

GERMÁRIO GOMES JUNIOR

**ASPECTOS TEÓRICOS E EMPÍRICOS DA ANÁLISE DA COMPOSIÇÃO DE
PORTFÓLIO: UM ESTUDO SOBRE A INDÚSTRIA DE FUNDOS NO BRASIL**

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de bacharel em Ciências Econômicas, pela Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. José Benedito de Paula.

**CURITIBA
2008**


TERMO DE APROVAÇÃO


GERMÁRIO GOMES JUNIOR

ASPECTOS TEÓRICOS E EMPÍRICOS DA ANÁLISE DA COMPOSIÇÃO DE PORTFÓLIO: UM ESTUDO SOBRE A INDÚSTRIA DE FUNDOS NO BRASIL

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de bacharel em Ciências Econômicas, pela Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, mediante a seguinte banca examinadora:

Orientador: _____


Prof. Dr. José Benedito de Paula
Professor do Departamento de Economia da UFPR


Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto
Professor do Departamento de Economia da UFPR


Prof. Adilson Antônio Volpi
Professor do Departamento de Economia da UFPR

**CURITIBA
2008**

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	10
2 REFERENCIAL TEÓRICO	12
2.1 ALOCAÇÃO DE PORTFÓLIO EM UM CONTEXTO DE INCERTEZA	12
2.1.1 Modelo de Keynes	12
2.1.2 Comportamento Frente à Instabilidade.....	14
2.2 MODELOS CONVENCIONAIS DE ALOCAÇÃO DE PORTFÓLIO: RETORNO, RISCO E DIVERSIFICAÇÃO	15
2.2.1 Modelo Convencional de Tobin.....	15
2.2.2 Atributos Probabilísticos.....	16
3 ANÁLISE DO MODELO DE ALOCAÇÃO EFICIENTE DE RISCO E RETORNO.....	18
3.1 PRINCIPAIS DETERMINANTES DA DEMANDA DE ATIVOS E ANÁLISE DE INVESTIMENTOS NA ESCOLHA DO PORTFÓLIO.....	18
3.2 MERCADO EFICIENTE.....	20
3.3 RISCO, RETORNO ESPERADO E DIVERSIFICAÇÃO	21
3.3.1 Mensuração do Risco e Retorno Esperados.....	22
3.3.2 Diversificação.....	23
3.3.3 Risco, Retorno e Diversificação	24
3.3.4 Relação Risco/Retorno e Investidor.....	25
3.4 SELEÇÃO DE CARTEIRAS E TEORIA DE MARKOWITZ	27
3.5 CARTEIRAS EFICIENTES E CARTEIRAS ÓTIMAS	28
3.6 RETA DO MERCADO DE CAPITAIS E ESCOLHA DA MELHOR CARTEIRA..	31
4 FUNDOS DE INVESTIMENTOS.....	35
4.1 ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS DE TERCEIROS	35
4.2 DINÂMICA DOS FUNDOS.....	36
4.2.1 Definições Gerais e Funcionamento dos Fundos	36
4.2.2 Principais Vantagens do Investimento Coletivo	38
4.2.3 Objetivo do Investimento.....	40
4.2.4 Formas de Distribuição	40
4.2.5 Estratégia da Carteira de Investimentos	41
4.3 RATING DOS FUNDOS.....	44
4.4 INSTRUÇÃO CVM 409 E AS CLASSES DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS.....	48
4.4.1 Classificação Segundo a CVM.....	49

4.4.2 Classificação Segundo a Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID)	52
4.5 O INVESTIDOR EM APLICAÇÕES FINANCEIRAS	57
4.6 FUNDOS E SEUS TÍTULOS ELEGÍVEIS	59
4.6.1 Títulos Públicos.....	59
4.6.2 Títulos Privados	60
4.6.3 Riscos do Investidor.....	62
4.6.4 Lastro por Classe dos Fundos de Investimentos	63
4.7 ANÁLISE DA EVOLUÇÃO DOS FUNDOS EM TERMOS DE PL, CAPTAÇÃO E RETORNO NO PERÍODO 2003 – 2007	68
5 CONCLUSÃO	74
REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	75

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA COMO % DO PL ANUAL	62
TABELA 2 - DIRECIONAMENTO DA CARTEIRA POR MODALIDADE.....	67
TABELA 3 - PATRIMÔNIO LÍQUIDO TOTAL E NÚMERO DE FUNDOS.....	68
TABELA 4 - PATRIMÔNIO LÍQUIDO ANUAL – DISTRIBUIÇÃO % POR TIPO	69
TABELA 5 - CAPTAÇÃO ANUAL – MERCADO DOMÉSTICO.....	70
TABELA 6 - RENDIMENTOS NOMINAIS BRUTOS DAS PRINCIPAIS APLICAÇÕES.....	71

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - REDUÇÃO DO RISCO PELA DIVERSIFICAÇÃO.....	24
GRÁFICO 2 - INVESTIDOR OUSADO	26
GRÁFICO 3 - INVESTIDOR CONSERVADOR.....	26
GRÁFICO 4 – COMBINAÇÕES DE RETORNO E RISCO	29
GRÁFICO 5 - CURVAS ENVELOPE DE RETORNO X RISCO.....	29
GRÁFICO 6 – CARTEIRA ÓTIMA	31
GRÁFICO 7 - FRONTEIRA EFICIENTE E OPORTUNIDADES DE INVESTIMENTO.....	32
GRAFICO 8 - CARTEIRA DE MERCADO	33
GRÁFICO 9 – CRESCIMENTO DO NÚMERO DE FUNDOS NO BRASIL.....	53
GRÁFICO 10 – COMPOSIÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS.....	57
GRÁFICO 11 - RENDIMENTOS NOMINAIS BRUTOS	72

LISTA DE SIGLAS

ANBID - ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO
BACEN - BANCO CENTRAL DO BRASIL
CDB - CERTIFICADO DE DEPÓSITO BANCÁRIO
CDI - CERTIFICADO DE DEPÓSITO INTERBANCÁRIO
CNPJ - CADASTRO NACIONAL DE PESSOA JURÍDICA
CPMF - CONTRIBUIÇÃO PROVISÓRIA SOBRE MOVIMENTAÇÃO FINANCEIRA
CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
DI - DEPÓSITO INTERBANCÁRIO
EUA - ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA
FAC - FUNDO DE APLICAÇÃO EM COTAS DE FIF
FAPI - FUNDO DE APOSENTADORIA PROGRAMADA INDIVIDUAL
FGTS - FUNDO DE GARANTIA DO TEMPO DE SERVIÇO
FIE_x - FUNDO DE INVESTIMENTO NO EXTERIOR
FIF - FUNDOS DE INVESTIMENTO FINANCEIRO
FITVM - FUNDO DE INVESTIMENTO EM TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS
IGP-M - ÍNDICE GERAL DE PREÇOS DO MERCADO
IPCA - ÍNDICE NACIONAL DE PREÇOS AO CONSUMIDOR AMPLO
LFT - LETRA FINANCEIRA DO TESOIRO
LTN - LETRA DO TESOIRO NACIONAL
NTN-C - NOTA DO TESOIRO NACIONAL – SÉRIE C
NTD-D - NOTA DO TESOIRO NACIONAL – SÉRIE D
PGBL - PLANO GERADOR DE BENEFÍCIO LIVRE
PL - PATRIMÔNIO LÍQUIDO
SELIC - SISTEMA ESPECIAL DE LIQUIDAÇÃO E CUSTÓDIA
SFH - SISTEMA FINANCEIRO DA HABITAÇÃO
TBF - TAXA BÁSICA FINANCEIRA
TJLP - TAXA DE JUROS DE LONGO PRAZO
TR - TAXA REFERENCIAL

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo abordar alguns aspectos relacionados com as teorias de gestão de portfólios, bem como analisar alguns elementos empíricos da indústria de fundos no Brasil. Dada a recente estabilidade econômica brasileira, investidores vêm buscando outras formas de aplicação financeira, e os fundos de investimento, pelas facilidades e vantagens, mostram-se como alternativa viável para os diferentes perfis de investidores. Apresenta-se a Teoria de Alocação de Portfólio sob a ótica neoclássica, onde através de atributos probabilísticos busca-se chegar a um ponto ótimo entre rentabilidade, segurança e liquidez. Após apresentados os modelos de escolha de carteira, é desenvolvido o método para a obtenção dos melhores resultados em se tratando de risco, retorno e diversificação, fazendo assim, a seleção da carteira tida como ótima pelo investidor. São feitas algumas considerações a respeito da indústria de fundos no Brasil no período que inicia em 2003 e se estende a 2007. Com base nas análises realizadas neste trabalho, pode-se concluir que através da alocação de portfólio, é possível chegar a um investimento ótimo do ponto de vista do investidor individual, e que os fundos de investimento constituem opção fortemente atrativa, dada a evolução que ocorreu nesse segmento nos últimos quatro anos e as diferentes opções por eles oferecidas.

Palavras-chave: alocação de portfólio, retorno e risco, fundos de investimento.

1 INTRODUÇÃO

Nos quinze anos anteriores ao Plano **Real**, a inflação, a indexação da economia e os choques econômicos contribuíram para o baixo desempenho da indústria de fundos. Até 1992, os fundos de investimento não tinham liquidez diária e sim data de aniversário. Mas foi em 1995 que aconteceu uma importante mudança, que estabeleceu um divisor nesse segmento do sistema financeiro.

Dado o grau de estabilidade econômica brasileira, que se observa desde 2003, os agentes vêm buscando novas alternativas para alocar seus portfólios, dando grande ênfase em aplicações financeiras, a partir de um tripé que visa conciliar rentabilidade, segurança e liquidez.

Os fundos são condomínios que agrupam diferentes investidores com objetivos e necessidades semelhantes. Esse condomínio, ou seja, o fundo, contrata uma instituição para gerir seus recursos (o gestor), que fica sendo a responsável pelas aplicações dos recursos dos associados, conforme objetivo e política de investimento previamente definida. O fundo de investimento consegue condições mais vantajosas no mercado financeiro que o investidor individualmente, em função de fatores tais como escala e *expertise*.

Este trabalho tem como objetivo analisar alguns aspectos teóricos e empíricos relacionados com a gestão de portfólios, colocando em destaque a indústria de fundos no Brasil.

A matriz teórica das abordagens realizadas tem como referência: (i) o modelo geral de portfólio desenvolvido por John Maynard Keynes (1983), onde os agentes alocam seus recursos de acordo com suas expectativas de retorno num ambiente de incerteza; (ii) e uma mais contemporânea, base da Teoria de Alocação de Portfólio, elaborada por James Tobin e implementada por outros autores, dentre os quais se destaca Markowitz (*apud* Assaf Neto, 2003), a qual se diferencia do modelo de Keynes pelo fato de se sustentar nos microfundamentos da Teoria Neoclássica.

A metodologia analítica utilizada é a de natureza descritiva, envolvendo aspectos teóricos e institucionais, bem como dados estatísticos destinados a ilustrar alguns fatos ou eventos colocados em destaque no capítulo 4.

A estrutura desta monografia é composta além desta introdução, de mais três capítulos. No segundo capítulo é apresentada a teoria de alocação de portfólio, começando por um contexto de incerteza Keynesiana, e em seguida aborda-se modelos convencionais de escolha de carteiras.

O terceiro capítulo desenvolve o conceito de alocação eficiente de investimentos em portfólio financeiro, apontando e conceituando alguns fatores determinantes da demanda por ativos, e mostrando de acordo com a Teoria de Markowitz, o perfil de cada indivíduo em relação às suas preferências entre risco e retorno.

No quarto e último capítulo, apresenta-se a indústria de fundos de investimento como alternativa de aplicação financeira, mostrando sua dinâmica, avaliação de riscos e classificação. Nesse contexto, caracterizam-se os diferentes perfis de investidores e analisa-se a composição e a evolução dos fundos em termos de patrimônio líquido, captação e retorno no período que vai do ano de 2003 a 2007.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção serão apresentados alguns aspectos de um referencial teórico básico a partir do qual tenta-se explicar a forma como os agentes econômicos alocam sua riqueza. Esta abordagem se concentra na Teoria de Alocação de Portfólio.

2.1 ALOCAÇÃO DE PORTFÓLIO EM UM CONTEXTO DE INCERTEZA

Baseado em Keynes, Carvalho *et al* (2007, p. 303) afirma que a qualquer ativo possui sua taxa própria de juros, a qual mede seu retorno total esperado. Este considera não apenas os retornos em dinheiro, mas também seu prêmio de liquidez. Nesse sentido, a partir da sua taxa própria de juros é possível definir a taxa de retorno do ativo.¹

Assim, o preço futuro de um ativo qualquer é o somatório do preço atual, do retorno esperado líquido do ativo (fixo ou variável) e do ganho ou perda de capital esperado na ocasião de sua venda.

2.1.1 Modelo de Keynes

Carvalho *et al* (id.), apresentam analiticamente o modelo de precificação de ativo, através do qual se determina o retorno total esperado de um ativo qualquer, dividido em quatro componentes, como segue:

“Q”, ou quase renda, representa o valor do fluxo de rendimento que se espera seja proporcionado por utilizar um ativo qualquer. No caso de um título de renda fixa, Q seria os juros líquidos de impostos pagos ao montante aplicado.

¹ Ativo: é um título financeiro cujo valor representa uma dívida ou o direito de propriedade.

“C”, o custo de carregamento de um ativo, que representa os custos nominais envolvidos na manutenção desse ativo, por exemplo, a taxa de administração de um fundo de investimento.

“I”, corresponde ao prêmio de liquidez do ativo, que é uma função inversa da perda esperada de capital (custo de transação) quando se necessita vendê-lo em determinado momento.

“A” é a expectativa de valorização do ativo ao longo do tempo em relação a todos os demais ativos. Como a moeda é ao mesmo tempo a unidade de conta e um ativo, o valor esperado de valorização do ativo é em geral a diferença entre o preço futuro (P^f) e seu preço presente, ou à vista (P^s). Assumindo que todos os ativos têm somente um período de existência, o retorno futuro do ativo pode ser definido como:

$$R = P^f - P^s + (Q-C) + I$$

Dividindo os valores pelo preço de compra de um ativo / qualquer e somando seus componentes, temos a taxa de retorno médio esperado, r_i^e , de todo ativo.

$$r_i^e = Q/P^s - C/P^s + I + (P^f - P^s)/P^s$$

$$r_i^e = (q - c) + I + a$$

Na análise desta equação, chama a atenção a afirmação de Keynes (1983, p. 110), segundo a qual o estado da expectativa a longo prazo depende também da confiança com que fazemos nosso prognóstico de renda esperada. No entanto, ele ressalta, é de extrema precariedade a base do conhecimento com a qual calculamos as rendas esperadas de aplicação em ativos.

Assim, Keynes (id) sugere que para se contornar o problema do cálculo associado às expectativas, deve-se tomar por base a crença em convenções. Essas convenções supõem que a situação existente dos negócios continuará por tempo

indefinido, o que por experiência é muito improvável de ocorrer, pois resultados reais de um investimento, no decorrer de vários anos, raras vezes coincidem com as previsões originais.

Nesse caso, o investidor a longo prazo seria aquele que melhor serve o interesse público, ao escolher não apenas os ativos que julga como melhores para sua carteira, mas os ativos que os demais, no caso, o mercado, julgará como sendo os melhores.

2.1.2 Comportamento Frente à Instabilidade

No modelo de Keynes, visto anteriormente, os agentes alocam seus portfólios de acordo com suas expectativas de seus retornos, definidas pela relação entre preço futuro (esperado) e preço à vista. Essas expectativas são realizadas num ambiente de incerteza.

Segundo Carvalho *et al* (2007, p.306):

Para Keynes as expectativas de curto prazo que regem o mercado financeiro são inerentemente instáveis. Keynes ressalta que uma das características dos mercados financeiros modernos seria a possibilidade do que atualmente conhecemos como “comportamento de manada” (em inglês, herd behaviour).

Especialmente num momento de incerteza é preferível “seguir a manada” do que arriscar “perder sozinho”. Já a potencial instabilidade das expectativas de longo prazo resulta em grande parte da distância entre prazo de aplicação e o de realização do retorno sobre o capital. O importante na avaliação das quase-rendas (e preço futuro) desses bens são sem dúvida as condições de demanda e competição no longo prazo.

No entanto, apesar da validade e atualidade desse modelo, hoje em dia ele não tem sido considerado explicitamente nos modelos de gestão de carteiras, uma vez que os modelos convencionais preferem operar com riscos probabilisticamente mensuráveis.

2.2 MODELOS CONVENCIONAIS DE ALOCAÇÃO DE PORTFÓLIO: RETORNO, RISCO E DIVERSIFICAÇÃO

Do ponto de vista microeconômico, ao se comparar opções com diferentes graus de risco, é preciso quantificá-lo (PINDYCK & RUBINFELD, 2005, p. 147).

2.2.1 Modelo Convencional de Tobin

Um dos pilares da teoria de portfólio contemporânea é o modelo seminal de Tobin de 1958 de alocação de portfólio (1958), modelo esse, bem menos genérico que o proposto por Keynes, e que tem como função mostrar os microfundamentos da demanda especulativa por moeda a partir da teoria da preferência pela liquidez (CARVALHO *et al*, 2005, p. 307).

Segundo Lopes & Vasconcelos (2005, p. 344):

Em um artigo clássico, James Tobin (1969) expôs um modelo de alocação de ativos. Respondia a seguinte questão: de que forma uma economia aloca sua riqueza. Não estava interessado no que determinava a taxa de poupança ou de acumulação de riqueza, mas tão-somente na forma pela qual a economia decide alocar sua riqueza em diversos empregos alternativos. Também não havia preocupações fundamentalistas: as demandas pelos diversos ativos não eram derivadas da maximização intertemporal de alguma função objetiva; utilizou o tradicional “caminho das pedras” da macroeconomia: identificar quais são as variáveis mais relevantes para cada função, e impor os sinais das derivadas parciais com base no bom-senso e na experiência prática.

Segundo Carvalho *et al* (2007, p. 307):

O modelo de Tobin restringe-se a dois ativos; portanto, o aumento do risco da carteira como um todo está associado à compra do ativo remunerado, com risco. Entretanto, é intuitivo que, quando permitimos a existência de um ou mais ativos com características de riscos distintas, podemos ter o caso

em que a ampliação do número de ativos pode reduzir o risco total da carteira, conquanto esses ativos tenham riscos negativamente correlacionados. Neste caso, a combinação de dois ou mais ativos que pode redundar em um risco muito inferior a qualquer soma ponderada dos riscos dos ativos. É neste sentido que a diversificação de ativos torna-se relevante.

A principal característica distintiva do modelo de Tobin em relação ao de Keynes, reside sobre o processo de formação de expectativas. Para Keynes, os agentes alocam seus portfólios de acordo com suas expectativas de retorno, expectativas essas que são geradas num ambiente de incerteza, a partir das quais não é possível construir uma distribuição de probabilidades.

O modelo de Tobin parte do princípio de que os agentes irão preferir uma combinação entre moeda e títulos, formando carteiras mistas de ativos monetários e não-monetários, e que a combinação ótima pode ser mensurada através de cálculos probabilísticos, maximizando a satisfação do investidor individual.

2.2.2 Atributos Probabilísticos

O modelo de Tobin parte da idéia de que os retornos futuros dos ativos são projetados a partir de distribuição probabilística dos retornos dos ativos (CARVALHO *et al*, 2007, p. 309).

A partir de dados de probabilidade, pode-se calcular a média e o desvio-padrão de possíveis retornos, e, portanto, o retorno esperado e o risco da carteira, composta, por exemplo, de somente dois ativos.

Sendo w_1 e w_2 os ativos envolvidos na operação, tem-se que o retorno esperado de duas variáveis é exatamente a soma ponderada dos retornos esperados de cada uma delas.

$$E(w_1.R_1 + w_2.R_2) = w_1.E(R_1) + w_2.E(R_2)$$

O desvio-padrão ou os riscos de dois ativos (ou seja, o risco da carteira, σ_P) pode se desviar fortemente da média ponderada dos desvios-padrão (ou dos riscos) de cada um dos ativos.

$$\sigma_P = [w_1^2 \cdot \sigma_1^2 + w_2^2 \cdot \sigma_2^2 + 2w_1 \cdot w_2 \cdot \text{cov}(R_1, R_2)]^{1/2}$$

Disto segue-se que quanto menor a co-variância entre os retornos dos ativos - $\text{cov}(R_1, R_2)$ – que compõe a carteira, menor será o risco total da carteira composta por esses ativos (CARVALHO *et al*, 2007, p. 309).

Ainda de acordo com Carvalho *et al* (2007, p. 309):

A diversificação é sempre boa quando os retornos dos ativos que compõem a carteira são claramente correlacionados negativamente. E naturalmente, quanto mais negativamente correlacionados esses ativos, mais baixo será o risco da carteira diversificada. Podemos portanto avaliar quão benéfica será a diversificação do portfólio através do coeficiente de correlação entre os retornos dos dois ativos:

Sendo a fórmula ^{de cov. de correlação} da ~~co~~-variância dada pela seguinte fórmula:

$$\rho = \text{cov.}(R_1, R_2) / \sigma_1 \cdot \sigma_2$$

Enquanto a variância de cada ativo σ^2 mede o volume da variabilidade ou dispersão dos retornos em torno do valor médio, o coeficiente de correlação (ρ) mede o grau em que os retornos sobre quaisquer dois ativos, sejam eles altamente variáveis ou não, se deslocam juntos (HOWELLS & BAIN, 2001, p. 25).

O modelo apresentado neste capítulo permite mensurar com algum fundamento técnico se determinado investimento tem uma boa relação risco/retorno. No próximo capítulo será desenvolvido o modelo de alocação eficiente de risco e retorno e seus principais fundamentos.

3 ANÁLISE DO MODELO DE ALOCAÇÃO EFICIENTE DE RISCO E RETORNO

Este capítulo analisa as características e as formas como os agentes alocam suas riquezas frente ao dilema retorno/risco, como mencionado anteriormente. Nesse sentido coloca-se em destaque os fatores que determinam a demanda por ativos no mercado eficiente, e os efeitos da diversificação para o risco e retorno de um ativo qualquer.

Segundo Sanvicente (1996, p. 16), um bom investimento é aquele que, após uma criteriosa análise de informações disponíveis, o indivíduo julga como apropriado, dadas suas preferências em termos de risco e taxa de retorno, e, que por sua vez, são formadas pelas características de cada um, como poder de consumo, patrimônio e fluxo de caixa.

“O problema básico da seleção de carteira será então: dado um conjunto de títulos, otimizar a carteira por eles formada, tendo em vista o binômio retorno-risco” (CASTRO, 1985, p. 175).

3.1 PRINCIPAIS DETERMINANTES DA DEMANDA DE ATIVOS E ANÁLISE DE INVESTIMENTOS NA ESCOLHA DO PORTFÓLIO

Segundo Mishkin (2000, p. 57), “ao tomar uma decisão sobre a compra ou a posse de um ativo, ou comprar um ativo em vez de outro, um indivíduo deve considerar os seguintes fatores”:

1. Sua riqueza, o somatório dos bens possuídos pelo indivíduo, incluindo todos os ativos. A quantidade demandada de alguns ativos cresce mais rapidamente com um aumento na riqueza do que a quantidade demandada

de outros ativos, e podemos medi-la com o conceito de elasticidade-riqueza da demanda.²

2. O retorno esperado, expectativa de retorno de um ativo em relação a ativos alternativos.
3. O risco, mede o grau de incerteza associado ao retorno de um ativo em relação a ativos alternativos.
4. A liquidez, facilidade e rapidez com as quais um ativo pode se transformar em dinheiro sem incorrer em grandes custos.

Ainda segundo este autor, todos esses fatores podem ser reunidos na teoria de escolha de *portfolio*, que estabelece que, mantendo-se todos os outros fatores constantes:

1. A quantidade demandada de um ativo é em geral diretamente relacionada à riqueza, sendo a resposta maior se o ativo for um luxo do que se ele for um bem necessário.
2. A quantidade demandada de um ativo é diretamente relacionada ao seu retorno esperado em relação ao dos ativos alternativos.
3. A quantidade demandada de um ativo é inversamente relacionada ao seu risco *vis-à-vis* o risco do ativo alternativo.
4. A quantidade demandada de um ativo é diretamente relacionada à sua liquidez *vis-à-vis* a liquidez dos ativos alternativos.

Tendo como base esses elementos, percebe-se que a relação entre eles denota a idéia de que cada investidor possui sua própria e única condição e preferência, e isso será decisivo em sua tomada de decisão para um investimento.

² A elasticidade-riqueza da demanda mede quanto muda, mantendo-se todos os demais fatores constantes, a quantidade demanda de um ativo em termos percentuais em resposta a uma mudança percentual na riqueza.

3.2 MERCADO EFICIENTE

As idéias sobre mercado eficiente apresentadas a seguir, apesar de difíceis de serem sustentadas teórica e empiricamente, são essenciais para o entendimento dos modelos convencionais de gestão de portfólio.

“No contexto de um mercado financeiro eficiente, o valor de um ativo é reflexo do consenso dos participantes com relação ao seu desempenho esperado” (VAN HORNE, 1998 p. 49, citado por ASSAF NETO, 2003 p. 284).

Mercado eficiente é aquele em que os preços refletem as informações disponíveis e apresentam grande sensibilidade a novos dados, ajustando-se rapidamente a outros ambientes (ASSAF NETO, 2003, p. 284).

Segundo este autor, as mais importantes hipóteses básicas do mercado eficiente são explicadas a seguir.

Hipótese a: nenhum participante do mercado tem a capacidade de sozinho influenciar os preços de negociações, alterando-os segundo exclusivamente suas expectativas.

Hipótese b: o mercado, de uma maneira geral, é constituído de investidores racionais, decidindo sobre alternativas que promovam o maior retorno possível para um determinado nível de risco, ou o menor risco possível para um certo patamar de retorno.

Hipótese c: todas as informações estão disponíveis aos participantes do mercado, de maneira instantânea e gratuita. Nessa hipótese, nenhum investidor apresenta qualquer acesso privilegiado às informações, sendo identicamente disponíveis a todos os agentes.

Hipótese d: em princípio, o mercado eficiente trabalha com a hipótese de inexistência de racionamento de capital, permitindo que todos os agentes tenham acesso equivalente às fontes de crédito.

Hipótese e: os ativos objetos do mercado são perfeitamente divisíveis e negociados sem restrições.

Hipótese f: as expectativas dos investidores são homogêneas, isto é, apresentam o mesmo nível de apreciação com relação ao desempenho futuro do mercado.

Concluindo, o autor afirma que de acordo com esta teoria, não existiriam distorções nos preços de ativos, já que os preços refletem todas as variáveis disponíveis, e nenhum investidor seria capaz de obter rendimentos acima da média de mercado. Observações teóricas e empíricas, no entanto, tendem a confirmar que o mercado não age de forma eficiente, e algumas de suas imperfeições decorrem de não haver uma homogeneidade nas estimativas dos investidores com relação ao comportamento esperado do mercado e de seus diversos instrumentos financeiros, assim como preferências frequentemente pouco racionais, além também, da informação não ser necessariamente perfeita.

3.3 RISCO, RETORNO ESPERADO E DIVERSIFICAÇÃO

Esta seção objetiva identificar os principais conceitos de risco, retorno e diversificação, bem como analisar a influência desses três fatores na decisão do investidor para a alocação do portfólio.

As possibilidades de obter rentabilidade diferente da esperada, a possibilidade de perda parcial ou total do valor originalmente investido e a incerteza de se atingir objetivos num período de tempo específico são algumas das definições mais usuais para se definir Risco. No entanto, quando se está tratando de análise de investimentos, normalmente, está se fazendo referência ao risco de um investimento não atingir sua rentabilidade esperada.

Em princípio o risco está presente, em maior ou menor grau, em qualquer tipo de investimento, e guarda relação direta com rentabilidade³ e liquidez.⁴

Os principais riscos incorridos pelos investidores são os riscos de crédito, liquidez e de mercado. O risco de crédito é a perda potencial que um investidor está sujeito caso não receba o montante a que tem direito na data do resgate do investimento. O risco de liquidez é a possibilidade de não conseguir vender ativos pelo preço desejado devido a uma atividade insuficiente do mercado. E o risco de mercado advém da possibilidade de ocorrer perda mediante movimento

³ Rentabilidade: está ligada a expectativas futuras de ganhos, e ligadas a um *benchmark* (parâmetro para avaliar desempenho de investimentos) de mercado.

⁴ Liquidez: a liquidez de um investimento é a capacidade de transformá-lo em recurso disponível, a qualquer tempo.

desfavorável no valor de mercado ou no preço de ativos, títulos ou instrumentos do mercado financeiro, resultante da marcação a mercado,⁵ e subdivide-se em risco sistemático e risco não sistemático.

Segundo Assaf Neto (2003, p. 287), o risco total de qualquer ativo é definido pela sua parte sistemática (risco sistemático ou conjuntural) e não-sistemática (risco específico ou próprio do ativo). Ainda de acordo com o autor, o risco sistemático é inerente a todos os ativos negociados no mercado, sendo determinado por eventos de natureza política, econômica e social, não havendo como eliminá-lo totalmente, sendo indicada a diversificação da carteira como medida preventiva para redução desse risco.

Já o risco não sistemático é identificado nas características do próprio ativo, não se alastrando aos demais ativos da carteira. É um risco intrínseco, próprio de cada investimento, e sua eliminação é possível pela diversificação, incluindo na carteira, ativos que não tenham correlação positiva entre si. A soma de risco diversificável e risco não diversificável é chamada risco total.

Nesse ambiente, pode-se concluir, por exemplo, que as carteiras diversificadas costumam conter títulos de renda fixa e de renda variável, os quais sofrem de maneiras diferentes as oscilações das taxas de juros da economia.

3.3.1 Mensuração do Risco e Retorno Esperados

A mensuração de retorno e risco de um investimento geralmente é feita através de critérios probabilísticos. Como observado anteriormente (p. 16), e o retorno esperado de uma carteira composta por mais de um ativo é exatamente a média ponderada do retorno de cada ativo em relação a sua participação no total da carteira.

Segundo Assaf Neto (2003, p. 300), o risco de um ativo pode ser mensurado pela variabilidade dos retornos projetados em torno do retorno esperado, ou seja, pelo grau de dispersão dos retornos em relação à média.

⁵ Marcação a mercado: pode ser definido como sendo a avaliação dos títulos e ativos financeiros componentes de uma carteira de investimentos a preços vigentes de mercado, visando obter seu efetivo preço de venda a qualquer momento.

A medida estatística adotada para o cálculo do risco é o desvio-padrão. Porém, conforme o mesmo autor, para o cálculo do risco de um portfólio, é necessário levar-se em consideração, não somente a participação e o risco de cada ativo individualmente, mas também como os ativos se correlacionam.

3.3.2 Diversificação

Segundo Gitman & Joehnk (2005, p. 134), “a diversificação envolve a inclusão de um número de diferentes instrumentos de investimentos em uma carteira. É um aspecto importante na criação de uma carteira eficiente. Subjacente ao apelo intuitivo da diversificação está o conceito de correlação”.⁶

Como já visto em Carvalho *et al*, (2007, p.307), “Demonstrar os potenciais da diversificação é simplesmente provar que quaisquer ativos que tenham correlação negativa⁷ podem, ao serem somados numa carteira, reduzir o risco total da carteira”.

Entretanto, a redução do risco por meio da diversificação da carteira ocorre até certo limite, não ocorrendo de forma total devido à dificuldade em se encontrar ativos com correlação perfeitamente negativa e a não possibilidade de diluir o risco sistemático.

Segundo Assaf Neto (2003, p. 301)

Dessa maneira, ao repartir eficientemente as aplicações em ativos com variâncias inversas, consegue-se reduzir o risco total de uma carteira pela eliminação (ou redução) do risco diversificável, mantendo-se, contudo, o risco sistemático comum a todos os ativos. Em verdade, o processo de diversificação do risco é uma medida estratégica indispensável de ser adotada em ambientes sob condições de incerteza.

⁶ Correlação é uma medida estatística da relação, se houver, entre séries de números que representam dados de qualquer tipo.

⁷ Correlação negativa descreve duas séries que se movem em direções opostas.

O Gráfico 1 mostra que conforme a carteira é diversificada, dado o aumento do número de ativos, seu risco total diminui em função da eliminação do risco não-sistemático. Neste sentido, conforme Mishkin (2000, p. 60), “o risco de um portfólio bem diversificado se deve unicamente ao risco sistemático de ativos no portfólio”.

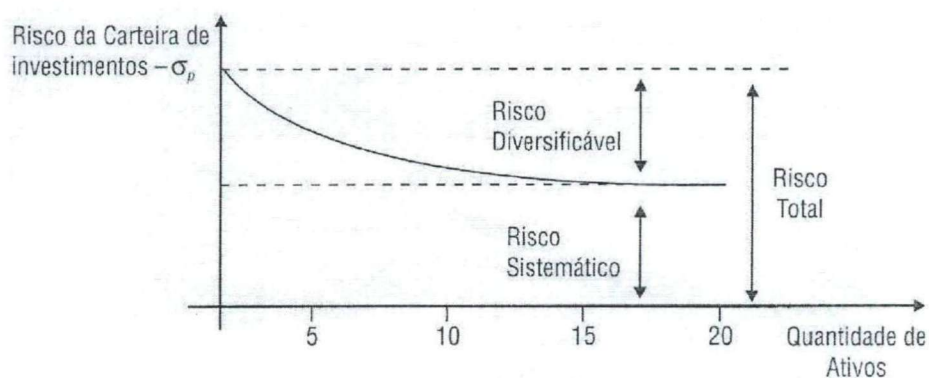


GRÁFICO 1 - REDUÇÃO DO RISCO PELA DIVERSIFICAÇÃO
 FONTE: ASSAF NETO (2003, p. 301)

3.3.3 Risco, Retorno e Diversificação

No mercado financeiro, nem sempre as decisões de investimentos são tomadas num ambiente de total certeza.

Partindo desse princípio, Assaf Neto (2003, p. 283) assinala que:

Toda vez que a incerteza associada à verificação de determinado evento possa ser quantificada por meio de uma distribuição de probabilidade dos diversos resultados previstos, diz-se que a decisão está sendo tomada sob uma situação de risco. Dessa maneira, o risco pode ser entendido pela capacidade de se mensurar o estado de incerteza de uma decisão mediante o conhecimento das probabilidades associadas à ocorrência de determinados resultados ou valores.

Ainda segundo o mesmo autor, a idéia de risco, de forma mais específica, está diretamente associada às probabilidades de ocorrência de determinados

resultados em relação a um valor médio. O risco é representado pela medida estatística do desvio padrão, indicando se o valor médio esperado é representativo do comportamento observado.

Assim, quando se tomam decisões de investimentos baseados num resultado médio esperado, o desvio padrão mostra o risco da operação, dito diferentemente, a dispersão das variáveis (resultados) em relação à média (ASSAF NETO, 2003, p. 283).

A diversificação funciona reduzindo o risco total porque preços de diferentes ativos não se movem exatamente juntos, ou na mesma direção, e mesmo uma pequena diversificação pode provocar uma substancial redução na volatilidade de uma carteira.

3.3.4 Relação Risco/Retorno e Investidor

Esta seção dedica-se à análise e dimensionamento do risco e retorno de ativos aplicados às decisões tomadas no mercado financeiro, bem como a caracterização do perfil do investidor conforme as curvas de indiferença.

Nem sempre o fundo que apresenta a maior rentabilidade em um determinado período pode ser considerado o melhor do ponto de vista do investidor. É preciso medir a relação entre o risco e retorno deste fundo.

Segundo Assaf Neto (2003, p. 291), como a postura de um investidor em relação ao risco é pessoal, não se encontra uma resposta única frente as mais variadas situações, sendo a preocupação maior nas decisões de investimento em situação de incerteza, expressar as preferências do investidor em relação ao conflito risco/retorno inerente a toda alternativa financeira.

“A teoria da preferência tem por objetivo básico revelar como um investidor se posiciona diante de investimentos que apresentam diferentes combinações de risco e retorno” (ASSAF NETO, Id.). Ainda, segundo o autor, todo investidor, a partir da comparação racional que pode promover entre as utilidades das alternativas financeiras disponíveis, é capaz de construir uma escala (tabela) de preferências, conceito essencial de sua decisão em condições de risco.

Prosseguindo, Assaf Neto (2003, p. 291) argumenta que:

A escala de preferências do investidor é representada pela denominada **curva de indiferença**. Essa curva é compreendida como um reflexo da atitude que um investidor assume diante do risco de uma aplicação e do retorno produzido pela decisão, e envolve inúmeras combinações igualmente desejáveis. Qualquer combinação inserida sobre a curva de indiferença é igualmente desejável, pois deve proporcionar o mesmo nível de utilidade (satisfação).

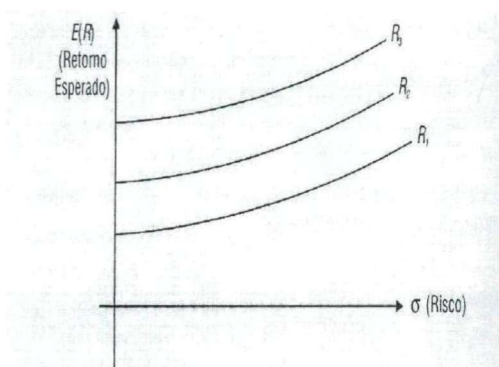


GRÁFICO 2 - INVESTIDOR OUSADO
 FONTE: ASSAF NETO, 2003, p. 294

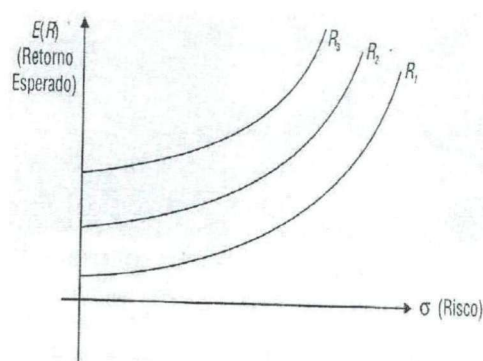


GRÁFICO 3 - INVESTIDOR CONSERVADOR
 FONTE: ASSAF NETO, 2003, p. 295

Considerando esses aspectos da função utilidade do investidor, é possível traçar-se no gráfico retorno-risco curvas de substituição de retorno por risco, que são denominadas curvas de indiferença (SÁ, 1979, p. 212).

Um único investidor pode ter uma quantidade ilimitada de curvas de indiferença. O gráfico 2 mostra as preferências entre o *trade-off* risco-retorno de um investidor mais ousado, que não necessita de aumentos tão substanciais no retorno esperado para assumir um maior risco. Já as preferências do investidor mostradas no gráfico 3 denotam sua menor tolerância ao risco, exigindo retornos mais que substanciais para um pequeno acréscimo do nível de risco.

Essa abordagem de representação da curva de indiferença visa avaliar a reação de um investidor de mercado diante de diferentes alternativas de investimentos, demonstrando aquelas capazes de satisfazer suas expectativas de risco/retorno.

3.4 TEORIA DE MARKOWITZ E A SELEÇÃO DE CARTEIRAS

Esta seção aborda a seleção de carteiras segundo a proposta do modelo de Markowitz de 1952, pilar fundamental da moderna teoria de alocação de portfólio.

Segundo Gitman & Joehnk (2005, p. 150):

Durante os anos 50, Harry Markowitz, um matemático treinado, desenvolveu pioneiramente as teorias que formam a base da moderna teoria da carteira. Muitos outros acadêmicos e especialistas em investimentos contribuíram para a teoria nos anos subseqüentes. A teoria **moderna da carteira (MPT – modern portfolio theory)** utiliza várias medidas estatísticas básicas para desenvolver um plano de carteira. Estão incluídos os *retornos esperados* e os *desvios padrão* de retornos tanto para títulos como para carteiras, e a *correlação* entre retornos. De acordo com a MPT, a diversificação é atingida por títulos que se combinam em uma carteira *de tal forma que títulos individuais tenham correlações negativas (ou baixo-positivas) entre as taxas de retorno umas das outras*. Assim, a diversificação estatística é o fator decisivo na escolha de títulos para uma carteira MPT.

“O sistema desenvolvido por Markowitz baseou-se na premissa de que os investidores gostam de altas taxas de retornos (ou lucro) e não gostam de correr riscos” (SÁ, 1979, p. 216). De acordo com este autor, Markowitz simplesmente procurou determinar o conjunto de carteiras que maximizasse a taxa de retorno esperado para cada nível possível de risco e minimizasse o nível de risco para cada taxa possível de retorno esperado.

A aplicação do processo desenvolvido por Markowitz exige o conhecimento das seguintes variáveis:

- taxa de retorno esperado para cada um dos ativos existentes no mercado de onde será tirado o conjunto de carteiras eficientes;
- risco associado à estrutura dos retornos futuros de cada ativo quantificado por uma medida de dispersão, no caso o desvio-padrão ou a variância;⁸
- performance relativa dos retornos de cada ação em relação às demais, aos pares.

Conhecido o conjunto dessas três variáveis, o modelo desenvolvido por Markowitz permite determinar o conjunto de carteiras eficientes.⁹

⁸ A variância é igual ao quadrado do desvio-padrão.

Segundo Sá (1979, p. 218)

O problema solucionado por Markowitz consistiu em determinar os percentuais de cada um dos títulos na composição das carteiras, de modo a encontrar o conjunto de carteiras que para uma dada taxa de retorno esperado possível apresentasse o menor nível de risco (medido pelo desvio-padrão dos retornos possíveis), e que para um dado nível de risco apresentasse o maior retorno esperado possível.

Dados os requisitos acima, a carteira ótima teria que estar ainda sobre a curva de indiferença mais desejável do investidor, conforme será visto na próxima seção. O autor ainda assinala que o grande problema da metodologia desenvolvida por Markowitz está associado ao número de elementos que devem ser determinados *a priori*, a fim de se selecionar o conjunto de carteiras eficientes. Face às dificuldades práticas para utilização do processo e com a sugestão do próprio Markowitz, foi desenvolvido o modelo de Sharpe.¹⁰

3.5 CARTEIRAS EFICIENTES E CARTEIRAS ÓTIMAS

A fronteira eficiente representa um conjunto de carteiras que maximizam o retorno esperado em cada nível de risco da carteira diversificável.

Em Carvalho (2007, p. 310), supõe-se a existência de um ativo não-remunerado e sem risco - A_0 - e três ativos com retornos sucessivamente maiores - A_1 , A_2 e A_3 - e, evidentemente, riscos crescentes.

Segundo este autor, “caso os ativos tenham correlação igual a 1, o risco do portfólio total será simplesmente uma média dos riscos dos ativos individuais, ponderada pelas participações dos ativos na carteira”. Nesse caso, as múltiplas combinações de retorno e risco são representadas pela curva L no gráfico que se segue, onde os ativos possuem coeficiente de correlação igual a 1. Já a curva C,

⁹ Carteiras eficientes correspondem as melhores combinações possíveis de retorno e risco obtido através da diversificação total.

¹⁰ William Sharpe desenvolveu o modelo como hipótese básica que o retorno associado a cada uma das ações seja linearmente relacionado com o nível de um índice geral.

cujos ativos possuem coeficiente de correlação menor que 1, mostra combinações de risco e retorno melhores do que as representadas pela curva L, como visto no Gráfico 4, ou seja, mostra os portfólios mais eficientes do ponto de vista do investidor representativo.

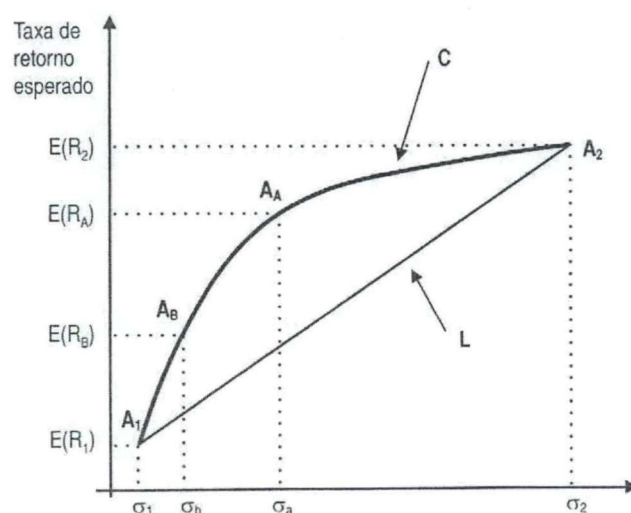


GRÁFICO 4 – COMBINAÇÕES DE RETORNO E RISCO
 FONTE: CARVALHO *et al*, 2007, p. 310

Se possuímos uma carteira composta por três ativos, também negativamente correlacionados entre si, conseguimos uma combinação de risco melhor ainda do que a com apenas dois, mostrando no Gráfico 5 o que conhecemos por curvas-envelope.

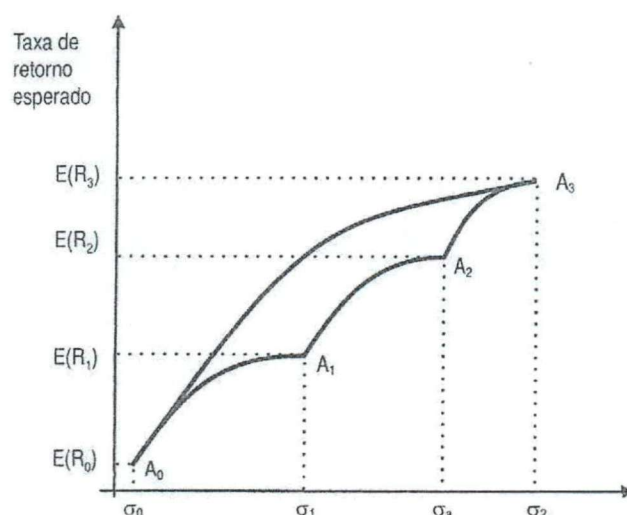


GRÁFICO 5 - CURVAS ENVELOPE DE RETORNO X RISCO
 FONTE: CARVALHO *et al*, 2007, p. 311

Com base nessa observação, esse autor assinala que:

Na medida em que adicionamos à nossa carteira ativos de maior retorno e risco, e com correlação menor que 1 com a nossa carteira original, podemos obter combinações melhores de retorno e risco. Se considerarmos todos os ativos financeiros, *os portfólios eficientes serão aqueles correspondentes às melhores combinações possíveis de retorno e risco obtido através da diversificação total.*

Observamos que o resultado dessa hipótese é a existência de curvas de indiferença entre risco e retorno com concavidade negativa, indicando que o investidor com aversão a risco somente aceitaria arcar *com* um risco maior com um crescimento mais que proporcional do retorno. Se assim for, podemos dizer que, dado um número N de ativos disponíveis na economia, a *carteira ótima* é composta de ativos tais que o agente, dada a sua aversão a risco, maximiza o seu retorno sobre a carteira e minimiza o risco.

A linha da fronteira eficiente insere todas as carteiras possíveis de serem construídas. A escolha da melhor carteira é determinada pela postura demonstrada pelo investidor em relação ao dilema risco/retorno presente na avaliação de investimentos. Na fronteira eficiente é possível selecionar uma carteira que apresenta o menor risco diante de um retorno.

Na prática, o cálculo da fronteira eficiente é calculado por meio de *softwares* financeiros.

Tendo em vista que a carteira ótima situa-se sobre a curva de indiferença mais desejável do investidor, esta fica representada pelo ponto de interseção entre a curva de indiferença U_1 , do Gráfico 6, e a curva C representativa dos portfólios eficientes.

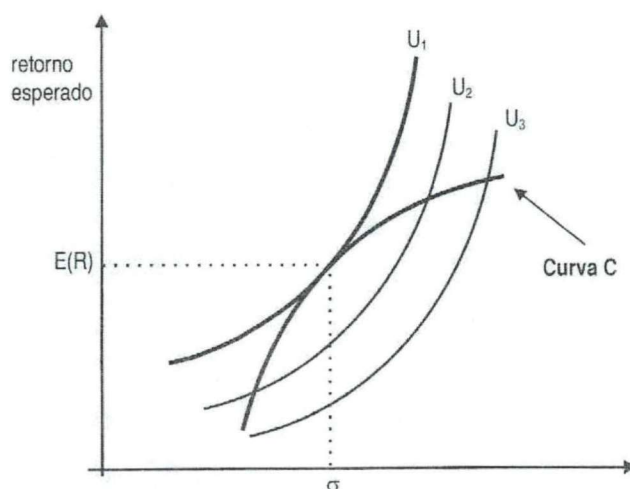


GRÁFICO 6 – CARTEIRA ÓTIMA
 FONTE: CARVALHO *et al*, 2007, p. 312

Assim sendo, a conclusão mais importante, segundo Carvalho *et al* (2007, p. 311), é a de que “os agentes racionais irão sempre diversificar o portfólio, porem a combinação exata entre ativos dependerá da aversão a risco do investidor individual”.

3.6 RETA DO MERCADO DE CAPITAIS E ESCOLHA DA MELHOR CARTEIRA

Como já visto anteriormente, as curvas de indiferença representam as preferências de um investidor dado a sua relação com o risco que o mesmo incorre sobre o investimento, no Gráfico 7, apresentadas como R_1 , R_2 e R_3 . “Essas curvas oferecem maior nível de satisfação ao investidor quando se deslocam para cima e para a esquerda, denotando, por outro lado, uma crescente aversão ao risco quanto mais inclinadas se apresentarem” (ASSAF NETO, 2003, p. 322).

Ainda no gráfico 7, qualquer carteira situada na periferia da área, entre os pontos A e B, oferece a maior taxa de retorno para um dado nível de risco ou menor risco para uma dada taxa de retorno, essa linha também é chamada de fronteira eficiente, conforme já visto na seção anterior.

Segundo Assaf Neto (2003, p. 324), “o ponto P, identificado dentro da fronteira eficiente, indica um equilíbrio entre os resultados da carteira eficiente e o grau de aversão ao risco do investidor, ilustrado pelas curvas de indiferença”.

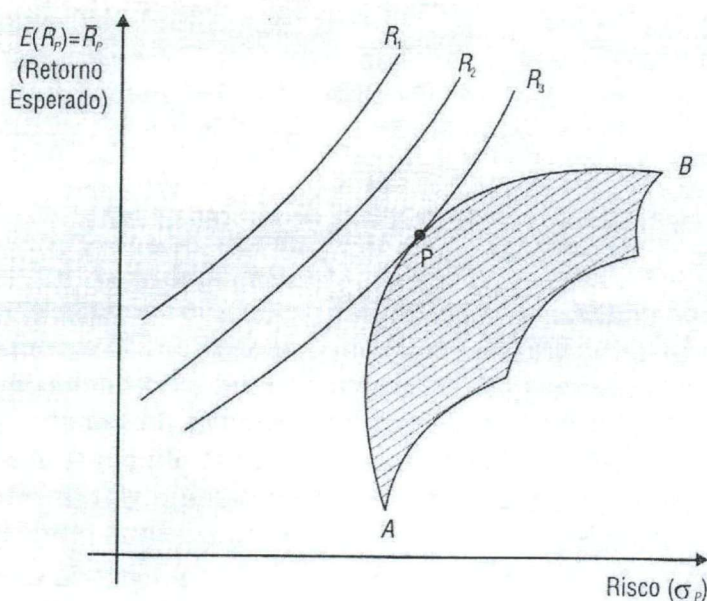


GRÁFICO 7 - FRONTEIRA EFICIENTE E OPORTUNIDADES DE INVESTIMENTO

FONTE: ASSAF NETO, 2003, p. 323

Prosseguindo a análise, o ponto R_f no Gráfico 8 representa um ativo livre de risco, pois oferece ao investidor um retorno que já era esperado pelo mesmo. No mesmo gráfico, Segundo Assaf Neto (2003, p. 325-6), o ponto M indica uma carteira composta por diversos ativos com risco. O segmento R_fM engloba todas as possíveis combinações de ativos sem risco com ativos com risco, conforme contidos na carteira M. Esta carteira também é conhecida por carteira de mercado, e é, teoricamente, uma carteira diversificada, que contém todos os títulos na exata proporção em que estão disponíveis no mercado.

A escolha da carteira mais atraente na reta Z, conhecida por reta do mercado de capitais, ou também como linha característica do mercado, é função das preferências pelo risco demonstrada pelos investidores, onde conforme sua aversão ao risco, mais a esquerda de M fica a carteira escolhida.

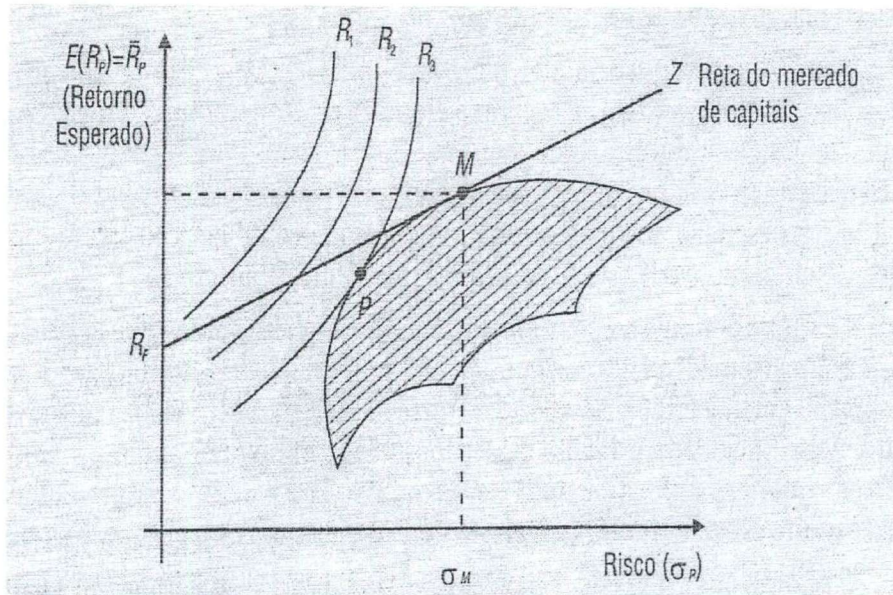


GRAFICO 8 - CARTEIRA DE MERCADO

FONTE: ASSAF NETO, 2003, p. 325

Segundo Assaf Neto (2003, p. 326), conforme ilustrado no Gráfico 8, mostra que a reta do mercado de capitais (reta Z) oferece as melhores relações risco/retorno para os investimentos. Todas as carteiras compostas por ativos com risco e livres de risco possíveis de serem formadas no mercado de capitais encontram-se sobre esta linha, e qualquer ponto situado ao longo da reta de mercado é tido como mais atraente que outras carteiras que possam ser formadas, tendo o ponto M, por tangenciar a fronteira eficiente, como sendo o da carteira mais indicada.

O autor ainda faz algumas ressalvas ao modelo, como a de que a reta do mercado de capitais considera unicamente a taxa de retorno esperada e o risco de carteiras eficientes, distribuídas ao longo de seu segmento, e que as carteiras de ativos classificadas fora da fronteira eficiente não são consideradas pela linha de mercado.

Conclui-se, que com o modelo de gestão de carteira apresentado neste capítulo, espera-se, considerando as diferentes preferências dos investidores, identificar a melhor opção de investimento em ativos financeiros, isto é, a eficiência na alocação dos recursos via diversificação, criando assim um portfólio como estratégia de redução de riscos e elevação dos retornos.

No próximo capítulo, através de uma abordagem empírica baseada em aspectos institucionais e dados estatísticos, serão apresentados os fundos de investimento como opção de aplicação financeira. Nesse contexto, consideram-se pertinentes os aspectos técnicos das análises ora desenvolvidas, os quais são referências para tomada de decisão por importantes segmentos de investidores.

4 FUNDOS DE INVESTIMENTOS

O presente capítulo aborda a indústria de fundos de investimentos, que são produtos oferecidos pelo mercado financeiro. Esses produtos permitem, por exemplo, que um pequeno investidor, frente ao seu *trade-off* entre retorno e risco, possa alocar de uma forma mais eficiente seus recursos disponíveis caso o fizesse de forma individual.

4.1 ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS DE TERCEIROS

No intuito de viabilizar seu crescimento, uma economia de mercado precisa desenvolver sua estrutura financeira, através da qual são conciliados os interesses conflitantes de poupadores e investidores. A maior diversificação do sistema financeiro produz melhores alternativas de prazos nas operações, bem como um eficiente controle do risco para quem empresta capital.

A aproximação entre os que podem poupança e tomadores de recursos é feita por intermediários financeiros. Essa intermediação se processa pela colocação de títulos e valores mobiliários no mercado por meio de instituições, como bancos, caixas econômicas, fundos de pensão, entre outras.

Com isso, alguns poupadores, ao invés de administrarem individualmente seus portfólios, podem transferir essa tarefa para instituições especializadas, e aptas tecnicamente para executarem a administração de carteiras. Assim, o intermediário financeiro é capaz de oferecer operações mais sofisticadas a todos os agentes econômicos interessados, oferecer dinheiro rápido a um custo relativamente menor aos tomadores, bem como promover uma melhor gestão de risco para os investidores, possibilitando a montagem de carteiras de ativos diversificadas, e, conseqüentemente, de menor risco.

O serviço de administração de carteiras é realizado diretamente com o cliente, cujo perfil se baseia no trinômio segurança, liquidez e rentabilidade. Os principais clientes são os chamados investidores institucionais, dentre os quais se destacam, no caso do Brasil, os fundos de investimentos, fundos de pensão,

companhias seguradoras, sociedades de capitalização, clubes de investimentos entre outros.

4.2 DINÂMICA DOS FUNDOS

Esta seção aborda o conceito de fundo de investimento, seu funcionamento, as vantagens por ele oferecidas, bem como a forma como são comercializados.

4.2.1 Definições Gerais e Funcionamento dos Fundos

Segundo Assaf Neto (2003, p. 386), Fundo de Investimento é um conjunto de recursos monetários, formado por depósitos de grande número de investidores (cotistas), que se destinam a aplicação coletiva em carteira de títulos e valores mobiliários.

Os Fundos funcionam como uma sociedade de investidores (condôminos), nesta sociedade, cada investidor entra com o capital desejado e desde que se submeta as condições gerais impostas pelos estatutos, compra e vende cotas visando rentabilizar referido capital.

Assim, os investidores contam com a comodidade de terem seus recursos administrados de maneira profissional, não exigindo que os participantes possuam técnicas de análise sofisticadas. Isto permite que ao se operar com um volume de recursos proveniente de vários investidores, se obtenha condições mais favoráveis de negociação do que se cada cotista atuasse isoladamente no mercado, o que enseja inclusive a possibilidade de ganhos de escala.

De acordo com Andrezo & Lima (1999, p.264), todo fundo possui um Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica (CNPJ) e um regulamento registrado no Cartório de Títulos e Documentos. Cada fundo é regido por um Regulamento, disponível a todos os participantes junto com o prospecto no momento de seu ingresso, onde são estabelecidas as regras e demais informações, como tipos de

ativos que comporão sua carteira, limites, estratégias, risco etc, (ASSAF NETO, 2003, p. 386).

As decisões que envolvem o patrimônio do fundo são tomadas pela Assembléia Geral de Cotistas, que delibera sobre política de investimento, prestação de contas do Administrador, alterações no regulamento do fundo, taxa de administração dentre outras atribuições. O funcionamento e regulamento dos fundos dependem de prévia aprovação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a qual se encarrega de supervisionar suas operações.

A gestão do Fundo de Investimentos é exercida por um Administrador. Este tem como responsabilidade desde a gestão da carteira de títulos e valores mobiliários até a execução das atividades operacionais e legais do fundo.

O Gestor da carteira de um Fundo tem a responsabilidade de selecionar os ativos que irão compor a carteira em termos da melhor relação risco retorno, e decidir sobre compras e vendas no mercado, representando o cotista. Tanto o Administrador quanto o Gestor da carteira de títulos e valores mobiliários devem estar credenciados na CVM para exercerem suas funções.

Há ainda as atribuições dadas a outros três personagens do Fundo, o Distribuidor, o Custodiante e o Auditor Independente. O primeiro tem como função a venda das cotas de Fundos aos investidores. O segundo é responsável pela liquidação física e financeira dos ativos, sua guarda, bem como a administração e informação de proventos associados a estes ativos. E por fim, o Auditor Independente, devidamente registrado na CVM, que anualmente audita as demonstrações contábeis do fundo.

A composição dos fundos é formada principalmente por ativos como títulos públicos e títulos privados, tais como: ações, debêntures, derivativos, commodities e títulos cambiais, dentre outros.

A pessoa jurídica administradora de recursos de terceiros deve promover a segregação de recursos de terceiros da atividade de gestão de recursos próprios, visando minimizar o conflito de interesses. Essa segregação é conhecida como “*chinese wall*”, em uma alusão a conhecida muralha da China.

“Para minimizar tais conflitos de interesses, os Fundos estão autorizados a aplicar apenas um percentual previamente definido do seu patrimônio em títulos de renda fixa de emissão das instituições financeiras coligadas” (FORTUNA, 2005, p. 452).

Ao participar de um fundo, o investidor tem o valor de sua aplicação transformado em cotas, que são frações do capital. Cabe à entidade administradora escolher as melhores oportunidades visando o aumento do capital investido. Dependendo do fundo, variações das taxas e habilidade do gestor, pode haver aumento ou diminuição do patrimônio monetário do fundo, podendo até mesmo apresentar rendimentos negativos.

Segundo Fortuna (2005, p. 452), para o cálculo do valor da cota de um fundo, a Circular 2.654, de 01/96, determina que os títulos e instrumentos de renda fixa da carteira devem ser contabilizados pelo seu valor de mercado.¹¹ O valor da cota é resultante do valor do patrimônio líquido do fundo pelo número de cotas existente no final do dia.

Os Fundos de Investimentos cobram de seus participantes diversos encargos. Um deles é a taxa de administração, que é cobrada como um percentual diário pela remuneração dos serviços prestados pela administração e gestão da carteira, incidindo sobre o patrimônio do fundo, independente do desempenho apresentado. Outro encargo é a taxa de performance, que é cobrada com base no desempenho apresentado pelo Fundo de Investimento, como um percentual sobre o ganho em relação a um índice de mercado. E há ainda outras taxas, como a de ingresso e de saída.

O administrador do fundo recebe os recursos e os investe em ações, títulos de renda fixa públicos e/ou privados. A soma de todos os ativos disponíveis na carteira do Fundo, marcados a mercado, mais valores a receber, menos despesas (taxa de administração, performance e outras despesas autorizadas) constituem seu patrimônio líquido do fundo.

4.2.2 Principais Vantagens do Investimento Coletivo

No que tange à acessibilidade ao mercado financeiro, aplicar em Fundos de Investimento permite ao investidor, especialmente o de pequeno porte, participar de

¹¹ Conceito de marcação a mercado apresentado no capítulo 3.

mercados que isoladamente ele provavelmente não teria acesso, seja por falta de conhecimento, seja por custos elevados, ou pelo baixo poder de barganha.

Com relação à diversificação, quando adquire cotas de um Fundo de Investimento, o cliente/investidor está comprando parte de uma carteira diversificada de títulos e valores mobiliários, reduzindo os diversos riscos inerentes às aplicações financeiras.

No aspecto de liquidez, esta se constitui como uma das maiores vantagens dos Fundos, pois o investidor pode resgatar seu dinheiro com rendimento, parcial ou total, a qualquer momento, basta solicitar resgate das cotas no montante desejado.

Segundo Fortuna (2005, p. 453), algumas das evidentes vantagens dos Fundos de Investimentos, quando comparados a outras alternativas de investimentos, são:

- Simplicidade na movimentação;
- Relação entre volume de investimentos e retorno – agregadas a um grande patrimônio, pequenas aplicações tem rendimento semelhante aos das grandes;
- Profissionalismo na gestão – os recursos são administrados por profissionais que acompanham o mercado financeiro diariamente;
- Diversificação – a carteira é composta por uma variedade de títulos, reduzindo o risco de perdas;
- Liquidez – o investidor pode resgatar suas cotas, ou retirar seu dinheiro, sempre que quiser;
- Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) só no resgate – o imposto é pago só no resgate das cotas;¹²
- Privilégios nas corretagens – pelo volume negociado, os custos de corretagem são minimizados.

¹² CPMF, contribuição atualmente suspensa.

4.2.3 Objetivo do Investimento

Para alcançar os objetivos propostos, o gestor do Fundo adota basicamente duas estratégias de gestão: gestão passiva ou gestão ativa.

Para Fortuna (2005, p. 452), fundos que procuram uma rentabilidade que replique a rentabilidade de um índice ou indexador e que funcione como uma referência - *benchmark*¹³ na economia (exemplo o Ibovespa,) - são ditos como tendo uma a Gestão Passiva. O objetivo é aproximar-se do retorno do indicador escolhido, o qual tem um perfil mais conservador.

Ainda conforme este autor, a Gestão Ativa busca selecionar as melhores oportunidades de aplicação dentre as disponíveis no mercado financeiro, caracterizando um perfil mais agressivo. E de acordo com Assaf Neto (2003, p. 385), este tipo de gestão envolve a compra e venda de ativos com o intuito de superar um índice fixado como referência.

4.2.4 Formas de Distribuição

Segundo Fortuna (2005, p. 453), “tradicionalmente, os fundos são classificados como sendo de renda fixa ou de renda variável e, complementarmente, como abertos ou fechados”.

Os fundos abertos são resgatáveis, a qualquer momento, junto ao administrador do fundo. Não há limite para o número de cotistas e nem prazo determinado de duração. (FORTUNA, id.).

Nos fundos fechados, a aquisição das cotas deve ser feita durante o prazo de subscrição (compra) de cotas. As cotas são não-resgatáveis junto ao emissor, e o resgate ocorre somente no dia do vencimento do fundo, se quiser resgatar antes do vencimento, o investidor deverá vender suas cotas no mercado secundário.

¹³ *Benchmark*: índice ou parâmetro de referência para efeito de análise de desempenho de um Fundo.

Para fundos sem carência, não há prazo mínimo para receber rendimentos. O cotista pode pedir resgate a qualquer momento e terá direito à rentabilidade total proporcionada nesse período, menos a tributação.

Já um Fundo com carência possui prazo mínimo de permanência para que o cotista tenha direito a receber os rendimentos. Pode resgatar antes, mas não terá direito a receber os rendimentos, assim como na poupança.

Os fundos mais comuns encontrados no mercado são fundos abertos, sem carência.

4.2.5 Estratégia da Carteira de Investimentos

Esta seção aborda o que determina a rentabilidade de um fundo, os fatores que fazem o valor da cota subir ou cair, os mercados nos quais o fundo aplica o dinheiro dos cotistas, e as relações de causa e efeito entre as oscilações no mercado e no valor da cota.

Os fundos de investimentos podem investir em diversos mercados, e os mais comumente explorados pelos gestores são:

- Títulos de renda fixa, públicos ou privados, de taxa pré ou pós-fixada;
- Títulos de renda fixa, públicos ou privados, corrigidos pela variação da taxa de câmbio;
- Ações.

Existem basicamente duas alternativas para se aplicar o patrimônio do fundo nos mercados citados acima. A primeira consiste em comprar títulos no mercado à vista de renda fixa e ações. A segunda em assumir posições no mercado de derivativos¹⁴ (futuros,¹⁵ *swap*¹⁶ e opções,¹⁷ por exemplo), onde há contratos que sintetizam posições de risco nos diversos mercados.

¹⁴ Derivativos são contratos negociados nos mercados de Bolsa ou Balcão cujo preço deriva do mercado à vista do ativo objeto desse contrato.

¹⁵ Futuros: mercado de futuros é aquele onde as partes assumem o compromisso de compra e/ou venda de um ativo financeiro com liquidação em data futura.

¹⁶ Swap: mercado onde as partes trocam um índice de rentabilidade por outro, com o intuito de fazer *hedge*.

¹⁷ Opções: mercado onde uma parte adquire o direito de comprar ou vender o objeto de negociação, e a outra parte o compromisso de vender ou comprar tal objeto por preço previamente estipulado.

As operações realizadas no mercado de derivativos permitem ao gestor implementar algumas estratégias, das quais três serão apresentadas.¹⁸

1. *Hedge* ou proteção - O gestor realiza uma operação com o intuito de proteger a carteira contra algum risco que ele não deseja manter. Assim, transfere esse risco para outro investidor que esteja disposto a assumi-lo. Um exemplo seria um Fundo DI que compra título pré-fixado e depois troca a taxa pré-fixada por pós-fixada, efetuando um contrato de *Swap* pelo mesmo período de vigência do título prefixado. Nesse caso, o uso de derivativos diminui a exposição a riscos de mercado, mas aumenta a exposição a risco de crédito (DUARTE JUNIOR, 2005, p. 131).
2. *Long/Short* - o gestor aposta no desempenho relativo entre duas classes de ativos ou até em ativos da mesma classe. Essa estratégia busca ganhar com a diferença entre o preço de ações do mercado, comprando papéis que tenham, comprando papéis que tendem a subir mais e vendendo os que podem cair ou subir menos quando o mercado está em alta, ganhando a diferença (FORTUNA, 2005, p. 488).
3. Alavancagem - o mercado de derivativos, por não exigir grande capital dos investidores, permite montar grandes posições, tão grandes que, por vezes, o montante de risco assumido é maior que o patrimônio do fundo. Essa estratégia é conhecida como Alavancagem, e possibilita ampliar os lucros num cenário favorável, ou incorrer em perdas num cenário desfavorável, ambas as possibilidades em até várias vezes o Patrimônio Líquido (PL) do Fundo. Já o uso de derivativos como estratégia de alavancagem aumenta tanto a exposição ao risco de mercado quanto de crédito (DUARTE JUNIOR, 2005, p. 131).

Como já salientado, o patrimônio do Fundo é constituído pelos diversos ativos financeiros que compõem sua carteira. São títulos de crédito e de capital, sujeitos, conforme o caso, a risco de crédito e de mercado, cujos preços podem oscilar trazendo lucros ou perdas para o Fundo. Como o fundo e os ativos de sua

¹⁸ Duas classes de fundos podem usar derivativos somente como estratégia de proteção, não assumindo riscos nem podendo alavancar posições de risco, são a classe dos Fundos de Curto Prazo e os Referenciados.

carteira pertencem aos cotistas na proporção de cotas que cada um detém, o risco da carteira do fundo é distribuído proporcionalmente aos cotistas.

Como visto na seção 3.3, existem riscos de mercado, de ordem política e econômica, que podem afetar o valor dos ativos dos fundos em geral. Riscos como esses podem alterar a taxa de juros, câmbio e de inflação numa economia, o que refletirá na rentabilidade do investimento e na decisão de alocação e/ou mudança de portfólio.

Com base nisso, o investidor pode, dependendo da conjuntura econômica, e dada sua preferência, ingressar em um fundo onde os títulos e valores mobiliários possuem taxa pós-fixada, acompanhando a flutuação da taxa de juros de mercado, sendo indicados em cenário de incerteza e/ou de elevação de taxa de juros. Nesse caso, o investidor obtém maiores ganhos à medida que a taxa de juros sobe e menos quando cai, são os casos das Letras Financeiras do Tesouro (LFT), Certificado de Depósito Bancário (CDB) DI, Debênture DI, Fundos DI.

Para o caso de queda na taxa de juros, os títulos e valores mobiliários de taxa pré-fixada definem um valor de regate no vencimento, ganhando quando a taxa de juros cai e perdendo quando ela sobe, os exemplos são as Letras do Tesouro Nacional (LTN), CDB pré, Fundos de Renda Fixa e Fundos Multimercado com posições de taxa prefixada.

No caso de uma variação no câmbio, são indicados os títulos e valores mobiliários que são corrigidos pela variação cambial, além de uma taxa de juros pré-fixada denominada cupom cambial. As Notas do Tesouro Nacional – Série D (NTN-D), Debênture cambial, Fundo Cambial e Fundos Multimercado com posições cambiais são as opções mais utilizadas.

Finalmente, em um cenário de elevação da inflação, pode-se optar por títulos e valores mobiliários, como as Notas do Tesouro Nacional – Série C (NTN-C), Debêntures e CDB corrigidos pelo Índice Geral de Preço do Mercado (IGP-M), Fundos de Renda Fixa e Fundos Multimercado de títulos com estas características, que são corrigidos pela variação do índice de preços referência além de uma taxa de juros pré-fixada denominada cupom, ganham quando a inflação sobe e a taxa do cupom cai.

4.3 RATING DOS FUNDOS

A principal vantagem de se investir em fundos é a possibilidade de diluição de risco de crédito da carteira, uma vez que o gestor procura compor a carteira com títulos de diversos tipos de riscos, e primeiramente analisa a qualidade daquele crédito, levando em consideração o *rating* da empresa e do título, o prazo, a remuneração e se ela é adequada a política de investimento do fundo.

Segundo Fortuna (2005, p. 549), os títulos de renda fixa têm sua classificação de crédito feita por um grupo de agências de *rating* internacionais, como a Standard & Poors, Moody's, Duff and Phelps e Fitch – IBCA.

“As empresas especializadas em classificação – *rating* -, quando da avaliação de um fundo de investimento, têm obrigatoriamente, que analisar também o país de origem e a instituição gestora deste fundo” (FORTUNA, 2005, p. 513).

Nesse contexto, conforme destaca esse autor, os principais riscos avaliados na elaboração do *rating* são:

- Países – reestruturação de dívida, confiscos impostos etc;
- Instituições financeiras – solidez financeira;
- Empresas de *Asset Management* – histórico de desempenho e tecnologia de gestão de ativos, e os principais pontos analisados nestas empresas são geralmente a solidez do grupo controlador, o tamanho e o histórico de atuação no mercado, processo de seleção de ativos, a política de alavancagem, a análise e monitoramento de risco, dentre outros;
- Títulos – capacidade de repagamento do emissor e a estrutura legal do título;
- Fundos de investimento – composição de carteira e consistência da performance ao longo do tempo.

Para fundos de investimentos, a Fitch IBCA desenvolveu um modelo de avaliação de risco que leva em consideração o risco de crédito e o risco de mercado assumido pelo fundo. Avalia-se as possibilidades de perda para o investidor, pela falência dos emissores dos títulos, perdas decorrentes das oscilações das taxas de

juros ou de cambio, perdas com derivativos, liquidez e alavancagem, dentre outras. (FORTUNA, 2005, p. 514).

Os *ratings* de crédito da Fitch para fundos de investimento em renda fixa constituem uma avaliação da qualidade de crédito geral dos mesmos, e baseiam-se na avaliação de vários fatores, incluindo: qualidade de crédito e diversificação dos ativos em carteira, pontos fortes da administração e habilidades operacionais.

Os *ratings* de crédito são utilizados por investidores como indicação da probabilidade destes receberem seu capital aplicado de volta, segundo os termos acordados na ocasião da realização do investimento.

Conforme a classificação da Fitch encontrada em Fortuna (2005, p. 514) e complementada pela Fitch Ratings,¹⁹ tem-se o risco de crédito com a seguinte classificação:

1. *Investment Grade* – AAA / AA / e BBB. ⇔ (Grau Qualitativo) (Excelente) (Bom). O *rating* de "grau de investimento" (na escala internacional de Longo Prazo, de "AAA" a "BBB-", e na de Curto Prazo, de "F1" a "F3") indicam uma probabilidade baixa a moderada de inadimplência.
2. *Speculative Grade* – BB / B / CCC / CC / D. ⇔ (Grau Especulativo) (Especulativo) (Falência – *default*). A "categoria de especulação" ou "grau de não investimento" (na escala internacional de Longo Prazo, de "BB+" a "D", e na de Curto Prazo, de "B" a "D") ou sinalizam uma probabilidade de inadimplência mais alta ou indicam que a inadimplência já ocorreu. Os *ratings* não constituem previsão de probabilidade de inadimplência.

Além dos *ratings* de crédito, a Fitch atribui aos fundos de investimento *ratings* de Volatilidade (Mercado), que são uma opinião quanto à relativa sensibilidade do retorno total da cota de um fundo a mudanças nas taxas de juros, na liquidez da carteira, no risco de variação cambial, na flutuação nos valores das ações em carteira e outras condições de mercado.

¹⁹ Fitch Ratings. Disponível na internet. <http://www.fitchratings.com.br>. Acessado em 17/10/2008.

A classificação de *rating* de Mercado encontrada em Fortuna (2005, p. 514) apresenta-se da seguinte forma:

1. Baixo Risco – V1 + V1/V2 (não compromete o principal investido).
2. Risco Moderado – V3/V4.
3. Risco Moderado a Alto – V5/V6/V7.
4. Risco Especulativo – V8/V9/V10 (pode haver perda do principal).

Os *ratings* de Volatilidade na escala nacional do Brasil variam de 'V1(bra)' (menos volátil) até 'V6(bra)' (mais volátil). Os *ratings* de Volatilidade não prevêm a direção e a intensidade das mudanças sob as condições de mercado e nem se um fundo de investimento irá ter um desempenho favorável ou não no futuro.

Uma agência de *rating* oferece opiniões atualizadas e independentes sobre a capacidade de o emissor de um ativo pagar suas dívidas e honrar seus compromissos financeiros, ou seja, a qualidade de crédito do emissor, e constitui um importante instrumento de mediação de riscos.

O quadro a seguir ilustra as formas de classificação de risco das principais agências de *rating*.

MOODY'S	STANDARD & POOR'S	SR RATING*	AUSTIN RATING**	FITCH ATLANTIC RRATING	SIGNIFICADO DA CLASSIFICAÇÃO
Aaa	AAA	AAASR	AAA	AAA	Risco baixíssimo.o emissor é confiável *Risco quase nulo
Aa	AA	AA+SR AASR AA-SR	AA	AA	Alta qualidade com pequeno aumento de risco no longo prazo *Risco muito baixo **Risco irrisório
A	A	A+SR AASR A-SR	A	A	Entre alta e média qualidade, mas com vulnerabilidade às mudanças das condições econômicas *Risco baixo **Risco muito baixo
Baa	BBB	BBB+SR BBBSR BBB-SR	BBB	BBB	Média qualidade, mas com incerteza no longo prazo *Risco módico **Risco baixo
Ba	BB	BB+SR BB SR BB-SR	BB	BB	Qualidade moderada, mas não totalmente seguro *Risco mediano
B	B	B+SR B SR B-SR	B	B	Capacidade de pagamento atual, mas com risco de inadimplência no futuro *Risco alto
Caa	CCC	CCCSR	CCC	CCC CC C	Baixa qualidade com real possibilidade de inadimplência *Risco muito a alto
Ca	CC	CCSR	CC	-	Qualidade especulativa e com histórico de inadimplência *Riso extremo
C	C	CSR	C	-	Baixa qualidade com baixa possibilidade pagamento *Risco máximo
-	D	DSR	-	DDD DD D	Inadimplente <i>Default</i>

QUADRO 1 - CÓDIGOS DE RATINGS DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO FONTE: SITES DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO²⁰

²⁰ Disponível na internet. <http://www.comoinvestir.com.br>. Acessado em 26/06/08

4.4 INSTRUÇÃO CVM 409 E AS CLASSES DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS

Segundo Fortuna (2005, p. 454), no dia 18/08/04, a CVM publicou a instrução CVM 409, complementadas pelas Instruções CVM 411 de 26/11/04, e 413, e 30/12/04. Essas instruções representam a consolidação das normas dos fundos de renda fixa e de renda variável, que até então eram de responsabilidade do Banco Central do Brasil (BACEN). A partir de então, elas passaram a ser de responsabilidade da CVM, a quem já cabia a responsabilidade pela supervisão dos fundos de renda variável.

Ainda de acordo com o autor, a instrução tornou mais abrangente a regulamentação dos fundos de renda fixa e de renda variável, eliminando conceitos de Fundo de Investimento Financeiro (FIF), Fundo de Aplicação em Cotas (FAC) de FIF, Fundo de Investimento no Exterior (FIEEx), Fundo de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários (FITVM), FAC de FITVM e Fundos de Ações Setoriais, denominando-os apenas como fundos de investimentos e fundos de investimentos em cotas de fundos de investimentos.

As classificações de alguns fundos de investimentos são definidas a partir do principal fator de risco associado à sua carteira, que pode ser o índice de preço, a taxa de juros, o índice de ações ou o preço do ativo cuja variação produza, potencialmente, maiores efeitos sobre o valor de mercado da carteira do fundo.

Assim, a CVM estabeleceu uma nova classificação de acordo com a participação específica dos diferentes tipos de ativos alocados ao patrimônio dos fundos, de forma a permitir a fácil identificação dos objetivos definidos na política de investimento e facilitando a compreensão pelo investidor de suas características e riscos envolvidos, dividindo-os em sete classes.

4.4.1 Classificação Segundo a CVM²¹

- Fundo de Curto Prazo

Devem aplicar seus recursos exclusivamente em títulos públicos federais ou privados pré-fixados, indexados à taxa SELIC²² ou a outra taxa de juros, ou títulos indexados a índices de preços, com prazo máximo a decorrer de 375 (trezentos e setenta e cinco) dias, e prazo médio da carteira do fundo inferior a 60 (sessenta) dias. É permitida a utilização de derivativos somente para proteção da carteira, bem como a realização de operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais. Os títulos privados devem ser de baixo risco de crédito e baixo risco de taxa de juros em função da duração curta.

- Fundo Referenciado

Esses Fundos devem identificar em sua denominação o seu indicador de desempenho, em função da estrutura dos ativos financeiros integrantes das respectivas carteiras, desde que atendidas, cumulativamente, as seguintes condições:

I - tenham 80% (oitenta por cento), no mínimo, de seu patrimônio líquido representado, isolada ou cumulativamente, por:

- a) títulos de emissão do Tesouro Nacional e/ou do Banco Central do Brasil;
- b) títulos e valores mobiliários de renda fixa cujo emissor esteja classificado na categoria baixo risco de crédito ou equivalente, com certificação por agência de classificação de risco localizada no País;

²¹ A classificação foi extraída do site da CVM, disponível na internet. <http://www.cvm.gov.br>. Acessado em 06/10/2008, e é apenas de caráter informativo.

²² A taxa SELIC é determinada pelo Comitê de Política Monetária, sendo a taxa básica utilizada pelo mercado.

II - estipulem que 95% (noventa e cinco por cento), no mínimo, da carteira seja composta por ativos financeiros de forma a acompanhar, direta ou indiretamente, a variação do indicador de desempenho ("*benchmark*") escolhido;

III - restrinjam a respectiva atuação nos mercados de derivativos a realização de operações com o objetivo de proteger posições detidas à vista, até o limite dessas. O risco decorrente deste fundo é relativo ao índice de referência adotado.²³

- Fundo de Renda Fixa

Devem possuir, no mínimo, 80% (oitenta por cento) da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados, via derivativos, aos principais fatores de risco da carteira, que são a variação da taxa de juros doméstica ou de índice de inflação, ou ambos.

- Fundo Cambial

Devem possuir, no mínimo, 80% (oitenta por cento) da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados, via derivativos, ao fator de risco do fundo que é a variação de preços de moeda estrangeira ou a variação do cupom cambial.

- Fundo Multimercado

Estes Fundos possuem políticas de investimento que envolvem vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial ou em fatores diferentes das demais classes de fundos.

²³ Não se aplica aos Fundos Referenciados em índices do mercado de ações o disposto no inciso I.

Os fundos classificados como "Referenciado", "Renda Fixa", "Cambial", "Dívida Externa" e "Multimercado" poderão ser adicionalmente classificados como "Longo Prazo" quando o prazo médio de sua carteira supere 365 (trezentos e sessenta e cinco) dias e seja composta por títulos privados ou públicos federais, pré-fixados ou indexados à taxa SELIC ou a outra taxa de juros, a índices de preço ou à variação cambial, ou, ainda, por operações compromissadas lastreadas nos títulos públicos federais acima referidos.

- Fundo de Dívida Externa

Devem aplicar, no mínimo, 80% (oitenta por cento) de seu patrimônio líquido em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União, sendo permitida a aplicação de até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido em outros títulos de crédito transacionados no mercado internacional. O fator de risco está relacionado a variação dos títulos da dívida externa soberana no mercado internacional.

- Fundo de Ações

Devem possuir, no mínimo, 67% (sessenta e sete por cento) da carteira em ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado. O fator de risco decorre da variação de preços das ações em função de risco de mercado e/ou risco específico das empresas.

- Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento

São os que aplicam os recursos em outros Fundos e na sua denominação deve constar a expressão "Fundo de Investimento em cotas de Fundos de Investimento" acrescida da classe dos fundos investidos.

Estes Fundos devem manter, no mínimo, noventa e cinco por cento (95%) de seu patrimônio investido em cotas de Fundo de Investimento de uma mesma classe, exceto os fundos de investimento em cotas classificados como "Multimercado", que podem investir em cotas de Fundos de classes distintas.

Os cinco por cento restantes de seu patrimônio podem ser mantidos em depósito à vista ou aplicados em:

- títulos públicos federais;
- títulos de renda fixa de emissão de instituição financeira; e
- operações compromissadas, de acordo com a regulamentação específica do Conselho Monetário Nacional.

4.4.2 Classificação Segundo a Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID) ²⁴

Atualmente, existem registrados na ANBID, mais de 3.891 Fundos de Investimentos e 4.544 Fundos em Cotas. O objetivo da classificação dos fundos de investimentos pela ANBID é comparar fundos comparáveis, ou seja, permitir que o investidor possa aplicar de acordo com seu perfil de risco, e analisando os prospectos de cada fundo, entender o objetivo da carteira, sua composição e taxas cobradas (FORTUNA, 2005, p. 485).

O Gráfico 9 mostra a evolução do número de fundos no Brasil. Percebe-se um crescimento maior a partir do início de 2006.

²⁴ A classificação foi extraída do site da ANBID, disponível na internet. <http://www.anbid.com.br>. Acessado em 24/05/2008 e possui apenas caráter informativo.

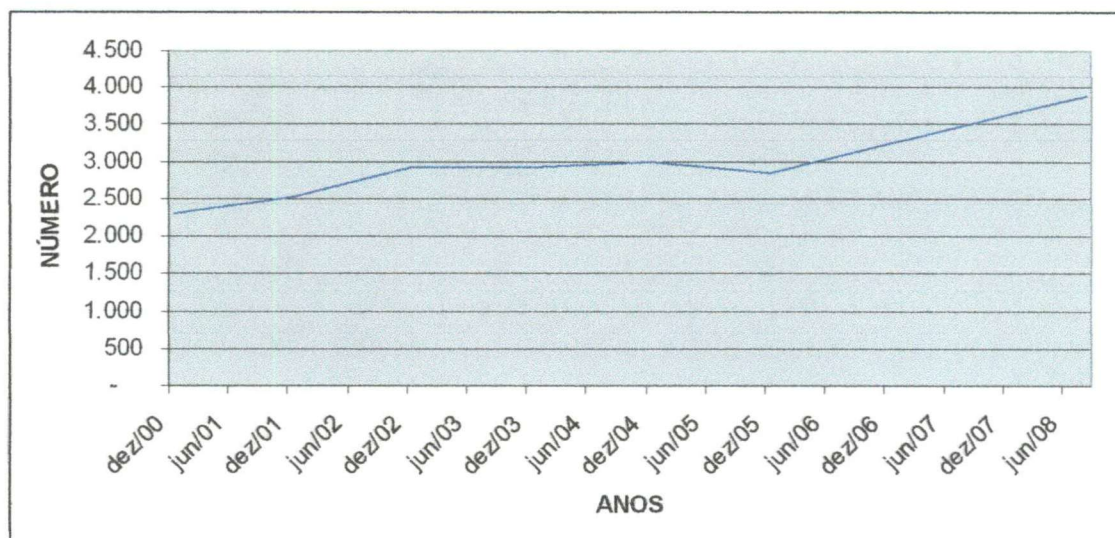


GRÁFICO 9 – CRESCIMENTO DO NÚMERO DE FUNDOS NO BRASIL
 FONTE: ANBID (2008) - EVOLUÇÃO HISTÓRICA DE PL E CAPTAÇÃO LÍQUIDA DA INDÚSTRIA DE FUNDOS
 NOTA: ELABORAÇÃO PRÓPRIA

A classificação da ANBID obedece a quatro categorias, subdivididas em oito classes e vinte e duas subclasses: Fundos de Investimentos; Fundos Mútuos de Privatização; Fundos de Aposentadoria e Fundos *Off-Shore*.

As principais categorias dos Fundos de Investimentos dividem-se em:

- Fundos Referenciados

Subdividem-se em: Referenciados DI e Referenciados Outros. O primeiro investe 95% do valor de sua carteira em títulos ou operações que acompanham as variações do Certificado de Depósito Interbancário (CDI) ou SELIC, o restante é aplicado em operações permitidas para os Fundos de Curto Prazo. O segundo aplica 95% do valor de sua carteira em um parâmetro diferente dos utilizados pelo Referenciado DI, também aplicando o restante em operações como as dos Fundos de Curto Prazo. O risco encontra-se no índice de referência.

- Fundos de Renda Fixa

Subdividem-se em fundos: Renda Fixa; Renda Fixa Médio e Alto Risco, e Renda Fixa com Alavancagem.

Nos Fundos Renda Fixa, o retorno se dá pelos ativos de renda fixa, devendo manter em sua carteira, 80% no mínimo, títulos públicos federais, e não admitem risco de moeda estrangeira ou renda variável, nem operações de alavancagem.

Os Fundos de Renda Fixa Médio e Alto Risco podem manter mais de 20% de seus ativos em títulos de médio e alto risco de crédito, permitindo uso de derivativos, mas não alavancagem do patrimônio.

Por fim, os Fundos Renda Fixa com Alavancagem investe em ativos de qualquer espectro de risco de crédito, aceitando uso de derivativos, e correndo risco de juros de mercado e de índice de preços, como todos os Fundos de Renda Fixa, e permite inclusive a estratégia de alavancagem do patrimônio.

- Fundos Curto Prazo

Buscam retorno através de investimentos em títulos indexados à CDI/Selic ou em papéis prefixados, desde que indexados e/ou sintetizados para CDI/Selic; de emissão do Tesouro Nacional (TN) e/ou do BACEN. O prazo máximo é de 375 dias e o médio da carteira de no máximo 60 dias, e os riscos decorrem da variação das taxas DI e SELIC.

- Fundos Multimercados

Subdividem-se em: Multimercados Sem Renda Variável; Multimercados Com Renda Variável; Multimercado Sem Renda Variável Com Alavancagem; Multimercado Com Renda Variável Com Alavancagem; Balanceados; Capital Protegido e *Long and Short* – Renda Variável.

Os quatro primeiros buscam retorno no longo prazo através de investimentos em diversas classes de ativos (renda fixa, câmbio dentre outros), incluindo ou não, conforme sua nomenclatura, renda variável (ações) e uso de alavancagem. Estes fundos não têm explicitado o *mix* de ativos com o qual devem ser comparados, podendo utilizar um parâmetro de desempenho que reflita apenas uma única classe de ativos (por exemplo: 100% do CDI).

Os Balanceados buscam retorno no longo prazo investindo em diversas classes de ativos. Utilizam estratégia de investimentos diversificada e deslocamentos táticos entre as classes de ativos ou estratégia explícita de rebalanceamento de curto prazo. Devem ter explicitado o *mix* de ativos com o qual são comparados e não permitem alavancagem.

Os Fundos Capital Protegido buscam retornos em mercados de risco procurando proteger parcial ou totalmente o principal investido.

E os Fundos *Long and Short* – Renda Variável fazem operações de ativos e derivativos ligados ao mercado de renda variável, montando posições compradas e vendidas,²⁵ os recursos remanescentes em caixa devem ficar investidos em operações permitidas ao tipo Referenciado DI com possibilidade de alavancagem.

- Fundos Cambiais

Subdividem-se em Cambial Dólar Sem Alavancagem e Cambial Euro Sem Alavancagem. São fundos que aplicam pelo menos 80% de sua carteira em ativos (de qualquer espectro de risco de crédito) relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, à moeda de referência. O montante não aplicado em ativos relacionados à moeda deve ser aplicado somente em títulos e operações de Renda Fixa (pré ou pós-fixadas a CDI/SELIC).

²⁵ Ganhos obtidos com a diferença entre os preços de ações do mercado, comprando papéis que tendem a subir mais e vendendo os que podem cair ou subir menos.

- Fundos de Dívida Externa

São fundos que tem como objetivo investir preponderantemente em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União.

- Fundos de Ações

Os Fundos de Ações devem possuir, no mínimo, 67% da carteira em ações à vista, e subdividem-se em Fundos de Ações Ibovespa; Fundos de Ações IBrX; Fundos de Ações Setoriais; Fundos de Ações Privatização FGTS²⁶ – Livre; Fundos de Ações *Small Caps*; Fundos de Ações Dividendos; Fundos de Ações Sustentabilidade/Governança; Fundos de Ações Livre e Fundos Fechados de Ações.

Investem principalmente em ações de empresas negociadas na bolsa de valores, e os riscos decorrem de vários fatores, como índices de referência, alavancagem, específicos de setores envolvidos dentre outros.

- Fundos de Previdência

Outra importante categoria dos Fundos são os Fundos de Previdência. Incluem-se nesta categoria os Fundos de Aposentadoria Programada Individual (FAP's) e Fundos Exclusivos para Plano Gerador de Benefício Livre (PGBL's). É uma modalidade de previdência complementar, facultativa, de iniciativa do setor privado, sob regime de capitalização, desenvolvida por meio de entidades fechadas (fundos de pensão) e abertas (seguradoras).

Pelo Gráfico 10 observa-se que a indústria de fundos no Brasil é composta em sua maioria por fundos de renda fixa, com 30,04% de participação, seguido por

²⁶ Nome do fundo, significado da sigla FGTS é Fundo de Garantia por Tempo de Serviço.

fundos multimercado, com 21,84%, referenciados com 15,69% e 12,86% de fundos de ações.

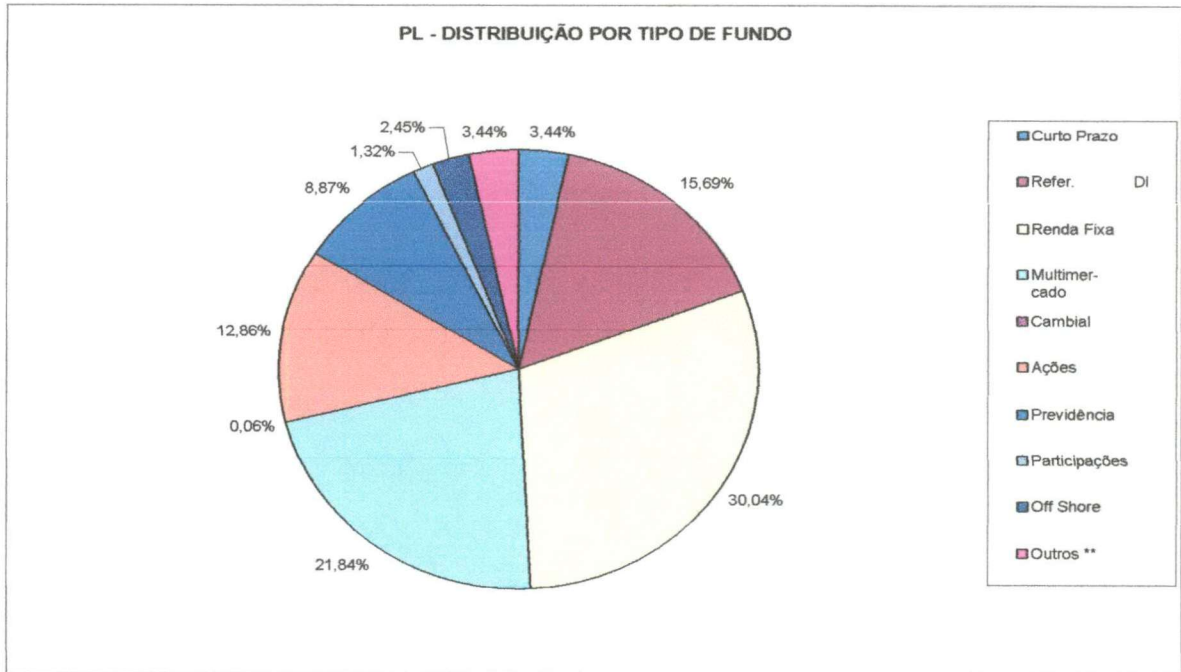


GRÁFICO 10 – COMPOSIÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS
 FONTE: ANBID 2008 - EVOLUÇÃO HISTÓRICA DE PL E CAPTAÇÃO LÍQUIDA DA INDÚSTRIA DE FUNDOS
 NOTA: ELABORAÇÃO PRÓPRIA

4.5 O INVESTIDOR EM APLICAÇÕES FINANCEIRAS

Esta seção tem como objetivo tanto conceituar o perfil de investidores como indicar, de acordo com a relação retorno/risco individual, a melhor alternativa para alocação de portfólio.

Segundo Rudge & Cavalcante (1998, p. 229), a montagem de uma carteira de investimentos de patrimônio leva em conta as diferentes alternativas de aplicação de recursos disponível. Essa carteira pondera investimentos em função de seu nível de risco:

Alto: envolve operações com derivativos e operações alavancadas. Está condicionada a um alto risco e fatores de especulação.

Moderado: envolve operações de *hedge* (proteção), participações acionárias e operações de securitização. Proporciona rendimento e crescimento a longo prazo.

Baixo: envolve operações com títulos de crédito, seguros, imóveis, moeda e quase-moeda, oferecendo segurança e liquidez.

Esses investimentos se classificam pelo nível de risco avaliado pelo investidor. Nessa escala, surgem diferentes ordens de grandeza no nível de risco. Daí surgem, ainda os três tipos mais comuns de investidor e a composição de suas carteiras:

- a) CONSERVADOR PORTFÓLIO OPORTUNISTA: procura preservar o capital. Investe 50% em imóveis, seguros, ouro, poupança e títulos federais; 40% em títulos de renda fixa; 10% em ações de companhias *Blue Chip* ou de segunda linha.
- b) AGRESSIVO PORTFÓLIO CONCENTRADO: não hesita nas decisões, busca performance. Investe 50% em ações de companhia de primeira linha; 30% em ações especulativas e operações alavancadas; 20% em títulos de renda fixa de alta liquidez.
- c) ESPECULADOR PORTFÓLIO OPORTUNISTA: procura ganhar dos indicadores. Investe 50% em ações de alta performance; 40% em ações especulativas e operações alavancadas; 10% em títulos de renda fixa de alta liquidez.

Investimentos conservadores de baixo risco permitem ao investidor ousar mais e ser mais agressivo nas modalidades que requerem esses atributos. Investidores agressivos e especuladores terão opções diferentes para montar seus portfólios de investimentos.

Atualmente, no mercado financeiro, existem quatro tipos diferentes de perfis de investidores e para cada um deles, diferentes composições de carteiras.²⁷

- Perfil Conservador: é o perfil da maioria dos brasileiros, é avesso a riscos, prioriza segurança em seus investimentos e objetiva proteção de seu patrimônio, colocando geralmente no mínimo 80% do patrimônio em aplicações de baixo risco. A carteira de investimentos para esse perfil é composta em média de 30% ativos de curto prazo, 69% referenciados e 1% em multimercado.

²⁷ Composição de carteira de acordo com Banco Itaú S/A, disponível na internet. <http://www.itaub.com.br>. Acessado em 28/10/2008.

- Perfil Moderado: busca segurança em seus investimentos, no entanto aceita correr algum risco para obter maior rentabilidade. A carteira de investimento possui cerca de 20% em ativos de curto prazo, 68% referenciados, 2% renda fixa, 5% multimercado, 2% balanceado, e 3% em ações.

- Perfil Arrojado: aceita maior risco, em busca de ganhos adicionais no médio e longo prazo. A carteira é composta por cerca de 11% em ativos de curto prazo, 56% referenciado, 10% renda fixa, 10% multimercado, 5% balanceado, e 8% ações.

- Perfil Agressivo: perfil de quem já conhece o mercado, portanto aceita um risco maior e oscilações no curto prazo, em busca de maiores ganhos. Na carteira desse investidor, encontra-se 42% de ativos referenciados, 16% de renda fixa, 14% multimercado, 8% balanceado, e 20% ações.

4.6 FUNDOS E SEUS TÍTULOS ELEGÍVEIS

Nesta seção, aborda-se o lastro dos fundos de investimentos, ou seja, os ativos que compõem esses fundos, o que irá determinar suas características bem como seu fator de risco. Começa-se definindo o conceito e mostrando os principais de títulos públicos e privados existentes no mercado.

4.6.1 Títulos Públicos

São ativos de renda fixa que tem como principal finalidade captar recursos para o financiamento da dívida pública, dividindo-se nas três esferas, municipal, estadual e federal. Os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional estão votados para o financiamento do déficit público.

Os títulos públicos possuem grande aceitação e liquidez, sendo considerados os de melhor risco de crédito do mercado, tendo como principais a

LFT, LTN, NTN-B, NTN-C, NTN-D e a NTN-F, cujas características seguem abaixo.²⁸

- LFT: é corrigida pela taxa SELIC, e assegura ao investidor a variação da taxa de juros praticada pelo mercado.

- LTN: boa alternativa de investimento para quando há expectativa de queda na taxa de juros, pois o valor do título aumenta quando a taxa de juros cai.

- NTNs: se caracterizam por pagar cupom de juros semestralmente e o capital, ajustado pelo índice de correção do título, somente no vencimento.

- NTN-B: a remuneração é de acordo com a variação do IPCA do mês anterior, acrescida de juros definidos pelo mercado no momento da compra.

- NTN-C: a remuneração segue a variação do IGP-M do mês anterior, acrescida de juros definidos pelo mercado no momento da compra.

- NTN-D: a remuneração parte da variação da cota de venda do dólar dos Estados Unidos da América (EUA) no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo BACEN, sendo consideradas as médias do dia útil imediatamente à data base e à data do vencimento do título. Acrescida de juros definidos pelo mercado no momento da compra.

- NTN-F: a rentabilidade é prefixada pela taxa interna de retorno do fluxo de pagamentos dos cupons de juros e do deságio ou ágio sobre o valor nominal do título.

4.6.2 Títulos Privados

Títulos privados são títulos emitidos por empresas privadas que buscam captar recursos, possuem prazo e rendimento pré-determinado, tendo como principais representantes debêntures, CDB, letra hipotecária e nota promissória como sendo de renda fixa, e ações, de renda variável.²⁹

- CDB: título de renda fixa, representativo de depósito a prazo, emitido por bancos múltiplos de investimentos e comerciais. Proporciona ao investidor

²⁸ Definições de acordo com o Tesouro Nacional e ANBID, disponível na internet.

²⁹ Definições de acordo com ANBID disponível na internet.

remuneração sobre seu capital, emitido na forma nominativa, admite negociação antes do vencimento e tem seu valor de mercado apurado em função da taxa de juros corrente. Pode ser prefixado, onde o rendimento é determinado no ato da aplicação, sendo boa opção em cenário de queda de taxa de juros; ou pós-fixado, sendo corrigidos geralmente pela variação do CDI.

- Debênture: são valores mobiliários, emitidos por sociedades anônimas não-financeiras, representativos de crédito de médio e longo prazo que asseguram aos seus detentores direito de crédito contra a companhia emissora. São possíveis emissões com remuneração prefixada e pós-fixada, sendo a segunda forma podendo ser corrigida pela Taxa Referencial (TR), Taxa Básica Financeira (TBF), Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), Índice de Preços, e CDI.

- Letra Hipotecária: título de crédito de emissão privativa das instituições que atuam na concessão de financiamentos com recursos do Sistema Financeiro da Habitação (SFH), cuja emissão está limitada ao valor total da carteira de créditos hipotecários. Conferem aos seus investidores direito de crédito pelo valor nominal, atualização monetária e juros nela estipulados. A rentabilidade se dá por juros e taxas livremente pactuadas e atualizadas conforme a prevista para os depósitos de poupança, atualmente a TR.

- Nota Promissória: título de crédito emitido pelas empresas do setor privado, para colocação pública ou privada, que confere ao investidor direito de crédito contra a emitente. A remuneração é pré ou pós-fixada, atrelada ao CDI.

- Ações: são títulos emitidos por sociedades anônimas que representam a propriedade de uma fração do capital social da companhia. Há dois tipos distintos de remuneração, o primeiro é o ganho (ou perda) de capital decorrente da venda da ação no mercado; o segundo decorre da distribuição do lucro gerado pela empresa e outros proventos, como dividendos,³⁰ juros sobre o capital próprio,³¹ bonificação³² e subscrição.³³

Esses títulos, públicos ou privados, são adquiridos pelas instituições financeiras com o objetivo de compor as carteiras dos fundos.

³⁰ Parte do lucro da empresa, no mínimo 25% do lucro deve ser distribuído e não há incidência de IR.

³¹ Remuneração sobre capital próprio e o pagamento é facultativo, incidindo IR.

³² Distribuição gratuita de novas ações, incorporação de reservas e lucros ao capital e proporcional à participação acionária.

³³ Ocorre quando há lançamento de novas ações no mercado, o acionista tem o direito de subscrever ações em quantidade proporcional à já possuída.

TABELA 1 - COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA COMO % DO PL ANUAL

Período	Renda Fixa								Renda Variável			PL Em R\$ milhões constantes	
	Operação Compromissada		Tít. Públ. Est. e Municipais	Tít. Públ. Est. e Municipais	CDB/RDB	Notas Promissórias	Debêntures	Outros	Sub Total Renda Fixa	Renda Variável			
	Lastró em Tít. Públ. Federais	Lastró em Tít. Est., Municipais e Privados								Tít. Públ. Federais	Ações		Outros
dez/03	-	-	75,86	0,03	6,77	0,07	3,82	2,89	89,43	10,33	0,24	10,57	745.611,84
dez/04	11,79	1,44	58,99	0,05	8,44	0,28	2,80	4,65	88,44	11,17	0,38	11,56	777.474,22
dez/05	8,11	1,32	60,53	0,04	10,66	0,04	3,93	3,98	88,60	11,16	0,24	11,40	921.294,32
dez/06	8,80	2,54	54,80	0,05	10,18	0,09	4,62	3,38	84,46	15,25	0,28	15,54	1.122.702,61
dez/07	10,10	3,50	47,04	0,00	8,96	0,07	4,17	4,22	78,05	21,71	0,24	21,95	1.320.926,67

FONTE: ANBID (2008) - EVOLUÇÃO HISTÓRICA DE PL E CAPTAÇÃO LÍQUIDA DA INDÚSTRIA DE FUNDOS

A Tabela 1 acima mostra que os ativos de renda fixa, proporcionalmente aos de renda variável, estão presentes em um volume bem maior nos fundos de investimentos. Observa-se também que a partir do ano de 2004 foram incorporadas operações compromissadas com lastro em títulos públicos das três esferas, municipal, estadual e federal, bem como títulos privados. A menor participação está nas notas promissórias, e há uma tendência ao aumento dos CDBs na composição dos fundos, salvo no ano de 2007, devido ao aumento da taxa do CDI, que por sua vez é levado pela alta da taxa de juros de mercado.

A grande variação na composição dos fundos ocorreu na inclusão de suas carteiras em títulos de renda variável, que apresentou um aumento de 36,64% em 2006 e um aumento maior ainda em 2007, de 29,75%, em detrimento da redução dos ativos de renda fixa.

4.6.3 Riscos do Investidor

Com relação ao risco de Crédito, de todos os títulos citados, os títulos públicos federais são considerados os de melhor risco de crédito do país. CDB e Letra Hipotecária (LH), pelo fato de serem emitidos por instituição financeira, contam com a garantia do Fundo Garantidor de Crédito (FGC) até o limite estabelecido. As

debêntures e as notas promissórias não contam com a garantia do FGC. Não se aplica as ações.

A probabilidade de ocorrência de risco de liquidez é menor quando se trata de títulos públicos federais. Os títulos de prazos mais curtos correm menores riscos de liquidez do que aqueles com prazos mais longos. O risco de liquidez das ações decorre da dificuldade de vender as ações no mercado, com rapidez e por um preço justo.

E no que tange ao risco de mercado, os títulos prefixados estão mais sujeitos a este risco, que decorre de oscilações indesejadas na taxa de juros. Os títulos de remuneração pós-fixada, como as NTN, série B, C, D correm, também, risco da variação do índice de correção. As ações têm seu risco de mercado dividido em risco diversificável, podendo ser minimizado através da formação de uma carteira composta de diversas ações e de diferentes setores da economia; e risco não diversificável, que advém de fatores externos à empresa, e está relacionado a mudanças de ordem político-econômicas nacionais ou internacionais.

4.6.4 Lastro por Classe dos Fundos de Investimentos

Esta subseção procura mostrar os ativos elegíveis que podem compor a carteira dos diferentes fundos de investimentos segundo Fortuna (2005) e CVM.

- Curto Prazo

Este fundo é composto principalmente por títulos públicos federais e títulos privados classificados de baixo risco de crédito por agência classificadora de risco. Os títulos serão prefixados ou indexados à taxa SELIC ou a outra taxa de juros, ou títulos indexados a índices de preços. A realização de operações compromissadas será lastreada em títulos públicos e será permitida a utilização de derivativos somente para proteção da carteira.

Por suas características esse fundo é recomendado para investidores de perfil conservador, ou seja, aquele que deseja correr o menor risco possível, e possui disponibilidade de recursos financeiros de curto prazo.

- Referenciado

Títulos de emissão do Tesouro Nacional e/ou do BACEN, e títulos e valores mobiliários de renda fixa classificados de baixo risco de crédito por agência classificadora de risco compõem 80% do PL do fundo. No mínimo 95% do PL devemos obrigatoriamente estar atrelados ao índice de referência que identifica o fundo. Derivativos são usados somente como estratégia de *hedge* e a alavancagem não é autorizada

Investidores que buscam acompanhar a variação da taxa de juros de mercado, em cenários de alta volatilidade e em cenários de elevação da taxa de juros, ou mesmo que desejam investir numa carteira aderente ao índice de referência, procuram este tipo de fundo.

- Renda Fixa

Assume posições de investimentos em títulos públicos ou privados com risco de crédito a critério do gestor, de taxa pré ou pós-fixada em um percentual mínimo de 80% do PL. Um fundo de renda fixa com política de investimentos em taxa de juros é recomendado para investidores moderados, dispostos a correr risco da oscilação da taxa de juros em busca de melhor retorno, risco que é acentuado nas posições de taxa prefixada, especialmente quando a carteira do fundo for de longo prazo.

Para o caso de renda fixa com política de investimentos em índice de preços é recomendado para investidores moderados, que buscam preservar o poder de compra de seu patrimônio em Reais (R\$) ao longo do tempo.

- Cambial

Investem em títulos públicos e privados, de taxa pré ou pós-fixada que compõem 80 do PL do fundo. Os fundos cambiais mais comumente encontrados no mercado investem em títulos atrelados a variação da taxa de câmbio do real frente ao dólar norte-americano. Entretanto, existem fundos que oferecem proteção em relação a outras moedas.

Indicado para investidores moderados, que buscam preservar o poder de compra de seu patrimônio na moeda estrangeira ao longo do tempo, para empresas ou pessoas físicas que possuem dívida na moeda estrangeira e desejam proteger esse risco.

- Multimercado

Deve possuir políticas de investimentos que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial. Cada fundo determinara em seu regulamento e prospecto sua política de investimento, estabelecendo os percentuais mínimos e máximos de atuação em cada um dos mercados que irá investir. Sendo assim, aplica em títulos públicos e privados em geral, de taxa pré ou pós-fixada, índice de preços, variação cambial, títulos da dívida externa, ações, derivativos em geral, cotas de fundos de investimento imobiliário, cotas de fundos de investimento em direitos creditórios.

Devido a essas características, é recomendado para investidores de perfil moderado e/ou agressivos que buscam alternativas de investimentos para diversificar seu patrimônio.

- Dívida Externa

Os fundos classificados como Dívida Externa deverão aplicar, no mínimo, 80% de seu patrimônio em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União, sendo permitida a aplicação de até 20% do PL em outros títulos de crédito transacionados no mercado internacional. O fator de risco da carteira desse fundo é a variação de preços dos títulos da dívida externa soberana, representada por títulos emitidos pela União no exterior para captação de recursos em moeda estrangeira.

- Ações

Aplica em ações negociadas no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado, em no mínimo 67% do PL, e é recomendado para investidores de perfil agressivo que estão dispostos a correr maior risco em busca de maior retorno.

- FAPI e PGBL

Os recursos do FAPI são aplicados em carteira diversificada de títulos, valores mobiliários, demais ativos financeiros e modalidades operacionais e com limites máximos de aplicações estipulados previamente. Pode possuir até 100% em títulos públicos federais e créditos securitizados do Tesouro Nacional, até 80% em investimentos de renda fixa, até 40% em investimentos de renda variável e possibilidade de contratação de operações de empréstimo de ações em mercado organizado de derivativos. Indicado para pessoas organizadas e disciplinadas capazes de administrar e manter o objetivo estabelecido.

Existem três modalidades de PGBL, que variam de acordo com a distribuição dos investimentos e dos riscos envolvidos. O PGBL Soberano é um

fundo que aplica 100% dos recursos em títulos de renda fixa do governo federal, tendo risco próximo à zero. O PGBL Renda Fixa aplica 100% em títulos de renda fixa, que podem ser públicos ou privados. E por fim, o PGBL Composto, que pode aplicar até 49% dos recursos em renda variável, basicamente em ações.

TABELA 2 - DIRECIONAMENTO DA CARTEIRA POR MODALIDADE

Direcionamento	Cambial		Curto Prazo		Renda Fixa		Multimercado		Referenciado		Fundos de investimentos		Fundos de ações		R\$ milhões
	Saldo	Par. %	Saldo	Par. %	Saldo	Par. %	Saldo	Par. %	Saldo	Par. %	Saldo	Par. %	Saldo	Par. %	
	Títulos Públicos	454	61,5	8 839	20,3	261 534	56,9	120 637	48,2	74 556	40,2	466 020	49,6	3 143	
Títulos Privados	92	12,5	0	0,0	98 506	21,4	49 551	19,8	55 840	30,1	203 989	21,7	447	0,3	
Bancários	91	12,4	0	0,0	70 605	15,4	38 450	15,4	41 613	22,4	150 759	16,0	394	0,3	
Corporativos	1	0,1	0	0,0	27 901	6,1	11 101	4,4	14 227	7,7	53 230	5,7	54	0,0	
Quotas de fundos	22	3,0	48	0,1	6 292	1,4	16 033	6,4	1 767	1,0	24 163	2,6	4 024	2,9	
Oper. compromissadas	173	23,5	34 737	79,6	85 556	18,6	42 737	17,1	52 440	28,3	215 643	22,9	2 395	1,7	
Ações	0	0,0	0	0,0	4 394	1,0	17 349	6,9	18	0,0	21 761	2,3	123 216	88,0	
Outros	-3	-0,4	0	0,0	3 550	0,8	4 098	1,6	866	0,5	8 511	0,9	6 772	4,8	
Total da carteira	739	100,0	43 625	100,0	459 832	100,0	250 404	100,0	185 488	100,0	940 087	100,0	139 997	100,0	

FONTE: BACEN (2008) – BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

A Tabela 2 mostra em que ativos, o saldo (PL) em milhões, e em quais proporções os fundos de investimentos investem atualmente no Brasil.

Exceto os Fundos Curto Prazo e de Ações, os títulos públicos compõem em maior percentagem a carteira dos fundos. As operações compromissadas vêm sendo cada vez mais utilizadas devido tanto a segurança quanto ao prazo com que são liquidadas. Títulos privados aparecem em grande proporção devido às debêntures das empresas que buscam captação de recursos. Ativos bancários, no caso os CDBs, especialmente os de taxa pós fixada, também merecem destaque, com cerca de 16% de participação nos fundos de investimento, excluindo os fundos de ações.

E por fim, no que tange aos Fundos de Ações, observa-se uma concentração de ações como ativo principal significativamente superior ao mínimo determinado de 67%, com cerca de 88% do PL do fundo.

4.7 ANÁLISE DA EVOLUÇÃO DOS FUNDOS EM TERMOS DE PL, CAPTAÇÃO E RETORNO NO PERÍODO 2003 – 2007

Esta seção procura analisar sinteticamente alguns aspectos da indústria de fundos de investimento, no período que vai de 2003 a 2007. Os dados e informações da seção têm como fontes a ANBID e o BACEN.

No ano de 2003, o PL líquido dos fundos de investimentos, e dos fundos em cotas de fundos de investimentos, somados, chegou a R\$ 768.995,34 bilhões, superando as perdas do ano anterior devido ao episódio da marcação a mercado.³⁴ Com relação à distribuição de recursos por tipo de fundos de investimentos, observou-se aumento do fluxo para os de renda fixa, mais atrativos em relação aos referenciados em DI devido às reduções constantes da taxa básica de juros. Em consequência assim, verificou-se aumento dos títulos públicos prefixados e redução dos títulos cambiais na carteira dos fundos. O PL líquido dos fundos de ações registrou naquele ano uma participação de 7,93% na indústria de fundos.

TABELA 3 - PATRIMÔNIO LÍQUIDO TOTAL E NÚMERO DE FUNDOS

Período	FUNDOS DE INVESTIMENTO					FUNDOS EM COTAS				Total Nº de fundos
	PL		Variação % do PL			PL		Participação % no PL total	Nº de fundos	
	Em R\$ milhões correntes	Em R\$ milhões constantes	Em moeda corrente	Em moeda constante	Nº de fundos	Em R\$ milhões correntes	Em R\$ milhões constantes			
dez-03	515.957,13	714.874,76	44,91	31,84	2.917	253.038,21	350.592,37	49,04	1.854	4.771
dez-04	613.700,58	757.654,93	18,94	5,98	2.981	298.478,24	368.491,60	48,64	1.893	4.874
dez-05	739.179,30	897.452,48	20,45	18,45	2.835	414.511,76	503.267,09	56,08	1.987	4.822
dez-06	939.356,18	1.100.854,37	27,08	22,66	3.229	531.303,50	622.647,50	56,56	2.991	6.220
dez-07	1.157.916,78	1.272.834,25	23,27	15,62	3.645	613.704,71	674.611,84	53,00	4.253	7.898

FONTE: ANBID (2008) - EVOLUÇÃO HISTÓRICA DE PL E CAPTAÇÃO LÍQUIDA DA INDÚSTRIA DE FUNDOS

O PL dos FIF em 2004 atingiu 613.700,58 bilhões de reais, registrando captação líquida 7.948,89 bilhões de reais, resultado bem inferior ao ano anterior, de quase nove vezes maior. No primeiro semestre do ano, com cenário de queda de

³⁴ Governo obriga em 31/05/2002 bancos e administradores a antecipar o ajuste de seus fundos, ocasionando fuga de capitais na indústria de fundos. A partir de então, os administradores tem que contabilizar seus ativos pelo valor real de mercado, e não pela taxa de juros que embutem.

taxa de juros, a parcela de títulos prefixados aumenta, enquanto a de títulos pós reduz. Porém, no segundo semestre essa situação se inverte, e a participação de títulos atrelados ao câmbio também reduz, face à apreciação do real no ano. A rentabilidade dos fundos de ações, de 17,20% no acumulado, mesmo com um impulso em dezembro, apresenta-se ínfima perto dos anos subseqüentes, salvo 2005, onde ficou inclusive abaixo da dos FIF.

TABELA 4 - PATRIMÔNIO LÍQUIDO ANUAL – DISTRIBUIÇÃO % POR TIPO

Período	Curto Prazo	Refer. DI	Renda Fixa	Multimercado	Cambial	Ações	Previdência	Participações	Off Shore	Outros	PL Total em R\$ milhões constantes
dez-03	2,72	18,86	33,44	27,51	1,31	7,93	4,32	-	3,56	0,35	714.874,76
dez-04	3,64	17,99	30,16	28,60	0,78	8,27	5,81	-	3,56	1,19	757.654,93
dez-05	2,74	20,23	39,64	17,23	0,29	8,34	6,86	-	2,55	2,11	897.452,48
dez-06	2,48	17,81	33,76	22,68	0,14	10,17	7,94	-	2,71	2,32	1.100.854,37
dez-07	2,39	14,59	30,25	23,57	0,06	15,48	8,01	-	3,08	2,57	1.272.834,25

FONTES: ANBID (2008) - EVOLUÇÃO HISTÓRICA DE PL E CAPTAÇÃO LÍQUIDA DA INDÚSTRIA DE FUNDOS

Ao final de 2005, o PL líquido dos FIF somou R\$ 739.179,30 bilhões, com aumento de 20,44% no ano. Nesse ano, a modalidade de renda fixa retomou o crescimento, chegando a 39,64% o patrimônio total, ante a queda de 2004. Em consequência, as participações dos fundos multimercado e de curto prazo decresceram para 17,23% e 2,74% respectivamente.

A participação dos títulos públicos prefixados na composição das carteiras dos fundos de investimento registrou aumento substancial, influenciada pela queda da taxa Selic. Em contrapartida, papéis atrelados à Selic recuaram, bem como os referenciados à taxa de câmbio, já os títulos remunerados pela variação de índices de preços mantiveram-se relativamente estáveis.

A captação atinge R\$ 20.342,00 bilhões, esboçando reação com crescimento de 155,90% no ano, e em termos de rentabilidade, os fundos de ação ficam abaixo dos FIF, com 16,81%, em relação a 17,73% dos FIF, acumuladas ao final de dezembro.

Assinala-se ainda neste ano, a reclassificação dos antigos Fundos de Investimento Financeiro (FIF) e dos Fundos de Investimento em Títulos e Valores

Mobiliários (FITVM) para as classes instituídas pela Instrução CVM 409, de 18/08/2004, definidas de acordo com a composição de cada carteira.

TABELA 5 - CAPTAÇÃO ANUAL – MERCADO DOMÉSTICO

Acumulado até	FUNDOS DE INVESTIMENTO				
	Captação Líquida		Captação Bruta		
	Em R\$ milhões correntes	Captação como % do PL (em R\$)	Em R\$ milhões correntes	Em US\$ milhões	Captação como % do PL (em R\$)
dez-03	61.540,81	17,28	159.900,63	77.809,66	44,91
dez-04	7.948,89	1,54	97.743,46	52.619,93	18,94
dez-05	20.342,00	3,31	125.478,71	84.592,87	20,45
dez-06	68.420,64	9,26	200.176,89	123.567,99	27,08
dez-07	50.429,63	5,37	218.560,60	214.348,04	23,27

FONTE: ANBID (2008) - EVOLUÇÃO HISTÓRICA DE PL E CAPTAÇÃO LÍQUIDA DA INDÚSTRIA DE FUNDOS

Em 2006, o PL dos fundos de investimento e dos fundos em cotas alcançou R\$ 939.356,18 bilhões e R\$ 531.303,50 bilhões respectivamente, totalizando o número de 6.220 fundos.

Os fundos regulamentados pela Instrução 409 da CVM apresentaram forte elevação do PL em 2006. A expectativa de queda da taxa básica de juros, em cenário de elevação da confiança dos agentes no mercado de capitais, favoreceu o aumento da participação relativa de fundos multimercados, ao contrário dos fundos de renda fixa e referenciados, que recuaram.

A captação nesse ano foi especialmente representativa, em um montante de R\$ 68.420.64 bilhões, crescimento de 236,35%. E as maiores participações no patrimônio líquido total foram dos fundos multimercados e de renda fixa, que juntos somaram 56,44%, seguidos dos fundos de previdência e ações, que proporcionalmente ao ano anterior, apresentaram aumento na distribuição do PL em 15,74% e 21,94% respectivamente. Por fim, a rentabilidade dos fundos de ações chega ao patamar de 36,12% versus 15,53 dos FIF.

TABELA 6 - RENDIMENTOS NOMINAIS BRUTOS DAS PRINCIPAIS APLICAÇÕES

Período		Poupança	CDB			Fundos de investimento		Ouro	Dólar comercial	Ibovespa	% a.m.
			PJ não financeira	PF	Média	FIF	Ações				
2004	Dez	0,74	1,39	1,31	1,38	1,49	5,13	-4,14	-2,79	4,25	
	Acumulado	8,10	15,46	13,87	15,42	15,82	17,20	-2,85	-8,13	17,81	
2005	Dez	0,73	1,36	1,25	1,35	1,64	5,90	9,66	6,06	4,82	
	Acumulado	9,18	17,62	16,14	17,56	17,73	16,81	2,93	-11,82	27,71	
2006	Dez	0,65	0,86	0,83	0,86	1,28	6,91	-3,87	-1,33	6,06	
	Acumulado	8,23	13,83	12,60	13,76	15,53	36,12	12,69	-8,66	32,93	
2007	Dez	0,53	0,74	0,75	0,75	0,93	13,98	-3,78	-0,70	1,40	
	Acumulado	7,63	10,45	10,23	10,49	13,17	53,01	11,27	-17,15	43,65	

FONTE: BACEN, CVM (2008)

Ano em que o PL dos FIF aumentou 23,26%, 2007 também marca o fato de os fundos de investimentos terem alcançado a marca de R\$ 1.157.916,78 trilhões de reais, onde desse total, cerca de R\$ 820.499,83 bilhões, estavam alocados em renda fixa, multimercado, referenciado, curto prazo e cambial. O número de fundos desse segmento ultrapassou 3645. Os fundos de cotas alcançaram a marca dos 4.253 fundos, formando um PL de R\$ 613.704,71 bilhões.

A carteira consolidada dos fundos de investimentos em renda fixa, multimercado, referenciado, curto prazo e cambial, formada em mais da metade por títulos públicos, seguidos de operações compromissadas e instrumentos privados, sofreu influência acentuada nos títulos prefixados e pós-fixados emitidos pelo Tesouro Nacional, impactando sobre a distribuição em sua carteira devido às incertezas do mercado financeiro internacional. Assim, cresceram a participação de NTN-B e de NTN-C, títulos atrelados a índices de preços, em contrapartida à redução da representatividade dos títulos prefixados.

A captação anual chegou a R\$ 50.429,63 bilhões, equivalente a 5,37% do PL, e a menina dos olhos do ano foram mesmo os fundos de ações, que registraram um acumulado de 53,01% frente a 13,17 dos FIF.

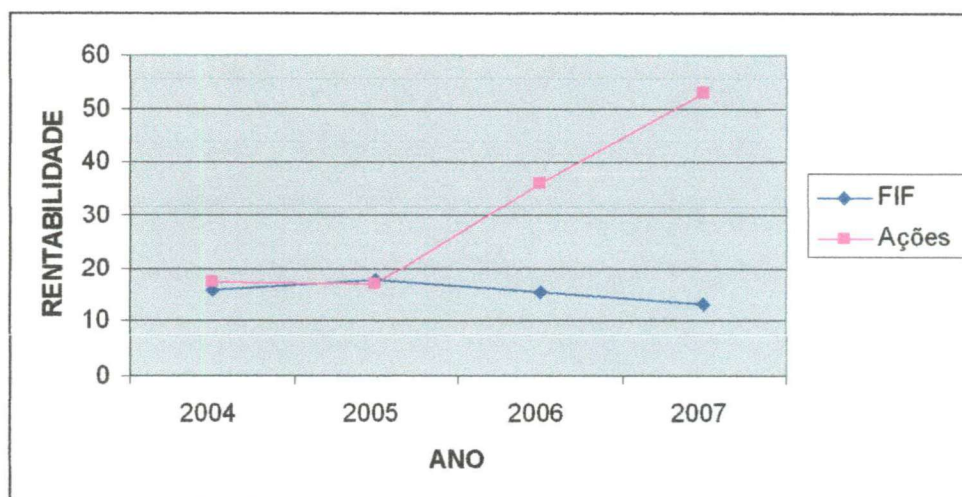


GRÁFICO 11 - RENDIMENTOS NOMINAIS BRUTOS

FONTE: ANBID - EVOLUÇÃO HISTÓRICA DE PL E CAPTAÇÃO LÍQUIDA DA INDÚSTRIA DE FUNDOS³⁵

NOTA: ELABORAÇÃO PRÓPRIA

Fazendo uma análise do primeiro ano estudado em relação ao último, verifica-se que o PL os fundos de investimento, e fundos em cotas tiveram um crescimento de 124,42% e 142,53% respectivamente, com o número total de fundos passando de 4.771 para 7.898. Esses resultados mostram a preferência dos investidores por fundos de investimento, tendo em vista sua rentabilidade superior e maior flexibilidade nas operações de depósito e resgate, comparativamente à caderneta de poupança e ao CDB.

A distribuição do PL por tipo de fundo foi marcada pela redução da participação em 2007 comparada a 2003 dos fundos de curto prazo, referenciados, renda fixa, multimercados e cambiais. Porém, houve ascensão dos fundos de ações e de previdência, que praticamente dobraram no período em questão, mostrando que cada vez mais o investidor está disposto a assumir riscos maiores em troca da possibilidade de uma remuneração também maior.

O ano de 2003 mostrou que houve confiança do mercado para voltar a aplicar em fundos de investimentos, após a marcação a mercado, tanto que exceto 2006, foi o ano em que houve maior captação, e finalizou o ano de 2007 com quase R\$ 50,5 bilhões de captados.

³⁵ Relatório utilizado por não haver série histórica nos relatórios consolidados de rentabilidades

Concluindo este capítulo, comparativamente a outras aplicações financeiras, como CDB, caderneta de poupança, ouro e exceto o Ibovespa, os fundos de investimentos se mostraram a melhor opção, não só em termos de rendimento, mas também devido às suas vantagens, podendo oferecer para cada perfil de investidor uma modalidade de fundo que permita a ele satisfazer sua preferência entre retorno, risco e liquidez.

5 CONCLUSÃO

O presente trabalho procurou demonstrar sucintamente como objetivo geral, alguns aspectos relacionados às teorias de gestão de portfólios, mostrando desde a abordagem de Keynes, de risco não ergótico, como também uma mais contemporânea, desenvolvida por Markowitz, onde através de cálculos pode-se obter o desvio-padrão, no caso, medida de risco, e assim alocar de forma mais eficiente um portfólio financeiro, através da visão neoclássica.

Analisou-se alguns elementos empíricos da indústria de fundos no Brasil, no período compreendido entre 2003 e 2007, pois ela se constitui de suma importância para o investidor, permitindo-lhe dentre diversas opções de graus de risco, escolher aquela que melhor o atenda em se tratando de rentabilidade, risco e liquidez.

A monografia buscou atingir como objetivos específicos:

Definir um mercado eficiente, mensurar o risco e retorno esperado de um investimento, para que com a diversificação, se possa minimizar os riscos. Mostrar que utilizando métodos probabilísticos pode-se obter uma escolha mais atrativa de ativos financeiros, formando carteiras ótimas, dada a curva de indiferença mais desejável para o investidor.

Apontar a importância e vantagens de um investimento coletivo, mostrando o funcionamento e estratégia dos fundos de investimento, definindo os conceitos fundamentais sobre esse segmento financeiro, bem como os riscos incorridos nessa opção. E por fim, faz-se uma análise da indústria de fundos em termos de Patrimônio Líquido, captação e rentabilidade no período em questão.

Com base nas análises realizadas neste trabalho, pode-se concluir que através da alocação de portfólio, é possível chegar a um investimento ótimo do ponto de vista do investidor individual, e que os fundos de investimento constituem opção fortemente atrativa, dada a evolução que ocorreu nesse segmento nos últimos quatro anos e as diferentes opções por eles oferecidas.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

ANBID. Disponível na Internet. <http://www.anbid.com.br>. Acessado em 24/05/2008.

ANDREZO, A. F. & LIMA, I. S. **Mercado Financeiro**: aspectos históricos e conceituais. 1 ed. São Paulo: pioneira, 1999

ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2003.

BACEN. Disponível na internet. <http://www.bcb.gov.br>. Acessado em 26/09/2008.

BANCO ITAU. Disponível na internet. <http://www.itau.com.br>. Acessado em 28/10/2008.

CARVALHO, F. C et al. **Economia Monetária e Financeira**: teoria e política, 2 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CASTRO, H. P. **Introdução ao Mercado de Capitais**. 9 ed. Rio de Janeiro: IBMEC, 1985.

CVM. Disponível na internet. <http://www.cvm.gov.br>. Acessado em 06/10/2008.

DUARTE JÚNIOR, A. M. **Gestão de Riscos para Fundos de Investimentos**, São Paulo: Prentice Hall, 2005.

FITCH RATINGS. Disponível na internet. <https://www.fitchratings.com.br>. Acessado em 10/10/2008.

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 16 ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

GITMAN, L. J. & JOEHNK, M. D. **Princípios de Investimentos**. 8 ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2005.

KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**: inflação e deflação. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

LOPES, L. M. & VASCONCELOS, M. S. **Manual de Macroeconomia**: nível básico e nível intermediário, 2 ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MISHKIN, F. S. **Moeda, Bancos e Mercado Financeiro**. 5 ed. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

PINDYCK, R. S. & RUBINFELD, D. L. **Microeconomia**. 5 ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

RUDGE, L. F. & CAVALCANTE, F. **Mercado de Capitais**. 4 ed. Belo Horizonte: CNBV, 1998.

SANVICENTE, A. Z. & FILHO A. M. Mercado de Capitais e Estratégias de Investimento. São Paulo: Atlas, 1996.

TOBIN, J. Liquidity Preference as Behaviour Towards Risk. Review of Economics Studies, vol. 25, fevereiro de 1958.