Group, BlackRock e Vanguard, confirmando um potencial alinhamento de interesses entre provedores de índices e emissores de ETFs.

A possibilidade de ampliar a exposição de investidores no Brasil a produtos internacionais foi concretizada pela estratégia de emitir *Brazilian depositary receipts* (BDRs) de ETFs na B3, após ser regulamentada pela CVM, reforçando a conclusão de que a legislação brasileira tem contribuído para o desenvolvimento do mercado de ETFs no mercado nacional, favorecendo o grupo BlackRock, mas também outros grandes emissores globais de ETFs, como os grupos JP Morgan, Pimco Investments, First Trust, Hashdex e Global X. Em 2019, a criação da empresa Teva Índices, especializada em índices para ETFs, reforçou a expansão da oferta de investimentos passivos, o que indica como os agentes do mercado têm procurado desenvolver estratégias para ofertar produtos que excluem empresas questionadas por critérios não econômicos, no sentido discutido em Jahnke (2019) em relação a empresas poluidoras, uma vez que seus índices passaram a ser adotados por emissores de ETFs locais. Assim, a ampliação da oferta de ETFs é marcada pela participação conjunta de grupos internacionais e de representantes da elite financeira nacional, tanto grupos tradicionais, públicos e privados, por exemplo, os grupos Itaú, Safra, Bradesco, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal, como grupos desafiadores, “inovadores” ou da “vanguarda” das finanças, representados pelos grupos BTG Pactual e XP Investimentos, para os emissores de ETFs, e a empresa Teva Índices, entre os provedores de índices.

Ainda que o ideário da governança corporativa (GC) tenha ampliado suas prescrições para além da dimensão econômica, contribuindo para o surgimento de novos índices de governança e de sustentabilidade, para os investidores em gestão passiva a dimensão econômica está entre os principais indicadores de “boa” GC e tem orientado a tomada de decisão sobre os investimentos. A preferência pelo desempenho econômico é confirmada com os ETFs, uma vez que os fundos com maior patrimônio líquido, volume de negociação e número de investidores são aqueles que rastreiam índices que priorizam desempenho econômico



A B3 tem entre seus principais acionistas grandes gestores de ativos internacionais, como o Capital Group, o BlackRock e o Vanguard, todos com sede nos EUA

dos ativos que compõem as carteiras. Analisando o caso dos frigoríficos listados na B3, Mundo Neto, Donadone e Cândido (2021) indicaram como o maior volume de recursos está relacionado aos ETFs que rastreiam o Ibovespa quando comparados com aque-

les que rastreiam os índices de sustentabilidade. Os dados indicam que, para as empresas, participar dos índices de sustentabilidade amplia a legitimidade mais do que a captação de recursos. As principais empresas da bolsa brasileira, aquelas com maior valor de mercado e maior volume de negociação, presentes nos principais índices amplos, como Ibovespa, IBRX 50 e IBRX 100, participam também de índices setoriais, de índices de governança e índices de sustentabilidade que lhes permitem ampliar a legitimidade, tanto nas indústrias de origem como no mercado de capitais, e, ao mesmo tempo, inserem-se cada vez mais em um ambiente em que participar do maior número de índices de mercado se tornou estratégia de empresas listadas em bolsa, momento denominado por Petry, Fichtner e Heemskerck (2021) como *capitalismo de índices*.

* Doutor em Engenharia de Produção. Professor grau III na Faculdade de Tecnologia (Fatec) de São Carlos (SP). Membro do Núcleo de Estudos em Sociologia Econômica e das Finanças da Universidade Federal de São Carlos (Nesefi-UFSCar). *E-mail*: martin.mundo@fatec.sp.gov.br

** Doutor em Engenharia de Produção. Professor titular do Departamento de Engenharia de Produção da UFSCar. *E-mail*: donado@ufscar.br

► Texto recebido em 16 de novembro de 2022; aprovado em 10 de janeiro de 2023.

B3. **Boletim mensal ETF**. São Paulo, jan. 2023. Disponível em: <www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/etf/renda-variavel/boletim-mensal>. Acesso em: 12 fev. 2023.

BEBCHUK, Lucian A.; HIRST, Scott. The specter of the Giant Three. **Boston University Law Review**, v. 99, p. 721-741, 9 maio 2019. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3385501>>. Acesso em: 12 fev. 2023.

BERVIAN, Pedro Alcino; CERVO, Amado Luiz. **Metodologia científica**. São Paulo: Makron Books, 1996.

BRAUN, Benjamin. From performativity to political economy: index investing, ETFs and asset manager capitalism. **New Political Economy**, v. 21, p. 257-273, 2016.

COLLINS, Jill; HUSSEY, Roger. **Pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

CVM. **Instrução CVM 359**. Rio de Janeiro: CVM, 2022a. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst359.html>>. Acesso em: 12 fev. 2023.

_____. Recomendações da CVM sobre governança corporativa. **Cartilha de governança**, jun. 2002b. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0001/3935.pdf>>. Acesso em: 12 fev. 2023.

DEVILLE, Laurent. Exchange traded funds: history, trading, and research. In: ZOPOUNIDIS, Constantin; DOUMPOSAND, Michael; PARDALOS, Panos (Ed.). **Handbook of financial engineering**. New York: Springer, 2008. p. 67-98.

DEVILLE, Laurent; OUBENAL, Mohamed. Legitimizing an ambiguous financial innovation: the case of exchange traded funds in France. In: HUAULT, Isabelle; RICHARD, Chrystelle (Ed.). **Finance: the discreet regulator — how financial activities shape and transform the world**. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2012. p. 212-232.

ETF.COM.VC. **Quem somos**. São Paulo: B3, [s.d.]. Disponível em: <www.etf.com.vc/quemosomos>. Acesso em: 12 fev. 2023.

FICHTNER, Jan; HEEMSKERK, Eelke M. The new permanent universal owners: index funds, patient capital, and the distinction between feeble and forceful stewardship. **Economyand Society**, 2020. Disponível em: <<https://doi.org/10.1080/03085147.2020.1781417>>. Acesso em: 15 fev. 2023.

FICHTNER, Jan; HEEMSKERK, Eelke M.; GARCIA-BERNARDO, Javier. Hidden power of the Big Three?: passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk. **Business and Politics**, v. 19, n. 2, p. 298-326, 2017. Disponível em: <www.cambridge.org/core/journals/business-and-politics/article/hidden-power-of-the-big-three-passive-index-funds-reconcentration-of-corporate-ownership-and-new-financial-risk/30AD689509AAD62F5B677E916C28C4B6>. Acesso em: 15 fev. 2023.

FISH, Jill; HAMDANI, Assaf; SOLOMON, Steven Davidoff. Passive investors. **ECGI Working Paper Series in Law**, n. 414, agosto 2018. Disponível em: <https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finalfishhamdanisolomon1.pdf>. Acesso em: 12 fev. 2023.

GRÜN, Roberto. Atores e ações na construção da governança corporativa brasileira. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, v. 18, n. 52, p. 139-161, 2003.

_____. Convergência das elites e inovações financeiras: a governança corporativa no Brasil. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, v. 20, n.58, p. 67-90, 2005.

HALDANE, Andrew. The age of asset management?. **Bank of England**, 4 abr. 2014. Disponível em: <www.bankofengland.co.uk/speech/2014/the-age-of-asset-management>. Acesso em: 12 fev. 2023.

HAYES, Adam S. The active construction of passive investors: robo advisors and algorithmic low-finance. **Socio-Economic Review**, v. 19, n. 1, p. 83-119, 2019. Disponível em: <<https://doi.org/10.1093/ser/mwz046>>. Acesso em: 15 fev. 2023.

JAHNKE, Patrick. Holders of last resort: the role of index funds and index providers in divestment and climate change. **SSRN**, 11 mar. 2019. Disponível em: <<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3314906>>. Acesso em: 12 fev. 2023.

JUSTE, Rubén. **La nueva clase dominante**: gestores, inversores y tecnólogos — una historia del poder desde Colón y el Consejo de Indias hasta BlackRock y Amazon. Barcelona: Arpa, 2019.

LAZONICK, William; SHIN, Jang-Sup. **Predatory value extraction**: how the looting of the business corporation became the U. S. Norm and how the prosperity can be restored. Oxford: Oxford University Press, 2020.

MACKENZIE, Donald. **Na engine, not a camera**: how financial models shape markets. Cambridge: MIT Press, 2006.

_____. Is economics performative?: option theory and the construction of derivatives markets. In: MACKENZIE, Donald; MUNIESAAND, Fabian; SIU, Lucia. (Ed.). **Do economists make markets?:** on the performativity of economics. Princeton: Princeton University Press, 2007. p. 54-86.

MUNDO NETO, Martin; DONADONE, Júlio Cesar; CÂNDIDO, Silvio Eduardo Alvarez. Fundos de índices de mercado, gestão passiva e investimentos responsáveis: o caso de frigoríficos listados na B3. In: WORKSHOP EMPRESA, EMPRESÁRIOS E SOCIEDADE, 12., 2021, São Paulo. **Anais...** São Paulo: IEA-USP, 2021.

MUNDO NETO, Martin; DONADONE, Júlio Cesar; DESIDÉRIO, Wellington Afonso. A financeirização das grandes empresas, investidores passivos e mercado de ETFs: o capitalismo do século XXI no Brasil. **Revista Tomo**, v. 41, p. 278-305, 2022. Disponível em: <<https://doi.org/10.21669/tomo.vi41.17401>>. Acesso em: 15 fev. 2023.

PETRY, Johannes; FICHTNER, Jan; HEEMSKERK, Eelke. Steering capital: the growing private authority of index providers in the age of passive asset management. **Review of International Political Economy**, v. 28, n. 1, p. 152-176, 2021. Disponível em: <<https://doi.org/10.1080/09692290.2019.1699147>>. Acesso em: 15 fev. 2023.

PORTAL DO INVESTIDOR. **O que é ETF (exchange traded funds) ou fundos de índice?**. Rio de Janeiro: CVM, 2022. Disponível em: <www.gov.br/investidor/pt-br/investir/tipos-de-investimentos/etfs>. Acesso em: 12 set. 2022.

RÜGEMER, Werner. **The capitalists of the 21st century:** an easy-to-understand outline of the rise of the new financial players. Hamburg: Tredition, 2019.

SUNO. **Perfis:** Edemir Pinto — executivos. São Paulo, [s.d.]. Disponível em: <www.suno.com.br/tudo-sobre/edemir-pinto>. Acesso em: 17 abr. 2022.

SURPERFORMANCE. **Marketscreener**. Paris, [s.d.]. Disponível em: <www.marketscreener.com>. Acesso em: 12 set. 2022.

TEVA ÍNDICES. **Quem somos**. São Paulo, [s.d.]. Disponível em: <www.tevaindices.com.br/quem-somos>. Acesso em: 17 abr. 2022.

YIN, Robert K. **Pesquisa estudo de caso:** desenho e métodos. 2.ed. Porto Alegre: Bookman, 1994.