

**FACULDADES INTEGRADAS DE PEDRO LEOPOLDO-MG
MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO**

**UM ESTUDO SOBRE AS CAPTAÇÕES LÍQUIDAS DE
FUNDOS DE INVESTIMENTO EM UMA INSTITUIÇÃO
FINANCEIRA PÚBLICA**

CLÁUDIA MARIA RIBEIRO TEIXEIRA

**BELO HORIZONTE
2006**

CLÁUDIA MARIA RIBEIRO TEIXEIRA

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

UM ESTUDO SOBRE AS CAPTAÇÕES LÍQUIDAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM UMA INSTITUIÇÃO FINANCEIRA PÚBLICA

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado Profissional em Administração das Faculdades Integradas de Pedro Leopoldo-MG, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Professor Haroldo Guimarães Brasil, Dr.

Belo Horizonte
2006

**FACULDADES INTEGRADAS DE PEDRO LEOPOLDO-MG
MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO**

Monografia intitulada “Um estudo sobre as captações líquidas de fundos de investimento em uma instituição financeira pública”, autoria de Cláudia Maria Ribeiro Teixeira, aprovada pela banca examinadora constituída pelo(s) seguinte(s) professor(es):

Prof. Haroldo Guimarães Brasil (Orientador).

Prof. Carlos Aníbal Nogueira da Costa

Prof. Tarcísio Afonso

Agradecimentos

Gostaria de registrar meus sinceros agradecimentos a todas as pessoas que contribuíram de forma direta ou indireta para a realização deste trabalho, destacando:

- O Prof. Orientador Dr. Haroldo Guimarães Brasil, pelos ensinamentos.
- O Prof. Tarcísio Afonso e Amanda, pelas contribuições envolvendo o método aplicado;
- O Prof Carlos Aníbal Nogueira da Costa, pelo incentivo e exemplo na busca do conhecimento;
- Os colegas de mestrado Carliana, Marcelo, Fábio Horta e Demian, pela disponibilidade, amizade e solidariedade nos momentos difíceis;
- Os colegas da CAIXA, pelo apoio e amizade e à CAIXA pelo incentivo oferecido à pesquisa;
- André, pela compreensão e carinho dedicados e pela ajuda na conquista de todos os objetivos alcançados até esta etapa da minha vida;
- Meus familiares, em especial minha mãe, por oferecerem os alicerces necessários ao meu desenvolvimento pessoal e profissional.

Ao Pedro e Bruno

*"Vivendo se aprende; mas o que se aprende,
mais, é só a fazer outras maiores perguntas."*

João Guimarães Rosa

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo estudar o comportamento das captações líquidas dos fundos de investimento de uma instituição financeira pública em relação aos principais variáveis macroeconômicas do mercado e à indústria de fundos no Brasil. São investigadas duas hipóteses: a existência de uma relação entre a variação dos principais indicadores econômico-financeiros do mercado e a captação líquida dos fundos selecionados e entre a captação líquida dos fundos da instituição financeira pesquisada e a captação dos fundos de mesma categoria no Brasil. A pesquisa abrange também os aspectos relevantes dos fundos de investimentos, e os resultados obtidos mostram que os indicadores apresentaram uma relação muito fraca com a captação líquida dos fundos pesquisados, sugerindo que os investidores deste banco têm um comportamento descolado das variáveis macroeconômicas, mas atrelado ao comportamento da captação líquida dos demais fundos de investimento de mesma categoria do mercado.

Palavras-chave: fundos mútuos de investimentos, captação líquida.

ABSTRACT

This report has the objective of studying the net financial behavior of a public financial institution's investment funds in relation to the main market indicators and to the industry of funds in Brazil. Two main hypotheses are investigated: the existence of a relation between the variation of the main market economic-financial indicators and the net financial funding of the funds chosen and also between the net financial funding of the financial institution researched and the same category of Brazil's financial funding. The research also comprises the relevant aspects of investment funds, and the results obtained show that the indicators present a very fragile relation with the net financial funding of the funds researched, suggesting that the investors of this bank have a disjointed behavior of the macroeconomics variables, but connected to the net financial funding of the rest of the investment funds in the same market category.

Key-words: behavior, indicators, funds, net financial funding

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

AMU	- Asset Management Unit
ANDIB	- Associação Nacional dos Bancos de Investimentos
ANDIMA	- Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto
BACEN	- Banco Central do Brasil
BB	- Banco do Brasil
BBC	- Bônus do Banco Central
BM&F	- Bolsa de Mercadoria e Futuro
BNDES	- Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CAPM	- Capital Asset Pricing Model
CDB	- Certificado de Depósito Bancário
CDI	- Certificado de Depósito Interbancário
CEF	- Caixa Econômica Federal
CETIP	- Câmara de Custódia e Liquidação
CMN	- Conselho Monetário Nacional
CPMF	- Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira
CVM	- Comissão de Valores Mobiliários
DI	- Depósito Interbancário
FAC	- Fundo de Aplicação em Cotas
FAF	- Fundo de Aplicação Financeira
FDS	- Fundo de Desenvolvimento Social
FGV	- Fundação Getúlio Vargas
FGC	- Fundo Garantidor de Crédito
FIA	- Fundo de Investimento em Ações
FIEX	- Fundo de Investimento no Exterior

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Captação por categoria no ano - R\$ 44,1 bi.....	12
Tabela 2 - Ativos dos fundos mútuos, 1992-1998 (em porcentagem do PIB)...	15
Tabela 3 - Fundos de investimentos e fundos de investimentos em cotas.....	52
Tabela 4 - Equação de regressão.....	71
Tabela 5 - Dados utilizados na Análise Estatística.....	90

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1- Captação em 12 meses – Distribuição do PL (categorias).....	69
Gráfico 2 - Variação da Captação Líquida dos fundos de renda fixa.....	70
Quadro 1 - Classificação CVM- Instrução 409.....	40
Quadro 2 - Resumo dos fundos.....	45
Quadro 3 - Classificação de fundos pela ANBID.....	48
Quadro 4 - Captação x SELIC.....	77
Quadro 5 - Captação x Taxa de Câmbio.....	78
Quadro 6 - Captação x IBOV Médio.....	79
Quadro 7 - Captação x IGPM.....	80
Quadro 8 - Captação x PRODUÇÃO INDUSTRIAL.....	81
Quadro 9 - Captação x Poupança.....	82
Quadro 10- Captação x “SELIC”, “Taxa de câmbio”, “IBOV”, “IGPM”, “Produção industrial” e “Poupança”.....	83
Quadro 11- Captação x “SELIC”, “Taxa de câmbio”, “IBOV” “IGPM”, “Produção industrial”, “Poupança” e Renda Fixa Ambid.....	84
Quadro 12- Captação x Renda Fixa Ambid.....	85
Quadro 13- Captação x “SELIC”, “Taxa de câmbio”, “IBOV”, “IGPM”, “Produção industrial” e “Poupança”.....	86
Quadro 14- Captação x “SELIC”, “Taxa de câmbio”, “IBOV”, “IGPM”, “Produção industrial” e “Poupança”.....	87
Quadro 15- Captação x “IGPM”.....	88

Quadro 16- Captação x IGPM (adiantado) e renda fixa AMBID.....	89
--	----

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	10
1.1 Justificativa do estudo.....	12
1.2 Tema e problema da pesquisa.....	17
1.3 Objetivos.....	18
1.4 Estruturação do trabalho.....	19
1.5 Metodologia.....	19
1.5.1 <u>Delimitação da pesquisa</u>	20
1.5.2 <u>Indicadores econômico-financeiros utilizados</u>	24
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	26
2.1 Os fundos mútuos de investimento.....	26
2.2 Os fundos de investimento no Brasil.....	30
2.3 Regulamentação dos fundos de investimento no Brasil.....	33
2.4 Classificação dos fundos no Brasil.....	40
2.5 Composição e características dos fundos.....	49
2.6 Encargos dos fundos.....	52
6 Tributação.....	56
2.8 Asset Management Unit – AMU.....	57
2.9 Índices de desempenho de fundos de investimentos.....	58
2.10 O risco no mercado de fundos e o comportamento do investidor.....	58
2.11 Performance e fluxo de recursos.....	65
3 ANÁLISE DOS DADOS.....	69
3.1 Análise dos resultados da captação líquida dos fundos de renda fixa....	71
4 CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES DA PESQUISA E RECOMENDAÇÕES.....	92
Conclusões.....	92
4.2 Limites da pesquisa.....	94
4.3 Sugestões para pesquisas futuras.....	95
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	96

1 INTRODUÇÃO

O ato de poupar requer a existência de instrumentos capazes de satisfazer as necessidades desses indivíduos. É possível afirmar que no Brasil e no mundo estes instrumentos vêm aumentando e se diversificando para atender aos mais diversos tipos de investidores.

Os fundos de investimentos tornaram-se populares por oferecer uma forma simples de se investir no mercado financeiro. Para Pinheiro (2001) e Andrezo e Lima (2002), os fundos buscam a convivência da aplicação em condições técnicas mais favoráveis do que as que seriam possíveis para cada um de seus participantes, se esses operassem por conta própria nos mercados financeiros e os pequenos investidores podem se beneficiar da economia de escala obtida pelos fundos. Esta também é a premissa do modelo de Stein (2004) onde os gestores de fundos são hábeis em selecionar investimentos e em controlar custos e podem, assim, gerar maiores retornos do que o investidor individual.

Segundo Klapper, Sulla e Vittas (2004), os fundos mútuos oferecem ao investidor as vantagens da diversificação do portfólio, gerenciamento profissional dos recursos e baixos custos, além de maior transparência operacional. Na visão de Sirri e Tufano (1998), esta gestão profissional veio atender as necessidades dos pequenos investidores que não são formalmente treinados em análise de portfólios.

Os primeiros fundos mútuos fechados surgiram, segundo Klapper Sulla e Vittas (2004) no último quartil do século dezanove e, a partir dos anos 90 foi observada uma explosão do crescimento desta modalidade quando se tornaram um produto de destaque nos meios financeiros. Khorana, Servaes e Tuffano (2005) que estudaram os fundos mútuos em 56 países, elegeram a indústria de fundos

como a mais bem sucedida inovação financeira e comprovaram que os fundos prosperaram principalmente nos países que possuem uma regulamentação que proteja os direitos dos investidores e onde há uma legislação que ofereça segurança a estes. Concluíram, ainda, que a indústria de fundos é mais robusta naqueles países onde há o incentivo aos fundos de pensão.

Nos EUA os ativos em fundos cresceram de US\$1.6 trilhão em 1992 para US\$ 5.5 trilhões em 1998, perfazendo uma média de crescimento anual em torno de 22,4%. Na União Européia o crescimento passou de US\$ 1 trilhão para US\$ 2,6 trilhões no mesmo período e, com exceção dos países do leste da Ásia, houve um crescimento significativo desses ativos na maioria dos países do mundo. (KLAPPER, SULLA e VITTAS, 2004). O número dos chamados *stock funds*, principalmente os fundos de tecnologia - telecom e internet funds -, tiveram um crescimento de 80% nos anos 50, para 48% nos anos 70 e quase 600% nos anos 90 (BOGLE, 2003). Devido a este forte crescimento e à magnitude de seus números, este segmento do mercado financeiro passou a ser conhecido como Indústria de Fundos.

No Brasil, a captação líquida em fundos de investimentos no período de abril de 2005 até abril de 2006 cresceu 280,4% - R\$41,2 bilhões contra R\$14,8 bilhões. O total de recursos administrados por fundos de investimento alcançou em maio deste ano a cifra de R\$805 bilhões, segundo a Associação Nacional dos Bancos de Investimento- ANBID.(2006) (TAB. 1).

Tabela 1 - CAPTAÇÃO POR CATEGORIA NO ANO - R\$ 44,1 bi

Tipo*	Patrimônio líquido na data	No mês (abril/2006)			No ano até a data		
		Aplicações	Resgates	Captação líquida	Aplicações	Resgates	Captação líquida
Curto prazo	24.476,18	13.336,18	13.028,50	307,68	60.627,31	57.769,00	2.858,31
Referenciado DI	161.544,68	14.262,57	14.509,60	(247,03)	68.081,10	63.878,52	4.202,58
Renda fixa	326.584,40	23.073,39	23.767,72	(694,33)	117.618,33	101.672,53	15.945,79
Multimercado	148.020,72	6.605,63	6.682,10	(76,84)	44.509,92	33.355,88	11.153,66
Câmbio	1.653,63	68,14	87,43	(19,30)	502,95	821,16	(318,21)
Dívida externa	2.791,01	503,65	325,55	178,10	2.624,70	2.647,43	(22,73)
Ações	59.290,30	1.110,23	1.117,48	(7,26)	7.031,63	4.577,03	2.454,60
Privatização	13.316,35	296,65	234,09	62,56	1.446,63	875,59	571,04
Previdência	53.774,57	984,83	430,15	554,68	4.235,05	1.952,95	2.282,10
FIDC	13.951,72	215,34	141,63	73,72	3.296,62	1.256,30	2.040,31
TOTAL	805.403,56	60.324,25	60.324,25	131,99	309.974,22	268.806,39	41.167,46

* Dados em R\$ milhões.

Fonte: ANBID.

1.1 Justificativa do estudo

Os mercados financeiros são um importante instrumento para acelerar o crescimento e a produtividade devido ao seu papel na mobilização de poupanças, seleção e monitoramento de projetos de investimento, diversificação de riscos e pelo fato de permitirem que o investimento e a produção sejam efetuados segundo a escala e duração mais produtivos (CASTELAR e BONELLI, 2005).

Segundo Ferreira (2005), os mercados financeiros são segmentados em dois blocos: mercado monetário e mercado de capitais. O mercado monetário contempla os títulos da dívida de baixo risco, líquidos e de curto prazo. Já o mercado de capitais inclui títulos de riscos variáveis e em geral de prazos mais longos, e os títulos negociados nesse mercado são muito mais diversos. De acordo com Iquipazza (2005) o mercado de capitais compreende o mercado para todos os

instrumentos financeiros negociáveis, abrangendo o mercado de recursos de curto prazo e empréstimos de longo prazo, que inclui o mercado de títulos privados e o de dívida pública.

Para Loyd (1977), os países economicamente desenvolvidos quase sempre apresentam um setor financeiro amplo e diversificado. Em geral, quanto mais sofisticado for o mercado de capitais no oferecimento às empresas de novas e mais amplas oportunidades de obtenção de recursos financeiros necessários, mais rápido essas empresas poderão atingir o porte requerido para seu funcionamento eficiente e menores os riscos dos distúrbios que caracterizam os mercados excessivamente restritos. Este mercado propicia ainda o aumento da oferta de capital sob a forma de poupanças, através da disponibilidade de uma maior amplitude de oportunidades de investimentos. Um mercado de títulos também fornece às empresas alguma idéia do custo corrente de capital, o que pode ser importante para a determinação do nível de novos investimentos.

Além disso,

os mercados de capitais podem afetar o crescimento econômico através da criação de liquidez. Muitos investimentos de alta produtividade requerem que volumes expressivos de recursos sejam aplicados a longo prazo. Os mercados de capitais tornam estes investimentos líquidos, portanto, menos arriscados e mais atraentes aos investidores (BARROS et al, 2005, p44).

Pinheiro (2001) conclui que crescimento e desenvolvimento econômico estão diretamente relacionados através dos mecanismos de canalização de poupanças para o investimento produtivo. Para ele, o mercado de capitais, por intermédio do mercado primário de ações, constitui uma possibilidade importante para a realização de investimentos produtivos.

Na análise de Stiglitz (2005), a ausência de bons mercados de títulos força as empresas a depositar maior confiança no autofinanciamento. Ele acha improvável

que a Coreia, por exemplo, ou outras economias do leste Asiático pudessem ter alcançado um crescimento que sequer se aproximasse do que eles conseguiram se as empresas tivessem de depender de seus próprios recursos para expansão. Stiglitz (2005) ainda argumenta que os investimentos em pesquisa e desenvolvimento são bastante sensíveis a restrições de crédito, dada a dificuldade de se auferirem o risco e o retorno desses investimentos e dada à falta de garantias.

Evidências recentes sugerem que os mercados acionários podem ser instrumentos de promoção do desenvolvimento econômico. O autor demonstra que, entre 1976 e 1993, países com sistema financeiro mais desenvolvido tiveram maior crescimento econômico, de 3,2% ao ano, do que os países com um sistema pouco desenvolvido, que cresceram apenas 1,4% (LEVINE, 1997).

Os fundos de pensão e os *mutual funds* surgiram com os principais atores desses mercados em função do elevado volume de recursos que administram. Para Sauviat (2005, pág.),” tornaram-se os principais acionistas de empresas e também os seus principais emprestadores” e “ao fim dos anos 90, os haveres financeiros dos fundos de pensão e dos *mutual funds* norte-americanos constituíam uma força financeira considerável, que se libertou graças à desregulamentação financeira das fronteiras domésticas para responder às necessidades dos fundos em matéria de diversificação e riscos”.

Os totais de ativos da indústria de fundos no mundo em 2001 eram, segundo Khorana, Servaes e Tuffano (2005) da ordem de \$11,7 trilhões distribuídos em 55,160 fundos. Ainda segundo este autor, os fundos norte-americanos detinham 60% dos ativos totais do mundo, seguidos por Luxemburgo com 6,5%, França (6,1%), Itália (3,1%) e Japão com 2,9%. Na praça de Paris, por exemplo, eram responsáveis por mais de 90% das transações em ações e por 95% das transações

em obrigações (SAUVIAT, 2005).

A TAB. 2, a seguir, demonstra o total de ativos dos fundos em diversos países em relação ao seu Produto Interno Bruto- PIB.

Tabela 2 - Ativos dos fundos Mútuos, 1992-1998 (em porcentagem do PIB)

País	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Média
Americas								
Argentina	0,08	0,09	0,14	0,23	0,63	1,62	1,94	0,68
Brazil	4,80	5,49	9,97	9,04	13,39	13,51	13,42	9,94
Canadá	9,27	15,65	16,59	18,66	25,54	61,63	35,69	21,86
Chile	2,20	2,74	4,10	3,87	4,05	5,49	3,43	3,70
México	4,55	6,43	2,73	2,68	3,16	3,42	2,75	3,68
United States	26,31	31,57	31,03	38,70	46,02	55,09	64,92	41,95
Europe								
Austria	8,06	9,99	11,91	14,43	17,28	22,03	30,04	16,25
Belgium	3,96	7,10	8,14	8,77	10,20	14,00	21,15	10,47
Czech Republic	-	-	-	-	0,81	0,69	0,98	0,82
Denmark	2,34	3,17	3,59	3,56	5,05	7,76	10,41	5,13
Finland	-	-	1,12	0,95	2,01	2,99	4,33	2,28
France	33,97	38,76	37,48	34,07	34,37	36,05	38,57	36,18
Germany	3,57	4,14	5,51	5,57	5,70	7,08	8,47	5,72
Greece	1,04	3,76	5,65	8,92	12,74	21,81	26,89	11,53
Hungary	-	-	-	-	1,64	1,46	2,71	1,94
Ireland	11,55	10,96	14,82	13,5	72,92	32,46	-	26,03
Italy	3,38	6,80	7,83	7,34	10,63	18,33	34,46	12,68
Luxembourg	1450,1	1958,90	1811,91	1835,30	2060,42	2445,07	2792,95	2050,66
Netherlands	10,16	14,62	14,20	15,04	16,98	21,06	20,62	16,10
Norway	-	-	4,18	4,63	6,04	8,65	7,65	6,23
Poland	-	0,50	0,63	0,24	0,35	0,40	0,34	0,35
Portugal	8,42	11,13	14,65	12,69	14,32	17,65	20,73	14,23
Spain	9,5	15,05	17,57	17,92	23,42	33,77	40,82	22,58
Sweden	7,33	13,99	10,21	11,65	13,93	20,33	22,03	14,21
Switzerland	8,12	14,75	15,10	14,64	16,51	16,97	20,40	15,21
Turkey	-	0,56	0,54	0,30	0,63	0,42	0,52	0,50
United Kingdon	8,68	13,90	13,09	13,89	16,24	18,38	21,31	15,07
Asia/Pacific								
Austrália	4,13	5,54	5,39	5,18	10,32	10,92	10,16	7,38
Hong Kong	16,19	28,84	22,54	24,24	26,63	33,60	51,60	28,81
India	2,83	2,98	3,80	2,93	2,70	2,36	1,99	2,80
Japan	9,33	10,62	9,29	9,14	9,13	7,41	8,15	9,01
Korea	27,80	31,58	32,05	31,12	29,62	19,47	-	24,52
Malaysia	10,33	16,23	19,24	19,90	23,89	8,81	9,46	15,41
New Zealand	1,48	3,08	3,45	9,45	11,75	11,57	10,14	7,27
Sri Lanka	-	-	-	-	0,33	0,30	0,25	0,29
Thailand	-	0,28	0,63	1,14	2,34	0,39	1,47	1,04

País	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Média
Middle East/Africa								
Israel	12,81	19,45	8,32	5,75	3,99	5,08	5,95	8,76
Morocco		-	-	0,01	0,83	3,27	5,25	2,34
South Africa	3,77	4,92	6,20	4,89	7,42	9,84	8,27	6,80
Tunisia	-	0,66	2,86	3,66	2,73	3,27	3,18	2,73

Fonte: L Klapper Sulla e Vittas / Emerging Markets Review 5 (2004) 1-38

Para Klapper Sulla e Vittas (2004) esse crescimento global dos ativos desses fundos ocorreu em consonância com a também crescente globalização das finanças e a expansão da presença dos grandes grupos financeiros em um grande número de países e pela boa performance dos mercados de *equity* e *bonds* durante boa parte dos anos 90. Também salienta a importância do *boom* tecnológico e do chamado "*internet boom*" verificado neste período. Na visão destes autores, a participação das riquezas das famílias norte-americanas em fundos mútuos cresceu de 6% em 1980, para 27% em 1992 e 44% em 1998.

O mercado financeiro da América Latina também tem se destacado pelo seu crescimento, fruto da estabilidade econômica. Segundo o último relatório do BIS- Banco Interamericano de Desenvolvimento (BIS, 2006) as emissões domésticas de títulos nos sete maiores países da América Latina aumentaram 337% em dez anos, alcançando US\$ 899 bilhões ao final de 2005 e equivalem à 40% do Produto Interno Bruto (PIB) desses países. Em comparação, as emissões destes mesmos países no mercado internacional aumentaram 65% em dez anos, totalizando US\$264 bilhões. O retorno para os investidores no mercado brasileiro de bônus em 2003 foi de 142%, contra 73,2% na América Latina, 55,4% na Europa e 21,1% na Ásia. Os títulos do departamento do tesouro dos Estados Unidos, o maior emissor individual de dívida no mundo devido ao seu volume e liquidez (FABOZZI, 2000) proporcionaram remuneração de 7,2% aos

seus investidores.

O maior desenvolvimento da indústria de fundos nos países, pode ser explicado segundo Khorana, Servaes e Tuffano (2005), pelo nível de riqueza e educação dos investidores e ainda pelo nível de concentração bancária do país, que pode facilitar ou desencorajar a formação de uma indústria de fundos robusta. Isto vai depender da forma como os bancos tratam os recursos captados via fundos - como complementar ou substituto de seus depósitos totais.

Para Levine e Zervos (1998), a liquidez do mercado de valores e o desenvolvimento bancário estão relacionados com crescimento. O sistema bancário é um importante *player* no setor financeiro e também no setor de fundos. Nos Estados Unidos, o crescimento da indústria de fundos ocorreu paralelo ao crescimento do setor bancário. Na Europa e em diversos países os bancos são os primeiros promotores e distribuidores de fundos.

Do ponto de vista do negócio, o casamento dos bancos com produtos de gestores de recursos parece perfeito, pois os bancos já possuem suas agências (físicas ou virtuais) e isso lhes permite distribuir produtos a um custo muito competitivo. Os gestores, por sua vez, podem concentrar esforços em criar e administrar produtos que atendam ao público e se destacarem.

A indústria de fundos como já foi descrito anteriormente, encontra-se em constante desenvolvimento e aparece como um dos principais instrumentos de captação de recursos por parte dos bancos.

1.2 Tema e problema da pesquisa

Inúmeros os estudos na área de finanças têm sido realizados focalizando a relação entre preços de ativos, indicadores e variáveis macroeconômicas. Para Grôppo (2002) os preços dos ativos transacionados nos mercados financeiros estão diretamente relacionados com os fundamentos macroeconômicos e as relações entre os preços dos ativos e o nível de atividade nos países desenvolvidos, estão bem documentadas nos trabalhos empíricos de Fama (1970), Lee (1996), Mukherjee e Naka (1995), Jones e Kaul (1996), Panetta (2002), Shamsuddin e Kim (2003). Mais recentemente, os países em desenvolvimento têm recebido maior atenção e podem ser citados os trabalhos de Gjerde e Saettem (1999), Know e Shin (1999), Jarvinen (2000) e Nunes, Costa Junior e Seabra (2002), para o mercado brasileiro.

Neste estudo, serão analisadas as captações líquidas por serem elas afetadas pelo comportamento e decisões dos investidores relativos aos indicadores e variáveis macroeconômicas da economia. Esta pesquisa busca entender as características e o comportamento desses investidores, no caso clientes deste banco público.

Questão da pesquisa: Os indicadores macroeconômicos fundamentais de inflação, de crescimento econômico, produção industrial, comportamento da Bolsa de Valores, taxa de câmbio e de juros têm influenciado significativamente o comportamento das captações líquidas dos fundos de investimentos via captações líquidas de recursos dos fundos mútuos de investimentos, no estudo de caso deste banco público?

1.3 Objetivos

O objetivo geral desta pesquisa é determinar o impacto das principais

variáveis macroeconômicas condicionantes da variação do patrimônio administrado pelos fundos mútuos de uma instituição financeira pública. É proposta uma investigação do comportamento das captações líquidas dos fundos em relação aos principais indicadores do mercado na busca de identificar aqueles que mais estariam favorecendo ou inibindo o crescimento destes mencionados fundos. Este trabalho aborda também os conceitos teóricos dos fundos de investimentos, suas características e classificação.

Como decorrência do objetivo geral, busca-se ainda:

- 1) estimar as captações líquidas de recursos dos fundos de investimento de fundos de curto prazo, fundos referenciados e fundos Ibovespa indexados da instituição financeira pesquisada, com periodicidade mensal, no período de janeiro de 2000 a janeiro de 2005;
- 2) mensurar o efeito dos indicadores condicionantes das captações líquidas de recursos pelos fundos;
- 3) estimar as captações líquidas de recursos dos fundos de investimento das mesmas categorias no mercado brasileiro.

1.4 Estruturação do trabalho

Para melhor expor a investigação proposta, este trabalho está organizado da seguinte maneira:

Neste primeiro capítulo é apresentado o contexto e a conjuntura na qual o estudo se insere, o tema e os aspectos que justificam os objetivos, a relevância, o problema da pesquisa e também a metodologia que foi utilizada.

O segundo capítulo discorre sobre a literatura mais relevante acerca dos fundos de investimentos.

No terceiro capítulo estão tabulados os dados e sua relação com os principais indicadores econômico-financeiros.

No quarto e último capítulo estão demonstrados os resultados obtidos, minhas análises seguidas das considerações finais, bem como as recomendações para futuros trabalhos sobre o tema investigado.

1.5 Metodologia

Trata-se de um estudo de caso em uma instituição financeira pública. Como descreve Yin (2001), um estudo de caso é uma investigação empírica que estuda fenômenos contemporâneos dentro do contexto da vida real especialmente quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos. É também uma situação tecnicamente única em que haverá muito mais variáveis de interesse do que pontos de dados. O resultado baseia-se em fonte de evidências. Nem sempre os resultados podem ser generalizados.

Para solucionar o problema da pesquisa, recomenda-se o apontamento das relações existentes entre as principais variáveis identificadas neste para, em seguida, se formular as hipóteses. Portanto, com base em determinado problema de pesquisa, podem ser formuladas diferentes tipos de hipóteses (FACHIN, 2002).

Em relação ao segundo objetivo específico, será testada a hipótese da existência ou não de uma correlação entre a variação da captação líquida dos fundos de investimento na instituição financeira pesquisada e a variação dos principais indicadores econômico-financeiros no Brasil. A segunda hipótese a ser testada será se a captação líquida dos fundos de investimento na instituição financeira pesquisada está atrelada ao comportamento da captação líquida de todos

os fundos do mercado.

As hipóteses foram assim definidas:

H₀: Não existe relacionamento entre a variação da captação líquida dos fundos e a variação dos principais indicadores do mercado.

H₁: Existe relacionamento entre a variação da captação líquida dos fundos e a variação dos principais indicadores do mercado.

Segunda hipótese:

H₀: A captação líquida dos fundos da instituição financeira pesquisada não está atrelada ao comportamento da captação de todos os fundos brasileiros de mesma categoria.

H₁: A captação líquida dos fundos da instituição pesquisada está atrelada ao comportamento da captação líquida do mercado como um todo.

1.5.1 Delimitação da pesquisa

A pesquisa delimitou-se a analisar os fundos de curto prazo, fundos referenciados, fundos de renda fixa e fundos de ações Ibovespa indexado, abertos e que possuíam patrimônio abrangendo todo o período proposto na instituição financeira pesquisada. Cabe ressaltar que as conclusões obtidas correspondem somente a estes fundos.

Os dados tiveram frequência mensal e o período considerado foi de janeiro de 2000 a dezembro de 2005 pela disponibilidade de dados e por ser este um período de grande afluxo de recursos na indústria de fundos no Brasil. Dado que o presente trabalho procurou identificar e mensurar os efeitos dos indicadores disponíveis no mercado sobre as captações líquidas dos fundos e que a maioria

desses indicadores somente são publicados com periodicidade mensal, determinou-se também a escolha da base mensal para os outros dados e estimações.

Após a seleção das variáveis pertinentes ao processo de análise, a etapa seguinte foi cumprimento dos objetivos específicos estabelecidos.

Para cumprir o primeiro objetivo específico, foram realizadas a estimação e descrição das captações líquidas para a classe de renda fixa e renda variável ao longo do período definido. Os dados de captação líquida dos fundos foram fornecidos diretamente pela AMU da instituição financeira pesquisada e pela ANBID- Associação Nacional dos Bancos de Investimentos. Outras fontes de informações foram os endereços eletrônicos da CVM, do Banco Central do Brasil, databases de índices da *Bloomberg*, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico - BNDES, Fundação Getúlio Vargas - FGV e Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa. .

Para cumprir o segundo objetivo específico, o processo estatístico mais conveniente para estudar o grau de dependência entre a captação líquida dos fundos de investimento e os indicadores econômico-financeiros do mercado é o Método da Regressão Linear, que tem como finalidade prever o valor de uma ou mais variáveis (causas: variáveis independentes). Segundo Shepard (1995), a regressão linear, simples ou múltipla possui dois grandes poderes: 1) o explanatório, dizendo exatamente o quanto de uma variável é explicada por outra, através do coeficiente de determinação (que é o quadrado do coeficiente de correlação); 2) o poder de previsão, uma vez que, montada uma equação, é possível verificar o quanto deveria ser o valor da variável dependente para cada uma das variáveis independentes.

Em suma, é possível ter uma noção entre o que foi previsto pela análise e o que ocorreu de fato.

Para Malhotra (2001), a análise de regressão linear é um processo poderoso e flexível na análise de relações associativas entre uma variável métrica dependente e uma ou mais variáveis independentes.

Segundo este autor, ela pode ser utilizada para:

- a) determinar se existe uma relação entre as variáveis independentes e dependentes, isto é, se as variáveis independentes explicam uma variação significativa na variável dependente;
- b) determinar a intensidade da relação, ou seja, o quanto da variação na variável dependente pode ser explicado pelas variáveis independentes;
- c) determinar a estrutura ou a forma da relação, sintetizada numa equação matemática que relaciona as variáveis independentes e dependentes;
- d) prever os valores da variável dependente;
- e) controlar outras variáveis independentes quando da avaliação das contribuições de uma variável ou conjunto de variáveis específicas.

Segundo Hair et al (1998), a análise de regressão linear é a técnica de análise mais utilizada, versátil e aplicável, pois seu uso vai desde aplicações gerais até as mais específicas. Nos casos mais simples, as variações na variável dependente são atribuídas às variações de uma variável independente e deve ser utilizada a regressão linear simples.

Entretanto, muitas teorias sugerem que uma variável dependente é afetada por muitas variáveis independentes simultaneamente, e, nesse caso, a técnica utilizada será uma mais complexa, denominada regressão linear múltipla. Esta técnica é utilizada, principalmente para abordar, de modo satisfatório, dois aspectos fundamentais para os pesquisadores: o poder de predição das variáveis

independentes e o poder de explicação delas.

Malhotra (2001) afirma que o objetivo da regressão *stepwise*, também chamada de regressão passo a passo, é o de selecionar para a equação da regressão, apenas valores de variáveis prognosticadoras que mais respondem pela maior parte da variação da variável dependente.

Então, a variável dependente para o presente estudo é a captação líquida (CL) dos fundos selecionados e sua fórmula é a seguinte:

Captação líquida

$$CL_d = CE_d - CR_d - CRIR_d$$

Onde:

$$CL_d = \text{Captação líquida em } d$$

Captação líquida antes do IR

$$Cl_{antes\ do\ IR}_d = CE_d - CR_d$$

Onde:

$$Cl_{antes\ do\ IR}_d = \text{Captação líquida antes do IR em } d$$

1.5.2 Indicadores econômico-financeiros utilizados

*Índice Bovespa*¹:

Mede a lucratividade de uma carteira hipotética das ações mais negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Cada ação integrante da carteira recebe um

¹ Índice que acompanha a evolução média das cotações das ações negociadas na Bovespa - Bolsa de Valores de São Paulo. É o valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações, constituída em 1968 a partir de uma aplicação hipotética.. A carteira teórica é integrada pelas ações que, em conjunto, representaram 80% do volume transacionado a vista nos 12 meses anteriores à formação da carteira. A carteira teórica é composta pelas ações que atenderam cumulativamente aos seguintes critérios, com relação aos doze meses anteriores à formação da carteira: a) estar incluída em uma relação de ações cujos índices de negociabilidade somados representem 80% do valor acumulado de todos os índices; b) apresentar participação, em termos de volume, superior a 0,1% do total; c) ter sido negociada em mais de 80% do total de pregões do período. Para que sua representatividade se mantenha ao longo do tempo, é feita uma reavaliação quadrimestral, alterando-se composição e peso da carteira. Considerando-se seu rigor metodológico e o fato de que a

peso que varia de acordo com sua liquidez. Frequentemente, a composição e os pesos são alterados para melhor representar o mercado de ações, sendo considerado o principal indicador deste mercado.

O estudo de San Vicente (2002) revela uma relação positiva entre o comportamento do Índice Bovespa em até três dias anteriores e os valores anteriores da captação líquida dos fundos de ações.

Taxa Selic:

É a taxa prime do mercado – que regula as operações diárias com títulos públicos federais, pois é a sua média diária que reajusta diariamente os preços unitários (PU) dos títulos públicos. Representa a taxa pela qual o BC compra e vende títulos públicos federais ao fazer a sua política monetária (ASSAF NETO ,2003),

Para Kadiyala (2004) e Klapper, Sulla e Vittas (2004) a taxa primária de juros tem um grande impacto nos fluxos dos fundos de investimento. Em sua pesquisa, Grôppo (2002) concluiu que um incremento inesperado de 10% da taxa de juros de curto prazo, tende a levar, no momento do choque, a uma redução de 14% dos preços dos ativos que compõem a carteira teórica do índice Bovespa.

Câmbio: dólar comercial

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995), o mercado de câmbio é, sem dúvida, o maior mercado financeiro do mundo. É o mercado no qual a moeda de um país é trocada pela moeda de outro país[.....] uma taxa de câmbio é o preço da moeda de um país em termos da moeda de outro país. Na prática, toda negociação

Bovespa concentra mais de 90% dos negócios do País, trata-se do mais importante índice disponível, permitindo tanto avaliações de curtíssimo prazo como observações de expressivas séries de tempo.

de moedas ocorre em termos de dólares americanos.

Índice Geral de Preços IGPM

Esse índice, bastante utilizado pelo mercado financeiro, mede a evolução geral de preços na economia, criando assim uma medida da inflação nacional. O IGP-M é composto pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC - peso de 30%), Índice de Preços no Atacado (IPA – peso de 60%) e Índice Nacional de Construção Civil (INCC – peso de 10%). O período de coleta de preços para o índice se dá entre o dia 21 do mês anterior e o dia 20 do mês de referência.

(disponível em bb.com.br. Acesso em 27/07/2006)

Produção industrial

Segundo o Banco Central (BACEN) o índice de produção industrial se baseia na Pesquisa Industrial Mensal de Produção Física, cuja amostra é selecionada com base nas informações da Pesquisa Industrial Anual de Empresa e que cobre 63% do valor da transformação industrial das atividades das indústrias extrativas e de transformação. Os índices no nível nacional são calculados por ramos de indústria e categorias de uso, e publicados em sua forma original e sazonalmente ajustados.

Índice de Poupança:

A caderneta de poupança é uma aplicação de renda fixa que paga juros de 0,5% ao mês mais a variação da taxa referencial (TR). De acordo com o estudo de Fama e French (1992) no caso dos retornos da poupança, tem-se que o ativo se comporta de acordo com a

definição teórica da taxa livre de risco, no que diz respeito à sua relação com outros ativos existentes na economia, mostrando-se condizentes com a conceituação teórica de uma taxa pura de juros.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Os fundos mútuos de investimento

Os fundos mútuos são definidos como intermediários financeiros que obtêm dinheiro vendendo ações ou participações a muitos indivíduos e os utilizam na compra de portfólios diversificados de títulos públicos e privados, ações, debêntures dentre outros. Eles reúnem recursos de diversos investidores com o objetivo de adquirir ativos financeiros e/ou reais. Os investidores, portanto, deixam seus recursos sob a administração de profissionais dos mercados financeiros e de capitais, e a formação de carteiras possibilita aos investidores o acesso simultâneo a diferentes tipos de investimentos tais como debêntures, ações e títulos públicos, o que pode resultar em diversificação e melhor relação risco-retorno.

Cada participante detém um certo número de cotas, que correspondem a uma fração proporcional ao patrimônio do fundo. Existem ainda os fundos de investimentos denominados Fundos de Aplicação em cotas de Fundos de Investimento, que, em vez de aplicar recursos diretamente em diversos ativos,

destinam-se à aquisição de cotas de outros fundos (ANDREZO E LIMA, 2002).

As vantagens de investir em fundos elencadas por Andrezo e Lima (2002) são: o acesso a maior quantidade de alternativas de investimentos, permitindo maior diversificação e relação risco-retorno; a economia de escala; o maior poder de barganha nos mercados e o acesso à administração profissional da carteira. Dentre as desvantagens este autor cita a cobrança de taxas pela instituição administradora para cobrir os custos com a manutenção do fundo tais como publicações e auditoria externa.

Um *mutual fund* pode ser administrado ou pelas sociedades independentes, como nos Estados Unidos (*Fidelity, Scudder, Vanguard, Putnan*), ou por filiais de bancos ou de companhias de seguros, como é freqüente na Europa. Eles não possuem ativos próprios, mas apenas os administram em nome de terceiros (SAUVIAT, 2005).

Para Klapper Sulla e Vittas (2004) existem cinco tipos principais de fundos: os chamados *equity* e *bond funds*, onde predominam investimentos em *equity* que são participações em empresas com as quais desenvolvem parcerias ativas e os chamados *bonds funds* que possuem títulos de dívida de longo prazo. Além destes, para este autor, existem os fundos balanceados que têm em seu portfólio *equity* e *bonds* de forma equilibrada, os *money market mutual funds* que são especializados em instrumentos de curto prazo e os chamados “fundos de fundos”, que investem em quotas de outros fundos.

Os fundos podem ser classificados segundo a espécie em abertos (*open-end-funds*) e fechados (*close-end-funds*). Nos fundos abertos, o ingresso e a saída de cotistas podem ocorrer livremente a qualquer tempo, mediante solicitação ao administrador do fundo, respeitando as regras vigentes. Esta será a espécie de

fundos estudada nesta dissertação.

De acordo com a definição de Andrezo e Lima (2002), nos fundos fechados o ingresso e a saída de cotistas não são livres, pois esses fundos têm um número fixo de cotas e estas não são livremente resgatáveis, a não ser por ocasião da liquidação do fundo ou do término do seu prazo de duração. Os cotistas só podem se retirar do fundo se outros investidores quiserem comprar as suas cotas. Em alguns casos, admite-se a negociação das cotas em bolsas de valores. Este conceito também é utilizado para fundos que pararam de receber depósitos e para fundos exclusivos, que são fundos que têm como cotistas um único investidor ou um grupo pequeno de investidores determinados. Geralmente estes fundos estão sujeitos a uma regra diferenciada. O preço das cotas dos fundos fechados pode variar acima ou abaixo do valor dos ativos possuídos pelo fundo, dependendo de fatores como liquidez das participações ou da qualidade da administração do fundo. Para Stein (2004), os fundos abertos têm desvantagens em relação aos fundos fechados principalmente no que se refere à exposição que os gestores têm com relação ao risco de grandes retiradas no caso de uma baixa performance no curto prazo.

Os fundos abertos são os que predominam no mercado. No final de 2002, havia 7,267 *open-end funds* nos EUA, com \$4,1 trilhões de ativos dentre *equity*, *bond* e categorias híbridas, excluindo os *money-market funds*, correspondendo a 96% dos ativos do setor e 93% de todos os fundos. Em contraste, havia apenas 562 *close-end funds* com \$156,4 bilhões de ativos (STEIN, 2004). Ainda segundo este autor, a resposta a esta dominância se deve a problemas de “agency” e pela assimetria informacional, pois ele entende que nos fundos abertos o investidor pode liquidar a sua posição ao menor sinal de problemas. Pela assimetria informacional, uma parte frequentemente não sabe o suficiente sobre a outra parte para tomar

decisões precisas (MISHKIN, 2000). Para Iquipazza (2005) a maior popularidade dos fundos abertos pode ser explicada pela maior liquidez, relativa à possibilidade de trocar por dinheiro as participações, em comparação com os fundos fechados. Em contraste à popularidade dos fundos abertos, Jeremy Stein cita o exemplo de investidores mais sofisticados como o conhecido *Warren Buffet* - uma das maiores fortunas do mundo e com uma sólida reputação nos meios financeiros - que possui um bem sucedido fundo fechado.

Os fundos fechados no Brasil reúnem um patrimônio da ordem de R\$9,17 bilhões, segundo levantamento da consultoria Quantum. Segundo Alexandre Maia, da *GAP Asset Management*, um motivo que impulsiona o fechamento dos fundos é o risco, pois, em um momento negativo, ondas de saques poderiam comprometer as estratégias deixando o prejuízo para os cotistas que permanecerem na carteira (Pavini, Angelo. *Jornal Valor Econômico*, São Paulo, 12/5/2006).

Cabe ressaltar ainda que o custo de se fornecer liquidez exige um tamanho ótimo do fundo que depende da habilidade do gestor. (CHORDIA, 1996)

Segundo Iquipazza (2005), os intermediários financeiros são empresas cujo negócio principal consiste em proporcionar aos clientes produtos financeiros e serviços que não podem ser obtidos de modo eficiente com transações diretamente nos mercados de capitais. Dentre estes, os principais são os bancos comerciais, bancos de investimento, companhias de seguros, fundos de pensões e os fundos mútuos.

Entre os intermediários financeiros, os chamados investidores institucionais têm grande importância para a indústria de fundos. Eles agrupam três categorias: os fundos de pensão, os fundos mútuos e as sociedades seguradoras, e estão na origem do essencial das transações nos mercados de ativos.

A taxa de participação dos investidores institucionais nas Bolsas mundiais aumentou consideravelmente nesses últimos anos e, segundo Plihon (2005), estão em índices de acima de 50% na França e nos Estados Unidos. Este autor ainda acrescenta:

O aumento do poder desses atores financeiros nos principais países industrializados ao longo das últimas décadas, que constitui uma das principais características do novo capitalismo financeiro, explica-se pela importância assumida pela acumulação financeira das famílias (especialmente para o financiamento de aposentadorias por capitalização) e pelo papel crescente da gestão coletiva da poupança (PLIHON, 2005, p136).

Para este autor, serão os investidores institucionais os atores dominantes no novo capitalismo. Nos EUA, três quartos dos *mutual funds* são detidos pelas famílias e o quarto restante pelos investidores institucionais, e equivalem hoje em dia a quase 20% dos ativos financeiros das famílias norte-americanas (SAUVIAT, 2005). Esta autora acrescenta ainda que

São eles os responsáveis pelos movimentos diários dos preços das ações e contribuíram para aumentar os volumes dos títulos negociáveis, especialmente porque operam suas transações em bloco: esse tipo de transação na Bolsa de Nova York (Nyse) implica na compra ou venda de ao menos 10 mil ações e representa quase metade do volume das ações negociáveis (SAUVIAT, 2005, p.116).

No estudo de Iquipazza (2005) constata-se que o crescimento dos investidores institucionais, notadamente depois da reforma dos sistemas de pensões, pode ter efeitos quantitativos ou qualitativos nos mercados de capitais, detectáveis em nível macroeconômico, que melhorariam o desempenho das funções do sistema financeiro. Estes investidores também podem afetar diretamente a economia real, notadamente no setor corporativo.

O estudo de Castelo Branco e Monteiro (2005) traz grandes evidências da influência destes investidores na economia real. Para este autor, as entidades fechadas de previdência complementar – os fundos de pensão – foram na década

de 1990, grandes investidores em imóveis e os principais financiadores de *shoppings centers* e dos grandes projetos de edificações para escritórios comerciais, sucedendo a Caixa Econômica Federal (CEF), que desempenhou este papel até fins da década de 1980, com financiamentos a custos baixos e prazos de até 25 anos. (Carlos Eduardo revista do bndes rio de janeiro v. 10).

2.2 Os fundos de investimento no Brasil

No Brasil, o primeiro fundo de investimento formou-se em 1957 com a criação do fundo Crescinco que foi o maior fundo de investimento brasileiro até o início dos anos 70. O Crescinco era um fundo de ações considerado um instrumento, naquele momento para captar recursos privados para a industrialização nacional (VICENSI, 2003). No período de 1961 a 1967, os fundos mútuos de investimento operavam basicamente nas bolsas de valores, mas, eventualmente também no mercado primário.

Amplas modificações no mercado de valores mobiliários foram introduzidas a partir de 1965 com a promulgação da Lei 4.728 (Lei do Mercado de Capitais). Essas modificações foram positivas na medida em que lançaram as bases para o futuro desenvolvimento deste mercado. Assim, em relação aos fundos mútuos de investimento, atribuiu às sociedades e aos bancos o exercício da atividade de sua administração. A fiscalização dos fundos tornou-se responsabilidade do Banco Central, sendo exercida com base em normas divulgadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Além disso, segundo Iquipazza (2005), os fundos surgiram para facilitar o investimento em ações que vinham oferecendo bons lucros devido ao ciclo de altas da bolsa de Valores do Rio de Janeiro, mas a falta de estrutura do mercado

de capitais e a desinformação dos investidores levaram a uma alta insustentável do mercado secundário. As instituições financeiras vendiam, neste período, papéis sobrevalorizados aos próprios fundos que administravam, realizando lucros sem risco. À medida que os preços das ações caíam, o prejuízo era rateado entre os cotistas.

Para Nishi (2005), o grande desenvolvimento da indústria de fundos no Brasil ocorreu ao longo dos anos 90, após amargar uma queda de popularidade no início desta década em consequência do confisco realizado no governo do então presidente Fernando Collor de Mello. Os fundos retornaram ao caminho de crescimento sólido e consistente após o início do plano econômico conhecido como “Plano Real” que trouxe como efeito uma economia mais estabilizada e com índices de inflação controlados que tornaram o cenário mais propício aos investimentos. Este cenário de estabilidade contribuiu para a mudança de atitude dos investidores, que passaram a direcionar de forma mais objetiva seus recursos em adequação às expectativas de risco/retorno e não apenas buscando proteção de perdas inflacionárias.

Para Klapper Sulla e Vittas (2004), a grande parcela da fatia dos fundos mútuos no Brasil não está nas mãos das famílias devido aos altos custos com as taxas de transações financeiras. Um estudo da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) que comparou o resultado de impostos sobre transações bancárias na América Latina, em países como Argentina, Colômbia, Equador, Peru, Venezuela e Brasil, constatou que impostos como a Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira – CPMF –, provocam desintermediação financeira, ou seja, tiram clientes dos serviços de bancos e podem causar ineficiência na economia (Moreira, Assis. Jornal Valor Econômico, São Paulo,

13/07/2006)

Mas a cobrança da CPMF a partir do ano de 1997, incentivou os investidores a aplicarem em fundos porque neles só se paga o imposto na primeira aplicação, ao contrário dos outros produtos, em que o imposto era pago a cada reaplicação. Tal situação foi alterada em 2004, com a promulgação da Lei 10892, de 13/07/2004 que alterou a Lei 9311/1996 que instituiu a CPMF. Esta lei, que entrou em vigor em 1º de outubro de 2004, criou a chamada “conta investimento” onde o investidor pode movimentar suas aplicações financeiras sem pagar CPMF. As transferências de recursos da conta corrente para esta conta investimento permanecem oneradas, mas as vantagens começam no vencimento da primeira aplicação feita através desta conta.

2.3 Regulamentação dos fundos de investimento no Brasil

A regulamentação mais específica para fundos surgiu em 1970 e, no que se refere à atuação governamental nesse período, Andrezo e Lima (2002) afirmam que ela teve como marco principal a regulamentação das atividades dos fundos mútuos de investimento através da Resolução CMN 145/1970 que definiu as características, constituição, administração e composição das carteiras. Essa norma praticamente restringiu as entidades da espécie a um único tipo: o condomínio aberto, cujos recursos seriam aplicados principalmente em ações e debêntures conversíveis em ações. O histórico da evolução e regulamentação dos fundos de investimentos no Brasil foi pesquisado por Iquipazza (2005) e será descrito a seguir:

A Resolução CMN 145 também criou os chamados “fundos de curto prazo”. Nestes fundos era permitido solicitar o resgate do valor investido com rendimentos no primeiro dia útil subsequente ao pedido.

O processo de redução do número de fundos foi em parte induzido pelas autoridades monetárias, pois a Resolução CMN 327/1975, estabeleceu um patrimônio líquido mínimo para os fundos de investimento e às sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários. (exceto as sociedades de crédito, financiamento e investimento).

A partir da regulamentação dos fundos mútuos de investimentos, divulgada pela mencionada Resolução 327/1975, o BC inicialmente e, após 1976, em conjunto com a Comissão de valores Mobiliários - realizou estudos com o objetivo de introduzir aperfeiçoamentos nas normas como meio de ativar suas potencialidades, tornando-os capazes de atrair maior volume de poupança privada para o mercado financeiro e de capitais.

Segundo Iquipazza (2005), as Resoluções CMN (Conselho Monetário Nacional) 145/1970 e a BC (Banco Central do Brasil) 1199/86, criaram os chamados "fundos mútuos de renda fixa", inspirados no *money market* dos EUA e os "fundos de investimento em capitais estrangeiros" (FICE), que são fundos que possuem títulos e valores mobiliários mantidos no país por entidades constituídas no exterior. Em 1991, a Resolução CMN 1.787/1991 substituiu os fundos de curto prazo pelos "fundos de aplicações financeiras" (FAF) com o objetivo de alongar os prazos destas aplicações financeiras.

Pela Resolução CMN 1.791/1991 foi autorizada a criação dos chamados "fundos de investimento em quotas de FAF" que eram conhecidos como FAF II e tinham carteiras compostas por quotas de FAF limitadas em 25% para um mesmo fundo. Esta modalidade de fundo foi extinta com a revogação desta Resolução que foi substituída pela Resolução CMN 2183/1995. A instrução CVM 148/1991 autorizou a criação dos fundos mútuos de investimento em ações e, em 1992 pela

Instrução CVM 177/1992 dos “fundos mútuos de investimento em ações - carteira livre” com ampla mobilidade em sua composição. Em 1992 foram criados os “fundos de commodities” pela Resolução CMN 1.912/1992, cuja carteira, embora limitada a parâmetros, era muito mais flexível do que a dos fundos concorrentes.

O ano de 1995 revelou-se um período de intensas modificações para a indústria de fundos brasileira. A reforma desta indústria neste ano trouxe a liberação das carteiras, a contabilização diária a valor de mercado e a terceirização da administração da carteira. A Resolução CMN 2.183/1995 teve como objetivo o alongamento do perfil das aplicações financeiras. Foram autorizadas a criação dos atualmente chamados “fundos de investimento financeiros” (FIF) e os “fundos de aplicação em cotas de fundo de investimento” (FAC), cada um com quatro tipos básicos de alternativas. Estas reformas contribuíram ainda para trazer mais opções aos investidores e maior flexibilização dos portfólios, obrigando as instituições a modernizar suas estruturas e a investir em tecnologia e recursos humanos. Em 1996, os fundos mútuos apresentaram captação líquida mensal positiva, alcançando no final deste R\$116 bilhões de patrimônio.

Em 1996 a instrução CVM 209/1996 autorizou a criação dos “fundos de empresas emergentes, os quais foram concebidos como condomínios fechados, com prazo de duração predeterminado, para aplicação em títulos e valores imobiliários, como mecanismo para capitalizar pequenas e médias empresas brasileiras que não conseguem recursos no mercado de capitais e como uma alternativa ao crédito bancário (DURVAL et al, 1996 *apud* IQUIAPPAZA, 2005).

Os Fundos Mútuos de Privatização – FGTS (FMP-FGTS) foram criados pela instrução CVM 279/98 com as alterações posteriores pelas Instruções CVM 295,337,339,347,354,360 e 397) e são uma comunhão de recursos destinados à

aquisição de valores mobiliários no âmbito do Programa Nacional de Desestatização (Lei n.º 8.031, de 12 de abril de 1990) através da integralização de cotas exclusivamente de recursos resultantes da conversão parcial dos saldos de FGTS dos participantes.

No ano de 1999, o setor ganhou novo ânimo, quando foram adotadas as mudanças importantes na legislação relativas aos fundos. A principal delas veio a atender uma antiga reivindicação do setor, permitindo que os administradores passassem a oferecer liquidez diária nos fundos.

Em 2000, foram ainda autorizados a criação dos “fundos de investimento em títulos e valores mobiliários - FITVM, de acordo com as instruções CVM 302, 316, 322, 326, 327, 329, 336 e 338/2000. Ainda neste ano o BC autorizou os fundos de investimento financeiro (FIF's) e os Fundos de aplicação em cotas (FAC's), conforme circular 2.958/2000 que podiam destinar até 49% do seu patrimônio para a compra de ações. Para Iquipazza (2005), a importância desta decisão estaria no fato de que os fundos administravam cada vez mais patrimônios mais expressivos e estes recursos poderiam ser transferidos mais agilmente entre os mercados. Isso não ocorria anteriormente porque o BC e o Tesouro temiam que essa liberdade atrapalhasse a possibilidade de colocação de títulos da dívida pública para os fundos.

Entretanto, o que foi constatado nos anos seguintes foi uma grande procura por títulos da dívida pública por parte dos gestores de fundos, o que ocasionou uma mudança no perfil dos ativos das instituições bancárias conforme descreve Costa (2004, p2):

Entre dezembro de 2002 e fevereiro de 2004 as quotas de fundos de renda fixa no Brasil se elevaram de R\$280 bilhões para R\$430 bilhões, alavancando de 35% para 44% a sua participação no mercado de captações. Em contrapartida, o funding bancário típico- M2 teve perda relativa ao ficar estável com valor absoluto em torno de R\$400 bilhões, sugerindo que os bancos competem consigo mesmos na

captação de recursos.

No Brasil, ainda hoje, o setor de fundos carrega um volume muito maior de papéis públicos do que em outros países. Segundo um estudo da CVM, este percentual chegaria a 70% do patrimônio do setor, enquanto no Chile é de 7%, no México de 59,5% e no Peru de 12%, (Pavini, Angelo. Jornal valor Econômico. São Paulo, 06/06/2006)

Em maio de 2002, com a obrigatoriedade determinada pelo BACEN e pela CVM de marcação a mercado dos títulos que compõem a carteira dos fundos de investimentos, ocorreu uma queda significativa do patrimônio desse segmento. A marcação a mercado (*mark to market*), é o procedimento de se ajustar o preço do título existente na carteira à cotação do mercado, adequando o seu valor à nova realidade, evitando que o investidor assuma como “certo” um retorno financeiro que poderá não se realizar total ou parcialmente. Este procedimento tem como principal finalidade proteger o investidor que permanece no Fundo, de maneira que os resgates de quotistas não proporcionem prejuízos para aqueles que ficam no fundo.

As carteiras dos Fundos de Investimentos possuem diversos ativos, tais como: títulos públicos federais, títulos privados, ações, quotas de fundos, derivativos, entre outros. Para que os resgates possam ser pagos aos clientes, os Fundos precisam vender esses títulos no mercado. Havendo diferenças entre o preço dos títulos da carteira e a cotação do mercado, o fundo poderá registrar ganhos ou perdas. Existe maior impacto quando as cotações de mercado apresentam mais distantes dos preços dos títulos existentes nas carteiras. O reflexo é forte quando a volatilidade do mercado é alta.

Como os preços de mercado estavam bastante inferiores aos valores estimados, o resultado foi um grande prejuízo generalizado nas carteiras da maioria

dos fundos no Brasil. Alguns fundos DI, dedicados ao mercado de varejo chegaram a perder 5% de seu patrimônio em um único dia. Os meses de junho e julho deste ano registraram, em função deste evento, captação líquida negativa de R\$24 bilhões e R\$18 bilhões respectivamente, segundo a ANBID. Em dezembro, a captação líquida recuperou o saldo negativo e fechou o ano praticamente com o mesmo volume anterior a maio, em torno de R\$344 bilhões.

Em 2003 foi constatada uma grande recuperação da indústria de fundos e o patrimônio do setor passou a ser de R\$496 bilhões, o que representou um acréscimo em torno de 44%. A captação líquida também aumentou e chegou a R\$60,79 bilhões, segundo a ANBID. As categorias de fundos que mais ganharam espaço neste ano foram as multimercado e renda fixa.

A partir de 24 de agosto de 2004 os fundos de investimentos e os fundos de investimento em cotas passaram a ser regidos pela Instrução Normativa CVM 409, complementadas pelas instruções CVM 411, de 26/11/2004, e 413, de 30/12/2004, estabelecendo as normas gerais a serem respeitadas que dispõem sobre a constituição, administração, funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento e classificam os fundos conforme a composição de seu patrimônio.

Estas instruções representaram a consolidação das normas dos fundos de renda fixa e de renda variável, pois a partir da promulgação da Lei 10.303, de 31/10/2001, e da Lei 10.411, de 26/02/2002, e com base na Decisão-Conjunta 10, de 02/05/2002 do BC e da CVM, a normalização e a fiscalização dos fundos de renda fixa, até então responsabilidade do BC, passaram à responsabilidade da CVM, a quem já cabia a responsabilidade pelos fundos de renda variável.

As instruções CVM 409,411 e 413 deveriam ser seguidas a partir de

22/11/2004, para todos os fundos de investimento e fundos de investimento em cotas de fundos de investimento, definidos e classificados nas instruções, desde que, constituídos a partir daquela data e, a partir de 01/02/2005, para todos os fundos de investimento financeiros (FIF), fundos de aplicação em cotas de FIF(FAC de FIF), fundos de investimento no exterior(FIEX), fundo de investimento em títulos e valores mobiliários (FITVM) e fundos de aplicação em cotas de FITVM(FAC de FITVM), já em funcionamento na data da publicação da instrução. A aprovação pelos cotistas deveria ser concluída até 31/03/2005. Neste novo cenário, no que tange aos fundos de renda fixa, foram revogadas as Circulares 2.616 e 2.714 que regulavam as aplicações dos recursos nestes fundos e suas alterações posteriores representadas pelas circulares 2.958, 2.973, 3.049 e 3.069. Foi mantida a circular BC 3.086/02 que estabelece os critérios para registro e avaliação contábil dos títulos e valores mobiliários e instrumentos financeiros derivativos contabilizados nas carteiras destes fundos. Foram revogadas as Instruções CVM 386/03, 392/03 e 403/04 que estabeleciam as regras para prestação de garantias nas operações próprias realizadas em bolsas e para o empréstimo de títulos e valores mobiliários, as regras de auditoria independente e contratação de terceiros para prestação de serviços aos fundos.

Com relação à constituição dos fundos de renda variável, foram revogadas as Instruções CVM 302/99 e 304/99 que até então regiam estes fundos e foram mantidas as Instruções CVM 305/99, 306/99 (consolidada pela 364/02), 394/03 e 405/04(consolidada pela 407/04) que estabelecem as regras das demonstrações contábeis destes fundos, as condições para a administração de carteiras de valores mobiliários, a possibilidade de negociação privada de valores mobiliários pelos fundos vinculados a investidores qualificados e as regras do envio de informações à

CVM.

O principal objetivo da Instrução CVM 409 foi tornar mais abrangente a regulamentação dos fundos de renda fixa e de renda variável, eliminando os conceitos de FIF, FIEEx, FITVM, FAC de FITVM e Fundos de Ações Setoriais na unificação da legislação enfatizando-os apenas com a denominação genérica de fundos de investimento e fundo de investimento em cotas de fundo de investimento. Adicionalmente, de forma a organizar a criatividade dos gestores e, ao mesmo tempo simplificar o entendimento dos investidores, ela estabeleceu uma nova classificação para os fundos de investimento e para os fundos de investimento em cotas de fundo de investimento estruturada de acordo com a participação específica dos diferentes tipos de ativos alocados em seu patrimônio (FORTUNA,2005).

2.4 Classificação dos fundos no Brasil

Conforme a Instrução CVM 409, os fundos foram classificados conforme abaixo:

Quadro 1 - Classificação CVM- Instrução 409

FUNDO DE CURTO PRAZO

FUNDO REFERENCIADO

FUNDO DE RENDA FIXA

FUNDO DE AÇÕES

FUNDO CAMBIAL

FUNDO DE DÍVIDA EXTERNA

FUNDO MULTIMERCADO

Fonte: CVM- www.cvm.gov.br- acesso em 29/04/2006.

A instrução prevê que os fundos chamados de curto prazo devem aplicar recursos exclusivamente em títulos públicos federais prefixados ou indexados à SELIC ou a índice de prelos, 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 sendo permitida a utilização de “derivativos” somente para proteção da carteira e a realização de operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais.

Segundo Hull (1998), “derivativos” são contratos de compra e venda de ativos com vencimentos em datas futuras e cujos valores derivam do preço e das características desses mesmo ativos no mercado à vista. Os derivativos podem ser financeiros e não-financeiros. O valor de um contrato futuro de uma ação (derivativo) depende do valor dessa mesma ação negociada no mercado a vista (ativo-base). Nesse mercado, as liquidações físicas (entrega do ativo) e financeiras (pagamento do preço estipulado no contrato) ocorrem em data futura, de acordo com o previsto no contrato. Portanto, os contratos chamados “derivativos” dependem da existência de outro contrato ou ativo de referência, também denominado ativo-objeto. Com isso, os contratos “derivativos” só existem porque há possibilidade de o preço da mercadoria à vista (ação, grão, taxas, índices) variar. Caso o mercado à vista deixe de existir, ou de ser negociado livremente, o derivativo perde a razão de ser.

Através deste instrumento, busca-se, primordialmente, efetuar posições de hedge².

Os “derivativos”, segundo Sá (1992), podem adquirir duas funções: serem utilizados para proteger carteiras, buscando ganhos acima dos praticados pelo

² Entende-se por proteção da carteira , ou hedge, qualquer operação que tenha por objetivo neutralizar riscos diferentes do parâmetro de referência do fundo, ou sintetizar riscos que atrelem o fundo ao parâmetro de referência, limitado ao valor de seu patrimônio. (www.anbid.com.br)

mercado à vista ou, atuando como instrumentos especulativos, podem sinalizar preços futuros para alavancagem³.

Os principais produtos do mercado de derivativos são⁴:

- a) Contratos futuros: contratos realizados entre duas contrapartes com vencimento futuro, da qual são fixados os montantes e valores de compra e venda de um determinado ativo, obedecendo a um ajuste diário de posições e margens.
- b) Opções: instrumento que permite que o investidor adquira o direito de comprar ou vender um ativo a um preço e uma data preestabelecida por outro investidor.
- c) Contrato a termo: contratos de compra e venda de um ativo com preços e prazos definidos, diferenciando-se dos contratos futuros por não apresentarem ajustes diários. A liquidação física e financeira se dá na data determinada no contrato a termo.
- d) *Swaps*: troca de índices entre dois investidores sem a troca do principal, com o objetivo de evitar riscos.

As operações dos fundos de investimento em mercados de derivativos podem ser realizadas tanto naqueles administrados por bolsas de valores ou bolsas de mercadorias e de futuros, quanto nos de balcão, neste caso desde que devidamente registradas em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM.

De acordo com a CVM, os fundos classificados como “referenciado”, “renda fixa”, “cambial”, “dívida externa”, e “multimercado” poderão ser adicionalmente denominados como “longo prazo”, quando o prazo médio de sua carteira superar 365 (trezentos e sessenta e cinco dias), sendo o portfólio formado por títulos privados ou públicos federais, prefixados ou indexados à taxa SELIC, a índice de

³ Um fundo é considerado alavancado sempre que existir possibilidade (diferente de zero) de perda superior ao seu patrimônio, desconsiderando os casos de default nos ativos do fundo..

preços ou à variação cambial, ou ainda por operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais.

A CVM estipula que os referenciados devem identificar na denominação o seu indicador de desempenho - o *benchmark*⁵ - em função da estrutura dos ativos financeiros integrantes das respectivas carteiras. Caso o *benchmark* não se refira a índices do mercado de ações, é preciso que o fundo detenha 80% (oitenta por cento), no mínimo, do seu patrimônio líquido representado, isolada ou cumulativamente por: títulos do Tesouro Nacional e/ou do Banco Central; títulos e valores mobiliários de renda fixa, cujo emissor é classificado na categoria de baixo risco de crédito ou equivalente, com certificação por agência de classificação de risco localizada no país.

A regulamentação exige que 95% (noventa e cinco por cento) da carteira do referenciado seja composta de ativos de forma a acompanhar a variação do *benchmark* escolhido. Além disso, é restrita a atuação nos respectivos mercados de derivativos à realização de operações com o objetivo de proteger posições detidas à vista, até o limite dessas.

As classificações renda fixa, ações e cambial são definidas a partir do principal fator de risco associado à carteira do fundo. Entende-se por principal fator de risco de um fundo o índice de inflação, 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.

Segundo a CVM, na renda fixa, os principais fatores de risco são a variação da taxa de juros doméstica e/ou de índice de inflação, ou ambos; em ações, é a oscilação de preços de ações admitidas no mercado à vista ou no mercado de

⁴ www.andima.com.br

balcão organizado; e no cambial, é a variação de preços da moeda estrangeira. Na renda fixa e em cambial, os fundos deverão possuir, no mínimo, 80% (oitenta por cento) da carteira em ativos relacionados diretamente ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome à classe. Para os fundos classificados como ações, exige-se, no mínimo 67% (sessenta e sete por cento) da carteira em papéis negociados no mercado à vista ou no mercado de balcão.

Conforme a CVM, os chamados fundos de dívida externa deverão aplicar, no mínimo, 80% (oitenta por cento) de seu patrimônio 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.

Os fundos classificados como multimercados devem ter políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial.

Segundo Delano Franco, diretor-presidente da gestora de fundos Mellon Global Investments do Brasil, os fundos multimercados têm um limite de tamanho para serem eficientes, pois se crescem demais, podem perder boas oportunidades em ativos de menor liquidez. Para Franco, na regra geral, quanto menos líquidos os mercados em que o gestor opera, menor terá que ser o patrimônio da carteira (FSP).

Existem ainda os fundos para Investidores Qualificados e são considerados como tais: as instituições financeiras, as companhias seguradoras e sociedades de capitalização, entidades abertas e fechadas de previdência complementar, pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$300.000,00 e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor

⁵ Benchmark é uma meta de rentabilidade a ser alcançada, não podendo ser confundida com garantia de rentabilidade.

qualificado mediante termo próprio, fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados e administradores de carteira, e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios.

Os fundos classificados como “Exclusivos” são aqueles constituídos para receber aplicações exclusivamente de um único cotista. Somente investidores qualificados poderão ser cotistas de fundos exclusivos.

Ficaram excluídos da regulamentação da Instrução CVM 409 os seguintes fundos que têm regulamentação própria editada pela CVM: Fundo de Investimento em Participações (FIP), Fundo de investimento em cotas de FIP, Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional (FUNCINE), Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e Fundos de Investimento em Cotas de FIDC, Fundo de Investimento Imobiliário (FII), Fundos de Investimento em Empresas Emergentes Capital Estrangeiro (FIEE Capital Estrangeiro), Fundos Mútuos de Ações Incentivadas, Fundo de Investimento Cultural e Artístico, Fundos Fechados de Índice, Fundos de Conversão, Fundos Mútuos de Privatização FGTS e Fundos Mútuos de Privatização - FGTS - Carteira Livre e os Fundos de Privatização Capital Estrangeiro.

A seguir, um quadro resumo dos tipos de fundos existentes no Brasil:

Quadro 2 - Resumo dos fundos

QUADRO RESUMO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO		
<u>FUNDO</u>	<u>CARACTERÍSTICA PRINCIPAL</u>	<u>TIPO</u>

FUNDOS DE CURTO PRAZO	Deverão aplicar seus recursos exclusivamente em títulos públicos federais ou privados pré-fixados ou indexados à taxa SELIC ou a outra taxa de juros, ou títulos indexados a índices de preços, com 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 , sendo permitida a utilização de derivativos somente para proteção da carteira e a realização de operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais.	ABERTO
FUNDOS DE LONGO PRAZO	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.	ABERTO
FUNDOS DE RENDA FIXA	Deverão possuir, no mínimo, 80% (oitenta por cento) da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome à classe.	ABERTO
-FUNDO CAMBIAL	Deverão possuir, no mínimo, 80% (oitenta por cento) da carteira de ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome à classe.	ABERTO
FUNDO	CARACTERÍSTICA PRINCIPAL	TIPO
FUNDO DE AÇÕES	Deverão possuir, no mínimo, 67% (sessenta e sete por cento) da carteira de ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão de organizado.	ABERTO
FUNDO DE DÍVIDA EXTERNA	Deverão 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.	ABERTO
FUNDO MULTIMERCADO	Devem possuir políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator especial.	ABERTO OU FECHADO

FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDO	Deverá manter, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio investido em cotas de fundos 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.	ABERTO
FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS FICFIDC	Os FIDC representam um condomínio de recursos que destina mais do que 50% do respectivo PL para a aplicação em direitos creditórios e, os FICFIDC um condomínio de recursos que destina no mínimo 95% do respectivo PL para a aplicação em cotas de FIDC.	ABERTO OU FECHADO
FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	No mínimo, 75% de seu patrimônio devem estar alocados em empreendimentos imobiliários. Os 25% restantes podem estar temporariamente, isolada ou cumulativamente, aplicados em caixa, cotas de FIF ou títulos de renda fixa, sendo vedada a aplicada em mercados futuros e de opções. Devem distribuir aos seus cotistas, no mínimo, 95% dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa, com base no balanço ou balancete semestral encerrado em 30/06 e 31/12 de cada ano.	FECHADO
FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	Constituído sob a forma de condomínio fechado , é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.	FECHADO
FUNDO	CARACTERÍSTICA PRINCIPAL	TIPO
FUNDO DE INDICE	O fundo deve manter no mínimo 95% de seu patrimônio aplicado em valores mobiliários ou outros ativos de renda variável autorizados pela CVM, na proporção em que estes integram o índice de referência, ou em posições compradas no mercado futuro do índice de referência, de forma a refletir a variação e a rentabilidade de tal índice.	FECHADO
FMP	Recursos destinados à aquisição de valores mobiliários no âmbito do Programa Nacional de Desestatização, instituído pela Lei no 8.031, de 12 de abril de 1990, e de Programas Estaduais de Desestatização, mediante aprovação prévia, em ambos os casos, do Conselho Nacional de Desestatização - CND.	FECHADO

Fonte : CVM- Quadro elaborado pela autora da dissertação.

A classificação da ANBID

Em 2001 a Associação Nacional dos Bancos de Investimento - ANBID percebeu a necessidade de definir classes e subclasses de fundos de acordo com a política de investimento e o risco, sendo esta classificação muito utilizada até hoje como parâmetro pelas instituições financeiras. O objetivo da classificação dos fundos de investimento da ANBID é comparar fundos, ou seja, permitir que o investidor ao decidir por uma aplicação, o faça de acordo com seu perfil de risco e possa, ao analisar os prospectos de cada fundo, entender os objetivos da carteira, sua composição e a justificativa das taxas cobradas.

Classificação I – FUNDOS DE INVESTIMENTO, a partir das classes definidas na instrução normativa nº 409 da CVM, a ANBID reúne para esta classificação, famílias de fundos que tenham objetivos de investimento semelhante, conforme apresentada no QUADRO 3.

Quadro 3 - Classificação de fundos pela ANBID

Categoria ANBID	Tipo ANBID	Riscos
Curto Prazo	Curto Prazo	DI/SELIC
Referenciados	Referenciado DI	Indexador de Referência
	Referenciado outros	
Renda Fixa	Renda Fixa	Juros
	Renda Fixa Crédito	Juros + Crédito
	Renda Fixa Multi-Índices	Juros + Crédito + Ind de Preços
	Renda Fixa com Alavancagem	Juros + Crédito + Ind de Preços + Alavancagem
Multimercados	Balaceados	Diversas Classes de Ativos
	Multimercados Sem RV	
	Multimercados Com RV	
	Multimercados Sem RV Com Alavancagem	
	Multimercados com RV Com Alavancagem	
	Capital Protegido	
Investimento Exterior	no Investimento no Exterior	Títulos da dívida externa e taxa de câmbio
IBOVESPA	Ações IBOVESPA Indexado	Índice de Referência
	Ações IBOVESPA Ativo	

	Ações IBOVESPA Ativo Alavancado	Índice de Referência + Alavancagem
IBX	Ações IBX Indexado	Indexador de Referência
	Ações IBX Ativo	
	Ações IBX Ativo com Alavancagem	Indexador de Referência
Ações Setoriais	Ações Setoriais Telecomunicações	Risco do Setor
	Ações Setoriais Energia	
Ações Outros	Ações Outros	-
	Ações Outros com Alavancagem	Alavancagem
Cambial	Cambial Dólar sem Alavancagem	Moeda de Referência
	Cambial Euro sem Alavancagem	
	Cambial Dólar com Alavancagem	Moeda de Referência + Alavancagem
	Cambial Outros sem Alavancagem	Variação das Moedas
	Cambial Outros com Alavancagem	Variação das Moedas + Alavancagem

Fonte: ANBID

Para os demais fundos, a ANBID apresenta as seguintes classificações:

Classificação II – FUNDOS DE PREVIDÊNCIA, a ANBID, também classifica para os fundos de previdência.

Classificação III – FUNDOS MÚTUOS DE PRIVATIZAÇÃO.

Classificação III – FUNDOS *OFF SHORE*, conforme a ANBID, para efeitos dessa classificação, considera fundo *Off Shore* aquele constituído fora do território brasileiro, mas cujo gestor localiza-se no Brasil, sendo que os tipos de fundos podem ser *Off Shore* renda fixa, *Off Shore* renda variável e *Off Shore* mistos.

Classificação V – FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS, que são os fundos regulamentados pelas Instruções Normativas CVM 356/2001 e 399/2001 e foram criados para dar liquidez ao mercado de crédito.

Classificação VI – FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO, que são os fundos regulamentados pelas Instruções Normativas CVM 205/1994, 206/1994. O fundo imobiliário determina que cada imóvel deverá ser dividido em determinado número de cotas não resgatáveis (*close-end-funds*).

Classificação VII – FUNDOS DE ÍNDICE, são os fundos regulamentados pela Instrução Normativa CVM 359/2002. Este fundo visa refletir as variações de um índice de referência (índice de mercado específico) reconhecido pela CVM, como

por exemplo, o fundo constituído em 2004, PIBB- Fundo de Índice Brasil-50 Brasil Tracker. Esse fundo é composto por títulos e valores mobiliários com o objetivo de refletir o desempenho de um índice de referência - o IBrX-50, cujo índice é calculado e divulgado pela BOVESPA- Bolsa de Valores de São Paulo, que mede o retorno total de uma carteira teórica composta por 50 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA.

2.5 Composição e características dos fundos

Segundo a CVM, os fundos de investimento no Brasil devem manter seu patrimônio aplicado em títulos e valores mobiliários, ativos financeiros disponíveis no mercado financeiro e no mercado de capitais, nos termos estabelecidos em seu regulamento, observados os limites de composição da carteira conforme legislação vigente.

O fundo não pode deter mais de 20% (vinte por cento) de seu patrimônio líquido em títulos ou valores mobiliários de emissão do administrador, do gestor ou de empresas a eles ligadas, vedada à aquisição de ações de emissão do administrador.

O fundo aberto deve se adaptar aos requisitos de diversificação de carteira de acordo com o disposto no regulamento no prazo máximo de 60 (sessenta) dias, a contar da data da primeira integralização de cotas.

O fundo fechado deve se adaptar aos requisitos de diversificação de carteira de acordo com o disposto no regulamento no prazo máximo de 180 (cento e oitenta) dias da data de encerramento da distribuição.

No Brasil, segundo a CVM, em casos excepcionais de liquidez dos ativos

componentes da carteira do fundo, inclusive em decorrência de pedidos de resgates incompatíveis com a liquidez existente, ou que possam implicar alteração do tratamento tributário do fundo ou do conjunto dos cotistas, em prejuízo destes últimos, o administrador poderá declarar o fechamento do fundo para a realização de resgates, sendo obrigatória a convocação de Assembléia Geral Extraordinária, no prazo máximo de 1 (um) dia, para deliberar, no prazo de 15 (quinze) dias, a contar da data do fechamento para resgate. Tal fato deverá ser comunicado à CVM imediatamente.

Pela Instrução Normativa 409, da CVM, o fundo é constituído por deliberação do administrador, a quem cabe aprovar o regulamento do fundo e seu funcionamento e este poderá contratar, em nome do fundo apenas a gestão da carteira do fundo, a consultoria em investimentos, as atividades de tesouraria, de controle e processamento dos títulos e valores mobiliários, a distribuição de cotas, a escrituração da emissão e resgate de cotas, a custódia de títulos e valores mobiliários e demais ativos financeiros e a auditoria independente. A taxa de administração é fixa e expressa em percentual do patrimônio líquido (base 252 dias). O administrador deve divulgar, diariamente, o valor da cota e do patrimônio líquido do fundo aberto. A rentabilidade do fundo é calculada entre o último dia útil do mês anterior e o último dia útil do mês de referência.

De acordo com a ANBID, o administrador é o responsável pela gestão, supervisão, acompanhamento e prestação de informações relativas aos fundos de investimentos. Sua principal atribuição envolve o gerenciamento das carteiras de ativos e, para isso, ele adquire ativos financeiros através de análises de oportunidades de investimentos buscando cumprir da melhor forma possível os objetivos do fundo, no tocante à rentabilidade do investimento, ao grau de exposição

ao risco e à liquidez das aplicações. A escolha dos ativos depende das características e objetivos do fundo. Títulos Públicos Federais, por exemplo, são comuns em carteiras de fundos de renda fixa enquanto ações de empresas são ativos típicos de fundos de ações, fundos de índices e multimercados. É obrigação do administrador fornecer aos investidores cópia do regulamento do fundo e prospecto que explica suas principais características, como política de investimento, tipos de ativos que pode aplicar, risco do investimento, taxa de administração, tributação. O cotista deve atestar, por meio de termo de adesão, que recebeu estes documentos e está ciente da política de investimentos e possibilidade de perdas. O administrador deve manter consigo comprovante da entrega desses documentos.

Ainda segundo a ANBID, podem ser administradores: os bancos múltiplos; os bancos comerciais; as caixas econômicas; os bancos de investimento; as sociedades corretoras de crédito, financiamento e investimento e as sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários.

O fundo nasce com um valor de cota convencionado pelo administrador. “Cota” corresponde à menor fração do patrimônio do fundo e deverão ser escriturais e nominativas. Seu valor é atualizado diariamente, com base em uma avaliação patrimonial que considera o valor de mercado dos ativos financeiros integrantes da carteira do fundo. O valor da cota do dia é resultante da divisão do valor do patrimônio líquido pelo número de cotas do fundo, apurados, ambos no encerramento do dia. As cotas do fundo conferirão iguais direitos e obrigações aos cotistas. A cota de fundo aberto não pode ser objeto de cessão ou transferência, salvo por decisão judicial ou sucessão universal. A cota de um fundo fechado pode ser transferida, mediante termo de cessão e transferência, assinado pelo cedente e pelo cessionário, ou via bolsa de valores ou entidade de balcão organizado em que

as cotas do fundo sejam admitidas à negociação. O regulamento estabelecerá o prazo entre o pedido de resgate e a data de conversão de cotas, assim entendida, a data da apuração do valor da cota para efeito do pagamento do resgate.

Os cotistas responderão por eventual patrimônio líquido negativo do fundo. Porém, o administrador e o gestor, se houver, serão responsáveis perante os cotistas pela inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos em regulamento.

A distribuição de cotas de um fundo fechado depende de prévio registro na CVM e, quando não seja destinada exclusivamente a investidores qualificados, deverá ser precedida de registro de oferta pública de distribuição. A distribuição de cotas de fundos abertos independe deste registro prévio.

2.6 Encargos dos fundos

Os encargos que poderão ser debitados dos fundos de investimentos no Brasil são os relacionados a seguir, conforme dispõe o artigo 99 da instrução normativa 409 da CVM:

- a) taxa, imposto ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas, que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do fundo;
- b) despesas com registro de documentos em cartório, impressão, expedição e publicação de relatórios previstos na legislação vigente;
- c) despesas de correspondências de interesse do fundo, inclusive comunicações aos cotistas;
- d) honorários e despesas do auditor independente;
- e) emolumentos e comissões pagas por operações do fundo;

- f) honorários de advogados, custas e despesas processuais correlatas, incorridas em razão de defesa de interesse do fundo;
- g) parcela de prejuízos não coberta por apólices de seguro;
- h) despesas relacionadas, direta ou indiretamente, ao exercício de direito de voto do fundo pelo administrador ou por seus representantes legais;
- i) despesas com custódia e liquidação de operações com títulos e valores mobiliários, ativos financeiros e modalidades operacionais;
- j) despesas com fechamento de câmbio, vinculadas às suas operações ou com certificados de depósitos de valores mobiliários;
- k) no caso de fundo fechado, a contribuição anual devida às bolsas de valores ou às entidades de mercado de balcão organizado em que o fundo tenha as suas cotas admitida à negociação;
- l) taxas de administração e de performance³³, conforme previsto no regulamento do fundo.

As taxas previstas não podem ser aumentadas sem prévia aprovação da assembléia geral, mas podem ser reduzidas unilateralmente pelo administrador, que deve comunicar esse fato, de imediato à CVM e aos cotistas, promovendo a devida alteração no regulamento e, se for o caso, no prospecto.

Os fundos de investimento e os fundos de investimento em cotas, não destinados exclusivamente a investidores qualificados, que adquirirem, cotas de outros fundos de investimento, deverão estabelecer em seu regulamento que a taxa de administração cobrada pelo administrador compreende a taxa de administração dos fundos de investimento em que investirem.

O fundo de investimento poderá estabelecer a cobrança da taxa de performance mas ela deve atender aos seguintes critérios:

- vinculação a um parâmetro de referência compatível com a política de investimento do fundo e com os títulos que efetivamente a compoñham;
- vedação da vinculação da taxa de performance a percentuais inferiores a 100% do parâmetro de referência;
- cobrança por período, no mínimo, semestral;
- cobrança após a dedução de todas as despesas, inclusive da taxa de administração;
- é vedada a cobrança de taxa de performance quando o valor da cota do fundo for inferior ao seu valor por ocasião da última cobrança efetuada (LINHA D'AGUA);
- Os fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados podem cobrar taxa de performance de acordo com o que dispuser o seu regulamento.

Os encargos dos fundos têm impacto significativo na performance destes. Segundo Klapper, Sulla e Vittas (2004) os fundos mais maduros e de maior patrimônio tendem a carregar menores taxas de administração e fundos com boa performance, normalmente não elevam suas taxas para cobrir custos e tributos porque obtêm benefícios do próprio incremento do tamanho do patrimônio. Para esta autora, existe uma correlação entre as taxas dos fundos e as estratégias de alocação dos ativos. Fundos agressivos tendem a carregar altas taxas de entrada e saída com o objetivo de desencorajar resgates.

Stein (2004) constatou que quanto maior a taxa de retorno, maior será a taxa de saída, de forma a desencorajar o ingresso de investidores com necessidades elevadas de liquidez.

Alguns estudos de Ippolito (1989) sugerem que fundos com altos custos possuem performance suficientemente positiva para compensar suas altas taxas de

administração. A economia de escala deve ser considerada. Isto porque se as despesas do fundo são custos fixos, conforme observou Laztko (1998), o crescimento dos ativos tendem a reduzir, em média, tais custos.

Ainda segundo este autor, os fatores que mais contribuíram para a elevação dos custos na indústria de fundos no mundo são: a adoção da regulamentação ocorrida nos anos 80, a expansão dos custos com computação, telefonia e sistemas de auditoria e o surgimento de pequenos fundos no mercado internacional.

Beck e Levine (2002) concluíram que os bancos e os mercados de valores em conjunto diminuem as assimetrias das informações e os custos das transações. Sirri e Tuffano (1998) concluíram que investidores preferem fundos com baixas taxas de administração e baixo risco.

Em sua recente pesquisa com estudantes de pós-graduação norte-americanos, tidos como investidores mais sofisticados, Choi, Laibson e Madrian (2006) descobriram que a maioria deles não consideram como relevantes as taxas de administração nas suas decisões de investimento. Mas acrescentam que aqueles que investem em fundos com altas taxas tem a consciência de estarem cometendo um equívoco.

2.7 Tributação

A tributação dos fundos de investimentos no Brasil ocorre conforme definido em legislação editada e orientada por instruções da Receita Federal.

Imposto sobre Operações Financeiras – IOF

O imposto sobre operações financeiras foi instituído pela Portaria do Ministério da Fazenda nº 264, de 30/06/1999, e entrou em vigor em 02/08/1999. Este imposto tem como fato gerador o resgate do investimento em um prazo de até 29 dias, contados da data da aplicação, e tem por objetivo estimular o alongamento dos prazos das aplicações financeiras em fundos de investimento de gênero renda fixa.

A alíquota é variável e regressiva, portanto se altera do número de dias da aplicação, de forma que existe uma alíquota para cada um dos 29 dias e só incide sobre resgates de cotas de fundos de renda fixa, não sendo aplicável aos resgates de cotas de fundos de renda variável.

Imposto de Renda

Todos os fundos sofrem tributação de imposto de renda. Para os fundos de renda do gênero variável, a alíquota é 15% (quinze por cento), cobrado na ocasião do resgate de cotas efetuado pelo cotista.

Para os fundos de renda fixa, o imposto de renda incide após o IOF, sobre o rendimento líquido já deduzido o valor do IOF, sendo cobrado na ocasião do resgate de cotas ou no último dia útil dos meses de maio e novembro, o que ocorrer primeiro. As regras tributárias que tratam sobre o imposto de renda para fundos de renda fixa são contidas nas Instruções Normativas da Receita Federal nº 487/2004 e 257/2005, sendo que uma das regras se refere ao prazo médio verificado nas carteiras dos fundos, cujo teor prevê:

Artigo 1º - A partir de 1º de janeiro de 2005, os fundos de investimentos, para fins tributários, serão classificados em fundos de curto prazo e fundos de longo prazo de acordo com a composição de sua carteira.

§ 1º- Considera-se:

I- fundo de investimento de longo prazo, para fins do disposto neste artigo,

aquele cuja carteira de títulos tenha prazo médio superior a 365(trezentos e sessenta e cinco dias)

II- fundo de investimento de curto prazo, para fins do disposto neste artigo, aquele cuja carteira de títulos tenha prazo médio igual ou inferior a trezentos e sessenta e cinco dias.

Para os rendimentos auferidos nas aplicações em fundos de investimento, o imposto de renda será cobrado às seguintes alíquotas:

Tabela 3 - fundos de investimentos e fundos de investimentos em cotas

PRAZO ENTRE APLICAÇÃO E RESGATE DE COTAS	ALÍQUOTAS	
	CARTEIRA DE LONGO PRAZO	CARTEIRA DE CURTO PRAZO
Até 180 dias	22,5%	até 180 dias: 22,5%
181 a 360 dias	20,0%	Superior a 180 dias: 20,0%
361 a 720 dias	17,5%	
mais de 720 dias	15,0%	

Fonte:

Na ocasião dos resgates, para os fundos de renda variável, os rendimentos serão tributados a alíquota de 15% (quinze por cento).

2.8 Asset Management Unit – AMU

É uma unidade empresarial criada pelos bancos, atendendo a Resolução 2451/1997 do Banco Central que torna obrigatória a criação dessas unidades para instituições administradoras de fundos. Ela existe para caracterizar a separação entre as áreas de gestão de recursos dos clientes e gestão de recursos de tesouraria das instituições financeiras (materialização do conceito de *chinese wall*) Essa segregação tem por objetivo evitar conflito de interesses onde:

a) a administração dos recursos não pode beneficiar operações ou papéis do banco

controlador. A empresa também não pode ter acesso ao capital da tesouraria do banco e vice –versa.

- b) as companhias não podem fazer corretagem com os papéis, ou seja, não podem obter ganhos em operações utilizando recursos de clientes.
- c) as empresas também não administram recursos próprios. Os acionistas podem aplicar nos fundos por elas administrados, sob as mesmas regras aplicadas aos demais cotistas.
- d) as estruturas jurídica e física das empresas e dos controladores devem ser separadas com o objetivo de criar barreiras operacionais e evitar o conflito de interesses.

Ressalte-se, no entanto, que as diretrizes macroeconômicas e de captação, além da área de pesquisa continuam as mesmas para toda a instituição financeira.

2.9 Índices de desempenho de fundos de investimentos

Um dos índices mais utilizados e conhecidos pela indústria de fundos para medir desempenho é o Índice de *Sharpe*. Ele foi criado por William Sharpe em 1966 e é uma razão de eficiência que considera risco e retorno simultaneamente. Ele mostra o prêmio por unidade de risco de um fundo frente a um índice, ou seja, a divisão do retorno diferencial do fundo pelo risco diferencial. Mede ainda a performance de rentabilidade de um fundo ajustada pelo risco que foi necessário correr para obtê-la. A lógica intrínseca a esta medida é a de que não se deve supor antecipadamente que um fundo historicamente mais rentável do que outro seja a melhor alternativa, mas sim que aquele cuja rentabilidade (retorno) líquido do seu *benchmark*, quando ajustado pelo risco (volatilidade) a ele associado seja a maior.

Outro índice utilizado é o de Franco Modigliani e Leah Modigliani (1997), denominado M^2 . A proposta dos Modigliane foi construir uma carteira formada pelo portfólio em análise e o ativo livre de risco, em composições tais que esta nova carteira apresente o risco do mercado.

O índice M^2 é obtido pela diferença entre o retorno desta carteira de risco equivalente ao mercado e o retorno do mercado. O índice procura mostrar o quanto a gestão do fundo ganha ou perde em relação ao mercado quando se equivalem em risco (SECURATO et al, 1999).

Securato et al. (1999) apresenta um estudo do índice MM para fundos então chamados de carteira livre do mercado brasileiro onde procura ampliar o conceito elaborando o índice MM, considerando a hipótese da construção da carteira de risco equivalente entre o fundo analisado e um ativo de mínimo risco.

Existem ainda outros índices menos conhecidos pelo mercado como o Índice de Treynor, o índice de Jensen e o Índice de Valor Adicionado (IVA).

2.10 O risco no mercado de fundos e o comportamento do investidor

George Soros (1995), conhecido investidor do mercado financeiro internacional afirma que a visão que prevê a sabedoria convencional de que os mercados financeiros estão em equilíbrio é baseada na falsa analogia com a física newtoniana, como também para ele é falsa a teoria econômica clássica que assume que os participantes do mercado agem baseados em conhecimento perfeito. Ele entende que a percepção dos participantes influencia o mercado bem como o mercado influencia a percepção dos participantes e que há um elemento de incerteza nos processos econômicos que tem sido desconsiderado.

Quando se aborda a questão da incerteza há que se considerar o componente risco⁶ Grande parte da teoria de Finanças está baseada na premissa de que o investidor é racional e avesso ao risco e que estará em melhor situação se puder escolher um portfólio que ofereça melhor combinação de risco e retorno (IQUIAPAZA, 2005).

O risco do título (ou ativos) consiste de dois componentes: risco diversificável e não diversificável. O risco diversificável, às vezes chamado de risco não sistemático, representa a parcela do risco de um ativo que pode ser eliminada pela diversificação. Os eventos que levam as firmas a enfrentarem riscos diversificáveis variam de empresa a empresa. O risco não diversificável, também chamado risco sistemático, é atribuído às forças que afetam todas as empresas. Este resulta de ocorrência de diversos eventos randômicos ou não controláveis. Este risco pode ser avaliado em relação ao risco de uma carteira diversificada de todos os ativos comumente chamado de carteira de mercado. Já que qualquer investidor pode formar uma carteira de ativos que diversificam todo o risco diversificável, o risco relevante é somente o risco não diversificável (GITMAN, 1987, p.).

Para Mishkin (2000) o risco sistemático é único para um ativo porque está relacionado à parte do retorno de um ativo que não varia com os retornos dos outros ativos. Segundo Nishi (2005) existem ainda os seguintes tipos de riscos associados aos fundos de investimentos:

- a) Risco Legal, que engloba possíveis perdas por documentação insuficiente, insolvência, ilegalidade, falta de representatividade e/ou autoridade por parte do negociador.
- b) Risco de Mercado, onde o valor dos ativos que integram as carteiras dos fundos de investimento pode aumentar ou diminuir de acordo com as flutuações de preços e cotações de mercado. Essas flutuações tenderão a serem maiores para fundos que aplicam seus recursos em títulos de longo prazo.
- c) Risco de Crédito, que consiste no risco dos emissores de títulos e valores mobiliários que integram a carteira do fundo não cumprirem com suas obrigações

⁶ Considerado como a variância dos retornos esperados.

de pagar tanto o principal como os respectivos juros.

- d) Risco de Liquidez, pois o fundo poderá investir em ativos que apresentem baixa liquidez em função do seu prazo de vencimento ou das características específicas do mercado em que são negociados. Dessa forma, existe a possibilidade do fundo não estar apto a efetuar pagamentos relativos ao resgate de cotas solicitado pelos cotistas nos prazos estabelecidos no regulamento ou nos montantes solicitados. Além disso, a falta de liquidez pode provocar a venda de ativos com descontos superiores àqueles observados em mercados líquidos e essas dificuldades podem se estender por períodos longos e serem sentidas mesmo em situações de normalidade nos mercados.

Mas para Ross, Westerfield e Jaffe (1995), a relação entre risco e retorno é tal que nenhum investimento será feito a menos que a taxa de retorno esperada seja suficientemente alta para compensar o investidor pelo risco percebido do investimento. Para ele, um investimento com risco pode não produzir a taxa de retorno esperada, pois se os ativos sempre produzissem os retornos esperados, eles não apresentariam nenhum risco.

Kadyala (2004) chega a propor uma classificação de fundos em função de seu risco, a saber: *high-risk stock funds, low-risk stock funds, high-risk bond funds and low-risk bond funds*.

A análise teórica do risco foi enormemente impulsionada pela Teoria do Portfólio proposta por Markowitz (1952), onde o autor propõe estratégias de diversificação e um modelo de seleção de carteiras que podem ser considerados como um marco histórico na evolução da teoria financeira. A partir do desenvolvimento desta teoria, passou-se a considerar não somente o retorno em si, mas também o risco assumido para alcançar tal retorno, sendo o retorno o fator

desejável e a variância o fator indesejável. Assim, o investidor racional desejaria maximizar o fator desejável e minimizar o indesejável (CASTRO JUNIOR; FAMA, 2002).

A idéia de se medir o desempenho de investimentos, de acordo com a relação entre retorno e risco, foi baseada no *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) desenvolvido inicialmente por William Sharpe (1964) e fornece uma explicação para a magnitude do prêmio de risco de um ativo analisando a diferença entre o retorno esperado do ativo e a taxa de juros isenta de risco. O modelo pressupõe que a taxa de retorno de cada ativo é função do seu beta, sendo este o único fator de medição do risco. O beta denota a sensibilidade do retorno de um ativo individual às variações do retorno da carteira que representa o mercado. Assim, o CAPM procura identificar a relação entre o risco de mercado e a taxa de retorno esperada para qualquer portfólio eficiente.

Além disso, Fama (1970) forneceu os primeiros estudos para testar a eficiência do mercado, afirmando que os preços dos títulos não variam de forma aleatória, mas refletem, na verdade, todas as informações disponíveis a seu respeito. Na teoria dos mercados eficientes, os preços dos valores nos mercados financeiros refletem totalmente toda informação disponível e as expectativas dos preços futuros utilizam todos os dados atuais disponíveis, ou seja, são racionais (MISHKIN 2000, MINARDI 2004).

Dessa forma, as movimentações dos preços dos ativos determinam a rentabilidade esperada, um dos fatores de atratividade dos fundos de investimento. Neste sentido, tem-se de considerar a hipótese de eficiência dos mercados financeiros, segundo a qual não seria possível obter retornos extraordinários, alcançando somente retornos equivalentes ao risco assumido no portfólio

(IQUIAPAZA, 2005).

Com relação ao comportamento do investidor, Hong e Stein (1999) formularam uma teoria em que o mundo é dividido entre observadores de notícias e *traders* do momento e que os observadores de notícias fazem previsões baseadas nos sinais que eles observam privadamente sobre os fundamentos futuros, mas ignoram preços passados e correntes. Os *traders* de momento condicionam seus investimentos unicamente a alterações de preços no passado, ignorando outro tipo de informação. Nesta teoria, quando os *traders* de momento ficam ativos, eles arbitram todas as reações retardadas causadas pelos observadores de notícias e geram novos aumentos de preços que por sua vez ativam mais *traders* de momento, até o ponto em que aqueles que entraram por último no mercado passam a perder dinheiro.

Soros (1995) analisa o comportamento dos investidores institucionais, como por exemplo os fundos mútuos, e segundo este autor, o problema com estes investidores é que sua performance é usualmente medida em relação a seus pares e não por um padrão absoluto. Isto os torna seguidores de tendência por definição e esta tendência, segundo Soros é reforçada pelo fato de que eles têm uma entrada contínua de recursos e, quando o dinheiro está entrando eles tendem a manter um baixo nível de reservas, mas quando o dinheiro está saindo eles precisam fazer caixa para pagar os resgates. Além disso, os fundos têm muitos cotistas novos e inexperientes que nunca investiram antes no mercado de valores.

Sauviat (2005) entende que os investidores institucionais têm uma tendência a se comportarem de maneira mimética e assim contribuem para ampliar a volatilidade dos movimentos de capitais e do preço dos ativos em praças financeiras de menor liquidez, onde um pequeno movimento da carteira pode ter efeitos

desproporcionais. A autora ressalta ainda que estes participantes do mercado financeiro, ao diversificarem cada vez mais a sua liquidez em diferentes mercados, contribuíram para puxar a tendência de alta a fim de satisfazer suas exigências de rentabilidade. Ao fazer isso, os fundos participaram da formação e da manutenção de uma bolha crônica que acabou por estourar brutalmente em 2000.

Uma das possíveis explicações para a persistência de algumas tendências no comportamento de investidores é de que não reajam de maneira completamente racional a novas informações e sim de acordo com alguns padrões previstos pela psicologia behaviorista (MINARDI, 2004). Estudos nesta área levam em consideração a natureza humana dos tomadores de decisão no mundo financeiro, os quais, como humanos, estão sujeitos a vieses comportamentais que não poucas vezes os afastam de uma decisão calcada na racionalidade. Uma forte tendência comportamental das pessoas é a de ser excessivamente confiante em si. As pessoas tendem a pensar que estão em uma situação melhor do que na verdade estão, e frequentemente acham que estão mais corretas do que na verdade estão (CASTRO JUNIOR, FAMA; 2002).

Em contraponto à esta teoria, FAMA (1970) descobriu que os investidores tendem a reduzir os seus investimentos em ativos de riscos em resposta a uma perspectiva negativa para o futuro da economia, sinalizada por um aumento das taxas de juros.

2.11 Performance e fluxo de recursos

É sabido que os investidores em fundos mútuos perseguem performances passadas (CHEVALIER e ELLISON, 1997; SIRRI e TUFANO, 1998). Ippolito (1992)

observou uma tendência no comportamento dos investidores norte-americanos de aplicar novos recursos em fundos com bom desempenho no passado recente e retirar-se de fundos com mau desempenho anterior. Este comportamento, embora não seja racional, pois o desempenho passado da carteira não permite necessariamente que se preveja o seu desempenho futuro, ele estaria coerente com a teoria de *agency* na relação entre quotistas e administradores premiando administradores bem sucedidos e punindo aqueles de desempenho inferior.

Quanto ao afluxo líquido de recursos Ippolito (1992) explora a possibilidade de que quando o desempenho do mercado como um todo, medido por um índice relevante para a indústria de fundos fosse favorável (adverso), seguir-se-ia um aumento (redução) da venda de quotas pelos fundos aos investidores em geral. Para este autor, o desempenho do mercado precederia – e talvez causasse - a captação líquida de recursos pelos fundos.

Não é demais salientar que, sendo constatado que a captação líquida precede de maneira importante o comportamento dos preços dos títulos, o administrador de um fundo talvez quisesse considerar o uso dessa informação publicamente disponível para gerir as aplicações na carteira que administra. Conseqüentemente, se tal relação fosse constatada, teríamos encontrado evidência de que o mercado não seria informacionalmente eficiente no nível semiforte (IPPOLITO, 1992, p.).

Este autor acrescenta ainda a análise do chamado efeito do sentimento do investidor, no qual se considera que aqueles que investem em fundos tendem a ser investidores menores e menos sofisticados. Estes então, se tivessem seu sentimento favorável em relação ao futuro do mercado, ficariam interessados em adquirir novas quotas de fundos podendo exercer pressão sobre os preços uma vez que, como não são investidores sofisticados, teriam pequena noção do valor justo do novo investimento. Em suma, para este autor estes investidores pagariam qualquer preço pela quota.

Warther (1995) encontrou correlações importantes entre a posse de

informações pelos investidores e fluxo de recursos nos fundos. Na medida em que o mercado responde à revelação dessas informações, os preços dos ativos irão se mover na mesma direção dos fluxos dos fundos, influenciando positivamente os retornos. Na análise de Iquiapaza (2005) o estudo de Warther teve como objetivo responder à questão se o fluxo de recursos dos investidores que entram ou saem dos fundos mútuos de ações nos Estados Unidos atendem ou não às mudanças recentes no rendimento da bolsa. Utilizando dados agregados com frequência semanal, mensal, trimestral e anual, o autor não encontrou suporte para a sua hipótese e sugeriu que pressões sobre os preços poderiam estar afetando tal relação.

Foi constatada a existência da chamada “persistência de performance” onde se tem, desconsiderando outros fatores, que o administrador do fundo será capaz de atrair mais recursos dos investidores se conseguir um rendimento superior de forma consistente. Neste caso, os recursos podem ser transferidos entre os diferentes fundos individuais sem significar novas aplicações à indústria (IQUIAPAZA, 2005). Este autor aborda ainda a questão da performance histórica e, para ele, não existem resultados conclusivos. Isto porque já existe a aceitação de que os fundos mútuos, em geral, não batem o mercado ou que a performance não é persistente ao ponto de influenciar a decisão dos investidores.

Goetzmann e Ibbotson (1994), Brown e Goetzmann (1995) e Malkiel (1995), classificaram os fundos a partir de seus indicadores e segmentaram o grupo em vencedores e perdedores, sendo que os 50% melhores eram definidos como vencedores. A partir daí, esses autores analisaram as frequências com que os fundos geravam performances repetidas. Os índices se revelaram em graus variados entre esses autores.

Grinblatt e Titman (1993) concluíram que existem fundos que conseguem obter persistência em performance vencedora, mas destacaram que esse fato não implica necessariamente em retornos superiores, pois os custos de transação e as despesas consumiam todo esse prêmio.

Patel e Zeckhauser (1993) também encontraram persistência positiva em seus trabalhos, mas não no longo prazo e ela se concentra no curto prazo, principalmente devido ao efeito momento, verificando a persistência nos períodos de 1, 3 e 5 anos, sendo mais forte no período de 3 anos. Wermers (1997) por sua vez, verifica a persistência no período de 1 ano.

Na tentativa de explicar a persistência de desempenho, Cahart (1997) conclui que fatores comuns nos retornos das ações e nos custos de investimento explicam praticamente a totalidade da persistência de desempenho encontrada nos fundos mútuos de investimento.

Malkiel (1995) afirmou que não via motivos para se investir em fundos ativos no lugar de passivos, pois em sua pesquisa os gestores de fundos ativos, mesmo cobrando um prêmio por desempenho, perdiam para os índices de mercado.

Outras conclusões referentes ao desempenho dos fundos mútuos foram feitas por Grinblatt, Mark e Titman (1992); Elton, Gruber, Das e Hlavka (1993) e Elton, Gruber, Das e Blake (1996). Estes autores concluíram que o desempenho dos fundos mútuos está previsto para horizontes mais longos, ou seja, entre 5 e 10 anos. Eles atribuem seus resultados ao fato de os gestores terem informações diferentes ou habilidades diferentes para comporem seus portfólios.

Com relação a estudos no Brasil, Andaku e Pinto (2003) analisaram o desempenho dos fundos no período de julho de 1994 a junho de 2001 e constataram que existe persistência no desempenho destes fundos. Esta persistência, porém foi

encontrada somente em períodos maiores que um ano e não conseguiram evidências suficientes para comprovar a persistência do desempenho no curto prazo.

Oda (2000) produziu um estudo com retornos diários de 77 fundos de ações brasileiros de 1995 a 1998 e encontrou resultados positivos na análise dos retornos, indicando persistência de performance.

3 ANÁLISE DOS DADOS

A finalidade deste capítulo é apresentar a relação e o grau de relacionamento entre os indicadores econômico-financeiros e a captação líquida dos fundos de investimento e entre a captação líquida dos fundos selecionados da instituição financeira pesquisada e a captação líquida do mercado como um todo. Posteriormente, analisar a alteração dos fatores explicativos da captação líquida dos fundos de renda fixa e de ações.

Nos dados analisados cabe ressaltar que os fundos de ações, devido ao perfil de risco a que estão sujeitos e ao conservadorismo dos investidores brasileiros, representam uma pequena parcela do patrimônio de comparados aos fundos de renda fixa, tanto na amostra pesquisada quanto na indústria de fundos. Atualmente, os fundos de ações representam apenas 7,11 % do patrimônio líquido de fundos no Brasil, contra 40,53% dos fundos de renda fixa e 20,11% dos fundos DI, segundo a ANBID (2006).

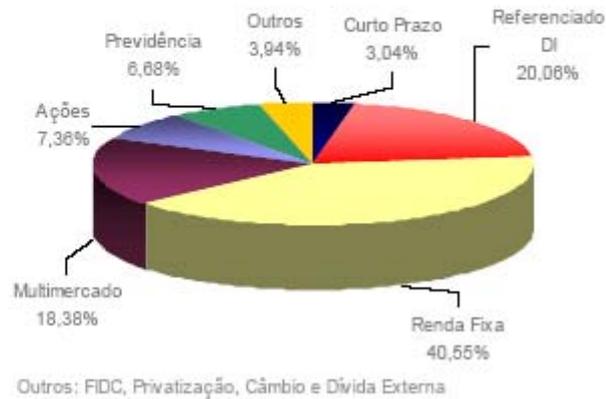
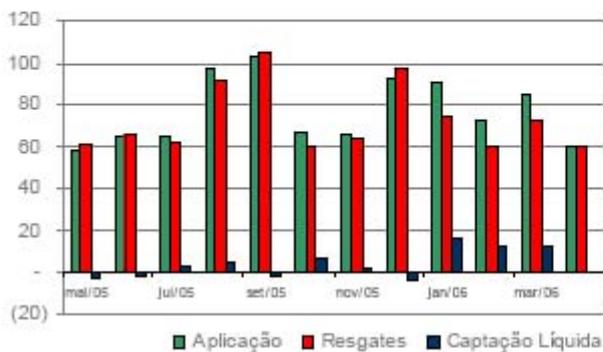
O GRAF. 1 (abaixo) mostra os diferentes grupos de fundos de investimento e suas participações quanto ao total do Patrimônio Líquido no ano de 2006. Observa-se claramente a predominância dos fundos de renda fixa como preferência para investimentos no mercado brasileiro.

Gráfico 2 – Captação em 12 meses – Distribuição do PL (Categorias)

Fonte:

Captação em 12 meses

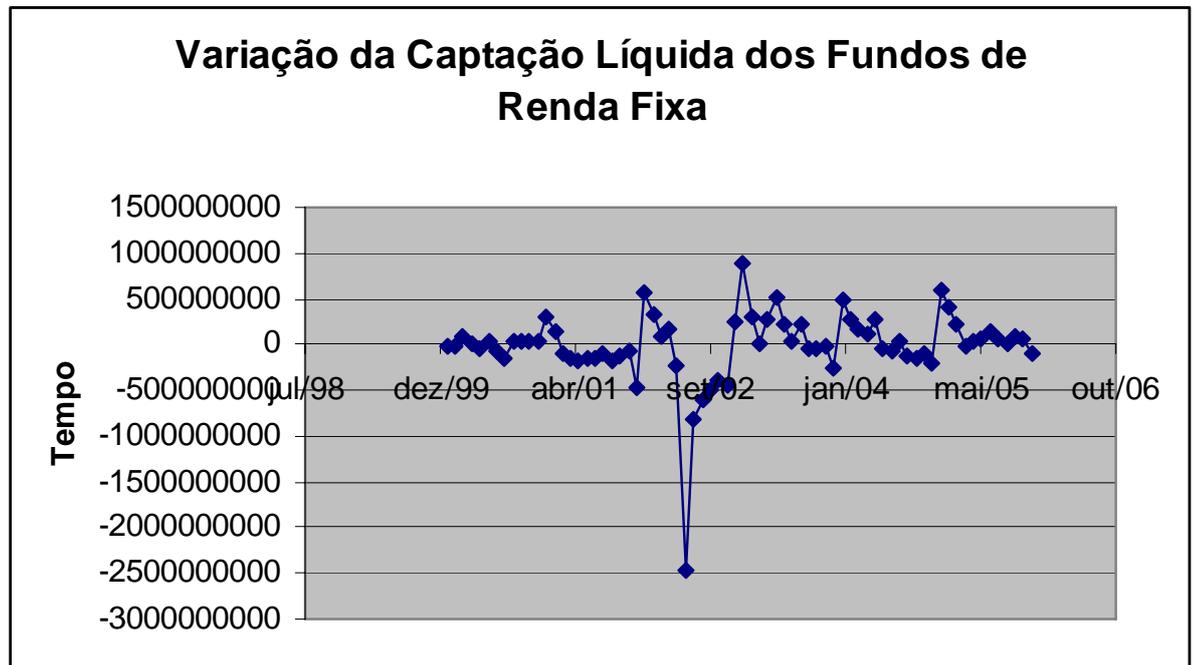
Distribuição do PL (Categorias)



3.1 Análise dos resultados da captação líquida dos fundos de renda fixa

O GRAF.2 mostra o comportamento da Variação da Captação dos Fundos de Renda Fixa da instituição financeira escolhida no período proposto. Quanto aos efeitos do calendário, pode ser verificado que os meses de Janeiro de todos os anos apresentaram as maiores Captações Líquidas. Também, observou-se um comportamento atípico no mês de junho de 2002, explicado pela introdução do episódio da marcação a mercado que produz uma quebra abrupta na evolução da captação líquida dos fundos de renda fixa e no patrimônio administrado. No entanto, a partir de setembro deste ano a captação retorna a valores positivos e chega a atingir patamares superiores ao período anterior a junho de 2002, como se vê.

Gráfico 2 - Variação da Captação Líquida dos fundos de renda fixa



Fonte:

Com o intuito de encontrar quais variáveis influenciam na variabilidade da Captação dos Fundos de Renda Fixa e de ações da instituição financeira pesquisada, foram realizadas regressões lineares simples e múltiplas.

Para a escolha do melhor modelo de regressão foram observados os valores de R-quadrado (R-quadrado ajustado no caso de regressão múltipla) também conhecido como coeficiente de determinação, valor que indica o quanto o comportamento da variável resposta é explicado pela variabilidade da (s) variável (s) regressora(s). Publica-se também a significância da variável regressora no modelo ajustado por meio dos P-valores, que é o risco de se rejeitar H_0 , hipótese de não existência da relação entre as variáveis do modelo.

Inicialmente ajustou-se um modelo de regressão linear simples para cada uma das variáveis em estudo: “taxa selic”, “taxa de câmbio”, “ibovespa médio”,

“IGPM”, “Produção industrial” e “Poupança” considerando-as como variáveis regressoras, e como variável resposta a “Captação dos Fundos de Renda Fixa”. Os resultados não foram satisfatórios como pode ser observado na TAB 4. Todos esses modelos apresentaram baixos valores para o R-quadrado: 3,83%, 0,06%, 4,72%, 6,54%, 0,79% e 2,76% respectivamente, não indicando bom grau de explicação. A um nível de significância de 5% concluiu-se que as variáveis regressoras em cada um dos modelos não foram significativas para explicar a Captação dos Fundos de Renda Fixa (P-valor maior que 5% em quase todos os casos com exceção do IGPM, que, no entanto, também apresentou baixo valor para R-quadrado).

Tabela 4 - Equação de regressão

Equação de regressão	P-valor	R-quadrado
<i>Captação = -5,4E+08 + (3,66E+08) SELIC</i>	9,94%	3,83%
<i>Captação = 35446161 + (-1,9E+07) Taxa de Câmbio</i>	84,17%	0,06%
<i>Captação = -2,7E+08 + (14524,61) IBOV</i>	6,68%	4,72%
<i>Captação = 75901003 + (-1E+10) IGPM</i>	3,00%	6,54%
<i>Captação = -4766510 + (-2,3E+09) Prod Ind</i>	45,80%	0,79%
<i>Captação = -4,8E+08 + (6,41E+08) Poupança</i>	16,11%	2,76%

Fonte:

Em seguida ajustou-se um modelo de regressão linear múltiplo considerando as variáveis “*taxa selic*”, “*Taxa de câmbio*”, “*ibovespa médio*”, “*IGPM*”, “*Produção industrial*” e “*Poupança*” como regressoras e a variável “*Captação dos fundos de renda fixa*” como resposta. Abaixo dos coeficientes de cada variável está o P-valor para a significância das variáveis.

$$\text{Captação} = -8,7E + 08 + \underset{26\%}{(7,29E + 08) \text{ SELIC}} + \underset{96,5\%}{(5263213) \text{ TXCAMBIO}} + \underset{11,1\%}{(14490,84)}$$

$$\text{IBOV MEDIO} + \underset{22,2\%}{(-7,3E + 07) \text{ IGPM}} + \underset{45,2\%}{(-2,3E + 07) \text{ PROD IND}} + \underset{68\%}{(-5,4E + 08) \text{ Poupança}}$$

No entanto, todas essas variáveis também não foram significativas para o modelo ajustado, os P-valores das variáveis regressoras resultaram em valores acima de 5% e conjuntamente apresentaram um baixo valor para o R-quadrado ajustado: 7,75%.

Com a obtenção da variável *Renda Fixa do mercado*, proposta no terceiro objetivo específico - que apresenta a captação líquida dos dados da indústria de fundos como um todo para os fundos de mesma categoria fornecidos pela ANBID - ajustou-se um novo modelo de regressão linear múltiplo com a inclusão desta. Entretanto, como foram obtidos para essa variável apenas os dados a partir de Maio de 2001 a Dezembro de 2005, diferentemente das outras variáveis que eram de Janeiro de 2000 a Dezembro de 2005, trabalhou-se a partir deste momento apenas com os dados de Maio de 2001 em diante, em decorrência da disponibilidade do fornecimento destes pela Associação Brasileira dos Bancos de Investimento (ANBID),

$$\begin{aligned} \text{Captação} = & -1\text{E} + 09 + (5,77\text{E} + 08) \text{ SELIC} + (1,52\text{E} + 08) \text{ TXCAMBIO} + (14766,49) \text{ IBOV} \\ & \qquad \qquad \qquad 37,17\% \qquad \qquad \qquad 45,92\% \qquad \qquad \qquad 11,85\% \\ & \text{MEDIO} + (-6,6\text{E} + 07) \text{ IGPM} + (-4,4\text{E} + 07) \text{ PROD IND} + (-5,6\text{E} + 08) \text{ Poupança} + \\ & \qquad \qquad \qquad 36,40\% \qquad \qquad \qquad 19,15\% \qquad \qquad \qquad 65,82\% \\ & (0,071594) \text{ Renda Fixa Ambid} \\ & \qquad \qquad \qquad 0,01\% \end{aligned}$$

Os resultados novamente não foram satisfatórios: apesar desse modelo ter apresentado um valor razoável em relação aos outros para o R-quadrado ajustado, 36,59%, a um nível de 5% de significância concluiu-se que apenas a nova variável, *Renda Fixa Mercado* foi significativa para explicar a variação da Captação dos Fundos de Renda Fixa, P-valor = 0,01%. Todas as outras variáveis, “*taxa selic*”, “*Taxa de câmbio*”, “*ibovespa médio*”, “*IGPM*”, “*Produção industrial*” e “*Poupança*” apresentaram P-valores maiores que o nível de significância estabelecido de 5%.

Como foi observado que a *Renda Fixa mercado* evidenciou ser significativa na explicação da variabilidade da Captação dos Fundos de Renda Fixa, realizou-se um novo modelo de regressão linear simples considerando-a como variável regressora.

$$\text{Captação} = 12972834 + (0,083852) \text{ Renda Fixa Ambid}$$

De todos os modelos ajustados, foi o que apresentou melhores resultados: o R-quadrado foi de 35,41%, e com um nível de 5% de significância a *Renda Fixa Ambid* evidenciou ser significativa para o modelo, P-valor de 0,00%.

Na tentativa de verificar se a Captação dos Fundos de Renda Fixa recebe uma influência retardada das variáveis “*taxa selic*”, “*Taxa de câmbio*”, “*ibovespa médio*”, “*IGPM*”, “*Produção industrial*” e “*Poupança*”, ou seja, verificar se o investidor pode se basear nos valores do mês anterior para realizar sua decisão de investimento, realizou-se uma regressão linear múltipla com as variáveis regressoras defasadas.

$$\text{Captação}_t = -1\text{E} + 09 + \underset{27,71\%}{(7,3\text{E} + 08) \text{ SELIC}_{t-1}} + \underset{96,90\%}{(- 5\text{E} + 06) \text{ TXCAMBIO}_{t-1}} + \underset{4,13\%}{(20430,7) \text{ IBOV MEDIO}_{t-1}} + \underset{75,24\%}{(2\text{E} + 07) \text{ IGPM}_{t-1}} + \underset{96,35\%}{(-1\text{E} + 06) \text{ PROD IND}_{t-1}} + \underset{67,83\%}{(- 6\text{E} + 08) \text{ Poupança}_{t-1}}$$

Os resultados indicaram que esse modelo também não é adequado. As variáveis regressoras conjuntamente explicam apenas 1,54% da variação da Captação dos Fundos de Renda Fixa e apenas o *ibovespa médio* foi significativo com um P-valor de 4,13%. As variáveis “*taxa selic*”, “*Taxa de câmbio*”, “*IGPM*”,

“Produção industrial”, e “Poupança” não evidenciaram ser significativas com P-valores acima de 5%.

Outra tentativa foi de verificar se a expectativa do investidor em relação às variáveis “taxa selic”, “Taxa de câmbio”, “ibovespa médio”, “IGPM”, “Produção industrial” e “Poupança” ao realizar um investimento influenciam a Captação do Fundos de Renda Fixa. Sendo assim, realizou-se uma regressão linear múltipla com as variáveis regressoras adiantadas. Neste caso, supõe-se que as expectativas dos investidores no mês t são realizadas no mês $t+1$.

$$\text{Captação}_t = -3E+08 + \underset{58,12\%}{(3,6E+08)} \text{SELIC}_{(t+1)} + \underset{51,07\%}{(8,2E+07)} \text{TXCAMBIO}_{(t+1)} + \underset{37,08\%}{(8179,81)} \text{IBOV MEDIO}_{(t+1)} + \underset{1,95\%}{(-1E+08)} \text{IGPM}_{(t+1)} + \underset{83,57\%}{(-6E+06)} \text{PROD IND}_{(t+1)} + \underset{66,20\%}{(-6E+08)} \text{Poupança}_{(t+1)}$$

Os resultados não foram satisfatórios: o R-quadrado ajustado foi de apenas 8,31% e nenhuma variável, com exceção do *IGPM*, foi significativa para o modelo ajustado, P-valores maiores que 5%.

Pelo fato do *IGPM* como uma variável adiantada ter apresentado significância de 1,95%, ajustou-se uma regressão linear simples considerando-o como variável regressora.

$$\text{Captação}_{(t)} = 1,2E+08 + (-1E+08) \text{IGMP}_{(t+1)}$$

Desta vez o R-quadrado 13,48% foi significativo com P-valor de 0,16%.

Sendo assim, dentre todas as tentativas realizadas, os modelos de regressão linear simples com a *Renda Fixa mercado* e com o *IGMP* (adiantado) como variáveis regressoras, mostraram-se mais adequados para explicar a variação da Captação dos Fundos de Renda Fixa. O primeiro modelo evidenciou ser significativo e explica 35,41% da variação da Captação dos Fundos de Renda Fixa. O segundo modelo mostrou-se válido com R-quadrado igual a 13,48%, significativo ao nível de 0,16%.

Como as variáveis “Renda Fixa mercado” e IGPM (adiantado) evidenciaram ser significativas de alguma forma na explicação da Variabilidade da Captação dos Fundos de Renda Fixa, ajustou-se um último modelo de Regressão linear múltiplo com essa duas variáveis”.

$$\text{Captação}_t = -1,03E + 08 + \underset{2,24\%}{(-1E + 08)} \text{IGPM}_{(t+1)} + \underset{0,00\%}{(0,077082)} \text{Renda Fixa Ambid}_t$$

Os resultados dessa regressão formam os mais satisfatórios: apresentou o maior grau de explicação para a Variabilidade da Captação dos Fundos de Renda Fixa, 39,54% e as variáveis foram significativas com P-valores menores que 5%, 2,24% para o IGPM (adiantado) e 0,00% para a Renda Fixa mercado.

Nos dados analisados, observou-se que não se tem algum tipo de explicação pela maioria das variáveis estudadas exceto pelo comportamento da variabilidade da captação líquida do mercado em relação aos fundos da instituição financeira selecionada e pelo IGPM como “variável adiantada”. Os outros indicadores apresentaram uma relação muito fraca e esta falta de dependência poderia estar indicando que os investidores desta instituição financeira pesquisada não consideram essas variáveis macroeconômicas para a alocação de seus recursos. Apresentam-se a seguir os resultados tais como obtidos com o processamento dos modelos:

REGRESSÃO LINEAR SIMPLES:

Quadro 4 - Captação x SELIC

RESUMO DOS RESULTADOS

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,19571038
R-Quadrado	0,038302553
R-quadrado ajustado	0,024564018
Erro padrão	394702284
Observações	72

ANOVA

	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	1	4,34337E+17	4,34E+17	2,787964862	0,099441196
Resíduo	70	1,09053E+19	1,56E+17		
Total	71	1,13396E+19			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>
Interseção	-542232649	320532596,9	-1,69166	0,095158151
SELIC	366422882,2	219451694,4	1,66972	0,099441196

Fonte:

Quadro 5 - Captação x Taxa de Câmbio

RESUMO DOS RESULTADOS

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,023947993
R-Quadrado	0,000573506
R-quadrado ajustado	-0,01370401
Erro padrão	402370225,9
Observações	72

ANOVA

	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	1	6,50335E+15	6,5E+15	0,040168483	0,841732677
Resíduo	70	1,13331E+19	1,62E+17		
Total	71	1,13396E+19			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>
Interseção	35446160,57	244854370,9	0,144764	0,885313011
TXCAMBIO	-18587048	92740130,55	-0,20042	0,841732677

Fonte:

Quadro 6 - Captação x IBOV Médio

RESUMO DOS RESULTADOS

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,217259093
R-Quadrado	0,047201513
R-quadrado ajustado	0,033590106
Erro padrão	392871872,9
Observações	72

ANOVA

	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	1	5,35248E+17	5,35E+17	3,46779091	0,066772196
Resíduo	70	1,08044E+19	1,54E+17		
Total	71	1,13396E+19			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>
Interseção	-270097327	145771338,3	-1,85288	0,068114466
IBOV MEDIO	14524,61064	7799,702667	1,862201	0,066772196

Fonte:

Quadro 7 - Captação x IGPM

RESUMO DOS RESULTADOS

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,255803804
R-Quadrado	0,065435586
R-quadrado ajustado	0,052084666
Erro padrão	389094442,6
Observações	72

ANOVA

	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	1	7,42015E+17	7,42E+17	4,901204199	0,030097651
Resíduo	70	1,05976E+19	1,51E+17		
Total	71	1,13396E+19			

	<i>Coeficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>
Interseção	75901003,01	60863190,17	1,247076	0,216526231
IGPM	-99987076,6	45164007,66	-2,21387	0,030097651

Fonte:

Quadro 8 - Captação x PRODUÇÃO INDUSTRIAL

RESUMO DOS RESULTADOS

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,088910755
R-Quadrado	0,007905122
R-quadrado ajustado	-0,00626766
Erro padrão	400891650,8
Observações	72

ANOVA

	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	1	8,96412E+16	8,96E+16	0,557767787	0,457662236
Resíduo	70	1,125E+19	1,61E+17		
Total	71	1,13396E+19			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>
Interseção	-4766510,31	48424636,33	-0,09843	0,921870974
PROD IND	-23168946,4	31022698,38	-0,74684	0,457662236

Fonte:

Quadro 9 - Captação x Poupança

RESUMO DOS RESULTADOS

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,166900628
R-Quadrado	0,02785582
R-quadrado ajustado	0,013968046
Erro padrão	396840280,7
Observações	72

ANOVA

	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	1	3,15875E+17	3,16E+17	2,00578003	0,161135321
Resíduo	70	1,10238E+19	1,57E+17		
Total	71	1,13396E+19			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>
Interseção	-479318337	332776945,4	-1,44036	0,154223665
poupança	641872181,5	453217741,6	1,416256	0,161135321

Fonte:

REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA:

Quadro 10 - Captação x “SELIC”, “Taxa de câmbio”, “IBOV”, “IGPM”, “Produção industrial” e “Poupança”

RESUMO DOS RESULTADOS

Estatística de Regressão

R múltiplo	39,43%
R-Quadrado	15,55%
R-quad.	
Ajust.	7,75%
Erro padrão	3,8E+08
Observações	72

ANOVA

	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	6	1,76282E+18	2,94E+17	1,9941153	0,079194554
Resíduo	65	9,57681E+18	1,47E+17		
Total	71	1,13396E+19			

	<i>Coef.</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>
Interseção	-9E+08	425475516,2	-2,05062	4,43%
SELIC	7,3E+08	641769785,1	1,136131	26,0%
TXCAMBIO	5263213	118385033,1	0,044458	96,5%
IBOV				
MEDIO	14490,8	8967,597556	1,615911	11,1%
IGPM	-7E+07	59334373,15	-1,23364	22,2%
PROD IND	-2E+07	30069788,25	-0,75711	45,2%
poupança	-5E+08	1299376374	-0,41466	68,0%

Fonte:

Quadro 11 - Captação x “SELIC”, “Taxa de câmbio”, “IBOV”, “IGPM”, “Produção industrial”, “Poupança” e Renda Fixa Ambid

RESUMO DOS RESULTADOS

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,66831
R-Quadrado	44,66%
R-quadrado ajustado	36,59%
Erro padrão	3,6E+08
Observações	56

ANOVA

	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	7	4,97439E+18	7,11E+17	5,534708113	0,000103821
Resíduo	48	6,16295E+18	1,28E+17		
Total	55	1,11373E+19			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>
Interseção	-1E+09	635768978,6	-1,64465	10,66%
SELIC	5,8E+08	639964742,4	0,901757	37,17%
poupança	-6E+08	1261131707	-0,44512	65,82%
TXCAMBIO	1,5E+08	203403849,4	0,746121	45,92%
IBOV MEDIO	14766,5	9289,947777	1,589513	11,85%
IGPM	-7E+07	71698129,22	-0,91652	36,40%
PROD IND	-4E+07	33288086,37	-1,32481	19,15%
Renda fixa ambid	0,071594	16448,9044	4,352523	0,01%

Fonte:

REGRESSÃO LINEAR SIMPLES:

Quadro 12 - Captação x Renda Fixa Ambid

RESUMO DOS RESULTADOS					
<i>Estatística de regressão</i>					
R múltiplo		0,59508			
R-Quadrado		0,35413			
R-quadrado ajustado		0,34217			
Erro padrão		3,6E+08			
Observações		56			
ANOVA					
	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	1	3,94E+18	3,94E+18	29,60765017	1,31815E-06
Resíduo	54	7,19E+18	1,33E+17		
Total	55	1,11E+19			
	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>	
Interseção	1,3E+07	49135179	0,264023	79,28%	
Renda fixa ambid	0,08385	0,01541	5,441291	0,00%	

Fonte:

REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA (DEFASADA):

Quadro 13 - Captação x “SELIC”, “Taxa de câmbio”, “IBOV”, “IGPM”, “Produção industrial” e “Poupança”

RESUMO DOS RESULTADOS					
<i>Estatística de regressão</i>					
R múltiplo	0,31584				
R-Quadrado	0,09975				
R-quad.					
Ajust	1,54%				
Erro padrão	4E+08				
Observações	71				

ANOVA					
	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	6	1,13E+18	1,89E+17	1,181924854	0,327212424
Resíduo	64	1,02E+19	1,6E+17		
Total	70	1,13E+19			

	<i>Coef.</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>
Interseção	-1E+09	4,5E+08	-2,27806	2,61%
SELIC	7,3E+08	6,69E+08	1,096188	27,71%
poupança	-6E+08	1,35E+09	-0,4166	67,84%
TXCAMBIO	-5E+06	1,24E+08	-0,0391	96,89%
IBOV				
MEDIO	20430,7	9808,77	2,082898	4,13%
IGPM	2E+07	61940859	0,316948	75,23%
PROD IND	-1E+06	31695249	-0,04592	96,35%

Fonte:

REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA (ADIANTADA):

Quadro 14 Captação x “SELIC”, “Taxa de câmbio”, “IBOV”, “IGPM”, “Produção industrial” e “Poupança”.

RESUMO DOS RESULTADOS				
<i>Estatística de regressão</i>				
R múltiplo	0,40213			
R-Quadrado	0,16171			
R-quad.ajust.	8,31%			
Erro padrão	3,9E+08			
Observações	71			

ANOVA					
	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	6	1,83E+18	3,05E+17	2,057651249	0,070673086
Resíduo	64	9,5E+18	1,48E+17		
Total	70	1,13E+19			

	<i>Coef.</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>
Interseção	-3E+08	4,27E+08	-0,79604	42,90%
SELIC	3,6E+08	6,47E+08	0,554383	58,12%
poupança	-6E+08	1,31E+09	-0,43923	66,20%
TXCAMBIO	8,2E+07	1,24E+08	0,661453	51,07%
IBOV				
MEDIO	8179,81	9075,051	0,901352	37,08%
IGPM	-1E+08	60993918	-2,39523	1,95%
PROD IND	-6E+06	30329546	-0,20823	83,57%

Fonte:

REGRESSÃO LINEAR SIMPLES (ADIANTADA):

Quadro 15 - Captação x "IGPM"

RESUMO DOS RESULTADOS					
<i>Estatística de regressão</i>					
R múltiplo	0,36714				
R-Quadrado	0,13479				
R-quad.					
Ajust.	0,12225				
Erro padrão	3,8E+08				
Observações	71				

ANOVA					
	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	1	1,53E+18	1,53E+18	10,74973391	0,001635777
Resíduo	69	9,81E+18	1,42E+17		
Total	70	1,13E+19			

	<i>Coef.</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>
Interseção	1,1E+08	59080983	1,945789	5,58%
IGPM	-1E+08	43794247	-3,27868	0,16%

Fonte:

Quadro 16 - Captação x IGPM (adiantado) e Renda Fixa Ambid

RESUMO DOS RESULTADOS					
<i>Estatística de regressão</i>					
R múltiplo		0,646376			
R-Quadrado		0,417802			
R-quadrado ajustado		0,395409			
Erro padrão		3,53E+08			
Observações		55			
ANOVA					
	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	2	4,7E+18	2,33E+18	18,65832	7,79552E-07
Resíduo	52	6,5E+18	1,25E+17		
Total	54	1,1E+19			
	<i>Coef.</i>	<i>Erro pad.</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>	
Interseção	1,03E+08	6,2E+07	1,666752	10,16%	
IGPM	-1E+08	4,4E+07	-2,35458	2,24%	
Renda Fixa Ambid	0,077082	0,01533	5,028292	0,00%	

Fonte:

Tabela 5 – Dados utilizados na Análise Estatística

DATA	R FIXA	SELIC	poupança	TXCAMBIO	IBOV MEDIO	IGPM	PROD IND	Renda fixa ambid
jan/00	-24192384,00	1,46	0,72	1,8037	19977,97	1,24	-0,95	
fev/00	-14737192,00	1,45	0,734	1,7753	17792,35	0,35	0,13	
mar/00	88903435,00	1,45	0,7253	1,742	18053,41	0,15	1,64	
abr/00	529725,41	1,3	0,6308	1,7682	15954,01	0,23	0,93	
mai/00	-41999425,43	1,5	0,7504	1,8279	14697,79	0,31	-0,29	
jun/00	34468275,60	1,39	0,7151	1,8083	16443,24	0,85	2,44	
jul/00	-73375238,21	1,31	0,6555	1,7978	17125,65	1,57	0,70	
ago/00	-138405410,59	1,4	0,7035	1,8092	17170,6	2,39	-0,02	
set/00	36139728,22	1,22	0,60	1,8392	16683,24	1,16	-1,19	
out/00	38896463,34	1,29	0,6323	1,8796	15062,25	0,38	2,17	
nov/00	29489777,10	1,22	0,6203	1,948	14425,78	0,29	-0,84	
dez/00	29489777,10	1,2	0,60	1,9633	14683,31	0,63	4,49	
jan/01	313715203,48	1,26	0,6376	1,9545	17081,5	0,62	-2,42	
fev/01	142813240,67	1,01	0,54	2,0019	16622,97	0,23	1,03	
mar/01	-85904209,52	1,26	0,67	2,089	15358,35	0,56	-1,41	
abr/01	-160469257,86	1,19	0,6554	2,1925	14423,16	1,00	-0,34	
mai/01	-170383417,97	1,34	0,6836	2,2972	14697,42	0,86	0,77	-2023731481,77
jun/01	-149640947,42	1,27	0,6465	2,3758	14879,91	0,98	-1,24	-2001184022,84
jul/01	-153249958,11	1,5	0,7453	2,466	13964,47	1,48	-0,25	-1343782653,20
ago/01	-85762177,41	1,6	0,8453	2,5106	13429,01	1,38	0,02	-2864379444,46
set/01	-171524232,72	1,32	0,6635	2,6717	11.040,96	0,31	-1,91	-200141887,19
out/01	-129511277,85	1,53	0,7928	2,7402	10.942,22	1,18	-2,30	-1156318544,43
nov/01	-76293032,57	1,39	0,6938	2,5428	12799,61	1,11	1,16	-890692059,82
dez/01	-478414162,99	1,39	0,6993	2,3627	13.317,55	0,22	0,30	-7509687583,04
jan/02	573605328,48	1,53	0,7604	2,3779	13.429,32	0,36	2,48	4891179205,36
fev/02	328622586,66	1,25	0,6177	2,4196	13184,3	0,06	1,80	106485990,17
mar/02	98485754,75	1,37	0,6767	2,3466	13.907,47	0,09	1,20	-272950742,12
abr/02	157135872,67	1,48	0,7369	2,3204	13.346,38	0,56	-1,19	-2047002379,66
mai/02	-218642611,68	1,41	0,7113	2,4804	12.535,02	0,83	-1,28	-661867598,48
jun/02	-2459769670,73	1,33	0,659	2,714	11.729,64	1,54	1,15	-7248195551,10
jul/02	-816141446,70	1,53	0,7669	2,9346	10340,97	1,95	0,91	-5090229444,03
ago/02	-601398810,91	1,44	0,7493	3,1101	9788,72	2,32	-0,50	-4229422528,97
set/02	-496933658,73	1,38	0,6965	3,342	9659,21	2,40	0,53	-462777950,02
out/02	-380102843,97	1,64	0,7782	3,8059	9161,03	3,87	4,53	-2689378436,06
nov/02	-452068262,46	1,54	0,7657	3,5764	10039,33	5,19	-1,12	-980357010,90
dez/02	261046038,30	1,74	0,8627	3,6259	10.843,07	3,75	-2,93	-2433063617,70
jan/03	885232823,59	1,9233	0,9902	3,4384	11.493,69	2,33	-1,59	3809342377,85
fev/03	297120675,27	1,7776	0,9137	3,5908	10357,32	2,28	-0,27	1401440001,73
mar/03	17221255,45	2,0166	0,8801	3,4469	10.878,79	1,53	0,14	925691642,53
abr/03	279995154,66	1,9509	0,9205	3,1187	12.080,39	0,92	0,21	1250500580,26
mai/03	515033514,99	2,0166	0,9673	2,9557	13.090,36	-0,26	-1,03	901941169,31

DATA	R FIXA	SELIC	poupança	TXCAMBIO	IBOV MEDIO	IGPM	PROD IND	Renda fixa ambid
jun/03	221867082,34	1,9376	0,9187	2,8832	13.520,78	-1,00	-1,59	485677043,72
jul/03	25178239,96	1,9555	1,0492	2,8798	13.548,41	-0,42	1,15	1998273527,92
ago/03	209350009,39	1,8163	0,9058	3,0025	13.959,66	0,38	1,19	3421434152,26
set/03	-35963188,32	1,588	0,8381	2,9228	16.105,96	1,18	4,09	3339119070,40
out/03	-56700154,96	1,5396	0,8229	2,8615	17.765,79	0,38	2,38	1500849980,49
nov/03	-20229304,26	1,4013	0,6785	2,9138	18.985,37	0,49	0,55	1744231134,34
dez/03	-261514286,80	1,3459	0,6908	2,9253	21.170,69	0,61	-0,71	-313080743,91
jan/04	500220314,28	1,3044	0,6286	2,8518	23.413,86	0,88	-0,10	5582472313,37
fev/04	284654741,54	1,2174	0,546	2,9303	21931,15	0,69	-0,48	-942217748,07
mar/04	180160429,31	1,2936	0,6787	2,9055	21.953,89	1,13	1,72	1227235697,24
abr/04	112604582,76	1,2323	0,5878	2,906	21872,34	1,21	-0,04	-2386231362,40
mai/04	267638470,14	1,265	0,6554	3,1004	18876,7	1,31	2,12	-2093174394,38
jun/04	-45118191,31	1,224	0,677	3,1291	20203,97	1,38	0,44	-1338337515,25
jul/04	-63929088,17	1,265	0,6962	3,0368	21744,17	1,31	0,91	-478312853,43
ago/04	22245982,41	1,265	0,7015	3,0029	22276,19	1,22	0,94	7676284671,67
set/04	-112694018,69	1,2329	0,6737	2,8911	22716,18	0,69	-0,07	-1299547331,28
out/04	-146785881,44	1,2966	0,6114	2,8529	23371,02	0,39	-0,69	-1994667346,19
nov/04	-90197154,21	1,2928	0,6152	2,786	23994,64	0,82	0,24	-5760929411,45
dez/04	-206050638,01	1,3759	0,7412	2,7182	25529,53	0,74	1,17	-9326367360,15
jan/05	598230707,10	1,4076	0,6889	2,693	24485,22	0,39	-0,40	1582314979,93
fev/05	398726475,91	1,3047	0,5967	2,5978	26473,8	0,30	1,15	5056555042,05
mar/05	211660469,79	1,4837	0,7648	2,7047	27706,66	0,85	1,66	2372553032,24
abr/05	-20925049,26	1,4633	0,7013	2,5792	25553,45	0,86	-0,09	-1045214693,30
mai/05	37900369,20	1,5321	0,754	2,4528	24788,89	-0,22	1,33	-719974127,50
jun/05	62939677,48	1,4924	0,8008	2,4135	25408,68	-0,44	1,58	-807267938,26
jul/05	139822404,29	1,5425	0,7588	2,3765	25217,71	-0,34	-1,99	-1021252397,03
ago/05	66568259,41	1,5425	0,8483	2,3606	26978,63	-0,65	0,92	2259686141,52
set/05	-405309,00	1,4831	0,765	2,2944	29800,1	-0,53	-2,15	1024896728,84
out/05	79317946,58	1,5105	0,711	2,2565	29900,22	0,60	0,40	4007339434,79
nov/05	71678276,31	1,4318	0,6939	2,2108	31084,52	0,40	0,82	-1601160117,37
dez/05	-93580445,64	1,4321	0,728	2,2855	33121,96	-0,01	2,54	-2991600315,32

Fonte:

4 CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES DA PESQUISA E RECOMENDAÇÕES

Neste capítulo, são apresentadas as conclusões sobre a pesquisa realizada que enfocou a relação entre a captação de sete fundos de investimentos das categorias curto prazo, referenciados e ibovespa indexados, de uma instituição financeira pública e os principais indicadores macroeconômicos brasileiros. Além disso, indica-se aqui algumas sugestões para a expansão e aprofundamento investigativo do tema aqui explorado.

4.1 Conclusões

Os resultados obtidos na renda fixa revelaram que houve uma relação muito fraca entre a captação líquida dos fundos pesquisados e a variação dos principais indicadores de mercado, uma vez que a maioria das variáveis (os indicadores de mercado) não foram significativas para o modelo ajustado, dados os valores máximos encontrados em R^2 de 4,72% na regressão linear simples e R^2 ajustado máximo de 7,75% na regressão múltipla, quando relacionados aos valores de captação líquida nos fundos de renda fixa e variável da instituição financeira selecionados.

A variável que mais explicou a variação da captação líquida dos fundos de renda fixa da instituição pesquisada foi o IGPM adiantado como variável regressora, explicando 13,48 % da variação da captação dos fundos de renda fixa. Verificou-se então que as expectativas dos investidores deste Banco em relação à inflação, medida pelo índice mais utilizado pelo mercado financeiro - o IGPM, podem influenciar a captação líquida dos fundos.

Além disso, no que se refere aos fundos de renda fixa foi obtido o melhor poder explicativo com o resultado de R^2 de 39,54%, estatisticamente significativo, permitindo-se assim se confirmar que a captação líquida dos fundos selecionados tem um comportamento atrelado ao comportamento de captação do mercado como um todo, rejeitando-se a hipótese nula, da segunda hipótese proposta.

Nos dados analisados, observou-se que não se tem algum tipo de explicação pela maioria das variáveis macroeconômicas estudadas, exceto pelo IGPM como “variável adiantada”. Os outros indicadores apresentaram uma relação muito fraca e esta falta de dependência poderia estar indicando que os investidores desta instituição financeira pesquisada, não consideram essas variáveis macroeconômicas para a alocação de seus recursos, ou não tem ainda um nível de sofisticação para considerar a análise dessas variáveis em suas decisões de investimento. Esta conclusão converge com a obtida na pesquisa de Iquiapaza (2005, p.): “De maneira geral, os investidores dos fundos não exclusivos no Brasil confirmaram ser, em algum grau, menos sofisticados do que os investidores dos fundos exclusivos”.

Os resultados não foram diferenciados para os fundos de renda variável, que também mostraram fraca relação estatística entre a captação líquida e as variáveis macroeconômicas, pelo valor encontrado de R^2 máximo de 7,03%. Da mesma forma como nos fundos de renda fixa, o melhor poder explicativo foi obtido na relação entre a captação dos fundos de renda variável do Banco pesquisado e dos fundos de renda variável do mercado como um todo, com o valor de R^2 encontrado de 37,69 % na regressão múltipla. Desta forma, se pode concluir que os investidores dos fundos de renda variável desta instituição pesquisada têm um comportamento atrelado ao comportamento do mercado dos aplicadores em fundos

de renda variável.

No que concerne à testagem das hipóteses, as quais as amostras do estudo foram submetidas, constatou-se que houve baixa relação significativa entre as variáveis do modelo, contribuindo para a aceitação, no caso da primeira hipótese proposta, da hipótese H_0 , de não existência da relação entre as variáveis, a despeito dos resultados da literatura pertinente. Este trabalho diverge dos resultados encontrados por Iquiapaza (2005) e é possível que esta divergência tenha sido ocasionada em função da amostra selecionada nesta pesquisa.

Com relação à segunda hipótese, ao comparar-se o comportamento da variabilidade da captação líquida dos fundos de mesma categoria do mercado como um todo em relação aos fundos selecionados da instituição financeira selecionada, foi possível rejeitar a hipótese nula e é possível concluir que o comportamento das captações líquidas dos fundos selecionados na instituição financeira pesquisada está atrelado ao comportamento do mercado como um todo.

4.2 Limites da pesquisa

A extensão do período de eventos (60 meses) e a restrição da amostra pesquisada - sete tipos de fundos de uma única instituição financeira -, é pequena para chegar-se a conclusões definitivas em relação à extensão da utilidade e da generalização desta pesquisa.

Nos artigos consultados nesta dissertação, os autores utilizam períodos maiores, podendo abranger até dez anos e amostras mais significativas. Poderiam ser incluindo fundos de investimento de outras categorias, tais como fundos exclusivos, fechados ou de participações.

4.3 Sugestões para pesquisas futuras

Como sugestões para estudos futuros sobre o tema proponho:

Uma nova aplicação da estrutura desta pesquisa em fundos de investimentos abertos de categorias cambiais, multimercados, fundos de inflação, outros tipos de fundos de ações, fundos que utilizam derivativos e fundos exclusivos. Tal análise seria particularmente interessante em virtude da maior volatilidade desses tipos de fundos, aumentando assim a possibilidade desses receberem um maior impacto das alterações das variáveis macroeconômicas. Além disso, a literatura sugere que estes tipos de fundos abrigam investidores mais sofisticados e que talvez considerem esses dados como relevantes em suas decisões de investimento.

Um estudo com o aumento da amostra uma vez que os dados podem estar enviesados pelo tamanho da mesma.

Analisar a relação entre a captação líquida e os índices de performance de fundos de investimento.

Analisar a relação entre a captação líquida dos fundos de investimento em relação ao seu próprio retorno.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANBID. **Auto Regulação**: pareceres. Disponível em: <<http://www.anbid.com.br>> Acesso em: 02 fev. 2006.
- ANDAKU, F.; PINTO, A. C. The Persistence of Brazilian Stock Mutual Funds Performance. **Journal Financial Markets and Management**. Conference Proceeding. 2003.
- ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. **Mercado financeiro**: aspectos históricos e conceituais. 2.ed. rev. e ampl. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.
- ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Legislação. Disponível em: www.bcb.gov.br , Acesso em 07/09/2005.
- BARROS et al. **Mercado de capitais**. Disponível em: [www.bovespa.com.br/pdf/mercado de capitais/ desafios](http://www.bovespa.com.br/pdf/mercado_de_capitais/desafios). Acesso em julho, 2005.
- BECK, T.; LEVINE, R. *Stock markets, banks, and growth: panel evidence*. NBER. **Working Paper Series**, Cambridge, Mass. n. 9082, Jul. 2002. 33p.
- BOGLE, I. *Selecting equity mutual funds*. **Portfolio Manage**. 18 (2), 94-100,2003.
- BOVESPA. **Informações de Mercado/Índice BOVESPA**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>.
- BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, J. F. **Fundamentos da Moderna Administração Financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- BROWN, S.; GOETZMANN, W. *Performance Persistence*. **Journal of Finance**, v.50, n.,2. Jun 1995, p. 679-698.
- CARHART, M. *On Persistence in mutual fund performance*. **Journal of Finance**, vol.52, pp.57-82, mar.,1997.
- CASTELAR, A.; BONELLI, R. *Financial development, Growth and Equity in Brazil*. **Revista do IPEA**. Rio de Janeiro, 2005.
- CASTELO BRANCO, C.; MONTEIRO, E. M. A. R. Um estudo sobre a indústria de fundos de investimentos imobiliários no Brasil. **Revista BNDES**, Estudos 1-4 de 4. São Paulo, 2005.

CASTRO JR., F. H. F.; FAMÁ, R. As novas finanças e a teoria comportamental no contexto da tomada de decisão sobre investimentos.. **Caderno de Pesquisas em Administração**. São Paul. v. 09, n.2, p.25-35, 2002.

CHEVALIER, J.; ELLISON, G. *Concerns of mutual fund managers*. **Quarterly Journal of Economics**, v. 114, n.2, p. 339-432. May 1997.

COSTA, F. N. da. **Armadilha da liquidez**. (Artigo não publicado). Caixa Econômica Federal, Belo Horizonte, 2004.

ELTON, E. J. et al. *Efficiency with costly information: A re-interpretation of evidence from managed portfolios*. **Review of Financial Studies**, vol. 6,p.1-21, 1993.

ELTON, E. J.; et al. *The persistence risk-adjusted mutual fund performance*. **Journal of Business**, vol.,69, n. 2, Apr.1996. p. 133-157.

FACHIN, O. **Fundamentos de metodologia**. 3.ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

FAMA, E. E., *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*. **Journal of finance**. V.25, p. 383-417, 1970.

FAMA, E. E.; FRENCH, K. R. *Permanent and temporary components of stock prices*. **Journal of Political Economy**, v.98, p.247-273, 1988.

FERREIRA, J. A. S. **Finanças Corporativas: conceitos e aplicações**.São Paulo. Prentice Hall, 2005.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 16ª edição Rio de janeiro Qualitymark ,2005

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 7.ed. São Paulo: Harbra, 1997.

GJERDE,O.; SAETTEM, E Causal relations among stock returns and macroeconomic variable in a small, open economy. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**. Carbondale. v. 9, n. 1, p. 61-74, 1999.

GOETZMANN, W.; IBBOTSON, R. *Do Winners Repeat? patterns in mutual fund performance*. **Journal of Portfolio Management**, vol. 20, p. 9-18. 1994.

GRINBLATT , MARK, and TITMAN, The persistence of mutual fund performance, *Journal of Finance* 47, 11993.

GRINBLATT; MARK, C.; TITMAN, S.; *The persistence of mutual fund performance*. **Journal of Finance**, vol.47, n^o 5, p. 1077-1984, Dez., 1992.

GRÔPPO, G. S. Relações dinâmicas entre um conjunto selecionado de variáveis macroeconômicas e o Ibovespa. **Revista de Economia e administração**. São Paulo: IBMEC,v.1 n.1, p.445-464, 2002.

_____. Co-integração e causalidade entre variáveis de política monetária e Ibovespa. **Revista de Economia e administração**. São Paulo: IBMEC, v. 1, n.1, p.229-246, 2002.

HAIR, J. F. et al. **Multivariate data analysis**, 5th ed, New Jersey: Prentice Hall, 1998.

HENDRICKS, D.; PATEL, J.; ZECKHAUSER, R. *Hot hands in mutual funds: the persistence of performance, 1974-1988*. **Journal of Finance**, vol.48, n^o 1, mar., 1993.

HONG, H.; STEIN, J. C. *A unified theory of under reaction, momentum trading, and overreaction in asset markets*. **Journal of Finance**, v. 54, p. 2143-2185, 1999.

HULL, J. C. **Opções, Futuros e Outros Derivativos**, 3.ed., São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros, 1998.

IPPOLITO, R. A. *Consumer reaction to measures of poor quality: Evidence from the mutual fund industry* **Journal of Law and Economics**, v.35, n. 1, p. 45-70. Apr. 1992.

IQUIAPAZA, R. A. **Dissertação de mestrado UFMG** - Faculdade de Ciências Econômicas - Departamento de Ciências Administrativas - Centro de Pós-graduação em administração. Título: Condicionantes do crescimento dos fundos mútuos de investimentos no Brasil e no Peru: um estudo das captações líquidas agregadas, 2005.

JÄRVINEN, J. **Essays on industry portfolios and macroeconomic news**. 137f. Dissertation (Doutorado em Economia) — Department of Economics, University of Tampere, Tampere, 2000.

JENSEN, M. R.. *The pricing of capital assets, and the evaluation of investment portfolios*. **Journal of business**, p. 167-247, Apr. 1969.

JONES, CM.; KAUL, G. Oil and the stock markets. **The Journal of Finance, Oxford**, v. 51, n. 2, p. 463-491, 1996.

KADIYALA, P. *Asset allocation decisions of mutual fund investors*. **Financial Services Review**. New York, 13, 285-302, 2004.

KLAPPER, L.; SULLA, V., VITTAS, D. *The development of mutual funds around the world*. **Emerging Markets Review**.v.5, n. 1, p.1-38, mar 2004.

KLORANA, A.; SERVAES, H.; TUFANO, P., *The Word of Mutual Funds*. **Working Paper**, n. 03-04, April 25 2005.

KNOW. S. C.; SHIN, T.S. Cointegration and causality between macroeconomic variable and stock market returns. **Global Finance Journal**, Amsterdam, v. 10, n. 1. p. 71-81. 1999.

LATZKO, D. A. *Economies of scale in mutual fund administration. The Journal of Financial Research*, v. 22, n. 3, p. 331-339. Fall 1998.

LEE, D. *On the power of the KPSS test of stationary against fractionally-integrated alternatives. Journal of Econometrics*, v. 73, n.1, p.285-302, July, 1996.

LEVINE, D. M.; BERENSON, M. L.; STEPHAN, D. **Estatística: Teoria e Aplicações**. Rio de Janeiro: LTC. 2000.

LEVINE R., ZERVOS, S. *Stock markets, banks and economic growth. American Economic Review*, v. 4, n. 36, p. 122-130, 1998.

LEVINE, R. *Financial development and economic growth. Journal of Economic Literature*, v. 35, n. 2, 1997.

LOYD, B. Comentários sobre o sistema monetário internacional e as economias em desenvolvimento. *In: LOYD, B. Mercado de capitais e desenvolvimento econômico*. Seminário organizado pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais em convênio com a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e Bolsa de Valores de São Paulo. Rio de Janeiro: IBMEC, 1997.

MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de Marketing**: uma orientação aplicada. 3.ed., Porto Alegre: Bookman, 2001.

MALKIEL, B. G. *Returns from investing in equity mutual funds. Journal of Finance*, vol.50, p.549-572. 1995.

MARKOWITZ H. M. *Portfolio selection. The Journal of Finance*, v. 7, n 1, p 77-91. Mar 1952.

MINARDI, A. M. A. F. Retornos passados revêem retornos futuros? São Paulo, **Revista Teoria e Inovação**, v. 3, n. 2, julho/dezembro, 2004.

MISHKIN, F. S. **Moedas, bancos e mercados financeiros**. Trad. Christíne Pinto Ferreira. Studart. 5.ed. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

MODIGLIANI, F.; MODIGLIANI, L. *Risk Adjusted Performance. The Journal of portfólio Management*, vol. 3, n. 2, Winter 1997, p. 45-54.

MUKHERJEE, T.; NAKA, A.; Dynamic relations between macroeconomic variables and the Japanese stock market: an application of a vector error correction model. **The Journal of Financial Research**, Oxford, v. 18, n. 2, p. 223-237, Summer, 1995

NISHI, T. K. **Monografia**, título:"Fundos de investimento no mercado financeiro e a legislação de fundos apresentada faculdade São Luis, curso de Pós-graduação em Controladoria, São Paulo, 2005.

NUNES, M. S.; COSTA JUNIOR, N. C. A.; SEABRA, E. Cointegração e causalidade entre variáveis macroeconômicas, risco Brasil e os retornos no mercado de ações brasileiro, In: ENCONTRO DE ECONOMIA REGIÃO SUL. 5. 2002. Florianópolis. **Anais...** Florianópolis, 2002.

ODA, A. L. Análise da persistência de performance dos fundos de ações. **Dissertação de mestrado em Administração**. Faculdade de Economia, USP, São Paulo, 2000

PANETTA, F. The stability of the relation between the stock market and macroeconomic forces. **Review of Banking, Finance and Monetary Economics**, Siena, v. 31, n. 3, p.417-450, Nov. 2002.

PATEL, J.; ZECKHAUSER, R.. **Investment flows and performance: evidence from mutual funds, cross-border investments, and new issues**. Cambridge: University Press, 1993.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 2001.

PLIHON, D. As grandes empresas fragilizadas pela finança. In: Chesnai, F. (Org.). **A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configurações e conseqüências**. São Paulo: Bomtempo: 2005.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.

SÁ, G. T. De. **Administração de Investimentos: teoria de carteiras e gerenciamento do risco**, Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

SANVICENTE, A. Z. Captação de recursos por fundos de investimento e mercado de ações. **Revista de Administração de Empresas**. v 42. n.3, p 92-100, jul./set. 2002.

SAUVIAT, C. Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da fiança mundializada e do nosso poder acionário. In: CHESNAI, F. (Org.). **A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configurações e conseqüências**. São Paulo: Bomtempo: 2005.

SECURATO, J. R. et. al. Avaliação de desempenho de fundos de investimentos: o guia de fundos de renda fixa da FIAFEA/USP. **Anais do IV SEMEAD**, São Paulo, out. 1999.

SHAMSUDDIN, A. F. M.; KIM, J. H. Integration and interdependence of stock and foreign exchange markets: an Australian perspective. **Journal of International Financial Markets, Institutions & Money**. v. 13 n. 3. p. 237-254, July 2003.

SHARPE, W. F. *Capital asset prices: A theory of market equilibrium under condition of risk*. **The Journal of Finance**, v. 19, n.3. p. 425-442. Sep. 1964.

SHEPARD, D. **Database Marketing**: o novo marketing direto. São Paulo: Markon Books, 1995.

SIRRI, E. R.; TUFANO, P. *Costly search mutual funds flows*. **The Journal of Finance**, v.53, n. 5, p.1589-1622, Oct. 1998.

SOROS, G.. George Soros: "Entrevistas realizadas por Byron Wien e Krisztina Koemen". Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1995.

STEIN, J. C. *Why are most funds open-end? Competition and the limits of arbitrage*. **NBER Working paper Series**, Cambridge, Mass., n. 10259, Jan. 2004.

STIGLITZ, J. E. *Credit markets and the control of capital*. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 17, n. 2, p. 133-152, may 2005.

VICENSI, E. M.; Marcação a Mercado dos Fundos de Investimento Financeiros. 2003. 117 f. **Dissertação (Mestrado Profissional)** — Programa de Pós-Graduação em Economia, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2003.

WARTHER, V. A. *Aggregate mutual fund flows and security returns*. **Journal of Financial Economics**, v. 39, n. 2-3, p. 209-235. Out.-Nov. 1995.

WERMERS, R. *Mutual Fund Performance: an empirical decomposition into stock picking talent, style, transactions costs and expenses*. **Journal of Finance**. v. 55, p. 1655-1695, 1997.

YIN. R. K. **Estudo de caso**: planejamento e método. 2.ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)