

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO
PROFISSIONALIZANTE EM ADMINISTRAÇÃO

**GESTÃO DE INVESTIMENTOS
A PERSPECTIVA DAS ASSETS
MANAGEMENT NA INDÚSTRIA DE
SERVIÇOS FINANCEIROS**

TATIANA FRANCO

ORIENTADOR: PAULO JOSÉ LENTINO PROCHNO

Rio de Janeiro, 09 de agosto de 2007

Livros Grátis

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

Milhares de livros grátis para download.

**“GESTÃO DE INVESTIMENTOS – A PERSPECTIVA DAS ASSETS
MANAGEMENT NA INDÚSTRIA DE SERVIÇOS FINANCEIROS”**

TATIANA FRANCO

Dissertação apresentada ao curso de
Mestrado Profissionalizante em
Administração como requisito parcial para
obtenção do Grau de Mestre em
Administração.
Área de Concentração:

ORIENTADOR: PAULO JOSÉ LENTINO PROCHNO

Rio de Janeiro, 09 de agosto de 2007.

**“GESTÃO DE INVESTIMENTOS – A PERSPECTIVA DAS ASSETS
MANAGEMENT NA INDÚSTRIA DE SERVIÇOS FINANCEIROS”**

TATIANA FRANCO

Dissertação apresentada ao curso de
Mestrado Profissionalizante em
Administração como requisito parcial para
obtenção do Grau de Mestre em
Administração.
Área de Concentração:

Avaliação:

BANCA EXAMINADORA:

Professor PAULO JOSÉ LENTINO PROCHNO (Orientador)
Instituição: Faculdades Ibmecc - RJ

Professor EDSON DALTO
Instituição: Faculdades Ibmecc - RJ

Professor LUIZ FERNANDO CERQUEIRA
Instituição: Universidade Federal Fluminense - UFF

Rio de Janeiro, 09 de agosto de 2007.

FICHA CATALOGRÁFICA

Entrar em contato com a biblioteca no 14º andar,
ou através do e-mail: geyza@ibmecrj.br

DEDICATÓRIA

Aos homens que mais admiro: meu avô e meu pai.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Henry Morris Franco, meu pai, a quem devo toda a minha educação, inclusive a acadêmica. Agradeço pela ajuda e por transmitir tranqüilidade nos momentos difíceis. Espero um dia adquirir metade de sua cultura e espero também educar minha família com a mesma qualidade com a qual me educou.

Agradeço a todos os entrevistados, pela ajuda, pela atenção e pela disponibilidade de tempo. Minha gratidão também aos meus chefes e colegas pela compreensão e pela flexibilidade durante meus estudos.

Agradeço a Edu Pfaltz e Carlos Perpetuo que me ajudaram muito, com material de pesquisa e participação nas entrevistas.

E finalmente, agradeço ao Guilherme Lamacie, o Gui, a quem devo muito por este trabalho ter tomado tamanha proporção e qualidade. Obrigada por todas as aulas e por todo tempo dedicado às discussões e debates sobre as questões levantadas. Obrigada pela paciência, pela motivação e pelo suporte. Seu talento, experiência e criatividade trouxeram um valor inestimável para as minhas análises e sua participação teve um papel muito importante na execução deste trabalho.

RESUMO

O setor de *Assets Management* tem apresentado crescimento substancial na Indústria de Serviços Financeiros, movimentando grandes volumes de capital e atraindo cada vez mais investidores. Esse trabalho analisa as variáveis estratégicas relevantes do setor de *Assets* no Brasil, propondo assim uma caracterização do cenário atual. A partir de entrevistas, revisões de documentos e coletas de dados em diversas instituições dessa indústria, a mensuração das variáveis relevantes e o uso de ferramentas qualitativas de análise estratégica, identificou-se tendências para o setor no mercado brasileiro.

Palavras Chave: *Assets Management*, Indústria de Serviços Financeiros e Fundos de Investimentos.

ABSTRACT

The *Assets Management* area of the Financial Services industry has recently shown significant growth dealing with large amounts of capital and attracting an increasing number of investors. This work will analyze the relevant strategic variables of the Assets Management area in Brazil, in order to present an outlook of the present situation. Through personal interviews and data research of industry key players, as well as the analysis of relevant variables and qualitative tools of strategic analysis, trends in this sector were identified in the Brazilian market.

Key Words: Asset Management, Financial Services Industry and Investment Funds.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Modelo das 5 Forças de Porter	38
Figura 2 – Evolução da Quantidade de Fundos de Investimentos no Brasil.....	39
Figura 3 – Número de fundos em cada categoria	40
Figura 4 – Aumento do número de Home Brokers de 2005 a 2006	46

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 –10 maiores custodiantes no Brasil	16
Tabela 2 –10 maiores administradores do Brasil.....	17
Tabela 3 –10 maiores Assets Management por ativos sob gestão em 2005	31
Tabela 4 - Tabela da variação do número de fundos por classificação – 2005 - 2006.....	33
Tabela 5 - Tabela de Patrimônio Líquido por fundo – 2005 - 2006.....	33
Tabela 6 - Tabela do aumento do número de fundos por classificação – 2005 - 2006.....	34
Tabela 7 - Percentual que cada classe de Fundos de Varejo ocupa no total da Indústria.....	35
Tabela 8 - Aumento do número de fundos de varejo por classificação – 2005 - 2006.....	35
Tabela 9 - Tabela da variação do Patrimônio Líquido dos fundos de Varejo.....	36
Tabela 10 – Crescimento dos Fundos de Investimentos nos anos de 2003 a 2007	39
Tabela 11 - Categorização das Gestoras com base no PL.....	40
Tabela 12 - Número de fundos em cada categoria, baseada nos quartis	41
Tabela 13 - Volume investido e valor médio por operação nos últimos anos e percentual de participação nos Home Brokers	45

LISTA DE ABREVIATURAS

ANBID	Associação Nacional dos Bancos de Desenvolvimento
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EUA	Estados Unidos da América
SEC	Securities and Exchange Commission

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	1
2	OBJETIVO	3
3	METODOLOGIA	4
4	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	7
4.1	indústria	7
4.1.1	Principais áreas da Indústria Financeira	7
4.1.2	Histórico da Indústria	9
4.1.3	Players da Indústria	14
4.2	Características das Assets	18
4.2.1	Produtos – Características dos fundos de Investimentos	18
4.2.2	Assets Management.....	21
4.3	Fatores Críticos	23
4.3.1	Fatores Críticos de Investimento	23
4.3.2	Fatores Críticos de Gestão.....	25
5	ANÁLISE OFERTA X DEMANDA	31
6	ANÁLISE DAS 5 FORÇAS	37
6.1	Rivalidade Interna	38
6.2	Barreiras à Entrada	42
6.3	Substitutos e Complementos	43
6.4	Poder dos Fornecedores	47
6.5	Poder dos Compradores	48
6.6	Cenário atual da Indústria	49
7	TENDÊNCIAS	51

7.1	Crescimento	51
7.2	Concorrência	52
7.3	Produtos	53
7.4	Diversificação	55
7.5	Substitutos.....	56
7.6	Tributação.....	56
7.7	Regulamentação	57
7.8	Fusões e Aquisições	58
8	CONCLUSÃO	61
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	63

1 INTRODUÇÃO

A Indústria de Serviços de Financeiros tem função fundamental no financiamento da dívida de países e de empresas, na participação do capital de empresas e na diluição do risco inerente ao sistema financeiro.

O significativo aumento da demanda por serviços desta indústria atingiu um patamar não antes contemplado pelos seus agentes e hoje o desenvolvimento e performance de sua atuação é de grande peso e importância no mercado global.

A Indústria de Serviços Financeiros tem seu desenvolvimento vinculado a novas estruturas de gerenciamento de capital. À medida em que o mercado global se torna cada vez mais complexo, a otimização da gestão se torna cada vez mais desafiadora. Sendo assim, a especialização do conhecimento sobre as variáveis e instrumentos que compõe esse modelo de negócio passa a ser um pré-requisito para a excelência na gestão de investimentos.

Esta crescente necessidade de especialização e a existência de custos fixos nas operações financeiras contribuem para a profissionalização da gestão e são os fatores que têm levado os investidores a transferir a gestão de seus recursos para profissionais da Indústria. Assim se formam as chamadas Assets, do termo Assets Managements, que irão gerenciar

profissionalmente o capital de terceiros em troca de uma taxa de administração e de uma remuneração sobre a performance.

O termo “*Asset Management*” geralmente se refere a reorganização da alocação de capital provindo de diferentes fontes. “Fundo de Investimento” se refere às mais variadas formas de reagrupamento deste capital e é considerado um produto do mercado financeiro.

O mercado de fundos de investimento desenvolveu-se muito nos últimos anos em todo o mundo. A criação de novos instrumentos financeiros (como os derivativos), a consolidação das instituições que regulam o mercado, a proliferação dos chamados gestores independentes¹ e o desenvolvimento teórico quantitativo no processo de seleção de fundos e ativos contribuíram em larga margem para um crescimento exponencial do patrimônio sob gestão.

O desenvolvimento desta modalidade de negócios no Brasil é bastante recente, tendo se iniciado na década de 90. O Plano Real e a conseqüente estabilização econômica e controle inflacionário, podem ser considerados fatores decisivos nesse processo, já que permitiram ao investidor uma visão real de seus ganhos, contribuindo, dessa forma, para um grande aumento na demanda por fundos.

¹ São chamados de “gestores independentes” aqueles que não estão diretamente ligados a uma instituição financeira.

2 OBJETIVO

O objetivo deste trabalho é analisar as variáveis estratégicas relevantes do setor de *Assets* no Brasil, propondo assim uma caracterização do cenário atual e identificando tendências para os próximos anos.

Os elementos analisados foram determinados a partir das teorias de estratégias e das particularidades das *Assets*.

A partir de entrevistas, revisões de documentos e coletas de dados em instituições dessa indústria buscou-se mensurar as variáveis relevantes e usar ferramentas qualitativas de análise estratégica.

Com a consolidação dessas informações, pretendeu-se então estabelecer uma visão mais clara sobre as condições estratégicas atuais do segmento de *Assets* e detectar as principais tendências do setor no futuro da Indústria de Serviços Financeiros do Brasil.

3 METODOLOGIA

O trabalho elaborado faz um estudo predominantemente *descritivo* - pois busca avaliar variáveis conhecidas na literatura, usadas para descrever um cenário estratégico.

Parte significativa da pesquisa qualitativa foi elaborada com base nos conceitos de Ghemawat sobre contextualização da indústria e mapeamento do cenário de negócios. Foram aplicadas as ferramentas propostas nesses modelos, como a mensuração da oferta e demanda, e as técnicas para o mapeamento do setor, em especial o Modelo das 5 forças, proposto pelo Professor Michael E. Porter.

A pesquisa qualitativa fundamentou-se na revisão de dados, tanto primários quanto secundários.

Os dados secundários foram extraídos, dentre outros, de relatórios trimestrais, semestrais e anuais elaborados por órgãos reguladores e instituições governamentais, bem como por empresas privadas que atuam no setor. Atentou-se a utilizar fontes de instituições de credibilidade no mercado.

Grande parte dos dados que descreviam aspectos regulatórios ou organizacionais, ou ainda que endereçavam propriedades quantitativas dos agentes dessa indústria foram extraídos de

relatórios fornecidos anual e semestralmente pelos órgãos reguladores, como a Agência Nacional dos Bancos de Desenvolvimento (Anbid), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Banco Central do Brasil. Desses órgãos, a Anbid representa as instituições que atuam no mercado de capitais brasileiro, contribui com a auto-regulação de suas atividades, provê informações sobre o mercado e promove iniciativas voltadas pra educação de investidores e profissionais. A CVM disciplina, normatiza e fiscaliza a atuação dos diversos integrantes do mercado financeiro.

Nas análises de ordem geral, sinalizando macropropriedades, grandes movimentos ou tendências do segmento das *Assets* no Brasil e no mundo, foram utilizados, dentre outros, documentos produzidos trimestralmente por empresas de prestígio - tais como McKinsey e Boston Consulting Group - e artigos e publicações de alguns dos chamados “formadores de opinião” desta indústria, como o Valor Econômico, Institutional Investor e Bloomberg.

Dados primários para as análises foram obtidos a partir de entrevistas detalhadas feitas com quatro profissionais do setor das *Assets*, intencionalmente diversos, para que confrontando suas opiniões com as variadas informações acumuladas, se pudesse detectar tanto direções plausíveis quanto incertezas sobre o futuro desse segmento. O roteiro das entrevistas questionou os profissionais quantos às tendências futuras do segmento das *Assets* de acordo com cada um dos tópicos abaixo:

- Crescimento
- Concorrências
- Produtos
- Diversificação
- Substitutos

- Tributação
- Regulamentação
- Fusões e Aquisições

O colaboradores das entrevistas foram:

- Carlos Perpetuo, sócio da AAA Gestão
- Bruno Agrélio, ex- trader do JP Morgan
- Marcelo Martins, gerente do fundo de Private Equity da Asset Gávea Investimentos
- Alexandre Abeid; Fundador e ex-sócio do Banco Garantia, onde trabalhou por 12 anos e depois fundou o banco Destak, que agora virou Asset.

As análises de caráter quantitativo basearam-se em consultas feitas à base de dados Quantum, largamente utilizada no mercado financeiro brasileiro. Os dados crus, ou primários, dessa coleta foram então selecionados e organizados de forma a indicar aspectos referentes a evolução histórica de oferta e demanda, ao crescimento do setor e ao aumento de produtos substitutos, dentre outros.

A variedade de informações geradas pelas análises mencionadas na revisão da bibliografia foi então consolidada, fundamentando a descrição estratégica do cenário atual das *Assets* e a discussão sobre alguns pontos relativos ao futuro do setor.

Note-se que a atividade de consolidação envolve não somente a detecção de similaridades entre as informações, mas também a localização de incongruências entre elas, as quais, ora podem indicar debilidades da coleta, ora podem sugerir incertezas presentes no mercado.

4 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

4.1 INDÚSTRIA

Os serviços disponibilizados pela Indústria Financeira são denominados “Serviços financeiros” e é o termo usado para se referir as organizações que lidam com gerenciamento de capital e incluem bancos, empresas de crédito, instituições financeiras, empresas do governo, corretoras, entre outras. (Ann,2007).

O termo “Serviço financeiro” tornou-se mais usado nos Estados Unidos, parte em consequência do Gramm-Leach-Bliley Act, a lei do final da década de 80, que permitiu a fusão de diferentes tipos de companhias na Indústria de Serviços Financeiros dos Estados Unidos. Esta mudança gerou a criação “das empresas de serviços financeiros” que ofereceriam serviços de operações bancárias, de agência corretora e de seguros aos clientes. Logo depois, essas companhias de serviços financeiros começaram a oferecer serviços de administração de recursos como uma solução as necessidades dos clientes. (Hunt,2006).

4.1.1 Principais áreas da Indústria Financeira

Bancos de Investimentos

Bancos de Investimentos ajudam empresas, instituições governamentais e suas agências a acumular capital negociando e vendendo ações no mercado primário. Eles auxiliam empresas

públicas e privadas no levantamento de fundos no mercado de capitais assim como disponibilizam serviços de consultoria estratégica para fusões, aquisições e outros tipos de transações financeiras.

Bancos de Investimentos também atuam como intermediários em operações para os clientes. Bancos de Investimentos são diferentes dos Bancos Comerciais, que utilizam os depósitos para empréstimos. Nos últimos anos, porém, as duas diferentes linhas de serviços têm se aproximado, ao passo que os Bancos Comerciais vêm oferecendo mais serviços de investimentos aos seus clientes.

A receita global dos Bancos de Investimentos cresceu pelo terceiro ano consecutivo em 2005, para USD 52 bilhões. Isso representa 14% a mais que o ano anterior, porém 7% a menos que o ano de 2000. A recuperação da economia global e do mercado de capitais resultou em um crescimento das atividades de fusões e aquisições, que tem sido fator primordial para o aumento da receita em *Investment Banking* nos últimos anos. A diversificação/proliferação de crédito está se acentuando e intensificando a competição.

Banco Comercial

Banco Comercial é o termo utilizado para definir e diferenciar os bancos normais dos Bancos de Investimentos. Estes seriam os bancos aos quais as pessoas normalmente se referem. O termo “comercial” é usado para diferir dos Bancos de Investimento. Considerando que os dois tipos de banco não deverão ter necessariamente suas atividades separadas em duas empresas, muitos usam o termo “bancos comerciais” para se referir aos bancos que focam principalmente em empresas. Em alguns países, o termo “banco de operações” foi e ainda é usado para se referir a um banco comercial. Depois da quebra do mercado de capitais na crise de 29, o Congresso americano aprovou o *Glass-Steagal Act*, exigindo que os Bancos

Comerciais se engajassem somente em atividades bancárias (aceitando depósitos, fazendo empréstimos e cobrando taxas com base no tipo de serviço), ao passo que Bancos de Investimentos estariam limitados a atividades no mercado de capitais. Esta separação não é mais obrigatória.

Corretoras

A Corretora é a empresa que vai intermediar as operações entre comprador e vendedor. Uma corretora que atua como vendedora ou compradora se torna parte principal da operação.

Assets Management / Gestoras de Recursos

A *Asset Management* é a empresa que gerencia recursos profissionalmente. Por uma taxa fixa de administração e uma remuneração variável sobre a performance, as *Assets Management* gerenciam o capital de investidores, sejam eles pessoas físicas ou instituições.

4.1.2 Histórico da Indústria

Depois da queda no mercado devido a crise de 1929, o congresso americano inseriu na legislação o “*Glass-Steagal Act*“, que proibiu a consolidação de bancos e empresas de seguros a fim proteger o público no caso de um outro evento financeiro catastrófico. O resultado foi que os investidores tiveram que manter contas separadas e em instituições diferentes.(Juniac e Frost, 2004)

O primeiro fundo mútuo nos Estados Unidos iniciou suas operações em 1924 e existe até hoje. A história dos fundos hedge-funds, também conhecidos como fundos multimercados, teve início no final da década de 40 nos Estados Unidos, quando Alfred Winslow Jones constituiu o primeiro fundo que procurava obter retornos absolutos acima da média do mercado, sem que para tanto fosse necessário apostar na alta ou na queda das ações. Nesta

ocasião o fundo foi estruturado como sociedade limitada, para evitar rígidos controles da *Securities and Exchange Commission* (SEC) e permitir maior flexibilidade na gestão dos recursos.

As mudanças no mercado financeiro que ocorreram na segunda metade do século XX, principalmente o desenvolvimento dos instrumentos derivativos, permitiram que os *hedge funds* tomassem posições direcionais, em que o resultado está relacionado à tendência do mercado, com proteção de opções.(Leal e Varga, 2006).

A segunda metade da década de 1960 foi marcada pelo reconhecimento e pelo crescimento da indústria de *hedge-funds*. Apesar do fundo de Jones ter sido criado em 1940, só em 1966, quando *Carol Loomis* em artigo para a revista *Fortune* (Loomis,1966) chamou a atenção para sua performance superior àquela de fundos mútuos bem sucedidos na época, é que os investidores passaram a considerar os *hedge-funds* uma alternativa de investimento. (Leal e Varga, 2006).

Após a publicação do artigo de Loomis, estima-se que tenham sido criados entre 140 a 200 *hedge funds*, entre os quais estão incluídos os de George Soros e Michael Steinhardt. Durante este período a Bolsa americana apresentou resultados positivos (chamado bull market). (Leal e Varga, 2006).

Os anos que se seguiram ao boom dos *hedge funds* (e do mercado de ações) foram marcados por rearranjo da indústria. Pois a maré baixou entre 1969 e 1974 e diversos *hedge funds* que haviam sido criados poucos anos antes, fecharam. Entretanto, os que provaram boa capacidade de gestão ganharam reputação e a atenção dos investidores. (Leal e Varga, 2006).

As décadas de 70 e 80 foram de desaceleração da economia americana, o que impactou a demanda por fundos de investimentos. Este declínio durou mais de 15 anos. A alta do mercado acionário no final da década de 80 agiu como ponto de inflexão nesse ciclo. Diversos fatores, além da alta das Bolsas, contribuíram para este crescimento, principalmente o aumento dos investimentos por parte dos investidores individuais americanos, a cobertura positiva por parte da mídia e a evolução dos mercados derivativos. (Leal e Varga, 2006).

No início da década de 90 os *hedge-funds* começaram a receber comentários negativos na mídia. A saída da libra esterlina do Sistema Monetário Europeu foi creditada a fundos como o Quantum de Soros, apesar de um estudo publicado pelo FMI ter mostrado que não havia evidência de manipulação de mercado, ou aumento da volatilidade por causa dos *hedge-funds*. (Leal e Varga, 2006).

Em 1994, a forte subida da taxa de juros dos Estados Unidos gerou problemas para diversos fundos. A subsequente quebra do mercado de bonds levou a perdas substanciais, e a algumas quebras. A indústria se recuperou em 1995 e 1996 e entrou em um estado mais maduro, mas foi novamente testada pela crise de Rússia e o famoso caso do LTCM. (Leal e Varga, 2006).

Entretanto esses fatores não desaceleraram o interesse pelos *hedge funds*, mas certamente levaram a uma maior cautela por parte das autoridades regulatórias e dos investidores.

Apesar de entre 1999 e 2002 o desempenho da indústria ter apresentado declínio devido a queda das ações de mercado, os ativos da indústria global de administração de fundos cresceram pelo segundo ano consecutivo em 2004, atingindo um recorde de USD 45.90 trilhões. Isso representa um crescimento de 6% em relação ao ano anterior, e 40% em relação

a 2002. O crescimento dos últimos 2 anos se deu devido ao aumento de injeção de capital nesta indústria e a excelente performance do mercado de capitais.

Segundo a Standard & Poor's , um dos maiores fornecedores independentes de informações como índices, avaliação de riscos e dados de pesquisa de investimentos, a indústria de Serviços Financeiros pode ser considerada a maior do mundo, em termos de volume de capital movimentado. Até a data de 2004, a indústria representava 20% da capitalização de mercado.

Indústria no Brasil

No Brasil esta indústria é mais recente. Até a década de 30, a economia brasileira era caracterizada como agroexportadora. O Brasil exportava principalmente café e a economia estava muito suscetível a crises externas. Assim, em 1929, quando a economia mundial entrou em uma de suas maiores crises, o país sofreu por depender fortemente da exportação de um único produto.(Luquet,2002)

Em 1930 ocorreu uma ruptura no processo político brasileiro, que deixou de ser totalmente dominado pela elite agrária exportadora, e passou a tentar incorporar as classes médias urbanas ao processo político e econômico. Foi neste contexto que o Estado incorporou a industrialização na sua agenda. (Luquet,2002)

A industrialização exige investimento. Este primeiro impulso de investimento vem só do Estado, mas aos pouco vão aparecer outros projetos e o setor privado começa a necessitar de recursos para o financiamento. Começam então a surgir os instrumentos para captar recursos. Em 1957, o Crescincos, o primeiro fundo de investimentos no país nasceu neste contexto, para ser um desses instrumentos. (Luquet,2002)

Até 1966 não havia Banco de Investimento no Brasil, mas havia algumas instituições especializadas na colocação de ações no mercado. O Crescincos pertencia à International Basic Economic Corporation (Ibec), uma empresa do grupo Rockefeller. A Deltec, empresa coligada a Deltec Banking Corporation, foi quem criou o segundo fundo do país, também um fundo de ações, o Condomínio Deltec. As duas empresas foram responsáveis pelas mais significativas operações do mercado de capitais na época e foram absorvidas pelo Banco de Investimento do Brasil (BIB), empresa do grupo Moreira Salles, que é hoje o conglomerado Unibanco. (Luquet,2002)

O Crescincos foi o primeiro fundo de investimentos do país, mas não só isso. Por anos ele foi o maior fundo do mercado brasileiro, numa era em que os fundos de renda fixa ainda não existiam. Os fundos de renda fixa apareceram para financiar o setor público. O primeiro fundo de renda fixa foi criado em 1982, o CSC7 do extinto banco Crefisul. (Luquet,2002)

No final da década de 80, quando foram autorizados a investir no Brasil os primeiros fundos e carteiras de investimento de investidores estrangeiros, as instituições financeiras brasileiras começaram a estruturar áreas especializadas na prestação de serviços para este tipo de serviço. (Luquet,2002)

Um grande marco para o crescimento da indústria no Brasil foi o Plano Real. Ao controlar a inflação em níveis adequados foi um dado um importante passo para a estabilização da economia, permitindo assim, um aumento da demanda por fundos de investimentos. A inflação menor permitiu que os investidores identificassem os ganhos reais de seus investimentos. (Luquet,2002)

E a evolução da regulamentação sobre a indústria de fundos também contribuiu para seu crescimento. Essa reformulação proporcionou o alongamento dos prazos das aplicações e uma maior liberdade na composição das carteiras dos fundos, respeitando a legislação relativa de cada fundo. (Luquet,2002)

No entanto, enquanto a regulamentação e a queda da inflação criaram o terreno para o crescimento da indústria, as altas taxas de juros praticadas no Brasil desestimulavam a procura por este tipo de investimento, pois poucos investidores tinham disposição em aumentar seus riscos para buscar um incremento nos já altos retornos da taxa livre de risco. (Luquet,2002)

Este ambiente começou a mudar recentemente. Com a queda das taxas de juros, começou a crescer a procura por alternativas de investimentos mais rentáveis em relação aos fundos de renda fixa tradicionais. (Luquet,2002)

4.1.3 Players da Indústria

Os agentes desta indústria são os Investidores, as *Assets*, o Administrador, as Corretoras e o Órgão regulador.

Investidor

Os investidores são os provedores do capital a ser gerenciado, e neste caso podem ser instituições (companhia de seguros, fundos de pensão, corporações, etc.) ou investidores privados (tanto diretamente, com contratos de investimentos, quanto por fundos de investimentos coletivos como, por exemplo, *mutual funds*)

Asset Management

A *Asset Management*, ou Gestora de Recursos é a empresa contratada pelo investidor para fazer a gestão de seus recursos.

A prática executada pelas *Assets*, o *Investment Management*, é a gestão profissional de diferentes ativos com objetivo de atingir metas específicas de investimentos para benefício dos investidores.

O conceito de Gestão de Investimentos engloba elementos de análises financeiras, seleção de ativos, seleção de portfólio, plano de implementação e constante monitoramento dos investimentos.

Custodiantes

Segundo a Agência Nacional dos Bancos de Investimentos, a ANBID, o serviço de custódia sempre fez parte da atividade bancária, se resumindo, em seus primórdios, à guarda de cheques e duplicatas nos cofres dos bancos.

Conceitualmente, o serviço de custódia compreende a liquidação física e financeira dos ativos, sua guarda (entendendo-se como controle, conciliação e movimentação dos ativos) bem como a administração e informação de proventos associados a estes ativos.

A partir de 2000, no entanto, o conceito do serviço de custódia se expandiu com a criação do serviço de Custódia Qualificada, que culminou com o lançamento do Código de Auto-regulação do Serviço de Custódia Qualificada da Anbid em 2004. Para ser um prestador de serviço de Custódia Qualificada, não basta à instituição exercer as atividades básicas descritas acima, mas também prestar o serviço de forma profissional e habitual, e oferecê-lo independentemente de outros serviços prestados pela instituição.

As instituições financeiras que prestam o serviço de custódia qualificada, também oferecem uma série de outros serviços de suporte de investimentos para investidores qualificados em geral (fundos de pensão, empresas de gestão de recursos, seguradoras, tesourarias de empresas, etc).

Estes serviços vão desde cálculo de cotas de fundos até a contabilidade de um fundo de pensão, passando por controladoria de ativos e passivos de fundos de investimento, cálculo de indicadores de risco, emissão de relatórios para órgãos reguladores e fiscalizadores. Para tanto, possuem equipes especializadas, tecnologia de processamento de ponta, completa segregação de funções e planos de contingência constantemente testados e aperfeiçoados.

A tabela abaixo mostra os 10 maiores custodiantes no Brasil, o total de ativos sob sua custódia e o percentual custodiado em relação ao mercado.

	Custodiante	Total de ativos custodiados	Participação relativa %
1	Itaú	494.635,87	28,05%
2	Bradesco	375.348,64	21,38%
3	Banco do Brasil	263.052,44	14,92%
4	Citibank	232.336,04	13,17%
5	HSBC	125.544,78	7,12%
6	Banco Santander Banespa	106.441,71	6,04%
7	Unibanco	48.357,30	2,74%
8	ABN Amro Real	39.945,39	2,27%
9	Safra	22.539,11	1,27%
10	Credit Suisse	15.950,83	0,90%

Fonte: site da Anbid - Data: Maio de 2007

Tabela 1 - 10 maiores custodiantes no Brasil

Administrador

O Administrador do fundo é o responsável legal por prover informações aos órgãos reguladores da indústria. Ele será definido pela *Asset*, pela empresa que gerencia os investimentos. Os serviços de administração incluem cálculo de cota, cálculo de despesas dos

fundos, emissão de relatório aos órgãos públicos e reguladores. Abaixo a tabela mostra o patrimônio líquido administrado em junho de 2007 pelos 10 maiores administradores do Brasil. (Fonte: Anbid)

	Administrador	R\$ milhões
1	Banco do Brasil	200.356,20
2	Itaú	143.600,20
3	Bradesco	125.327,60
4	Caixa Econômica Federal	59.407
5	HSBC	56.797,30
6	Banco Santander Banespa	51.995,80
7	UBS Pactual	50.606,30
8	Mellon Serviços Financeiros	47.373,80
9	Unibanco	42.126,40
10	ABN Amro Real	41.371,10

Tabela 2 – 10 maiores administradores do Brasil

Órgão Regulador

Atualmente o órgão responsável pela regulação e fiscalização dos fundos de investimentos no Brasil é a CVM - Comissão de Valores Mobiliários. A CVM, como órgão regulador da indústria, dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.

A Anbid, Agência Nacional dos Bancos de Investimentos, auxilia na construção, modernização e aperfeiçoamento da legislação de fundos de investimento, influencia e dá suporte à indústria para explorar adequadamente as oportunidades de crescimento.

Nos Estados Unidos este órgão é o Securities and Exchange Commission, a SEC.

À medida que a remuneração decresce, os fundos tenderão a investir em outros ativos, havendo o risco de que os cotistas não estejam efetivamente cientes disto. É também neste

contexto que se insere o órgão regulador, que tem por objetivo aperfeiçoar o dever das instituições integrantes do sistema de distribuição de verificar a adequação entre o perfil do investidor e a recomendação de investimento que lhe está sendo dirigida (a chamada *suitability*)

Hoje os investidores em geral estão em busca de maiores rentabilidades, sendo necessário que a regulamentação se assegure de que também os riscos mais intensos dos produtos, e sua maior volatilidade, estão sendo adequadamente percebidos por estes investidores não profissionais.

4.2 CARACTERÍSTICAS DAS *ASSETS*

4.2.1 Produtos – Características dos fundos de Investimentos

Segundo a definição da Agência Nacional dos Bancos de Investimentos, a Anbid, um fundo de investimento é um condomínio que reúne recursos de um conjunto de investidores, com o objetivo de obter ganhos financeiros a partir da aquisição de uma carteira de títulos ou valores mobiliários.

Existem desde o século XIX, sendo que o primeiro foi criado na Bélgica, e logo depois na Holanda, França e Inglaterra. O primeiro fundo nos Estados Unidos iniciou suas operações em 1924, e existe até hoje. No Brasil, o primeiro fundo iniciou suas atividades em 1957.

Através dos fundos, os pequenos investidores têm acesso a melhores condições de mercado, menores custos e contam com administração profissional, colocando-os em igualdade com os grandes investidores. (Assaf Neto, 2000)

Os fundos tornam possível a diversificação dos investimentos, através da aplicação em suas diferentes classes, visando diluir o risco e aumentar o potencial de retorno. É válido também ressaltar que os recursos dos fundos nunca se misturam aos da instituição administradora. (Fortuna,1999).

Segue abaixo as qualificações dos produtos existentes no mercado:

- Fundo de Ações: Suas carteiras são compostas primordialmente por ações. Sua principal característica é ter no mínimo 51% do seu patrimônio em ações. Esses fundos são acionistas minoritários de diversas empresas, mas em algumas ocasiões têm participação na sua administração. Um caso particular são fundos de *Private Equity*, cujo foco são empreendimentos específicos de maturação longa com prazo definido de encerramento de participação no fundo. Geralmente são fundos de maior risco por ter uma grande variação e um comportamento de difícil previsibilidade futura.

- FIF – Fundo de Investimento Financeiro; Fundo de risco de crédito soberano. Conhecidos como fundos de Renda Fixa são limitados a investir 49% em ações, o restante deve ser alocado em títulos de Renda Fixa, públicos ou privados. Nesses fundos o objetivo do investidor é preservar o capital contra inflação. Os fundos canalizam os recursos dos investidores para títulos públicos, atuando como financiadores de governos, ou seja, são o veículo por meio do qual o pequeno poupador (pessoas físicas) e o grande poupador (empresas) financiam a dívida do governo.

- FAC / FOF – Fundo de Aquisição de Cota / *Fund of Funds*: Conhecido por “fundo de fundos”, pode ser tanto Fundos de Renda Fixa (FIF) como fundos de renda variável (ações). Sua liquidez e tributação depende dos fundos que compõe o FAC. Cada fundo está limitado a ter uma participação de 20% em um FAC, com exceção de fundos do mesmo administrador. Os fundos multicarteira, multiportifólio ou diversificado são nomes comerciais para os FAC`s.

- Fundos Multimercados; também conhecidos como *Hedge Funds* – São fundos que combinam estratégias de investimentos dos demais tipos de fundos, diversificando suas carteiras. São considerados há muito a elite do sistema financeiro pelo arrojo e pela capacidade de fazer, simultaneamente, operações em moedas, ações, commodities e títulos. Os *Hedge-Funds* podem ser considerados fundos de Ações que incorporam estratégias de *hedge*, de seguro, no seu portfólio. É o tipo de fundo que mais cresceu nos últimos anos em volume e em participação na indústria.

- FIEX – Fundo de Investimento no Exterior: Fundos domésticos com risco em Dólar. Ou seja, 80% dos seus ativos devem estar aplicados em títulos da dívida externa brasileira. Como estes títulos são negociados em dólares, existe uma proteção (*hedge*) cambial natural. No caso de uma desvalorização da moeda brasileira, o fundo irá refletir a variação do preço do título (cotado em dólares) mais a variação da relação real/dólar, devendo, portanto, subir.

- Fundos Imobiliários: Forma acessível de investimento em empreendimentos imobiliários (shoppings, parques temáticos, hospital, flats etc.) Sua rentabilidade varia

de acordo com o sucesso do empreendimento. A tributação deste fundo é um pouco mais complexa.

4.2.2 Assets Management

As *Assets* oferecem oportunidades globais de investimentos em ações ativas e estruturadas, renda fixa, moeda, caixa e estratégias inovadoras de investimento direto em fundo de fundos em alternativas como *hedge funds* e *private equity*.

A principal função de um fundo de investimento é ser um veículo para levar os recursos do poupadores para os agentes econômicos que estão investindo na produção. Seus gestores identificam setores que precisam de recursos para crescer e que remunerem os investidores com taxas acima da média. Tão importante quanto a existência da poupança financeira é permitir que estes recursos cheguem aos empreendedores. (Luquet, 2002)

Assim os investidores, mesmo os pequenos, conseguem ter uma carteira diversificada, o que dilui o risco de suas aplicações e aumenta o potencial de retorno porque a aplicação é feita em diversos projetos. Os pequenos poupadores têm, então, acesso a esses investimentos que, não fosse assim, seria privilégio dos grandes investidores.

Um fundo de investimento é um condomínio onde todos participam com uma fração do valor total e com o mesmo objetivo. O patrimônio do fundo é a subtração do somatório do Ativo pelo Passivo. O Ativo são os papéis que o fundo carrega na carteira e o Passivo são as despesas que o fundo tem que arcar. (Assaf Neto, 2000).

As despesas pertinentes de um fundo de investimentos são explicadas abaixo:

- Taxa de Administração – Em favor da instituição que controla os recursos. Tal taxa visa remunerar os serviços de administração, cálculo de cota, emissão de extrato, correspondência, etc... Geralmente é um percentual ao ano dividido pelo número de dias úteis no ano.

- Taxa de Sucesso/ Performance/Desempenho - Objetiva remunerar o resultado excepcional Não há uma periodicidade determinada, a taxa varia conforme o atingimento da meta estabelecida como rentabilidade ideal para o fundo. Por exemplo, 20% da variação acima do CDI. Quem recebe é o gestor da carteira, que não necessariamente é o mesmo que o administrador.

- Taxa de Fiscalização da CVM – Obrigatória em todos os fundos de valores mobiliários (FITVM). Sua periodicidade é trimestral e varia conforme o tamanho (PL) do fundo.

- Taxa de Custódia – Prevista na legislação e não obrigatória, esta taxa incide sobre a “guarda” de uma carteira de ações.

- Taxa de Corretagem – Custo de serviço de operações em mercados organizados (vulgarmente conhecido como Bolsas). Geralmente é um percentual sobre o valor operado, que é acordado entre a instituição administradora do fundo e a corretora. O volume negociado é a base para estabelecer este valor, que geralmente equivale a 0,5% do valor das operações (compra+venda)

- Despesas com auditoria – Obrigatória pela legislação: destina-se a contratação de um auditor independente que certificará se os procedimentos adotados pelo administrador

são coerentes com a legislação específica e com o regulamento do fundo. O custo deste serviço varia conforme o tipo de fundo (geralmente fundos de renda variável é mais caro), tamanho (patrimônio), quantidade de fundos que o administrador possui e o relacionamento da instituição com o auditor.

A cota é a fração correspondente ao patrimônio, todos devem ter o mesmo tratamento independente do número de cotas que possuem. As cotas são líquidas de todas as taxas e despesas do Fundo. (Assaf Neto, 2000).

Os fundos, por sua vez, são divididos em diversas categorias. O Fundo é um veículo, uma forma de investimento em uma classe de ativos. Esta classe de ativos que caracteriza o fundo, portanto se tenho um fundo composto por ações o fundo será de ações e assim por diante. (Assaf Neto, 2000).

4.3 FATORES CRÍTICOS

4.3.1 Fatores Críticos de Investimento

Segundo o relatório anual do Boston Consulting Group, publicado em 2005, existem três fatores a serem analisados e devidamente definidos frente a decisão de um investimento: Prazo, Risco e Retorno.

Prazo

Qual é a disponibilidade de tempo que os recursos têm de permanecer aplicados e, assim dizendo, não resgatados? Esta resposta depende diretamente da finalidade de aplicação do resultado do investimento. Geralmente é muito bem pensado pelo investidor.

Risco

Talvez uma das coisas mais complicadas de se definir em um investimento é o perfil de risco que se está disposto a assumir. Nenhum potencial investidor gostará de perder dinheiro investido, porém alguns deles se mostram dispostos a “expor” parte de seu capital em busca de uma rentabilidade maior. Desta maneira, pode se definir o perfil do risco do investimento através da pergunta: Qual percentual de recursos se está disposto a perder em busca de um retorno maior ? Classificamos os investidores em 3 níveis:

- Conservador: Aversão ao risco. Disponibilidade de exposição menor de 30%
- Moderado: Disponibilidade de comprometer 30% do investimento.
- Agressivo: Expõe mais de 30% do valor aplicado.

Retorno

Consolida os dois primeiros tópicos. Dependendo do prazo que o investidor deixará seus recursos aplicados e do nível de risco que ele poderá assumir, poderemos analisar o retorno. Se existe aversão a risco e prazo curto, a aplicação não poderá oferecer uma rentabilidade atrativa.

Vale a pena ressaltar que hoje em dia pequenos investidores já têm condições de diversificar seus investimentos. A indústria de fundos de hoje disponibiliza uma enorme variedade de fundos multicarteras, multiportifólios, que diversificam suas aplicações em diversos mercados e diversos produtos. São muitos os fundos que aplicam em bolsas, juros, moeda. Existem alguns que combinam ganhos variáveis com rendimentos de juros e aplicações em moeda.

No Brasil, na hiper-inflação do passado, investimentos na moeda dólar e em cadernetas de poupança eram muito rentáveis. Chegando a estabilidade da moeda outros tipos de investimentos passaram a chamar a atenção por oferecer opções de resultados mais atrativos.

Com esta mudança no cenário, caíram algumas barreiras por parte dos investidores, como a de aplicar recursos em poupança, e a aversão ao mercado financeiro e seus respectivos riscos.

O fator primordial para o investidor que pretende aplicar é a seleção da instituição financeira na qual ele vai alocar seus recursos. Existem hoje inúmeros bancos de varejo, bancos de investimentos, *Assets Managements* (administradoras de recursos) de pequenos, médio e grande porte. Todos estes tipos de instituições têm suas vantagens e desvantagens.

Existe uma abordagem personalizada dirigida a cada investidor. Quando o investidor decide aplicar, primeiramente identifica-se seu perfil com base no risco que ele está disposto a tomar. Definem-se perfis como conservador, moderado ou agressivo. Definindo-se o perfil, define-se o tipo de aplicação.

4.3.2 Fatores Críticos de Gestão

Segundo o *Financial Industrial Report* da consultora McKinsey, as análises da indústria e de suas empresas top em performance levam a destacar alguns pontos importantes em relação práticas de sua gestão:

- Controle de risco
- Estilo de investimentos
- Alocação de ativos
- Medida de performance
- Relacionamentos

Controle de Risco

O objetivo de toda *Asset* é ter bons resultados e compatíveis com o mercado. Para isso é de extrema importância que as *Assets* controlem e gerenciem os riscos eficientemente para gerar performance consistentes às suas tolerâncias.

A complexidade desta questão mora no fato de que os produtos do mercado financeiro estão expostos a diferentes tipos de riscos, muitas vezes difíceis de mensurar. No caso de um Fundo de Investimentos, podemos destacar os seguintes fatores de risco:

I - Risco de Mercado – O valor dos ativos dos fundos nos quais o Fundo investe está sujeito às variações e condições dos mercados, especialmente dos mercados de câmbio, juros, bolsa e dívida externa. Em caso de queda do valor dos ativos que compõem as carteiras dos fundos, o patrimônio líquido do Fundo pode ser afetado negativamente. Em determinados momentos de mercado, a volatilidade dos preços dos ativos pode ser elevada, podendo acarretar oscilações bruscas no resultado do Fundo.

II - Riscos de Crédito – Consiste no risco dos emissores de títulos e valores mobiliários que integram o Fundo e as carteiras dos fundos nos quais o Fundo investe não cumprirem suas obrigações de pagar tanto o principal como os respectivos juros para o Fundo ou aos fundos. Adicionalmente, os contratos de derivativos e demais contratos que integrem o Fundo e as carteiras dos fundos nos quais o Fundo investe estão sujeitos ao risco da contraparte ou instituição garantidora não honrar sua liquidação. Alterações na avaliação do risco de crédito do emissor podem acarretar oscilações no preço de negociação dos títulos que compõem a carteira do Fundo e as carteiras dos fundos nos quais o Fundo investe.

III - Riscos de Derivativos – Os fundos nos quais o Fundo investe podem realizar operações nos mercados de derivativos como parte de sua estratégia de investimento. Estas operações podem não produzir os efeitos pretendidos, provocando oscilações bruscas e significativas no resultado do fundo, podendo ocasionar perdas patrimoniais.

IV – Riscos de Liquidez - Consiste no risco do Fundo não estar apto a efetuar pagamentos relativos a resgates solicitados pelos Cotistas, em decorrência de da liquidez dos fundos nos quais o Fundo investe devido aos seus regulamentos, condições atípicas de mercado e/ou outros fatores que acarretem falta de liquidez dos mercados nos quais os valores mobiliários integrantes das carteiras dos fundos são negociados. Neste caso os gestores dos fundos nos quais o Fundo investe podem ser obrigados a liquidar os ativos dos fundos a preços depreciados para fazer frente a resgates, o que poderá influenciar negativamente o patrimônio líquido do Fundo.

V - Risco de Mercado Externo: o Fundo e os fundos nos quais o Fundo investe poderão manter em sua carteira ativos financeiros negociados no exterior ou adquirir cotas de fundos que invistam no exterior consequentemente sua performance pode ser afetada pela conjuntura política, econômica e social dos países dos ativos investidos, por requisitos legais ou regulatórios, por exigências tributárias, por procedimentos operacionais diversos, relativos a todos os países nos quais ele invista ou, ainda, pela variação do Real em relação a outras moedas.

VI - Risco de Informação Limitada Sobre os Fundos nos quais o Fundo Investe: embora o Gestor do Fundo receba informações de cada fundo em que investe a respeito do seu desempenho histórico e sua estratégia de investimentos, o Gestor do Fundo tem pouca informação sobre a carteira corrente dos fundos. A ausência de tal informação pode aumentar

a possibilidade do Fundo sofrer uma perda com relação a um investimento em um fundo. O Gestor, entretanto, emprega mecanismos de avaliação de risco para seus investimentos, e emprega seus melhores esforços para monitorar cada um destes investimentos a fim conduzir o gerenciamento de risco.

Estilos de Investimentos

Existe uma série de diferentes estilos de investimentos que uma instituição pode implementar. Por exemplo, crescimento, valor, pequena capitalização, indexed. Cada uma destas abordagens tem diferentes características e, em qualquer contexto financeiro, diferentes perfis de risco. (Dab, Frost e Schwarz, 2007).

Há evidências de que um investimento voltado para crescimento (que compra ganhos crescentes) são especificamente eficaz quando a empresa que tem capacidade para gerar tal crescimento está escassa. Inversamente, quando tal crescimento é abundante então há evidências de que estilos de investimentos voltados para o valor (ao invés de crescimento) tendem a apresentar um desempenho de sucesso. (Dab, Frost e Schwarz, 2007).

Tudo isso leva a uma atenção a adequação do estilo de investimento a estratégia de negócio. Mais do que nunca os dois deverão estar casados para proporcionar comportamentos e performances esperados. (Dab, Frost e Schwarz, 2007).

Alocação de Ativos

Um fator crucial na gestão de uma *Asset* é a estratégia de alocação dos ativos. Principalmente pelo fato de este ser o primeiro determinante de retorno a longo prazo. Um bom negócio, com boas expectativas, deve focar na alocação dos ativos e alternar esta alocação durante o período do investimento. A qualidade crucial do administrador do fundo de sucesso consiste em

desenvolver a alocação coerente dos ativos, otimizando os montantes investidos e alcançando o melhor desempenho possível, respeitando os limites de risco do cenário estabelecido e adequando a performance aos objetivos dos clientes. (Haberer e Kohan, 2007).

Medida de Performance

A performance do fundo é um dado importante sobre a administração do fundo e no contexto institucional, essa medida é uma necessidade. Para este propósito (e geralmente também para controle interno) as instituições medem a performance de cada um dos fundos sob sua gestão. A performance também é avaliada por terceiros, por empresas especializadas em avaliação de performance de fundos de investimento. (Faeste, 2003).

A ênfase na satisfação destas medidas tem crescido frente às exigências dos investidores conscientes. Para tal, será necessário mais do que nunca uma medida acurada e de credibilidade no mercado a fim de proporcionar a *Asset* a imagem necessária para maior captação de recursos. (Faeste, 2003).

Relacionamentos

As *Asset Managements* servem as necessidades de investimentos de instituições pelo mundo. O conhecimento das economias locais, indústrias e culturas ajudam a desenvolver um relacionamento global, ajudando no objetivo de entregar o que os investidores mais querem: acesso a uma ampla magnitude de oportunidades de investimentos, consistência e retornos concretos. (Loyo e Ferraz, 2007).

Acredita-se que a abordagem do time, a cultura de uma *Asset* em relação ao ambiente externo, ajuda a difundir a idéia de gerar resultados consistentes, desenvolvidos em uma base global de sólidos relacionamentos.

Por se tratar de uma empresa na qual a receita está diretamente vinculada a oscilações do mercado, é de grande importância que exista um bom relacionamento da equipe com os agentes do mercado que possam prover informações das variáveis macroeconômicas que incidem sobre o mercado financeiro.

Muitas vezes as parcerias e o relacionamento com outras instituições acabam por viabilizar uma comunicação eficiente entre os agentes do mercado, fazendo com que todos usufruam da disponibilidade de informação.(Loyo e Ferraz, 2007).

5 ANÁLISE OFERTA X DEMANDA

Os EUA é o maior detentor de fundos de investimentos. Em 2004 apresentou 43% do total da indústria mundial, seguido do Japão com 14%, e em seguida o Reino Unido, com 7%. A Ásia tem mostrado um forte crescimento nos últimos anos, e países como Índia e China representam um enorme potencial, e muitas grandes empresas já se mostram interessadas nesta região.(Gopinath, 2007)

A tabela abaixo mostra os 10 maiores *Assets Management* por ativos sob gestão em 2005, segundo a pesquisa da Global Investors.

Rank	Empresa	Assets under management (US\$ milhões)	País
1	Barclays Global Investors	1,400,491	UK
2	State Street Global Advisors	1,367,269	US
3	Fidelity Investments	1,299,400	US
4	Capital Group Companies	1,050,435	US
5	Legg Mason	891,400	US
6	The Vanguard Group	852,000	US
7	Allianz Global Investors	790,513	Germany
8	JPMorgan Asset Management	782,646	US
9	Mellon Financial Corporation	738,294	US
10	Deutsche Asset Management	723,366	Germany

Fonte: Bloomberg Markets (infos referentes a fechamento do ano de 2005)

Tabela 3 - 10 maiores Asset por ativos sob gestão em 2005

No final de junho de 2003, o total de recursos investidos em fundos nos Estados Unidos era de USD 6,8 trilhões, um aumento de 2.8% com relação a junho de 2002. Nesta ocasião a subdivisão dos recursos investidos nas diferentes classes eram:

Brasil

Seguindo tendências internacionais , as instituições financeiras no Brasil vêm crescentemente ampliando o escopo de suas atividades. O banco comercial tradicional, cujas funções se restringiam predominantemente às de emissor de depósitos movimentados por cheques e de fornecedor de empréstimos, foi progressivamente se transformando e incorporando operações típicas de bancos de investimentos.

Segundo o relatório anual publicado em abril de 2007 pela Comissão de Valores Imobiliários, a Indústria Brasileira de Fundos de Investimentos registrou avanços expressivos entre 2005 e 2006, com o volume de recursos administrados atingindo R\$ 1,44 trilhão.

O número dos Fundos de Investimentos aumentou 6%, passando a existir 6.009 fundos no Brasil para um total de 10 milhões de cotistas. Vale considerar aqui que o número de cotistas não corresponde ao número de investidores. Na medida em que o investidor pode aplicar em mais de um fundo, diversos cotistas podem representar um único investidor. Em outras palavras, o número de investidores em um dado fundo é menor ou igual ao número de cotistas.

Um ponto a se destacar é o fato de ter aumentado significativamente a procura por Fundos Multimercados e Ações em detrimento das demais classes, o que pode ser considerado uma mudança no perfil da Indústria.

Classe	2005		2006		Varição
	No de Fundos	Percentual	No de Fundos	Percentual	2005/2006
Fundo Multimercado	2.902	51%	3.267	54	54%
Fundo de Renda Fixa	1.303	23%	1.262	21	21%
Fundo de Ações	596	11%	672	11	11%
Fundo Referenciado	553	10%	541	9	2%
Fundo de Curto Prazo	130	2%	127	2	2%
Fundo Cambial	93	2%	80	1	14%
Fundo de Dívida Externa	69	1%	60	0	13%
Total	5.646	100%	6.009	100%	6%

Fonte- 2º Panorama Anual da Indústria Brasileira de Fundos de Investimento – Abril de 2007

Tabela 4 - Tabela da variacao do numero de fundos por classificacao – 2005 - 2006

Os fundos das classes Multimercado e Ações tendem a correr mais riscos na busca por maior rentabilidade. A relevante procura por estes fundos pode estar relacionada a queda na rentabilidade dos outros fundos, o que por sua vez decorreria da redução das taxas de juros pagas pelos títulos públicos federais.

A importância relativa das classes de fundos é melhor representada, contudo, quando se examina a distribuição do patrimônio gerido. Em dezembro de 2005, o patrimônio líquido dos 5.646 fundos de investimentos alcançava R\$ 1,19 trilhão. Um ano depois, este valor atingiu R\$ 1,44 trilhão, representando um avanço de 21%

Classe	2005	2006	Varição
	PL (R\$ bi)	PL (R\$ bi)	2005 / 2006
Fundo Multimercado	567,9	669,3	18%
Fundo de Renda Fixa	256,3	287,4	7%
Fundo de Ações	268,5	358,7	40%
Fundo Referenciado	54,0	84,6	57%
Fundo de Curto Prazo	36,6	44,1	21%
Fundo Cambial	3,4	2,5	-27%
Fundo de Dívida Externa	3,3	2,3	-30%
Total	1.190,0	1.448,9	22%

Fonte- 2º Panorama Anual da Indústria Brasileira de Fundos de Investimento – Abril de 2007

Tabela 5 - Tabela de Patrimônio Líquido por fundo – 2005 - 2006

A intensa procura pelos fundos das classes Ações e Multimercados também pode ser percebida pela análise dos dados referentes ao número de cotistas. Embora o número total tenha permanecido praticamente estável, em torno de dez milhões, os fundos das classes Ações e Multimercado registraram um aumento significativo de quantidade de investidores enquanto os fundos de todas as demais classes sofreram redução do número de cotistas, conforme mostra a tabela abaixo.

	2005	2006	Variação
Classe	No de Cotistas	No de Cotistas	2005 / 2006
Fundo de Ações	4.088.077	4.299.865	5%
Fundo de Renda Fixa	2.678.151	2.358.933	-12%
Fundo Referenciado	2.291.955	2.199.336	-4%
Fundo de Curto Prazo	733.446	709.046	-3%
Fundo Multimercado	236.206	446.918	89%
Fundo Cambial	22.748	16.973	-25%
Fundo de Dívida Externa	1.787	1.189	-33%
Total	10.052.370	10.032.260	0%

Fonte- 2º Panorama Anual da Indústria Brasileira de Fundos de Investimento – Abril de 2007

Tabela 6 - Tabela do aumento do número de cotistas por classificação – 2005 - 2006

Concentração da Indústria

O nível de concentração da indústria permanece muito restrito a um pequeno grupo de administradores. Os dez maiores administradores, em número de fundos, detinham sob sua administração 64% do número total de fundos em 2006. Sob o critério de patrimônio líquido, reuniam 76% da indústria. Considerando o número de cotistas, os dez maiores administradores respondiam por 92% da indústria em 2006.

Fundos de Varejo

Os Fundos de Varejo são parte do total de fundos descrito acima. Para dados de análise a CVM classificou como Fundos de Varejo aqueles com mais de 2 mil cotistas. A tabela abaixo demonstra o percentual que cada classe de Fundos de Varejo ocupa no total da Indústria.

Classe	2005			2006		
	PL Total	PL Varejo	% da Classe	PL Total	PL Varejo	% da Classe
Fundo de Curto Prazo	39,6	30,8	78%	44,1	32,2	73%
Fundo Referenciado	267,4	196,9	74%	287,4	202,7	70%
Fundo de Renda Fixa	553,8	215,6	39%	669,3	258,5	38%
Fundo Cambial	3,5	0,9	25%	2,3	0,3	13%
Fundo de Ações	49,0	9,9	20%	84,6	19,9	23%
Fundo Multimercado	242,4	12,8	5%	358,7	45,5	12%
Fundo de Dívida Externa	3,1	0,0	0%	2,5	1,1	44%
Total	1.158,8	466,8	40%	1.448,9	560,2	38%

Fonte- 2º Panorama Anual da Indústria Brasileira de Fundos de Investimento – Abril de 2007

Tabela 7 - Percentual que cada classe de Fundos de Varejo ocupa no total da Indústria

O aumento do número dos fundos de varejo foi mais intenso do que o aumento do número de fundos em geral. Em 2006, o conjunto de fundos de varejo somava 557 fundos, com um aumento de 18% quando comparado aos 470 de 2005. Mais uma vez pode-se perceber um aumento das classes Ações e Multimercados.

Classe	2005		2006		Variação 2005 / 2006
	No de Fundos	Percentual	No de Fundos	Percentual	
Fundo de Renda Fixa	128	39%	133	35%	4%
Fundo Referenciado	121	22%	126	23%	4%
Fundo de Ações	101	17%	128	19%	26%
Fundo Multimercado	62	3%	114	15%	83%
Fundo de Curto Prazo	50	10%	44	11%	-12%
Fundo Cambial	6	6%	3	4%	-50%
Fundo de Dívida Externa	2	2%	9	3%	350%
Total	470	8%	557	9%	18%

Fonte- 2º Panorama Anual da Indústria Brasileira de Fundos de Investimento – Abril de 2007

Tabela 8 - Aumento do número de fundos de varejo por classificação – 2005 - 2006

Em termos de Patrimônio Líquido, a redução da taxa de juros pode ter justificado a migração para os fundos de maior risco, como Multimercado e Ações. A taxa de aumento do patrimônio líquido destes fundos foi significativamente maior entre os investidores de varejo do que em

relação a média da indústria. Os investidores de varejo estão em busca de maiores rentabilidades.

	2005	2006	Variação
Classe	PL (R\$ milhões)	PL (R\$ milhões)	2005 / 2006
Fundo de Renda Fixa	215.576,3	258.484,0	20%
Fundo Referenciado	196.917,1	202.666,1	3%
Fundo de Curto Prazo	30.815,8	32.234,6	4,5%
Fundo Multimercado	12.755,8	45.476,1	256%
Fundo de Ações	9.907,2	19.912,7	100%
Fundo Cambial	869,1	347,7	-60%
Fundo de Dívida Externa	0,4	1.148,9	287125%
Total	466.841,7	560.270,1	20%

Fonte- 2º Panorama Anual da Indústria Brasileira de Fundos de Investimento – Abril de 2007

Tabela 9 - Tabela da variacao do Patrimonio Liquido dos fundos de Varejo

6 ANÁLISE DAS 5 FORÇAS

Segundo Michael Porter, “A estrutura básica de uma indústria, refletida na intensidade das forças, deve ser distinguida dos muitos fatores a curto prazo que podem afetar a concorrência e a rentabilidade de uma forma transitória. Por exemplo, flutuações nas condições econômicas no decorrer do ciclo econômico influenciam a rentabilidade a curto prazo de quase todas as empresas em muitas indústrias, do mesmo modo que as faltas de materiais, as greves, os piques nas demandas e outros fatores semelhantes. Embora estes fatores possam ter significado tático, o foco da análise da estrutura da indústria, ou “análise estrutural”, está na identificação das características básicas de uma indústria, enraizadas em sua economia e tecnologia, e que modelam a arena na qual a estratégia competitiva deve ser estabelecida.”

Para uma análise mais aprofundada dos fatores que afetam os agentes desta indústria, este estudo irá fazer uma apresentação do Modelo das 5 Forças, proposto por Michael Porter e amplamente propagado no mercado.

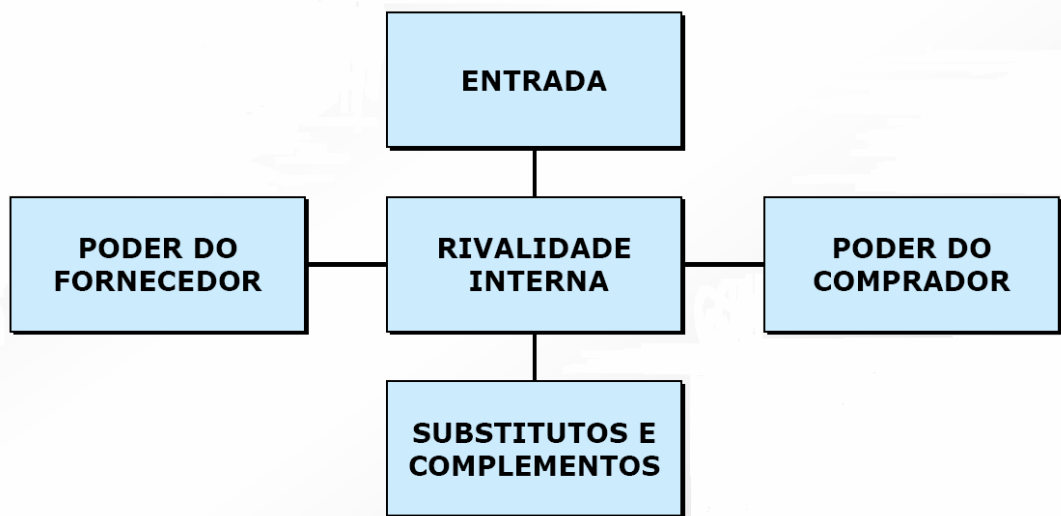


Figura 1 - Modelo das 5 Forças de Porter

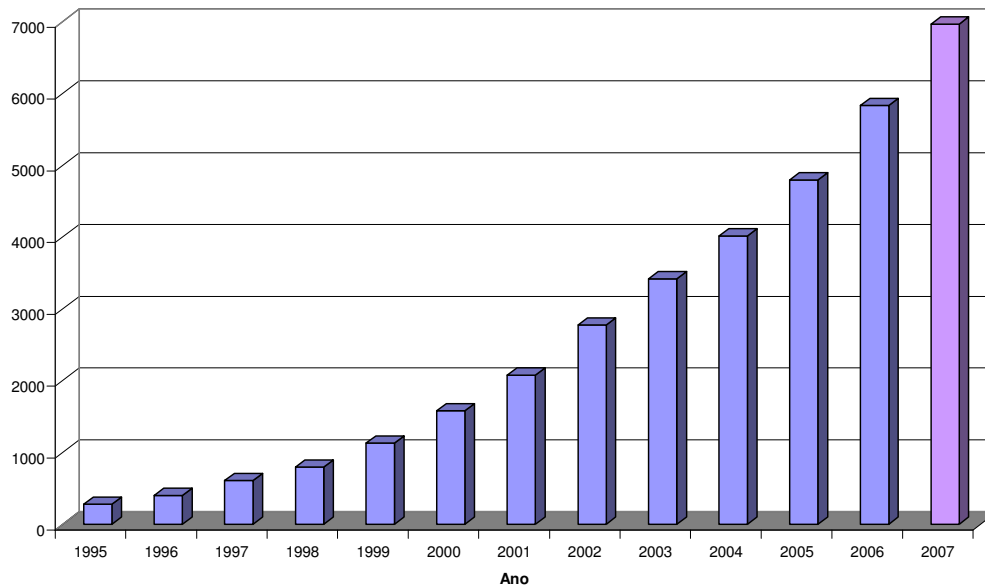
6.1 RIVALIDADE INTERNA

O grau de rivalidade é considerado uma das forças que determinam a atratividade de um setor. Ele indica a intensidade com que a concorrência direta dissipa o valor criado por uma indústria. Se os concorrentes são diversos, atribuem alto valor estratégico às suas posições ou enfrentam muitas barreiras de saída, então eles concorrem de maneira mais agressiva. (Porter, 1989) (Ghemawat, 2000)

Concorrentes na Indústria

Entre os fatores que afetam a rivalidade da indústria, está seu crescimento. Como visto na figura abaixo, o setor de fundos de investimento cresceu fortemente nos últimos 10 anos. Vale notar que a quantidade de fundos indicada em 2007 (em destaque) ainda se refere aos dados somente até o mês de Junho. Ainda assim, observa-se nesses 6 meses iniciais de 2007 um crescimento de aproximadamente 20% em relação ao final de 2006, sendo essa a mesma taxa notada nos 12 meses anteriores, como exibido na tabela abaixo do gráfico. Isso sugere a

tendência de um crescimento ainda forte e um mercado que ainda não parece próximo da saturação. Esses pontos aumentam a rivalidade na indústria das *Assets*.



Fonte: Base de dados Quantum

Figura 2 – Evolução da Quantidade de Fundos de Investimentos no Brasil

Ano	Crescimento
2003	23%
2004	18%
2005	19%
2006	22%
6 meses de 2007	19%

Tabela 10 – Crescimento dos Fundos de Investimentos nos anos de 2003 a 2007

Para se obter uma visão geral do setor no tocante à concorrência atual, pode-se dividir a indústria em quatro grandes categorias. Uma maneira de fazê-lo, é categorizá-las quanto ao patrimônio total administrado (PL) por cada uma, como mostra a tabela abaixo.

Patrimônio Administrado (PL) por Gestor	Número de Gestores	PL Total da Categoria (R\$ Bilhões)	Número de Fundos
Acima de 100 bilhões	4	829,5	1237
Entre 10 e 100 bilhões	14	487,4	1758
Entre 1 e 10 bilhões	45	133,6	976
Abaixo de 1 bilhão	177	28,7	472

Tabela 11 - Categorização das Gestoras com base no PL

Nessa tabela, observa-se a quantidade de 830 bilhões (56% do PL total da indústria) sendo gerida por 4 gestores (1,7% do total de gestores) Vale notar que dentro dessa categoria, o PL gerido é relativamente bem distribuído, dividindo-se em 227 bilhões, 287 bilhões, 212 bilhões e 104 bilhões entre as quatro gestoras. Além disso, dada a grande quantidade de produtos (fundos) dessa indústria e da diversidade dos nichos de mercado, a distribuição do número de fundos torna-se um fator relevante para a análise mais refinada dessas concentrações (ver diagramas abaixo). Um fenômeno que ocorre com frequência, por exemplo, é existirem fundos cujo nicho são poucas empresas gigantes com investimentos muito altos, o que aumenta muito o PL desses fundos. Mas tais fundos não atendem à grande maioria dos investidores do mercado.

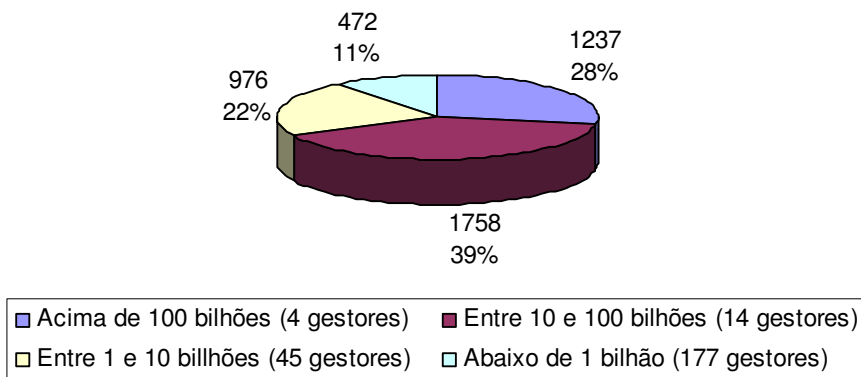


Figura 3 – Número de fundos em cada categoria

Assim, torna-se interessante também uma categorização por números de fundos e suas distribuições entre os gestores. A tabela abaixo faz essa divisão, baseada nos quartis.

Quartis da Quantidade de Fundos	Quantidade de Gestores
Primeiro	3
Segundo	5
Terceiro	15
Quarto	217

Tabela 12 - Número de fundos em cada categoria, baseada nos quartis

Tanto a categorização dos gestores por PL quanto aquela por número de fundos sugerem apenas uma leve concentração em alguns grandes gestores que não parece suficiente para gerar efeitos significativos de restrições de rivalidade.

Ao mesmo tempo, nota-se uma quantidade muito significativa de gestores de pequeno porte, o que pode sugerir alta concorrência entre eles, pois possuem muitas vezes nichos de mercado parecidos (por exemplo, investimentos de menor valor).

O mercado financeiro disponibiliza diversos fundos semelhantes que concorrem entre si. Estes produtos variam de acordo com sua categoria. Muitas *Assets* disponibilizam produtos semelhantes e na maioria das vezes o diferencial está na identidade da marca. A identidade da marca influencia o investidor a crer que fundos semelhantes tenham diferencial de qualidade. É importante lembrar que o Risco é uma das principais características dos produtos dessa indústria e que a Identidade da Marca está estreitamente relacionada ao Risco. Por exemplo, se o gestor for muito competente, um fundo de renda fixa pode apresentar boa performance mesmo se os seus *peers* na indústria tiverem sofrido retornos ruins e se o mercado de renda fixa tiver desempenhado mal. Assim, pode-se dizer que um bom gestor pode reduzir as incertezas relacionadas aos retornos e, portanto, reduzir o risco do fundo. Isso sugere que o fator identidade da marca é substancial no caso das *Assets*, e portanto aumenta o grau de rivalidade do setor.

6.2 BARREIRAS À ENTRADA

Representa a ameaça que representará a presença de um novo participante na indústria, seja pela constituição de uma nova empresa, seja pela compra de empresas já existentes. O grau de exposição de um setor a esta ameaça se dará em função direta da percepção dos agentes entrantes do tamanho das barreiras de entrada desta indústria.(Porter, 1989) (Ghemawat,2000).

O início das atividades de uma nova *Asset* requer poucas instalações e por isso o custo de entrada pode ser considerado baixo. Muitas *Assets* começaram com poucos profissionais experientes no mercado.

Os requisitos de capital para se começar um negócio de *Assets* seria o levantamento de capital para dar início a gestão de investimentos. Esta captação inicial é necessária para dar início às atividades de gestão

A identidade da marca pode ser considerada uma das barreiras mais fortes à entrada de novos concorrentes. À medida que neste setor os investidores valorizam imagem e reputação no mercado, o sucesso nesta indústria depende destes dois fatores.

O grande diferencial está no histórico de desempenho dos fundos que compõem as *Assets* bem como os gerentes e diretores que administram o capital. Um desempenho acima da média requer excelentes profissionais administradores de fundos

Assets que já consolidaram sua marca conseguem manter sua reputação e imagem no mercado ao passo que investir em uma *Asset* que ainda não desenvolveu sua posição tende a ser visto como particularmente arriscado no mercado financeiro.

6.3 SUBSTITUTOS E COMPLEMENTOS

Representa a ameaça de se estar posicionado em uma indústria onde produtos similares aos produzidos pelos participantes sejam identificados como substitutos e passem a concorrer. (Porter, 1989) (Ghemawat, 2000).

Sensibilidade aos preços

Segundo Ghemawat, a ameaça representada por substitutos depende das proporções relativas a preço/desempenho dos diferentes tipos de produtos aos quais os clientes podem recorrer para satisfazer a mesma necessidade.

As taxas cobradas pelo serviço de gestão do investimento são as taxas de administração, de 2 a 3% ao ano sobre o montante investido e a taxa de performance permanece, entre 20% e 25% sobre o lucro.

No caso dos preços cobrado pelas *Assets Managements*, segundo o relatório anual da indústria de fundos, disponibilizado pela CVM, eles se mantêm basicamente os mesmos entre os concorrentes neste mercado.

O fator importante a se considerar é o desempenho do fundo. Quanto maior o lucro sobre o total investido, maior o preço da taxa de performance. A sensibilidade ao preço é maior em relação a taxa de administração, que é o preço fixo cobrado pelas *Assets* para administrar

recursos, independente da performance do fundo. Em 2006 os fundos de investimentos receberam a título de taxa de administração, R\$ 8,7 bilhões, 11% superior em relação a 2005.

A migração dos investidores para fundos de renda variável, em que a participação ativa dos gestores é mais importante e as variações de rentabilidade entre os fundos é mais marcante, pode contribuir para a maior atenção dos investidores quanto ao custo de administração e o retorno proporcionado.

Home Brokers

Em muitos casos o processo de substituição começa quando alguns se arriscam a experimentar o substituto, resulta em sucesso e outros o seguem. Isso pode ser aplicado aos home brokers.

Segundo a definição da BOVESPA, o Home Broker é um canal de relacionamento entre os investidores e as corretoras que cada vez mais tem permitido a participação do investidor no mercado acionário e tornam mais ágeis e simples as atividades de compra e venda de ações.

O Home Broker atua de forma semelhante aos serviços de Home Banking, oferecidos pelas redes bancárias, mas estão interligados ao sistema de negociação das bolsas de valores e permitem que o investidor envie, automaticamente, através da Internet, ordens de compra e venda de ações.

Além de não possuir custos como os da taxa de administração e performance, o investimento através de home brokers oferece outras vantagens como praticidade e rapidez nas negociações, agilidade no trâmite de documentos; consulta, pelo investidor, à posições financeiras e de custódia; acompanhamento da carteira de ações; acesso a cotações, notícias e

análises sobre o mercado; envio de ordens imediatas, ou programadas, de compra e venda de ações; recebimento da confirmação de ordens executadas e resumo financeiro, etc.

As tabelas abaixo mostram o volume investido e valor médio por operação nos últimos anos e o percentual de participação desta modalidade na bolsa de valores de São Paulo.

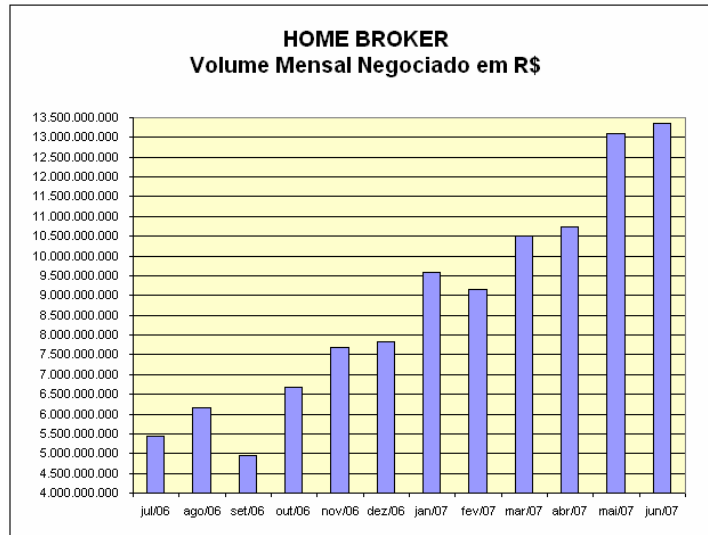
Data	Número de Investidores / mês	Valor médio por operação R\$ mil	Data	Volume de operações R\$ mil	Participação no total da Bovespa
dez-04	28.190,00	43,39	dez-04	2.997.576,45	5,47%
dez-05	40.234,00	48,40	dez-05	3.806.957,99	5,94%
dez-06	70.888,00	110,40	dez-06	7.825.878,20	7,76%
abr-07	97.415,00	110,17	abr-07	10.731.970,30	7,48%
mai-07	103.290,00	126,77	mai-07	13.094.084,00	8,39%
jun-07	103.864,00	128,55	jun-07	13.352.054,68	8,16%

Fonte: BOVESPA

Tabela 13 - volume investido e valor médio por operação nos últimos anos e percentual de participação nos Home Brokers

Com o desenvolvimento da tecnologia, as operações passam a adotar um critério mais automatizado, e o processo de investimento passa a ficar cada vez mais fácil e acessível.

Isso significa que, da mesma forma que já acontece em outros mercados do mundo, o cliente, neste caso o investidor, pode contar com todas as facilidades da nova tecnologia que coloca o Mercado Acionário mais acessível e a dinâmica das aplicações mais atraente. O número de home brokers aumentou significativamente de 2005 a 2006, como mostra o gráfico abaixo, da Bovespa.



Fonte: BOVESPA

Figura 4 – Aumento do número de Home Brokers de 2005 a 2006

Tesouro Direto

Vale considerar também a opção do Tesouro Direto, que é um programa de venda de títulos a pessoas físicas desenvolvido pelo Tesouro Nacional, em parceria com a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia – CBLC. Seria investimento direto nos títulos da dívida pública do governo. As taxas de administração são muito baixas e liquidez garantida pelo Tesouro Nacional, o que significa baixo risco de crédito. Esta opção é considerada um produto substituto ao produtos fundo de investimento de renda fixa, que tem seu portfólio composto basicamente por estes títulos do governo.

Propensão a mudanças

No caso de fundos de investimentos, nos referimos a um produto que apresenta as mesmas características, variando de acordo com sua classificação. Alguns fundos como os de multimercados apresentam diferenciação na seleção do portfólio. Mas em geral a propensão do investidor a mudar de estratégia em relação a onde aplicar seus recursos está diretamente vinculada com a performance do mercado em geral.

Por exemplo, segundo o Relatório do Banco Central, no ano de 1995, por efeito da elevação da taxa de juros, houve um significativo aumento na demanda por fundos de renda fixa. Com a mudança deste cenário, passou a se considerar a alternativa de fundos de maior risco em troca de uma maior rentabilidade. E isso efetivamente aconteceu, como mostra a variação de capital investido em tipos de fundos que apresentam maior risco.

Quando falamos de volumes grandes de capital existe uma tendência maior de terceirizar sua gestão. A gestão de investimentos é um serviço muito peculiar e bem diferenciado. Geralmente as pessoas que transferem a tarefa de gerenciamento de seus recursos a terceiros, pagando por isso, tem pouca ou nenhuma propensão de procurar por um serviço substituto.

Ainda assim, os substitutos ameaçam os lucros pela queda na demanda e, segundo Ghemawat, a análise da ameaça de substituição (no lado da demanda) deve olhar de forma ampla todos os produtos que executam funções semelhantes para os clientes, não somente os produtos fisicamente semelhantes. Por isso, vale levantar o fato de que pode ser considerado produto substituto qualquer alternativa de investimento que aos olhos do investidor possa parecer mais rentável que a gestão de investimentos no mercado financeiro.

6.4 PODER DOS FORNECEDORES

Representa a ameaça de estar posicionado em uma indústria onde os fornecedores têm forte poder de barganha, interferindo diretamente na cadeia de valor da indústria. (Porter, 1989) (Ghemawat, 2000).

Por não haver na cadeia de produção das indústrias de serviços, a dependência direta de produtos tangíveis na execução da tarefa fim do negócio, podemos considerar como

fornecedor principal o recurso humano. É o fator humano que irá fornecer os insumos necessários para realização do negócio.

Governo

O setor econômico de serviços financeiros abrange organizações que se caracterizam por alta exposição a regulamentação do governo. Por isso é necessário considerar como as condições econômicas e regulamentações afetam a capacidade produtiva das operações de uma *Asset*.

No caso deste segmento de *Assets Managements* e Fundos de Investimentos, podemos considerar como fornecedor o próprio governo. Responsável pela regulamentação que irá incidir sobre as práticas de gestão, o governo passa a ser a figura que estabelecerá os limites nas praticas de gestão.

Através da regulamentação o governo fornece a estrutura de acordo com a qual será construído o produto.

6.5 PODER DOS COMPRADORES

Representa o risco de participar de uma indústria onde a demanda possui forte poder de barganha.(Porter, 1989)(Ghemawat,2000).

Em uma indústria como a de serviços financeiros podemos entender os compradores como sendo os consumidores dos serviços e produtos oferecido no mercado, no caso das *Assets*, os investidores.

Ao classificarmos as *Assets* como prestadora de serviço de gerenciamento de capital a investidores, entendemos que, dependendo da quantia a ser disponibilizada, o poder dos compradores fica pulverizado. Geralmente um *Asset* possui inúmeros investidores e somente em casos de grande volume de recursos a ser disponibilizado e prazo longo para resgate, abrem-se exceções de taxas de administração ou performance.

Existem alguns casos de integração para trás quando, por exemplo, uma grande empresa, detentora de grande volume de capital, opta por gerenciar seu próprio investimento ao invés de terceirizar este serviço. Para que isto aconteça é necessária uma nova divisão de negócios.

Muitos dos investidores institucionais podem ser considerados potenciais gestores de investimentos caso considerem a hipótese de integrar para trás. Mas neste caso geralmente as empresas fazem isto para gerenciar recursos próprios.

Existe uma sensibilidade a preços na medida em que as taxas cobradas poderão determinar o tempo que o investidor deixará o capital investido no fundo. Porém o preço não chega a ser fator determinante na hora de escolher a *Asset* e sim sua imagem, reputação e histórico.

6.6 CENÁRIO ATUAL DA INDÚSTRIA

Após a análise das 5 forças, estimou-se haver no setor um alto grau de rivalidade e provavelmente crescente, devido às expectativas de crescimento significativo da indústria e à concentração não substancial.

Existe uma sensibilidade a preços na medida em que cobradas poderão determinar o tempo que o investidor deixará o capital investido no fundo. Porém o preço não chega a ser fator determinante na hora de escolher a *Asset* e sim sua imagem, reputação e histórico.

Em relação às barreiras de entrada, apesar do mercado de *Assets* atribuir alto valor à identidade da marca, a alta lucratividade ainda garante atratividade no setor. Poucos investidores se dispõem a alocar seus recursos em *Assets* que ainda não consolidaram sua imagem no mercado. Mas ainda é vantajoso para manter o negócio de investimentos mesmo com uma captação relativamente baixa. O lucro ocorre independente da performance, devido a taxa de administração.

O governo tem um papel estratégico análogo ao de um fornecedor nessa indústria. Além disso, as análises da evolução da indústria mostraram que oscilações econômicas afetaram diretamente a lucratividade desse setor. A percepção de risco por parte do investidor é vinculada às condições políticas e econômicas. Assim, a lucratividade e a atratividade do setor se tornam particularmente sensíveis a essas instabilidades conjunturais do país.

Apesar de contemplarmos modelos substitutos de investimentos ingressando e ganhando espaço no mercado, a terceirização da gestão de recursos ainda dispõe de uma grande demanda. Existe grande volume de capital sob gestão de *Assets* e esse número mostra uma tendência a se manter crescente, como vem acontecendo nos últimos anos.

O setor como um todo tem atraído cada vez mais competidores para o mercado pois apresenta alta lucratividade e se mantém atrativo apesar das barreiras à entrada e a vulnerabilidade ao contexto político e econômico.

7 TENDÊNCIAS

Com base na literatura consultada e nas entrevistas feitas com quatro profissionais experientes no setor das *Assets*, identificou-se as tendências abaixo:

7.1 CRESCIMENTO

Como já foi visto nas análises elaboradas no desenvolvimento deste trabalho, este setor tem se mostrado lucrativo e crescente. Ao que tudo indica continuarão aparecendo novas *Assets* buscando usufruir do bom período no mercado financeiro e do aumento da demanda por serviços de gestão de investimentos.

Carlos Perpetuo, um dos sócios da AAA Gestão destaca o bom desempenho de indicadores econômicos como um dos fatores responsáveis por este crescimento do setor. “Com a economia crescendo e aumento da renda per capita uma parte deste capital irá para poupança (aplicações financeiras). Além do mais é uma indústria que mesmo sem captação líquida tem um crescimento perto da taxa de juros (considerando as maiores categorias que são fundos DI, renda fixa e multimercado). Os fundos de ações terão um crescimento ou redução de patrimônio de acordo com a oscilação das ações.”

Bruno Agrélio complementa: “Um fator que nos próximos anos irá contribuir para a tendência de crescimento da indústria de fundos no Brasil é o fato deste vir a se tornar ‘*investment grade*’, reflexo dos bons indicadores que a economia vem fornecendo nos últimos anos.”

Já Alexandre Abeid levanta a possibilidade de esta indústria estar atingindo sua maturidade “Eu diria que esta indústria já cresceu muito e esta fase que estamos vivendo agora coloca uma interrogação nisso. A tendência na indústria do mundo todo é crescer, sem dúvida nenhuma, como é no Brasil também. Mas exponencialmente, na velocidade que nós estávamos indo nos últimos 5 anos, pode estabilizar um principalmente por nós estarmos com uma certa dificuldade de formar *Assets* de qualidade no Brasil.”

7.2 CONCORRÊNCIA

Com o número de *Assets* apresentando uma curva ascendente, aumenta a atenção para a questão da concorrência no mercado.

Tanto Carlos Perpétuo quanto Alexandre Abeid destacaram a tendência de abertura de novas *Assets* por profissionais que possuem experiência no mercado. “Com o crescimento da indústria de fundos, mais profissionais estarão dispostos a abrir seus próprios negócios, aumentando o número de players da indústria”, diz Carlos.

“A *Assets* de hoje vão criar ‘filhos’ que vão sair de casa para criarem suas próprias *Assets*. Então assim como eu saí de uma empresa pra montar meu negócio, alguém saiu da minha empresa para montar o negócio dele. É o tempo que vai formar este profissional e nesse mercado se forma muito rápido”, diz Alexandre, ex-sócio do Banco Garantia.

Marcelo Martins, da Gávea Investimentos, destaca ainda a questão da sobrevivência no mercado. Apesar do aumento do número de *Assets* na indústria, poucas se mostram capazes de se manter. “Com pouca barreira de entrada mas com “morte rápida” aos perdedores, a concorrência tem aumentando mas poucas *Assets* tem conseguido se manter “no topo” em ‘*bull and bear markets*’”.

7.3 PRODUTOS

Em relação aos produtos oferecidos por este setor, vislumbramos uma maior sofisticação das opções e também uma maior variedade. A *Assets* estão se preocupando em desenvolver fundos que as adaptem cada vez mais ao perfil de risco do mercado.

Segundo Marcelo, “Houve muita melhora desde 2003 e o investidor, quer seja empresa ou pessoa física, está cada vez mais necessitando de alternativas de investimento, seja objetivando, por exemplo, minimização tributária ou diversificação.”

Carlos Perpetuo destacou a criação de diferentes produtos recentemente. De acordo com a instrução 450, os fundos de investimentos locais poderão negociar ativos nos mercados internacionais, abrindo um grande leque de oportunidades para diferentes produtos e estratégias. Um exemplo interessante é que até pouco tempo atrás não existiam os fundos *Long-Short*, o primeiro deles foi o Polo HG. Hoje é uma categoria muito importante. Os fundos de crédito privado (novamente o Polo) com maior risco é outra inovação importante. Temos também o início dos fundos quantitativos. A indústria local tende a copiar o que deu certo da indústria internacional, não é preciso inventar a roda novamente.

Há também fatores apontando para o aumento do número de fundos Multimercados. “Acredito em uma concorrência maior nos fundos Multimercados, setor que deverá ter o maior crescimento por causa da queda das taxas de juros. Vejo também uma tendência das aplicações saindo dos fundos DI e Renda Fixa (que está concentrado em menos *players*, que são os bancos) para os fundos de mais risco, que são os fundos de ações e multimercados.” diz Carlos.

Bruno Agrélio complementa a consideração de Carlos; “Com a redução na taxa de juros selic, fato que tende a tornar os fundos de renda fixa cada vez menos atrativos, o investidor tenderá a migrar para os fundos multimercados, que estão se profissionalizando cada vez mais e encontrando novas alternativas de investimento, como por exemplo a aquisição de empresas com o intuito de administrá-las”, diz Bruno.

Bruno Agrelío faz ainda uma consideração sobre o modelo brasileiro de previdência. “Uma tendência que vislumbro para o futuro do mercado de fundos de fundo no Brasil é uma elevação no número de fundos de previdência privada, posto que o setor previdenciário público é uma entidade falida, que não se paga, e o aumento da expectativa de vida só tende a agravar este quadro, portanto num futuro não muito distante, medidas terão que ser tomadas no sentido de migrar a previdência pública para o setor privado, este é o modelo que prevalece no mundo hoje.”

Alexandre Deib destacou a possibilidade de desenvolvermos produtos ainda não explorados no mercado nacional. “Existem produtos que no Brasil nós ainda não temos. Quando trabalhei nos EUA, em 78-79, lá eles tinham produtos de 30 anos sendo negociados então eu podia arbitrar 30 com 10, 15 com 20, e essa ferramenta as *Assets* não têm aqui. Lá eu arbitrava esses produtos de longo prazo. Então existem muitas ferramentas na indústria de *Assets* dos EUA

que nós não temos ainda. E vamos ter quando nós tivermos estabilizado os juros baixos e nós investidores quisermos aplicar para 30 anos, como se aplica nos EUA e Japão, a ciclos grandes. Quanto mais títulos longos você tiver, mais produtos de *Assets* você vai ter”

7.4 DIVERSIFICAÇÃO

Com o crescimento da economia global, os bancos e *Assets* irão expandir suas atividades a áreas mais complexas e incertas de negócio. E cada vez se terá menos tempo para agir e reagir. Neste contexto, a diversificação do risco ajudará a identificar estes cenários bem como definir melhores atuações. (Dab, Frost e Schwarz, 2007).

Ao invés de olhar somente para a estratégia de alocações dos ativos, uma das tendências dos gestores de fundos é passar a considerar também o grau de diversificação como fator que fará diferença para um determinado cliente, dado seu nível de risco.

Segundo Bruno Agrélio, “A volatilidade e incerteza do mercado financeiro levam os investidores a um rateamento do risco. E a estratégia a ser usada para isso é a diversificação”

Um Fundo de Investimento pode ser diversificado a ponto de fazer com que grandes crises no mercado não tenham impactos desastrosos na rentabilidade do fundo.(Fabozzi, 2000).

“Com a sofisticação dos softwares de gestão de risco, a diversificação aparece sugerida por diferentes cenários. Muitas das grandes gestoras de capitais já usufruem do benefício da diversificação de seus investimentos, e por isso vêm desenvolvendo esta estratégia como recurso de controle dos seus respectivos desempenhos”, diz Alexandre Abeid.

7.5 SUBSTITUTOS

Uma vez que o mercado financeiro tem se mostrado atrativo, diferentes práticas de investimento vêm ganhando espaço na indústria. Estas novas práticas merecem atenção devido a mudança no perfil do investidor.

Carlos identificou como produtos substitutos na indústria “ o Tesouro Direto (para o caso de Renda Fixa), os Home Brokers (para as ações), CDB´s (oferecido pelos bancos), Caderneta de Poupança e Debêntures (o BNDES atualmente está emitindo debêntures para o público)”.

Como diz Bruno, que já trabalhou na mesa de operações do JP Morgan, “por uma série de fatores tais como: segurança, boa rentabilidade, acessibilidade para pequenos investidores, diversificação dos riscos, baixos custos e transparência, os investimentos através de home brokers têm tudo para se tornarem cada vez mais populares”.

7.6 TRIBUTAÇÃO

O governo utiliza a tributação como estratégia para dar suporte a economia e evitar a volatilidade de fluxo de caixa do mercado financeiro. Como exemplo disso podemos citar a tributação sobre o resgate. Ela ocorre em cascata e quanto mais tempo o investidor deixar seu capital aplicado, menos imposto ele irá pagar.

O fator tributação é extremamente relevante na composição dos fundos. A tributação influencia a categoria na qual o fundo se encaixa, como explicado abaixo pelo Carlos Perpetuo.

“Acredito que no curto prazo a receita não tenha nenhuma vontade de reduzir as alíquotas de imposto de renda, pois estes recursos devem ser uma fonte de receita relevante. A última alteração realizada foi no sentido de incentivar os fundos à comprarem títulos de mais longo prazo na carteira, isto é, os fundos com prazo médio superior à 365 dias terão uma alíquota de imposto de renda decrescente (de 22.5% até 15%), de acordo com o período que o cliente permanecer investido no fundo. Quando foi realizada esta mudança todos os multimercados foram para a categoria longo prazo e uma parcela grande dos fundos DI e Renda Fixa também.”.

Marcelo Martins diz que houve melhora com curto/longo prazo. “.. e pode cada vez mais aproximar da previdência com sua alíquota retroativa”

7.7 REGULAMENTAÇÃO

O governo limita o escopo de atuação e visa fazer a manutenção da economia bem como proteger os investidores. Então as *Assets* deverão atentar para melhor maneira de administração levando em consideração todas as leis que incidem sobre suas práticas.

Para Alexandre Abeid isso é uma questão importante para a boa manutenção do mercado. “Devemos considerar que este é um mercado relativamente novo no Brasil. Hoje nós já temos uma CVM muito mais ativa, o Banco Central também muito mais ativo nas práticas de controle e isso garante um mercado mais transparente.”

Para Marcelo Martins, que trabalha com questões jurídicas e de *Compliance*, que visam adequar os fundos à legislação vigente, “precisamos melhorar e nos aproximar cada vez mais dos padrões internacionais. Desde 2002, com o evento da marcação a mercado, houve uma melhora significativa da regulamentação do setor.”

Segundo Carlos Perpetuo, “A CVM que é quem regula os fundos de investimento tem mostrado que está interessada em desenvolver uma indústria que permita uma maior flexibilidade do gestor, maior nível de transparência na indústria e informar e proteger o investidor”

7.8 FUSÕES E AQUISIÇÕES

O mercado tem contemplado um aumento no número de fusões e aquisições. O setor financeiro está em constante movimento e o aumento da atividade financeira em âmbito internacional, como consequência da globalização, criou um fenômeno muito recente – o surgimento de uma rede financeira globalizada e integrada.

Com a integração gradual do sistema financeiro internacional, a indústria financeira mundial enfrenta hoje novos desafios na administração do setor financeiro. A grande quantidade de diferentes sistemas que compõem a rede global, indica que a indústria financeira está exposta a um conjunto único de riscos que incluem questões legais, tecnológicas, culturais, regulatórias, além das diferenças econômicas.

Para encarar os desafios de garantir que essa rede financeira global seja confiável e eficiente, a indústria financeira exige uma abordagem mais integrada e abrangente. Assim muitos bancos e *Assets* estão começando a utilizar aquisições como estratégia para garantir uma organização cada vez mais profissional e globalmente interconectada, que seja ao mesmo tempo global e local.

Um estudo da McKinsey avaliou os processos de fusão e aquisição de empresas dos Estados Unidos e comparou suas diferentes abordagens às aquisições com seu desempenho no mercado de capital. O resultado desta pesquisa mostrou que entre os motivos que levam as

empresas a adquirirem outras estão: adicionar potencial e inovação, expandir geograficamente, crescer, aumentar escala e diversificar o portfólio. (Palter,2006)

Para os motivos que levam as aquisições na indústria financeira destacam-se a diversificação do portfólio e a expansão dos negócios. Os maiores agentes da indústria estão buscando o crescimento principalmente para uma maior disponibilidade de capital permanente e a segurança que isso proporciona. Ter uma base sólida de capital significa maior facilidade para, em períodos de queda no mercado, evitar potenciais problemas de liquidação de posições coincidirem com resgates por parte dos investidores.(Palter,2006)

As recentes aquisições que vêm ocorrendo no mercado refletem esta tendência. A aquisição do Pactual pelo banco suíço UBS, do Credit Suisse que adquiriu o Banco Garantia, e recentemente as operações da Hedging Griffon, o banco inglês Barclays que adquiriu o ABN Amro.

Para Alexandre Abeid “A consolidação de muitas *assets* acontece por questões de economia de escala, não só comercial a nível mundial, mas comercial a nível local. A expansão dos negócios e também um fator importante”

Segundo Carlos Perpetuo, “Um processo de consolidação está acontecendo no mercado, como a compra da Hedging Griffon pelo Credit Suisse (a Hedging Griffon tem uma área de *Asset* muito grande); a compra do Pactual pelo UBS, o IPO da Tarpon. Estes movimentos sempre existirão e a medida que a área de *asset management* cresça estes movimentos tendem a ser mais frequentes.”

Na edição maio de 2007, a revista Institutional Investor publicou uma reportagem sobre a aquisição da Asset Front-Point Partners, Avenue Capital Group e London's Lansdowne Partners por parte do Morgan Stanley. O Citigroup anunciou a aquisição do Old Lane Partner para desenvolver sua plataforma de Hedge-funds. O JP Morgan Chase adquiriu o New York Highbridge Capital Management.

Merecem destaque as aquisições do Lehman Brothers, que comprou 20% do D.E Shaw & Co, em NY e outros 20% do Spinnaker Capital Group, em Londres, e já contava com Ospraire Management e BleBay Asset management, Marble Bar Asset Management e GLG Partners, todas em Londres. A Lehman anunciou também sua entrada no Brasil, comprando toda a área de assessoria financeira da empresa Rio Bravo.

Segundo o relatório anual da indústria financeira global, publicado pelo Boston Consulting Group, as 10 maiores empresas da indústria aumentaram sua participação no mercado global de 19% em 1998 para 24% em 2002, principalmente por fusões e aquisições. Hoje os 3 maiores bancos (Citigroup, Bank of America e HSBC holdings) aumentaram seu capital em média 25% ao ano, atingindo um total de mais de US\$ 100 bilhões cada um.

8 CONCLUSÃO

Destacou-se um crescimento particularmente forte no setor das *Assets* nos últimos anos, alinhado com os bons indicadores que a economia brasileira vem fornecendo. Assim, as expectativas de aumento da produtividade no país para os próximos anos (e.g. iminência de *investment grade*, aumento esperado da renda per capita), provêem ainda um amplo espaço para o desenvolvimento desse setor e sugerem que ainda não se atingiu uma estabilidade desse crescimento.

Entretanto, opiniões de alguns profissionais consideraram a desaceleração desse crescimento em relação aos últimos anos, acrescentando que o valor atribuído à identidade da marca seria uma forte barreira a novos entrantes. Esse é um fator de incerteza, portanto, já que a tendência de alta lucratividade poderá continuar sendo o fator dominante nas decisões dos entrantes.

Os produtos substitutos das *Assets* não pareceram comprometer o desenvolvimento do setor, mesmo apresentando tendências de ganhar cada vez mais popularidade.

Constatou-se que aspectos de tributação e regulamentação são especialmente determinantes nas práticas de gestão do setor de *Assets*. Nessas áreas, existe uma tendência a se seguir os padrões internacionais de gestão – em especial, norte-americanos – buscando uma maior transparência para os investidores.

Algumas tendências em relação à composição dos produtos no Brasil podem ser antevistas observando-se o desenvolvimento do mercado internacional. Por exemplo, instrumentos de taxas de juros de longo prazo, aumentando sua liquidez numa economia brasileira mais saudável, poderão prover novas estruturas para a composição dos fundos. Outro exemplo inclui os fundos de *Private Equity* no Brasil, uma modalidade de investimento já bastante desenvolvida nos EUA, e que recentemente se destacou no mercado brasileiro.

A crescente diversificação também mostrou ser uma forte tendência como estratégia de mitigação dos riscos dos investimentos.

As aquisições no setor têm sido freqüentes e existe a expectativa de que se tornem cada vez mais comuns, principalmente em um mercado onde a identidade da marca é um fator relevante.

Observou-se uma similaridade significativa entre as tendências apontadas nas entrevistas, além de uma grande congruência entre elas e as análises da evolução e do cenário atual do setor. Estes pontos podem ser relevantes, apesar das limitações inerentes aos métodos utilizados e às coletas de informações realizadas, incluindo-se aí uma dependência do conteúdo provido pelos profissionais entrevistados.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANN, C. L. **Hedge Funds for Dummies**, Willey Publishing Inc. 2007.

ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**, 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2000.

BANCO CENTRAL, Relatório do Banco Central, 1995, disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/>> acesso em: 12/12/2006.

BLOM, F.; GEDDES, J. Open-Hearth Surgery for European Banks , **BCG's Third Annual IT Cost Benchmarking Study**, The Boston Consulting Group, 2006.

BÖHME, M.; LEMERIE, M. Top trends in the global capital market business. **The Mckinsey Quartely** Te online journal of Mckinsey & Co, 2007

BOSTON CONSULTING GROUP Investment Banking and Capital Markets, **Market Report** First Quarter 2006 Edition, New York, May 19, 2006

BOSTON CONSULTING GROUP Investment Banking and Capital Markets, **Market Report** Second Quarter 2006 Edition, New York, August 25, 2006

BOSTON CONSULTING GROUP Investment Banking and Capital Markets, **Market Report** First Quarter 2007 Edition, New York, May 22, 2007

CAMPBELL, D.; MCCRARY, E. S.; CAWAD, M.; KLAESS, F. The Institutional Investor Guide to Institutional Asset Management, **Institutional Investor's Alpha**, 2007

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. Métodos de pesquisa **em administração**. 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

COUNTRY REPORT, 2005. United States. Investment Company Institute. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/institucional/documentos_download/Fundos/Congressos%20IIFA%20de%20fundos/2006/Country%20Reports%202006/US%20Country%20Report%202006.pdf>, acesso em: 10/01/2007.

CVM, 2º Panorama Anual da Indústria Brasileira de Fundos de Investimento, 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 19/05/2007.

DAB, S.; FROST, I.; SCHWARZ, G. Creating Lasting Advantage in Claims Management. **The Boston Consulting Group Inc**, Opportunities for Action in Financial Services, 2007

DINHEIRONET, Efinaces Services. Disponível em: <<http://dinheironet.com.br>>. Acesso em: 19/10/2006.

FABOZZI, F. J. **Mercados, Análise e Estratégias de Bônus**. Tradução da 3ª edição americana, Carlos Henrique Trieschmann, Editora Qualitymark, 2000.

FAESTE, L.; PITMAN, D. Creating Value in Banking **The Boston Consulting Group**, 2003

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**, 12ª edição, Rio de Janeiro: QualityMark Editora, 1999.

GHEMAWAT, P. A estratégia e o cenário dos negócios: texto e casos. Porto Alegre: Bookman, 2000.

GOPINATH, D. The world's best-paid investment banks. **Bloomberg Markets**. Volume 16, number 4, 2007.

HABERER, P. R.; KOHAN, A. F. Building global champions in Latin America, **The McKinsey Quartely**, Special Edition: Shaping a new agenda for Latin America, 2007

HUNT, D.; RAMJI, S.; VANOURNY, S.; REVELL, J. The Asset Management Industry in 2010. **The McKinsey & Company**, 2006

IVANOV, S.; KÜEBEL, L.; MICHELBERGER, T.; RAULS, B. Investment Banking and Capital Markets, **Market Report**, Second Quarter Edition, New York, 2005.

JUNIAC, C.; HOLLEY, B. M.; MAGUIRE, A., MOREL, P.; RIERA, A. Navigating the Maze. **Global Asset Management**, 2003

JUNIAC, C.; FROST, I.; KURSTJENS, H.; MAGUIRE, A.; MOREL, P. Craig Rice, Martin Tschopp. A Restless Recovery: **Global Asset Management**, 2004

JUNIAC, C.; MAYER, A.; HOLLEY, B. M.; MENEGAUX, M. Winning in a Challenging. **Market: Global Wealth**, 2003

LEAL, R. VARGA, G. Gestão de Investimentos e Fundos, 1ª ed, Rio de Janeiro: Financial Consulting, 2006.

LOYO, E.; FERRAZ, C.; MOTA B.; MELO, R. Brazil: What can monetary policy do to the exchange rate?, **UBS Investment Research**, 2007.

LUQUET, M. **Gestores de Fortunas**, São Paulo: Ed. Globo, 2002.

LUQUET, M. Guia Valor de Planejamento da Aposentadoria, São Paulo: Ed. Globo, 2002

MAGUIRE, A.; GARDINER, N.; KUMAR, M.; BLOM, F.; GEDDES, J.; MOREL, P. Playing the long game. **Global Asset Management** 2006

PALTER, Robert N.; SRINIVASAN, *Habits of the busiest acquirers* - Summer 2006 issue of *McKinsey on Finance*., Julho 2006

PIETRACCI, B.; LABOISSIÈRE, M. A. Cinco prioridades para a economia no Brasil - **The Mackinsey Quarterly**. São Paulo, 2007.

PORTER, M. E. **Vantagem Competitiva: Criando e Sustentando Um Desempenho Superior**, Rio de Janeiro Editora Campus – 1989.

POURQUERY, P. Marrying Risk and Strategy to Create Value, **The Boston Consulting Group**, 2007.

STANDARD & POOR'S. **Relatório anual dos estados Unidos**. Disponível em: <<http://www.standardandpoors.com>>. acesso em 03/06/2007.

TACHIZAWA, T. **Organização Flexível**, São Paulo: Atlas, 1997.

TUNICK, B. E. Capital Gains. **Institutional Investor's Alpha**, 2007

WIEN, B.; KOENEN, K. **George Soros**, Ed. Nova Fronteira, 1995

WOOD, M. **Reuters Glossary of International Financial & Economic Terms**, 3^a ed. Harlow, United Kingdom: Ed. Longman, 1994.

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](#)