

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

Tatiana Matie Itikawa

A evolução da indústria brasileira de fundos de investimentos de 2004 a 2009 - da
estabilidade à instabilidade

Mestrado em Economia Política

São Paulo
2010

Livros Grátis

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

Milhares de livros grátis para download.

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

Tatiana Matie Itikawa

A evolução da indústria brasileira de fundos de investimentos de 2004 a 2009 - da
estabilidade à instabilidade

Mestrado em Economia Política

Dissertação apresentada à Banca
Examinadora como exigência parcial
para obtenção do título de MESTRE em
economia política pela Pontifícia
Universidade Católica de São Paulo,
sob a orientação do Prof. Doutor João
Machado Borges Neto

São Paulo

2010

Errata

Folha	Linha	Onde se lê	Leia-se
76	05	Gráfico 9	Gráfico 10
80	01	40 milhões	82 bilhões
80	03	R\$ 441 bilhões	R\$ 1 trilhão
80	05	58 milhões	166 bilhões
80	08	R\$ 620 bilhões	R\$ 1,6 trilhões
80	09	40%	55%
81	02	77,8 milhões	223,3 bilhões
81	06	R\$ 726 bilhões	R\$ 2,64 trilhões
81	07	17%	58%
83	05	12	06

Banca Examinadora:

*Ao meu filho Mateus, meu marido Marcelo e
meus pais Francisca e Kotaro.*

AGRADECIMENTOS

Meus sinceros votos de agradecimento:

À Deus por me fazer acreditar a cada dia que tudo é possível.

Ao meu marido Marcelo, que, por diversas vezes, assumiu muitas das minhas responsabilidades familiares para que eu me dedicasse ao mestrado.

Ao meu filho Mateus por entender a necessidade da minha ausência em algumas noites e finais de semana.

Aos meus pais por todo apoio durante a minha vida e especialmente por ficarem com o Mateus todas as vezes que precisei estudar e me dedicar à essa dissertação.

Ao professor João Machado pela atenção e disponibilidade na orientação e acompanhamento desse trabalho.

Aos professores do programa, em especial: Carlos Eduardo, Paulo Baia e Cesar Leite pela compreensão e apoio durante o curso.

À Sonia por toda ajuda durante o curso.

Aos colegas Euridson de Sá, Marcel Gomes, Bruna Zanardi e Rodrigo Xavier pelas informações e sugestões na conclusão dessa dissertação.

À ANBIMA pelo acesso a toda fonte de dados da indústria de fundos e à BM&FBovespa pelo fornecimento de dados do mercado futuro.

RESUMO

Desde a implantação do Plano Real a economia brasileira vem conseguindo mudanças significativas que trouxeram estabilidade e sofisticação ao sistema financeiro. Além disso, desde 2004, a indústria brasileira de fundos de investimento vem passando por transformações regulatórias que fizeram com que ela corresponda a 30% do PIB e seja a 6º maior do mundo.

Com base na teoria da Hipótese da Instabilidade Financeira de Hyman Minsky que pretende-se analisar a indústria brasileira de fundos de 2004 a junho de 2009: um período em que a economia brasileira passa da estabilidade para a instabilidade.

Palavras-Chave: Hipótese da Instabilidade Financeira, Preços, Investimento, Minsky.

Classificação JEL: E12, E3, E58

ABSTRACT

Since the implementation of Plano Real, Brazilian's economy has been getting significant changes that have brought stability and sophistication to the financial system. In addition, since 2004, the Brazilian's investment funds industry has been going through regulatory changes that made it corresponds to 30% of GDP and is the 6th largest in the world.

Based on the theory of financial instability hypothesis of Hyman Minsky, we intent to analyze the Brazilian investment funds from 2004 to June 2009: a period when the Brazilian economy shifts from stability to instability.

Keywords: Financial Instability Hypothesis, Prices, Investment, Minsky.

JEL Classification: E12, E3, E58

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Bolsa de Valores por tipo de investidor – Set/2009.....	35
Gráfico 2: Evolução do Patrimônio Líquido dos fundos de investimento e do Patrimônio Líquido dos Bancos de 1995 a 2008.....	36
Gráfico 3: Composição da Indústria de fundos por Tipo de Ativo – Agosto/2009	37
Gráfico 4 Número de fundos de 2004 a 2009.....	44
Gráfico 5 : Ranking de gestão de recursos mundial	44
Gráfico 6: Participação por tipo de fundo	51
Gráfico 7: Ofertas de Renda Fixa e de Renda Variável (Volume R\$ Milhões).....	63
Gráfico 8: IPOs - Initial Public Offering (primeira oferta pública).....	63
Gráfico 9: Volume de empréstimo de ações.....	64
Gráfico 10: Evolução da indústria de fundos por tipo de ativo - Janeiro de 2004 (base 100) a Dezembro de 2009.....	76
Gráfico 11: Número de contratos em aberto vs. contratos negociados de futuros de DI de 1 dia (2005)	79
Gráfico 12: Número de contratos em aberto vs. contratos negociados de futuros de DI de 1 dia (2006)	80
Gráfico 13: Número de contratos em aberto vs. contratos negociados de futuros de DI de 1 dia (2007- 1º semestre)	81
Gráfico 14: Número de contratos em aberto vs. contratos negociados de futuros de DI de 1 dia (2007- 2º semestre)	82
Gráfico 15: Número de contratos em aberto vs. contratos negociados de futuros de DI de 1 dia (2008- 1º semestre)	82
Gráfico 16: Número de contratos em aberto vs. contratos negociados de futuros de DI de 1 dia (2008- 2º semestre)	83
Gráfico 17: Evolução das taxas de juros jan/2008 a jan/2009 (taxa Selic e swap de 3 e 6 meses, 1 ano, 2 e 3 anos).....	84
Gráfico 18: Número de contratos em aberto vs. contratos negociados de futuros de DI de 1 dia (2009- 1º semestre)	84
Gráfico 19: Evolução das taxas de juros jul/2008 a jul/2009 (taxa Selic e swap de 3 e 6 meses, 1 ano, 2 e 3 anos).....	85

Gráfico 20: Número de contratos em aberto vs. contratos negociados – Futuro de Ibovespa (2005-2009)	86
Gráfico 21: Número de contratos em aberto vs. contratos negociados – Futuro de Taxa de Câmbio (2005-2009)	86
Gráfico 22: Captação Líquida dos fundos (R\$ milhões).....	87
Gráfico 23: Captação líquida de Fundos vs. CDB e Poupança.....	88
Gráfico 24: Captação líquida e rentabilidade dos fundos.....	89
Gráfico 25: Volatilidade dos fundos.....	90
Gráfico 26: Perda de patrimônio líquido dos fundos no mundo (%).....	93

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Títulos públicos federais (total e em fundos)	37
Tabela 2: Evolução do Patrimônio Líquido dos FIDCs, FII e FIP	50
Tabela 3: Patrimônio Líquido e número de fundos de investimentos existentes no Brasil:	50
Tabela 4: Fundos de Investimento de Curto Prazo:.....	55
Tabela 5: Fundos de Investimento de Longo Prazo:	55
Tabela 6: Participação de investidores institucionais no volume de contratos negociados na BM&F (2005-2009).....	73
Tabela 7: Limites de aplicação dos fundos por emisor	91

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Classificação CVM para fundos de investimento – Instrução 409/2004	45
Quadro 2: Classificação ANBIMA para fundos de investimento – em vigor desde 01/06/2009..	47
Quadro 3: Objetivos do Mercado de Derivativos	58
Quadro 4: Utilização do mercado futuro de câmbio para proteção nas operações cambiais	73

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Decisão de investimento interno e externo	22
--	----

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
Capítulo I - A Hipótese da Instabilidade Financeira de Hyman Minsky	14
1.1 A origem da Hipótese de Instabilidade Financeira	14
1.2 O modelo de dois preços.....	19
1.3 As posturas financeiras.....	23
1.4 O papel da autoridade monetária para contenção da crise instalada.....	27
Capítulo II - Fundos de Investimento	31
2.1 As características do produto	37
2.2 Os riscos envolvidos.....	52
2.3 A administração dos fundos e o índice na seleção do portfólio.....	53
2.4 Tributação dos fundos	54
2.5 A carteira do Fundo de Investimento	56
Capítulo III - Inovações Financeiras.....	60
3.1 As inovações na Indústria de fundos	65
3.2 Indicadores do mercado	67
3.3 O mercado futuro de juros, Ibovespa e câmbio.....	71
Capítulo IV – Os fundos de Investimento e a Hipótese da Instabilidade Financeira	74
4.1 Posturas Financeira dos fundos de investimento.....	74
4.2 Verificação da HIF nos fundos de investimento no período de 2004 a 2009.....	76
4.3 O caso específico dos fundos.....	87
4.4 Fatores determinantes para que a indústria de fundos se mantivesse resiliente à crise .	90
4.5 APÊNDICE - As medidas tomadas após a crise recente	96
CONCLUSÃO	108

INTRODUÇÃO

Com a implantação do Plano Real, a inflação alta foi eliminada permitindo maior previsibilidade sobre os preços dos ativos. Tal estabilidade, acompanhada de reformas normativas, contribuiu para que a indústria brasileira de fundos de investimento atingisse um patamar relevante no mercado financeiro e de capitais e contribuísse, por sua vez, para a administração da dívida pública do país (R\$ 489 bi em dez/08¹).

O presente estudo mostrará a evolução da indústria brasileira de fundos de investimentos no período de 2004 a 2009, analisando o aumento do número de fundos, de investidores, empresas de gestão de recursos e a evolução regulatória. Mesmo com crises internacionais recorrentes em anos anteriores a 2004, a flexibilidade da indústria e de seus gestores para adaptação a cenários macroeconômicos em constante mudança, e, ambientes caracterizados por instabilidade e alto risco, possibilitou seu rápido crescimento, fazendo com que essa indústria atingisse em 2007 R\$ 1 trilhão e o 6º lugar no ranking mundial².

Observamos, porém, que desde o setembro de 2008 a economia mundial vem passando por uma crise financeira, que teve reflexos sobre o mercado de capitais brasileiro e conseqüentemente sobre a indústria de fundos, que sofreu com resgates e desvalorização dos ativos.

Na análise do comportamento da indústria brasileira de fundos no período citado (2004 a 2009) procuraremos avaliar se a Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF) desenvolvida por Hyman Minsky se aplica, identificando nesta indústria uma evolução da estabilidade para a fragilidade financeira.

Para fazermos esta análise adaptamos a classificação das posturas de financiamento identificadas por Minsky (que se referem basicamente a casos do endividamento de empresas junto aos bancos) para o caso específico de fundos de investimento.

Adaptando a HIF, observaremos nessa dissertação que os fundos de investimento tenderiam, na medida em que as perspectivas econômicas se tornam mais otimistas, a alongar os prazos das carteiras, adquirir ativos de maior risco, como os de crédito privado e as ações. Dessa forma, a indústria de fundos teve contribuição relevante no fortalecimento das empresas, com a maior aquisição de crédito privado e de ações, e do governo, com a aquisição de títulos longos da dívida pública.

Podemos fazer a hipótese de que em momentos de incerteza, os fundos de investimento tenderiam a manter em suas carteiras ativos de menor prazo e com maior liquidez.

Vale observar que em relação a outros países, a crise na indústria de fundos brasileira foi amenizada pela forte regulação que vem sendo aplicada ao mercado financeiro nos últimos anos. Tal fato vai ao encontro da tese de Minsky que defende a regulação, a intervenção estatal e um prestador de última instância como medidas para contenção da crise.

O presente trabalho está dividido em quatro capítulos, além dessa introdução e da conclusão. No capítulo I, que é o referencial teórico dessa dissertação, abordaremos a Hipótese da Instabilidade financeira desde a sua origem: a Teoria Geral de Keynes. Já

¹

ANBIMA

²

Investment Company Institute – set/2009

o capítulo II, apresenta toda estrutura e funcionamento da indústria brasileira de fundos de investimento. O capítulo III aborda as inovações financeiras criadas recentemente por esta indústria e pelo mercado financeiro e que levariam à fragilidade dos mercados financeiros e, finalmente, o capítulo IV aplica a HIF à indústria brasileira de fundos, além de um apêndice que traz as medidas tomadas pelos governos para contenção da crise.

Capítulo I - A Hipótese da Instabilidade Financeira de Hyman Minsky

O primeiro capítulo dessa dissertação tem por objetivo expor a origem da Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF) de Hyman Minsky, tendo como foco principal as posturas financeiras, passando pelo modelo de dois preços que foi fundamental para a construção da teoria de alocação do portfólio.

1.1 A origem da Hipótese de Instabilidade Financeira

Para Hyman Minsky os fundamentos da Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF) são derivados da Teoria Geral de Keynes³.

Keynes analisou a decisão de investimento por meio de uma comparação entre a eficiência marginal do capital (EMC) e a taxa de juros, que está condicionada à liquidez. A EMC é definida por Keynes *em termos de expectativa da renda e do preço de oferta corrente do bem de capital*⁴.

Assim, os fatores determinantes da EMC incluem o custo dos bens de capital, todas as expectativas que influenciam o empresário acerca das receitas e custos futuros ao longo da “vida” do investimento e da confiança que esses empresários têm nas suas previsões. A estrutura teórica de Keynes é, em princípio, bastante complexa, porque qualquer evento que afete as expectativas de lucros ou custos futuros de uma empresa tem um impacto sobre o investimento.

“O erro de considerar eficiência marginal do capital principalmente em função da retribuição corrente do equipamento produtor, o que só seria correto numa economia estática onde nenhuma mudança futura pudesse influir sobre o presente, teve como resultado a ruptura do elo teórico entre o hoje e o amanhã. Já a taxa de juros é, virtualmente, um fenômeno corrente; se reduzirmos a eficiência marginal do capital ao mesmo status, renunciamos a

³ MINSKY, 1986 p. 172

⁴ KEYNES, 2009 p. 115

fazer intervir diretamente a influência do futuro na análise do equilíbrio presente.” Keynes p. 122

Usando esses conceitos, Keynes narra no Capítulo 12 da Teoria Geral que a incerteza dos investidores traz a instabilidade ao sistema capitalista já que as expectativas dos indivíduos são determinadas pelo seu estado de confiança e não necessariamente pelo cálculo do rendimento esperado de um ativo. Nesse sentido, o estado de confiança torna-se extremamente importante na definição dos preços dos ativos do mercado. A formulação das expectativas, a importância da confiança e a variação de ambos são pontos que devem ser considerados e, além disso, o custo das operações de crédito é obviamente um fator determinante do investimento.

O mercado financeiro organizado, que contempla a figura do gestor profissional, é afetado por ondas de otimismo e pessimismo⁵, e essas ondas, por sua vez, incidem na EMC dos gestores, que agravam a instabilidade, segundo Keynes:

“A separação entre a propriedade e a gestão do capital, que prevalece atualmente, bem como o desenvolvimento de mercados financeiros organizados, fizeram intervir um novo fator de grande importância, que às vezes facilita o investimento, mas também por vezes contribui para agravar a instabilidade do sistema.” Keynes (2009) p. 125

As bolsas de valores agravam a instabilidade por conta das reavaliações constantes dos ativos, que fazem os agentes reverem suas posições a todo momento, influenciando, portanto, o montante investido.

Keynes considera ainda, que o investidor profissional entende que é sua obrigação a antecipação das variações do mercado no sentido de “chegar primeiro”, se

⁵ KEYNES,2009 p. 245

beneficiando do movimento e ainda influenciando o restante do mercado⁶. Nesse sentido, Keynes compara o comportamento dos investidores profissionais a um concurso de beleza, onde os jurados tentam antecipar o ganhador, que será eleito pela maioria, sem considerar a sua preferência.

Para Keynes, a volatilidade dos preços dos ativos se dá pelo modo de operação do mercado financeiro através dos investidores que agem com incerteza através de um comportamento especulativo, sendo portanto, um fato endógeno ao funcionamento dos mercados.

Os principais temas e perspectivas orientadores do trabalho de Minsky são fortemente influenciados por essa parte da análise de Keynes. Ele vai além do que está na Teoria Geral ao incluir na sua análise as implicações da estrutura dos passivos das empresas sobre a atividade econômica.

“Instability emerges as a period of relative tranquil growth is transformed into a speculative boom. This occurs because the acceptable and the desired liability structures of business firms (corporations) and the organizations acting as middlemen in finance change in response to the success of the economy.”
(MINSKY, 1986, p. 173)

No modelo de Minsky, o crescimento sempre leva a maiores lucros correntes, e estes estimulam expectativas de lucros futuros maiores ainda; que, por sua vez, desencadearão mais investimento. O aumento de investimento e dos lucros produzirão um aumento da confiança nos investimentos financeiros; o aumento dessa confiança reduzirá a preferência pela liquidez e induzirá a maior tomada de risco, porque cada ato específico de um investimento financeiro parecerá ao investidor implicar menos risco do que antes. As empresas tomarão mais empréstimos e os bancos darão mais crédito

⁶ KEYNES, 2009 p. 129

com menos exigências, ou seja, com menores margens de segurança⁷, aumentando assim o risco da sua carteira. Para ter esse *funding*, os bancos procurarão fontes cada vez mais custosas e voláteis. Toda essa situação resulta no aumento da iliquidez na economia como um todo.

Bancos, como qualquer outro agente, têm preferência pela liquidez determinada por suas expectativas quanto ao futuro. Em particular, na definição de sua estratégia de portfólio se defrontam com o *trade-off* liquidez versus rentabilidade, sendo a liquidez apreciada em momento de maior incerteza (em detrimento da rentabilidade), e a rentabilidade (e maior propensão a riscos) apreciada em função da menor incerteza percebida. Bancos têm, portanto, um comportamento pró-cíclico: na fase do *boom* econômico tendem a acomodar a demanda por crédito dos agentes, resultando no aumento de endividamento destes, na suposição da continuidade do crescimento dos lucros e renda na economia; na fase de desaceleração, a maior preferência pela liquidez resulta em um racionamento do crédito, justamente no momento em que os agentes precisam re-financiar suas dívidas. Visto de outra forma, o comportamento dos bancos tende a acelerar o crescimento em período de *boom*, e a aprofundar a crise em momento de desaceleração econômica. Em síntese, esta é a teoria da preferência pela liquidez dos bancos, fortemente inspirada em Keynes e Minsky. (PAULA, 2008 P. 66)

O aumento das dívidas em relação ao capital próprio leva a um aumento na taxa de juros. Como os agentes estão altamente comprometidos, com o aumento da taxa de juros, seus fluxos de caixa ficam mais comprometidos, reduzindo a capacidade dos agentes de pagar as suas dívidas. Para Minsky a expansão econômica cria "fragilidade financeira" e, conforme esta aumenta, as taxas de juros aumentam, o que leva a uma queda nos investimentos.

Em um ambiente financeiramente frágil, os mercados financeiros aceleram a redução dos investimentos e investimentos mais baixos do que os esperados significam menor demanda agregada, menos vendas, e lucros menores do que os esperados. Com dificuldades em pagar os juros e o principal das dívidas, os agentes – indivíduos e

⁷ MINSKY, 1986 – Apêndice A

empresas - são forçados a vender ativos relativamente ilíquidos a qualquer preço. O preço dos ativos financeiros em baixa, por sua vez, torna o investimento real ainda menos atraente. Minsky estabelece que os preços têm quatro funções⁸, no sentido de que um preço correto deve garantir: (i) que um excedente seja gerado, (ii) que pelo menos uma parte do excedente vá para o dono do capital; (iii) que o preço de demanda de bens de capital seja consistente com o preço de oferta e (iv) que obrigações quanto às dívidas da empresa possam ser cumpridas.

Já Keynes argumenta no Capítulo 17 da Teoria Geral, que o preço de qualquer ativo, inclusive de ativos financeiros, deve refletir três propriedades⁹: o rendimento esperado (quase-renda) do ativo, o custo de manutenção e o seu grau de liquidez. Sendo o retorno total do ativo igual ao seu rendimento menos o custo de manutenção mais o prêmio de liquidez, ou seja, $q - c + l$.

Definido dessa forma, o preço de qualquer ativo se torna uma variável que depende de expectativas. Mesmo que os agentes saibam, no caso de um rendimento prefixado, o valor do custo de manutenção do ativo, o prêmio de liquidez acaba sendo definido com base nas expectativas do mercado. No caso de um ativo pós-fixado a expectativa recai sobre todas as variáveis. Sendo assim, a determinação do preço de qualquer ativo é essencialmente expectacional.

Keynes discorre em seu Capítulo 12 da Teoria Geral, sobre a fragilidade do conhecimento sobre o qual são realizadas as previsões sobre a evolução futura do rendimento de um ativo qualquer.

⁸ MISNKY, 1986 p.141

⁹ KEYNES, 2009 p.178

O nosso conhecimento sobre os fatores que regularão a renda de um investimento alguns anos mais tarde é, em geral, muito limitado e, com freqüência, desprezível. (...) De fato, aqueles que tentam, com seriedade, fazer um cálculo desta natureza constituem uma pequena minoria, cuja conduta não chega a influenciar o mercado (Keynes, 2009, p. 125).

Isto posto, Minsky começa sua análise da HIF através do “modelo de dois preços”, considerado por Kregel (1992, p. 87) sua contribuição teórica mais importante, sendo fundamental para a elucidação da teoria de preços de Keynes.

1.2 O modelo de dois preços.

Minsky explica a relação da HIF com o modelo de dois preços na seguinte passagem¹⁰:

When the price level of capital assets is high relative to the price level of current output, conditions are favorable for investment; when the price level of capital assets is low relative to the price level of current output, then conditions are not favorable for investment and a recession - or a depression - is indicated.

Segundo Minsky¹¹, existem dois preços: o preço de ativos de capital e o preço de produção corrente. Tal relação de preços é fundamental na economia capitalista, pois determinam o ritmo dos investimentos. Eles são determinados por variáveis e mercados distintos, e, portanto, variam de forma independente.¹²

Capitalism leads to two sets of prices, one for capital assets and one for current output. These two sets of prices are linked because investment goods are a part of current output, and those investment goods that will be like some of the existing capital assets must have prices as current output consistent with their prices as capital assets. (MINSKY, 1986, p. 179)

¹⁰ MINSKY, 1986 p. 143

¹¹ MINSKY, 1986 p. 174

¹² MINSKY, 1986 p. 186

Os preços de produção corrente congregam o consumo, investimento, gastos do governo e exportação de bens e serviços. Os preços dos ativos de capital, devem ser consistentes com os preços dos bens de capital produzidos.

Os preços dos ativos de capital são críticos na determinação de quanto investimento será realizado. Este que, por sua vez, é um fator determinante do montante do lucro total a ser realizado e distribuído. A quantidade de investimento depende da diferença entre o preço de demanda e preço de oferta de bens de capital, ou seja, para o investimento ocorrer, o preço de demanda deve exceder o preço da oferta.

No modelo de investimento de Minsky¹³, o investimento depende da diferença entre o preço dos ativos de capital (P_K) e do preço de produção corrente (P_I). O P_K define o preço de demanda de investimento (o preço que uma pessoa está disposta a pagar por um ativo), sendo que o principal determinante do preço da demanda é o lucro esperado. No entanto, os lucros esperados estão no futuro e são incertos. Devem ser descontados para poderem ser comparados com o preço da oferta.

O principal componente do P_I (definido como a função de oferta do investimento bruto) vem do sistema atual de preços na produção. No entanto, como são bens de capital tipicamente financiados, os custos de financiamento são também uma parte significativa do preço da oferta. O preço de oferta deve ser acompanhado com o preço da demanda – e este depende principalmente do sistema de preços dos ativos.

A menos que bens de capital sejam comprados exclusivamente pelos lucros acumulados, os preços de oferta devem também incluir o financiamento dos custos. Os

custos dos empréstimos tendem a aumentar com a quantidade de investimento, porque os credores percebem maior risco associado aos empréstimos maiores - o que Keynes denomina como risco do prestador¹⁴.

Tanto o preço de demanda quanto o preço de oferta dos bens de capital refletem a necessidade de financiamento externo do investimento: por isso, a partir de certo momento incorporam o risco do prestador e do tomador.

Esta é a principal razão por que a curva de P_I é curvada (Figura1) - quanto maior a quantidade necessária de financiamento externo, maior o risco percebido do mutuário por causa de compromissos de pagamento mais elevados.

A quantidade de bens que se espera comprar com os lucros esperados é dada pela distância entre a origem e a variável "I" e a parte que utilizará recursos externos é a distância entre "I" e "I'". (Figura1)

O investimento financiado por empréstimo, por outro lado, aumentará até o ponto onde P_K , reduzido para refletir o risco do tomador, encontra P_I , aumentado para refletir o risco do credor. P_K e P_I contém elementos de incerteza, seja sob a forma o estado de previsões a longo prazo contidas nos lucros esperados, que intervêm sobre P_K , seja sob a forma de previsões a curto prazo, que determinam P_I , seja, finalmente, sob a forma de antecipação dos riscos do credor e do tomador.

Segundo Deos¹⁵, o risco do credor e do tomador só se manifestam plenamente a partir do momento em que o investimento deixa de ser financiado por recursos internos, o fluxo de lucros brutos

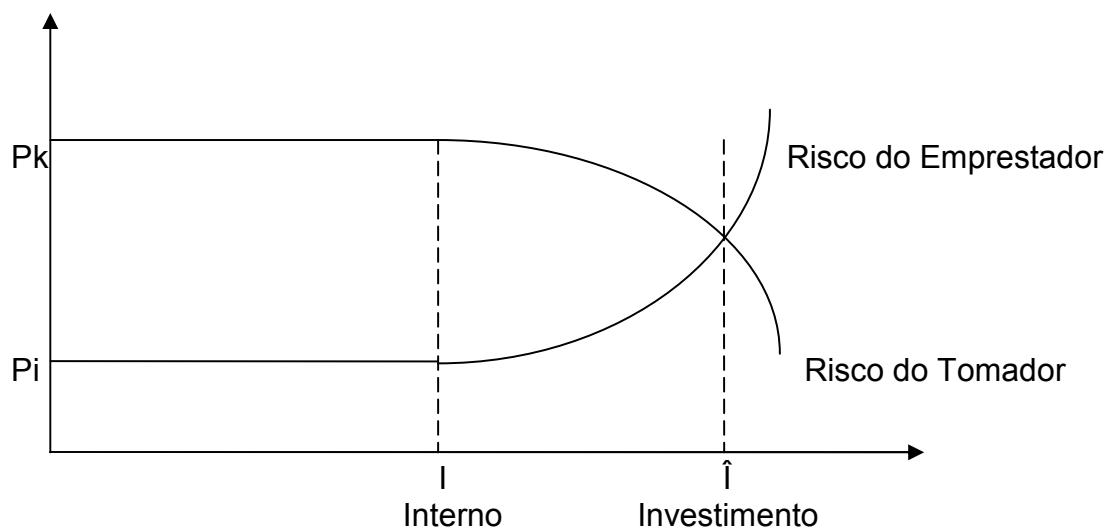
¹³ MINSKY, 1986 p. 180

¹⁴ KEYNES, 2009 p. 121

¹⁵ DEOS, 1998, p. 41

gerado durante o período de investimento. Portanto o pressuposto adotado é de que uma parcela dos investimentos é autofinanciada.

Figura 1 – Decisão de investimento interno e externo



Fonte: Minsky, 1986

Com relação à decisão de investir, Minsky¹⁶ entende que a escolha de ativos é concomitante à escolha das formas de financiamento e que a combinação de ambas as decisões pode definir o grau de vulnerabilidade dos agentes a mudanças adversas no ambiente econômico.

Dependo da forma pela qual uma empresa financia seus ativos, Minsky estabelece que uma estrutura financeira se caracteriza pelo estabelecimento de margens de segurança. Se estas se reduzem, há um grau de fragilidade financeira. A margem de segurança é definida para o fluxo de caixa, para o valor de capital da firma e para o balanço patrimonial. Todas as margens são influenciadas pelo efeito de

¹⁶

MINSKY, 1986, p. 185

expectativas sobre a incerteza e oferecem proteção contra eventos inesperados, tanto para os que solicitam empréstimo quanto para os credores¹⁷.

1.3 As posturas financeiras.

Baseado no contexto anteriormente descrito, de que o investimento gera um passivo, Minsky (1986, p. 206) classifica em sua teoria três posturas financeiras que podem ser identificadas:

- Hedge: os rendimentos esperados são suficientes para cumprir todas as obrigações financeiras em cada período. Nesse caso um aumento na taxa de juros não afeta a capacidade de honrar a seus compromissos.
- Especulativo: a empresa precisa rolar dívida porque o rendimento, em alguns períodos, cobre apenas as despesas de juros.
- Ponzi: os rendimentos, em alguns períodos, não são suficientes sequer para cobrir os juros e, assim, a empresa deve aumentar o endividamento para o cumprimento de seus compromissos. Nesse caso a dívida cresce mesmo que os juros não aumentem, e, no caso do aumento da taxa de juros, a situação dessa empresa se torna pior que no caso especulativo.

As posições de hedge são relativamente imunes à política monetária - a menos que as taxas de juros aumentem muito, é pouco provável que os custos de juros excederão os fluxos de renda, enquanto as taxas de juros crescentes podem transformar uma posição especulativa em uma posição Ponzi. Da mesma forma, os

¹⁷ MINSKY, 1986, p. 206

fluxos de renda em queda podem empurrar uma posição especulativa a uma posição Ponzi.

Segundo Minsky¹⁸,

Pode-se demonstrar que, se o financiamento hedge domina, então a economia pode muito bem ser um sistema de busca de equilíbrio. Em contraste, quanto maior o peso das finanças especulativas e de Ponzi, maior a probabilidade de que a economia é um sistema de desvio de amplificação ...[] Ao longo de um período prolongado, economias tendem a se mover de uma estrutura financeira dominada por unidades financeiras hedge para uma estrutura em que há um grande peso para as unidades envolvidas em finanças especulativas e de Ponzi. (Minsky 1992, pp. 7-8)

Parece-nos que a mudança em direção a posições especulativas, ou mais frágeis, ocorre intencionalmente, enquanto a mudança de especulativo para Ponzi, ocorre de forma não intencional.

É com base nessas posturas financeiras que Minsky fala da HIF. A instabilidade nasce a partir de uma fase tranqüila e próspera da economia, com o excesso de confiança nos mercados unido a expectativas positivas quanto aos rumos da economia - o que faz com que os agentes passem a tomar mais risco em suas operações financeiras, reduzindo a preferência pela liquidez e as margens de segurança. Com isso, surgem bolhas especulativas, que causam instabilidade nos mercados, podendo resultar numa crise.

Full employment is transitory state because speculation upon and experimentation with liability structures and novel financial assets will lead the economy to an investment boom. An investment boom leads to inflation, and, by processes still to be described, an inflationary boom leads to a financial structure conducive to financial crises. (MINSKY, 1986, p. 178)

Desse modo, podemos concluir que os ciclos são gerados endogenamente, e não devido a choques. Em grande parte, o comportamento cíclico tem a ver com a interação entre os dois sistemas de preços, a forma como o sistema financeiro se desenvolve de forma endógena partindo para a fragilidade através do tempo. Embora seja verdade que um evento exógeno pode precipitar uma crise, esses eventos não gerariam crises se o sistema não tivesse evoluído para uma posição frágil.

Instability is due to the internal process of our type of economy. The dynamics of a capitalist economy which has complex, sophisticated, and involving financial structures leads to the development of conditions conducive to incoherence – to runaway inflations or deep depressions. But incoherence need not be fully realized because institutions and policy can contain the thrust to instability. (MINSKY, 1986, p. 10)

Para conter a crise, Minsky considera fundamental a intervenção estatal tanto para reduzir a fragilidade financeira da economia quanto para evitar o aumento de crises financeiras.

A análise de Minsky começou com o período pós-guerra, após a Grande Depressão. A economia do pós-guerra começou o predomínio de posições hedge e de estratégias conservadoras. Com o tempo, como a economia teve um bom desempenho, o sucesso de inovações criadas e pouco regulamentadas, permitiu a queda das margens de segurança¹⁹ e o peso das finanças especulativas cresceu na economia como um todo.

¹⁸ MINSKY, 1992 p. 7-8

¹⁹ Ver item 1.2 adiante

Com a continuidade da expansão, ou as taxas de juros poderiam subir ou os fluxos de renda poderiam deixar de atender às expectativas. Um desses dois eventos poderia empurrar algumas unidades para posturas Ponzi, o que poderia resultar numa crise. As taxas de juros poderiam variar por motivos endógenos, já que os credores começaram a construir um “maior risco do credor” por medo do prolongamento das dívidas, ou exogenamente, uma vez que o Banco Central começou a temer a inflação e, portanto, instituiu uma política monetária contracionista.

Alguns devedores se depararam com fluxos de rendimentos inferiores aos esperados, reduzem sua despesa, o que gera uma redução nos fluxos de rendimento esperados dos outros.

Conforme já descrito, ao longo de uma expansão, a economia se move da posição hedge para a posição especulativa até chegar à Ponzi, sendo este movimento, segundo Minsky, essencial para caracterizar um sistema financeiro instável. Conforme os fluxos de rendimento caem e conforme credores cortam crédito para as unidades Ponzi, unidades econômicas tentam conquistar posição vendendo ativos, muitas vezes ilíquidos, a preços muito baixos gerando um processo de deflação da dívida.

Se o governo sempre intervém para evitar a deflação, injetando recursos no mercado e, portanto, aumentando a liquidez, isso faz com que as margens de segurança para que os balanços frágeis sejam aceitas. Ou seja, os credores mudam seu critério passando a levar em conta a intervenção do governo.

Minsky²⁰ defende a tese de que é necessária a intervenção estatal para conter a crise e evitar que ela se deflagre pelo sistema financeiro. Minsky enfatiza um ponto mais preciso: ele diz que o próprio desencadeamento da crise leva à expansão do déficit público, o que tem um efeito fortemente estabilizador (o de garantir que os lucros agregados das empresas não caiam, apesar da queda dos investimentos). Ou seja, em grande parte a intervenção estatal é “automática”, decorre da própria existência de um “grande governo”, cujos gastos representam uma parcela importante do produto interno bruto²¹. Já o Banco Central possui um papel chave na contenção do risco sistêmico atuando como prestador de última instância, em socorro aos bancos com problema de liquidez. Além disso, a regulamentação e a fiscalização são necessárias e devem evoluir continuamente para que acompanhem as inovações financeiras²².

1.4 O papel da autoridade monetária para contenção da crise instalada.

Segundo Minsky o déficit público é suficiente para a redução dos efeitos da crise, adicionalmente, e não menos importante, Minsky destaca a importância do Banco Central como prestador de última instância agindo na manutenção da liquidez enquanto a política fiscal adotada não produz resultado.

Whereas big government stabilizes output, employment and profits by its deficits, the lender of last resort stabilizes assets values and financial markets (...) Whereas Big Government operates on aggregate demand, sectorial surpluses and increments of government liabilities in portfolios, the lender of last resort works on the value of the inherited structure of assets and the refinancing available for various portfolios (...) The need for lender of last resort operations will

²⁰ MINSKY, 1986, p. 215

²¹ Em épocas de prosperidade, isto se traduz em orçamentos públicos que estão equilibrados e que representam cerca de 17% PIB (Minsky 1986, 297-299)

often occur before income falls steeply and before the well night automatic income and financial stabilizing effects of Big Government come into play(...)
MINSKY, 1986 p. 38

Segundo Minsky, para se estabilizar a economia, a política monetária "*needs a handle by which it can affect profits*"²³. Em uma recessão, por exemplo, o banco central pode reduzir as taxas de juro em toda a economia, reduzindo as taxas de juros pagas pelos títulos federais, e pode também, viabilizar o refinanciamento para bancos específicos e outras grandes instituições que estão em apuros. Ambas as ações ajudam a estabilizar os lucros globais que garantem os fluxos de caixa, evitando assim que o problema financeiro se espalhe.

Segundo Whalen²⁴, a política monetária não é suficiente, pois a ação do Banco Central afeta os lucros depois de seis a dezoito meses, e apenas um considerável cortes nos juros teria efeito significativo.

Gastos públicos são a mais rápida e mais eficaz forma de estabilizar a economia quando há uma queda nos investimentos das empresas. O "Grande Governo" (Big Government) se traduz numa estrutura de orçamento federal que injeta gastos na economia em estagnação e gera um considerável déficit público.

Minsky observou que o seguro desemprego pode ser um importante estímulo para a retomada da economia, segundo ele:

Unemployment insurance, which was at a \$5.3 billion annual rate in the second quarter of 1974, rose to a \$19.4 billion annual rate during the second quarter of 1975. Such a dramatic rise in unemployment insurance payments helps to ex-

²² Esse assunto será mais detalhado no Capítulo III

²³ MINSKY 1986, p. 303

plain why the sharp downturn [of 1974-75] was reversed so quickly" (Minsky 1986, 26)

Os efeitos dos gastos do governo são importantes para famílias e empresas, mas o que garante o sucesso macroeconômico do "Grande Governo" é o seu tamanho. O orçamento do governo deve ser grande o suficiente para gerar os déficits necessários para que os lucros das empresas não caiam durante uma contração. *"The full import of government as ... sustainer of economic activity cannot be appreciated without recognizing the significance of the proposition that the sum of the surpluses and deficits over all sectors must equal zero"*²⁵. Ou seja, o Grande Governo precisa para sustentar os lucros empresariais através de um déficit considerável no momento em que o setor privado está puxando para trás.

O Grande Governo tem um papel importante nos portfólios, pois os títulos da dívida pública, usados para o déficit federal, proporcionam às famílias, empresas e instituições financeiras um ativo altamente negociado e livre de risco de inadimplência. Durante uma recessão, este recurso aumenta a liquidez das carteiras, o que ajuda a conter a contração do crédito no setor privado²⁶.

O período de 1974-75 é um exemplo perfeito. Minsky escreveu²⁷:

[B]ecause of Big Government and the large increase in government debt, the default risk of business and bank portfolios decreased. As businesses liquidated inventories, they decreased their indebtedness to banks and acquired government debt. Banks and other financial institutions acquired liquidity by buying government debt rather than by decreasing their assets and liabilities. The pub-

²⁴ WHALEN, 2010

²⁵ MINSKY 1986, p. 30

²⁶ MINSKY 1986, p.36

²⁷ MINSKY 1986, p. 37

lic, both households and business, not only acquired safe assets in the form of bank deposits and savings deposits but were also able to decrease their indebtedness relative to income. The existence of a large and increasing government debt thus acted as a significant stabilizer of portfolios during the threatening period.

Segundo Oreiro e Basílio²⁸,

num contexto de desaceleração cíclica do nível de atividade econômica é papel da autoridade monetária garantir a menor queda possível do nível de produção e de emprego. Quando a crise de confiança ameaça contaminar os planos de investimentos das firmas, a política fiscal deve auxiliar a política monetária por intermédio do aumento dos gastos públicos, principalmente com investimentos em infra-estrutura.

Para Minsky, o desenvolvimento de um banco central forte (“Grande Banco”) e o Grande governo ajudam a moderar as flutuações dos ciclos. O banco central ajuda a atenuar as falências atuando como prestador de última instância. Um problema, segundo Minsky, é que o sucesso na estabilização através da ação do governo e do banco central cria um problema de risco moral porque as unidades econômicas passarão a construir suas expectativas com base na confiança de que a depressão não ocorrerá, já que o governo e o banco central irão evitar tal crise. Minsky considera essencial a evolução da regulação e da supervisão dos mercados como um complemento ao banco central e ao governo nas suas intervenções.

²⁸OREIRO E BASILIO, 2008, p. 63

Capítulo II - Fundos de Investimento

Neste capítulo, pretende-se apresentar a origem, a estrutura e o funcionamento da indústria brasileira de fundos de investimento

Os primeiros fundos de investimento surgiram na Europa por volta de 1860, principalmente na Inglaterra quando Londres era o centro financeiro mundial, devido à necessidade de proteção contra riscos e insucessos que pudessem surgir. Sob a denominação de *Average Investment Trust* entre outros nomes, os fundos de investimentos chegaram aos EUA onde tiveram seu papel significativo na história, ao transformar poupanças em créditos de longo prazo ajudando na recuperação econômica do país após a 2ª Guerra Mundial. Desde então, os fundos estenderam-se a outros países.

O primeiro fundo de investimento no Brasil foi o Crescincó, iniciado em 1957, que mais tarde passou a ser administrado pelo Unibanco. Em 1959 foi publicada a Portaria 309 do Ministério da Fazenda que autoriza a constituição de fundos sob a forma de condomínio. Daí em diante foram se formando outros fundos como o condomínio Deltec em 1961, Halles e Vera Cruz em 1964.

A reforma do sistema financeiro da década de 60 tinha como objetivo a constituição de um sistema capaz de aumentar a oferta privada de recursos de longo prazo provenientes de operações de crédito e mercados de capitais. A fim de formar poupança financeira e fortalecer as bolsas de valores, vários incentivos foram concedidos²⁹. A regulamentação dos fundos foi sendo elaborada progressivamente pelo

²⁹ Lançadas as bases para o ordenamento do Sistema Financeiro Nacional, com a Lei da Reforma do SFN No. 4.595/64, que criou o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central do Brasil (BACEN) e a Lei de Mercado

Banco Central do Brasil (BACEN), tendo sido expedida em Fevereiro de 1966 a Resolução n.º 18 que, embora superficialmente, abordou algumas normas aplicáveis aos fundos, autorizando a constituição e o funcionamento dos bancos privados de investimento ou desenvolvimento. No final de 1967 os fundos mútuos já se somavam 11 entidades em atividade³⁰.

Em 1967, o Decreto Lei n.º. 157 criou os chamados fundos 157, que seriam uma opção dada aos contribuintes de utilizar parte do imposto devido quando da Declaração de Imposto de Renda, em aquisição de cotas de fundos que atuariam no mercado de ações. Esses fundos contribuiriam para amenizar a instabilidade do mercado.

A partir de 1967, a economia brasileira retomou um intenso ritmo de crescimento econômico³¹, com a redução da inflação e a canalização de maior volume de poupanças através do sistema financeiro. Esta forte expansão do mercado mobiliário foi acompanhada pelo crescimento da indústria dos fundos mútuos de investimento, que passaram a constituir a principal forma de realizar investimentos coletivos no mercado mobiliário brasileiro.

A ausência de controle sobre o número de fundos impunha, contudo, uma regulamentação da matéria. Como decorrência desta necessidade surgiu a Resolução n. 131, de 28 de janeiro de 1970, baixada pelo BACEN e que veio proibir a constituição de novos fundos³². E, no mesmo ano, com a publicação da Resolução 145, o BACEN

de Capitais No. 4.728/65 estabelece as bases do sistema atual, com a reestruturação da bolsa de valores e a criação dos bancos de investimento.

³⁰ TOLEDO FILHO, 1997. p. 87

³¹ GIAMBIAGI e VILELA, 2005 p. 84

³² FORTUNA, 1999. p. 286

regulamentou definitivamente a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos mútuos de investimentos.

A crise da bolsa do Rio de Janeiro, em 1971, e o choque do petróleo, em 1973, foram determinantes para o decréscimo da indústria de fundos. Na década de 80, a indústria teve uma guinada e os fundos de investimento começaram a crescer significativamente.

A dinâmica monetária e financeira internacional sofreu mudanças significativas a partir da década de 80, dentre as quais se destacam o processo de globalização financeira, a expansão do mercado de dívida direta ante o mercado de crédito bancário, o aumento da participação dos investidores institucionais e o desenvolvimento da indústria de fundos de investimentos.

Essas transformações tiveram como conseqüências o aumento significativo dos fluxos financeiros internacionais e mudanças em sua natureza. Os investimentos de portfólio – aquisição de títulos de renda fixa e ações – constituem, atualmente, o principal componente tanto dos fluxos de capitais globais quanto daqueles direcionados aos países em desenvolvimento, entre eles, o Brasil.

O crescimento dos fundos encontra-se fortemente associado ao surgimento de inovações financeiras como o crescimento das operações estruturadas e do crescimento das emissões de títulos da dívida e ações desde o início da década de 80.

A partir do final dos anos 80, a economia brasileira recebeu muitos investimentos estrangeiros diretos.³³ Os fluxos de portfólios foram estimulados, de forma crescente, por um conjunto de fatores: fatores internos - os programas de estabilização e ajuste

nos moldes recomendados pelos organismos multilaterais e os acordos de renegociação de dívida externa -, fatores externos: especialmente a queda da taxa de juros e a recessão nos países centrais, desestimulando investimentos nesses países e fortalecendo a entrada de capitais nos países em desenvolvimento, em especial, no Brasil.

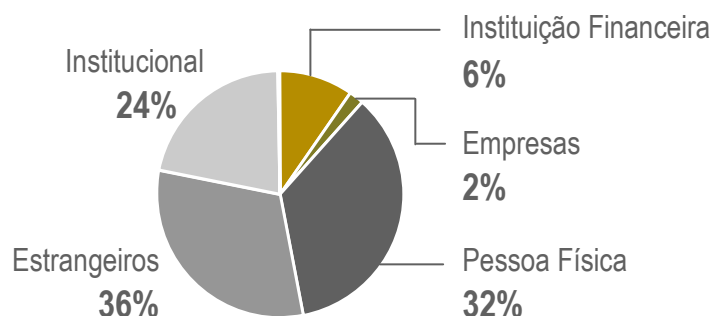
O grau de abertura financeira de uma economia depende da facilidade com que os residentes podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira e do acesso de não-residentes ao mercado financeiro doméstico³⁴.

A abertura financeira da economia brasileira na década de 90 reduziu, de forma significativa, as barreiras até então existentes aos investimentos estrangeiros de portfólio no mercado financeiro doméstico e à colocação de títulos e ações de empresas nacionais no mercado internacional, o que foi feito por meio da integração do sistema financeiro doméstico ao sistema financeiro internacional. Essa abertura também permitiu que bancos estrangeiros pudessem operar nos mercados nacionais.

Os investidores internacionais também estimularam a criação de novos instrumentos financeiros com graus diferenciados de liquidez, risco e retorno.

³³ GIAMBIAGI e VILELA, 2005 p. 134

Gráfico 1: Bolsa de Valores por tipo de investidor – Set/2009



Fonte: BM&FBovespa

Outra forma de os investidores estrangeiros acessarem o mercado financeiro brasileiro é pela aquisição de fundos de investimentos.

Em 1991 o Banco Central regulamentou os fundos de renda fixa, permitindo a aplicação do total de recursos em títulos públicos e ativos de rendimento fixo³⁵. Nessa década, a diversificação dos produtos líquidos protegidos da inflação manteve a característica de curto prazo da indústria. A estabilidade de preços que sucedeu esta fase deu oportunidade para aplicações financeiras com maior horizonte temporal.

Impulsionada pelos fundos de renda fixa, a indústria de fundos de investimento ultrapassou a Caderneta de Poupança em 1994, os títulos privados (como CDB) em 1996 e os dois juntos em 1998³⁶.

Nos últimos 30 anos, a expansão desta indústria tem sido superior ao crescimento dos bancos. Uma das possíveis explicações está na liberalização financeira em âmbito mundial, que envolve mercados de capitais em expansão,

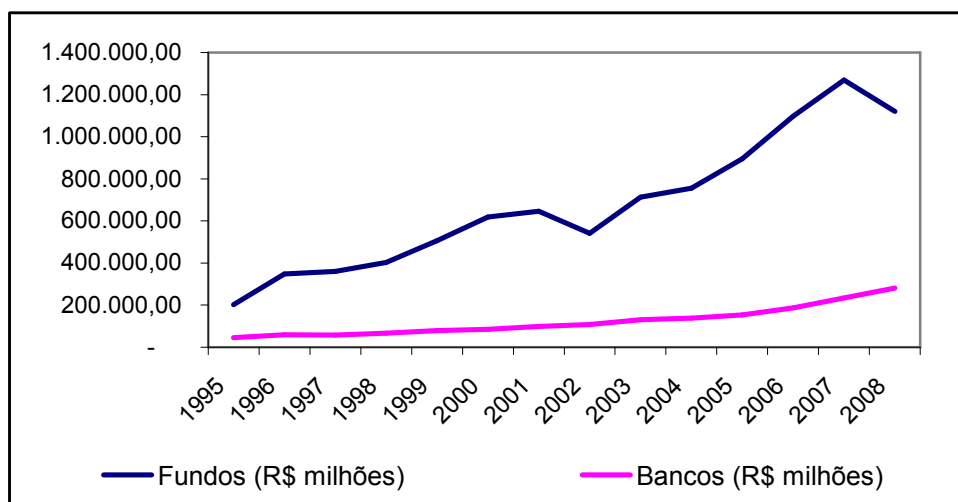
³⁴ AKYÜZ, Yilma, 1993 p. 12

³⁵ RIBEIRO, 1999. p. 4

³⁶ ANBIMA

tornando uma opção mais rentável aos investidores converter seus depósitos em uma alternativa que incluía um portfólio de investimentos. O gráfico abaixo pode ilustrar melhor esse contexto:

Gráfico 2: Evolução do Patrimônio Líquido³⁷ dos fundos de investimento e do Patrimônio Líquido dos Bancos de 1995 a 2008



Fonte: ANBIMA e Febraban

Podemos lembrar que dentro de cada transformação econômica os fundos sempre passaram por mudanças de regulamentações e prazos, adaptando-se sempre ao cenário atual. Os fundos de investimento transformaram-se no principal fenômeno do mercado financeiro brasileiro, crescendo mais de 2800% em volume desde 1994³⁸.

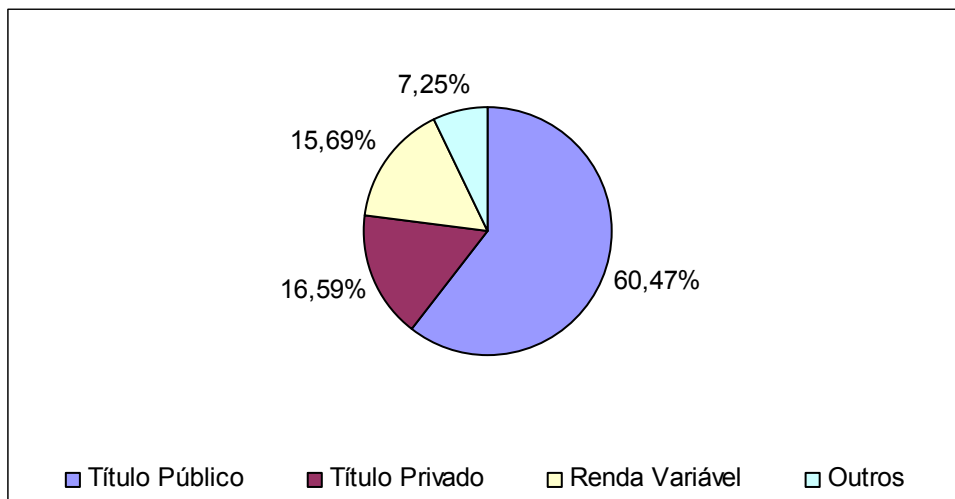
Analisando de outro ponto de vista, cabe lembrar que todo este progresso se deu devido ao importante papel dos fundos enquanto instrumento para a política econômica. O governo vem utilizando os fundos como importante meio de absorção de títulos públicos. Enquanto algumas empresas abertas se capitalizam, outras tomam empréstimos de logo prazo, através da emissão de debêntures, ou oferecem notas

³⁷ Soma de todos os ativos do fundo descontadas as despesas.

³⁸ ANBIMA – Relatório **Evolução Histórica de PL e Captação Líquida da Indústria de Fundos** – ago/2009

promissórias, ou seja, criam ativos financeiros para rentabilizar as carteiras dos fundos de investimento.

Gráfico 3: Composição da Indústria de fundos por Tipo de Ativo – Agosto/2009



Fonte: ANBIMA

Tabela 1: Títulos públicos federais (total e em fundos)

	R\$ (milhões)	(%)
Dívida Pública Federal	1.509.000,95	100,00%
Títulos públicos Federais nos fundos de investimento	793.340,93	52,57%

Fonte: ANBIMA e STN

2.1 As características do produto

A Portaria 309 de 1959 do Ministério da Fazenda foi quem determinou a estrutura jurídica dos fundos brasileiros na forma de condomínio, constituídos por uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de ativos financeiros e demais modalidades operacionais disponíveis no âmbito do mercado financeiro. Escolheu-se a denominação de condomínio, pois a condição jurídica de

sociedade anônima teria um tratamento fiscal desfavorável já que os ganhos de capital estariam sujeitos à tributação como pessoas jurídicas, e porque seria vedada a venda de títulos de sua emissão e recompra de suas próprias ações, impossibilitando o resgate de cotas.

O fundo de investimento se caracteriza pela aquisição de cotas de aplicações abertas e solidárias, representativas do patrimônio do fundo, que têm o benefício da valorização diária. Tradicionalmente, os fundos podem ser classificados como renda fixa ou renda variável.

Os investidores dos fundos de investimento são denominados quotistas por adquirirem partes do patrimônio do fundo através de cotas. O artigo 109, da Instrução CVM 409, classifica como investidores qualificados: (i) instituições financeiras, (ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização, (iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar, (iv) pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, (v) fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados, (vi) administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios e (vii) os regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios. No caso desses investidores, os fundos não precisam observar certas obrigações dispostas na Instrução, tais como: limite de concentração de emissor, elaboração de prospecto, entre outros.

O valor inicial da cota é determinado no primeiro dia de vida do fundo; a partir daí, varia diariamente conforme o desempenho das aplicações feitas pelo administrador e em função da política de investimento previamente estabelecida no regulamento do fundo. O valor da cota diária é resultante da divisão do patrimônio líquido do fundo pelo número de cotas existentes no final do dia.

O administrador, por sua vez, recebe uma taxa de administração, que é o custo auferido pelo conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador, ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo, e ainda pode cobrar uma taxa de performance conforme o desempenho do fundo, ou seja, é uma taxa cobrada do cotista quando a rentabilidade do fundo supera a do indicador de referência, estabelecida no regulamento do fundo.

Os contratos firmados entre o administrador do fundo e os terceiros contratados pelo fundo deverão conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre as partes, por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude das condutas contrárias à lei, ao regulamento e aos atos normativos expedidos pela CVM. Os parágrafos 3º e 5º do Artigo 57 e o Artigo 58 da Instrução CVM dispõem ainda que:

§3º Independente da responsabilidade solidária a que se refere o § 2º, o administrador responde por prejuízos decorrentes de atos e omissões próprios a que der causa, sempre que agir de forma contrária à lei, ao regulamento e aos atos normativos expedidos pela CVM.

§5º Sem prejuízo do disposto no § 2º, o administrador e cada prestador de serviço contratado respondem perante a CVM, na esfera de suas respectivas competências, por seus próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo e às disposições regulamentares aplicáveis.

Art. 58. O administrador, observadas as limitações legais e as previstas nesta Instrução, tem poderes para praticar todos os atos necessários ao funcionamento do fundo de investimento, sendo responsável pela constituição

do fundo e pela prestação de informações à CVM, na forma desta Instrução e quando solicitada.

A rentabilidade do fundo é a variação da cota no tempo expressa em termos percentuais. O conjunto de ativos no qual os recursos aplicados são captados é chamado de carteira que é composta por ativos financeiros, títulos e valores mobiliários e modalidades operacionais disponíveis no mercado financeiro e de capitais, nos termos do seu regulamento e conforme os limites estabelecidos pela CVM.

O principal documento do fundo é o seu regulamento, na sua constituição é registrado em cartório de títulos e documentos e enviado a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Todo fundo possui um registro no CNPJ e contabilidade própria, devendo ser auditado por um auditor independente e fazer publicações periódicas dos seus resultados³⁹.

Segundo a Instrução CVM 409, o investidor, ao ingressar no fundo como quotista, deve receber o regulamento e um prospecto explicativo do fundo que deve conter todas as informações relevantes para o investidor relativas à política de investimento do fundo e aos riscos envolvidos. A recomendação é que o investidor verifique estes documentos antes de aplicar, além de assinar um termo de adesão, indicando que conhece o nível de risco assumido pelo fundo.

O Regulamento do fundo deve conter as seguintes informações:

- (i) qualificação do administrador do fundo e do gestor da carteira do fundo;
- (ii) qualificação do custodiante;
- (iii) espécie do fundo, se aberto ou fechado;
- (iv) prazo de duração, se determinado ou indeterminado;
- (v) política de investimento, de forma a caracterizar a classe do fundo;

³⁹ Instrução CVM 409/2004

- (vi) taxa de administração, taxa de performance, de ingresso e de saída e demais despesas do fundo;
- (vii) condições para a aplicação e o resgate de cotas
- (viii) distribuição de resultados;
- (ix) público alvo;
- (x) referência ao estabelecimento de intervalo para a atualização do valor da cota, quando for o caso;
- (xi) exercício social do fundo;
- (xii) política de divulgação de informações, inclusive as relativas à composição de carteira;
- (xiii) política relativa ao exercício de direito do voto do fundo;
- (xiv) informação sobre a tributação aplicável ao fundo e a seus cotistas;
- (xv) política de administração de risco, com a descrição dos métodos utilizados pelo administrador para gerenciar os riscos a que o fundo se encontra sujeito.

Os fundos de investimento podem ser compostos da seguinte forma: Fundos de Investimento (FI) – que possuem nas suas carteiras ativos financeiros, títulos e valores mobiliários, inclusive cotas de outros fundos; e Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimentos (FIC-FI) – que devem manter, no mínimo, 95% do seu patrimônio investido em cotas de FI de uma mesma classe de acordo com a regulamentação específica.

Tradicionalmente os fundos podem ser classificados como de renda fixa e renda variável⁴⁰. Os fundos de renda fixa aplicam seus recursos em ativos de baixo risco e normalmente com retornos próximos às taxas de juros vigentes. E os fundos de renda variável aplicam em títulos negociáveis em bolsa e, portanto, com elevado grau de risco. Porém, com a sofisticação e desenvolvimento da indústria de fundos principalmente no período pós Plano Real, criou-se uma gama de novos fundos e, assim, os fundos foram divididos em modalidades atendendo a diferentes objetivos em termos de liquidez, risco e retorno.

Os fundos podem ainda ser classificados de acordo com a sua amplitude como fundo aberto ou fechado. Um fundo aberto constitui um número ilimitado de quotistas e de patrimônio com liquidez imediata para solicitações de resgate mesmo dentro do período de carência. Um fundo fechado possui um número limitado de investidores e de patrimônio. Para se obter liquidez das cotas é necessário negociá-las com o próprio administrador ou com outro investidor.

Há também os fundos denominados exclusivos, constituído por um único quotista, que deve seguir toda legislação da CVM, ficando sujeitos aos percentuais mínimos e máximos em títulos e valores mobiliários. São adequados ao perfil de cada cliente e as condições de taxas e serviços são conforme o perfil do cliente e o volume de recursos.

A partir daí, existe uma diversidade de tipos que são criados para atender aos diferentes interesses dos investidores, do mais conservador ao mais agressivo. A identificação do perfil do investidor para cada fundo se dá através de um questionário que faz a verificação da compatibilidade do perfil do investidor com a carteira do fundo.

O processo de investimento se inicia com o investidor. Para se desenhar a carteira correta para qualquer investidor, nós precisamos perguntar e entender suas necessidades e preferências; seu comportamento em relação à limitar o risco; necessidades de caixa; e situação fiscal. DAMODARAN E BERSTEIN (1995:25)

As instituições financeiras estruturam seus fundos de acordo com as regras determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como, por exemplo, as responsabilidades do administrador do fundo, os limites de composição da carteira de cada tipo de fundo, a qualificação dos investidores, etc. Entretanto, vai ser a escolha da

⁴⁰ Trata-se apenas de uma simplificação genérica para melhor entendimento.

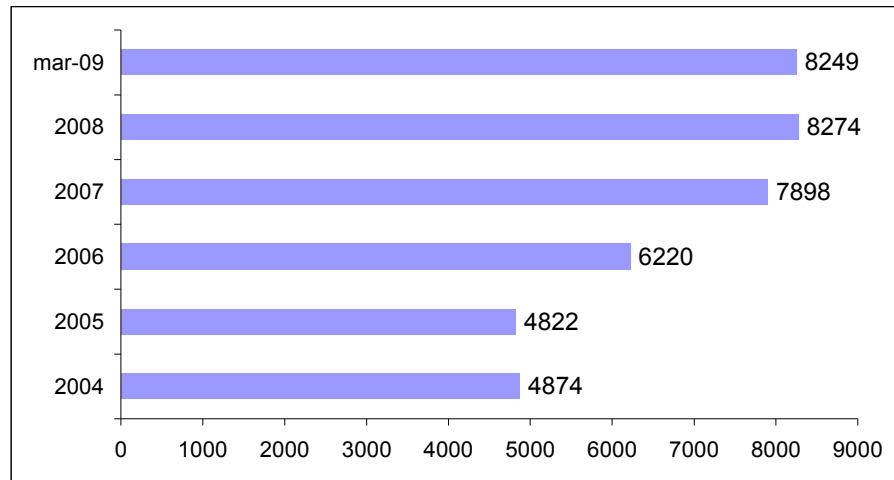
composição da carteira que, por sua vez, determina o risco e a rentabilidade (retorno) desejada pelo administrador do fundo, que vai criar a “personalidade” de cada fundo e atrair cada perfil de investidor.

A normatização e reformulação dos fundos de investimentos, o desenvolvimento e transformações do Sistema Financeiro, a autorização e a grande participação dos bancos globais, a divulgação e transparência das informações, a isenção da CPMF sobre os fundos, o fim da hiperinflação e o Plano Real foram fatores de extrema importância para a evolução da indústria de fundos no Brasil.

O ano de 2004 foi muito importante para a indústria de fundos brasileira, com a edição da Instrução CVM 409, que estabeleceu novas regras para os fundos de investimento de renda fixa e de ações. Antes da edição dessa norma, esses fundos eram regulados por normas distintas, sendo a renda fixa pelo Banco Central e a renda variável pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A Instrução 409 trouxe diversos benefícios aos investidores, pois exige maior transparência das informações, tais como: divulgação diária e mensal do valor da cota e das carteiras dos fundos, e estabelece regras para a cobrança de taxa de performance, além do registro automático do fundo através da página da CVM na internet.

Como mostra o gráfico abaixo, o número de fundos de investimento no Brasil quase dobrou nos últimos 5 anos. Isso se deve a possibilidade do administrador do fundo contratar gestores independentes, outro avanço trazido pela norma.

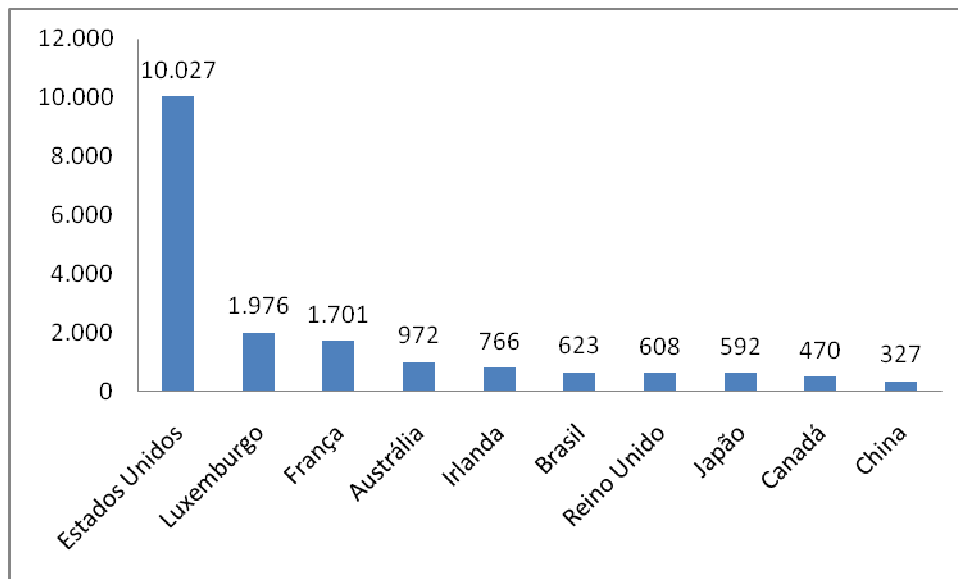
Gráfico 4 Número de fundos de 2004 a 2009



Fonte: ANBIMA

O Gráfico 5 mostra a concentração por países em relação ao volume de recursos sob gestão. O Estados Unidos possuem a maior indústria de fundos, com 50% do total e o Brasil possui a maior indústria de fundos entre os emergentes, se destacando em 6º lugar, com 2,5% do total.

Gráfico 5 : Ranking de gestão de recursos mundial Top 10 – US\$ (bilhões)



Fonte: ICI – Setembro 2009

Com a sofisticação dos instrumentos financeiros do mercado de capitais e para melhor definir as carteiras dos fundos, a Instrução CVM 409 dispoe de 7 classificações para os fundos de investimento: Fundo de Curto Prazo, Fundo Referenciado, Fundo de Renda Fixa, Fundo de Ações, Fundo Cambial, Fundo de Dívida Externa e Fundo Multimercado.

Quadro 1: Classificação CVM para fundos de investimento – Instrução 409/2004

Categoria	Descrição
Curto Prazo	Investem seus recursos exclusivamente em títulos públicos federais ou privados de baixo risco de crédito. Investem em papéis com prazo máximo a decorrer de 375 dias e o prazo médio da <u>carteira</u> é de, no máximo, 60 dias.
Referenciado	Os fundos Referenciados identificam em seu nome o indicador de desempenho que sua carteira tem por objetivo acompanhar. Para tal, investe no mínimo 80% em títulos públicos federais ou em títulos de renda fixa privados classificado na categoria baixo risco de crédito. Além disso, no mínimo 95% de sua carteira é composta por ativos que acompanhem a variação do seu indicador de desempenho, o chamado <u>benchmark</u> . Usam instrumentos de <u>derivativos</u> com o objetivo de proteção (<u>hedge</u>).
Renda Fixa	Aplicam uma parcela significativa de seu patrimônio (mínimo 80%) em títulos de renda fixa prefixados ou pós-fixados. Além disso, usam instrumentos de derivativos com o objetivo de proteção (<u>hedge</u>).
Ações	São fundos que investem no mínimo 67% de seu patrimônio em ações negociadas em bolsa. Dessa forma, estão sujeitos às oscilações de preços das ações que compõem sua carteira.
Cambial	Estes fundos devem manter no mínimo, 80% de seu patrimônio investido em ativos que sejam relacionados, diretamente ou indiretamente (via derivativos), à variação de preços de uma moeda estrangeira, ou à uma taxa de juros (o chamado de cupom cambial).
Dívida Externa	Aplicam no mínimo 80% de seu patrimônio em títulos brasileiros negociados no mercado internacional. Os 20% restantes podem ser aplicados em outros títulos de crédito transacionados no exterior.
Multimercado	São fundos que possuem políticas de investimento que envolve vários fatores de risco, pois combinam investimentos nos mercados de renda fixa, câmbio, ações, entre outros. Além disso, utilizam-se ativamente de instrumentos de derivativos para <u>alavancagem</u> de suas posições, ou para proteção de suas carteiras (<u>hedge</u>).

Fonte: CVM – elaborado pela autora

Outro agente bastante relevante para a indústria de fundos e que será bastante utilizado como fonte nessa pesquisa é a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA)⁴¹, que atua como reguladora voluntária através de seus associados, entre os quais, instituições financeiras, gestores de recursos independentes e gestores de fortunas. O principal instrumento dessa regulação voluntária são os códigos de regulação e melhores práticas, que, no caso de fundos de investimento, existem desde 2000.

A ANBIMA possui uma classificação de fundos própria que é seguida pelos aderentes ao código e pelos principais *rankeadores* do mercado. Essa classificação visa aprimorar o critério de comparação entre os fundos e melhor orientar os investidores, já que dentro de uma categoria podem existir diferentes instrumentos financeiros e estratégias que geram performances distintas entre os fundos.

⁴¹ Entidade criada em outubro de 2009 como resultado da união da ANBIMA – Associação Nacional dos Bancos de Investimento com a ANBIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro.

Quadro 2: Classificação ANBIMA para fundos de investimento – em vigor desde 01/06/2009

Categoria ANBIMA	Tipo ANBIMA	Riscos
Curto Prazo	Curto Prazo	DI/SELIC
	Aplicação Automática	
Referenciados	Referenciado DI	Indexador de Referência
	Referenciado Outros	
Renda Fixa	Renda Fixa	Juros Mercado Doméstico + Ind de Preços + Alavancagem
	Renda Fixa Médio e Alto Risco	Juros Mercado Doméstico + Crédito + Ind de Preços + Alavancagem
Multimercados	<i>Long And Short</i> - Neutro	Renda Variável + Alavancagem
	<i>Long And Short</i> - Direcional	Renda Variável + Alavancagem
	Multimercados Macro	Diversas Classes de Ativos + Alavancagem
	Multimercados <i>Trading</i>	
	Multimercados Multiestratégia	
	Multimercados Multigestor	
	Multimercados Juros e Moedas	
	Multimercados Estratégia Específica	
	Balanceados	Diversas Classes de Ativos
	Capital Protegido	
Investimento no Exterior	Investimento no Exterior	Títulos da dívida externa e taxa de câmbio
Ações	Ações IBOVESPA Indexado	Índice de Referência
	Ações IBOVESPA Ativo	Índice de Referência + Alavancagem
	Ações IBrX Indexado	Índice de Referência
	Ações IBrX Ativo	Índice de Referência + Alavancagem
	Ações Setoriais Telecomunicações	Renda Variável
	Ações Setoriais Energia	
	Ações Setoriais Livre	
	Ações Setoriais Privatização Petrobrás - FGTS	
	Ações Setoriais Privatização Petrobrás – Recursos Próprios	
	Ações Setoriais Privatização Vale - FGTS	
	Ações Setoriais Privatização	

	Vale – Recursos Próprios	
	Ações Privatização FGTS - Livre	
	Ações Small Caps	
	Ações Dividendos	
	Ações Sustentabilidade/Governança	
	Ações Livre	Renda Variável + Alavancagem
	Fundos Fechados de Ações	Renda Variável
Cambial	Cambial Dólar	Moeda de Referência
	Cambial Euro	

Fonte: ANBIMA

Além dos fundos regulamentados pela Instrução 409, a CVM regula outros fundos de investimento que veem ganhando relevância no mercado:

Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC): destina parcela preponderante de seu patrimônio líquido para aplicação em direitos creditórios; os direitos creditórios, principal ativo das carteiras de FIDC, são direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços.

O FIDC é uma comunhão de recursos que destina parcela preponderante do respectivo patrimônio líquido (mínimo de 50%) para a aplicação em direitos creditórios, podendo ser constituído sob a forma de condomínio aberto ou fechado. O fundo somente pode aceitar aplicações de investidores qualificados, em montante mínimo de R\$ 25 mil.

O funcionamento do fundo e a distribuição de cotas (esta última, em se tratando de condomínio fechado) dependem de registros prévios na CVM, que serão automáticos na maioria dos casos, em condições específicas e mediante o protocolo da

documentação exigida. Para negociação, as cotas de fundo fechado deverão ser registradas em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado, cabendo aos intermediários assegurar a aquisição por investidores qualificados.

As cotas do FIDC poderão ter dois níveis de classe - sênior ou subordinada - para efeito de prioridade na amortização e resgate, devendo ser escriturais e mantidas em conta de depósitos em nome de seus titulares. As cotas seniores de fundos fechados, por sua vez, podem ainda ser subdivididas em séries, diferenciadas por prazos e valores para amortização, resgate e remuneração. Aos cotistas de uma mesma série, no entanto, deverão ser assegurados os mesmos direitos e obrigações. Cada classe ou série de cotas destinada à colocação pública deverá ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no país. O fundo não admite afetação do patrimônio, de forma que cada cota corresponderá a uma fração ideal do patrimônio, não havendo correspondência com nenhum ativo ou grupo de ativos que compõem a carteira. A remuneração dos cotistas seniores, com base no benchmark do fundo, poderá ser complementada pelas cotas subordinadas, e até o limite destas, sendo proibida por legislação a promessa de rendimento predeterminado aos condôminos.

Fundos de Investimento em Participações (FIP): destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.

Fundos de Investimento Imobiliário (FII): A CVM define esse fundo como: uma comunhão de recursos, captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários. É constituído sob a forma de condomínio fechado, onde o resgate de quotas não é permitido. Geralmente, as políticas de Fundos de Investimento Imobiliário visam à realização de investimentos de longo prazo, com o objetivo de auferir ganhos mediante locação, arrendamento ou alienação das unidades de determinado empreendimento.

Tabela 2: Evolução do Patrimônio Líquido dos FIDCs, FII e FIP

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	mai-09
FIDC	1.029,62	4.591,56	12.246,26	19.330,15	28.707,45	43.463,20	60.436,60
Imobiliário	347,89	349,31	37,54	170,92	207,22	321,60	300,47
Participações*	-	-	-	-	-	25.209,78	28.777,06

Fonte: ANBIMA

* Dados computados em separado dos fundos de Ações desde 2003

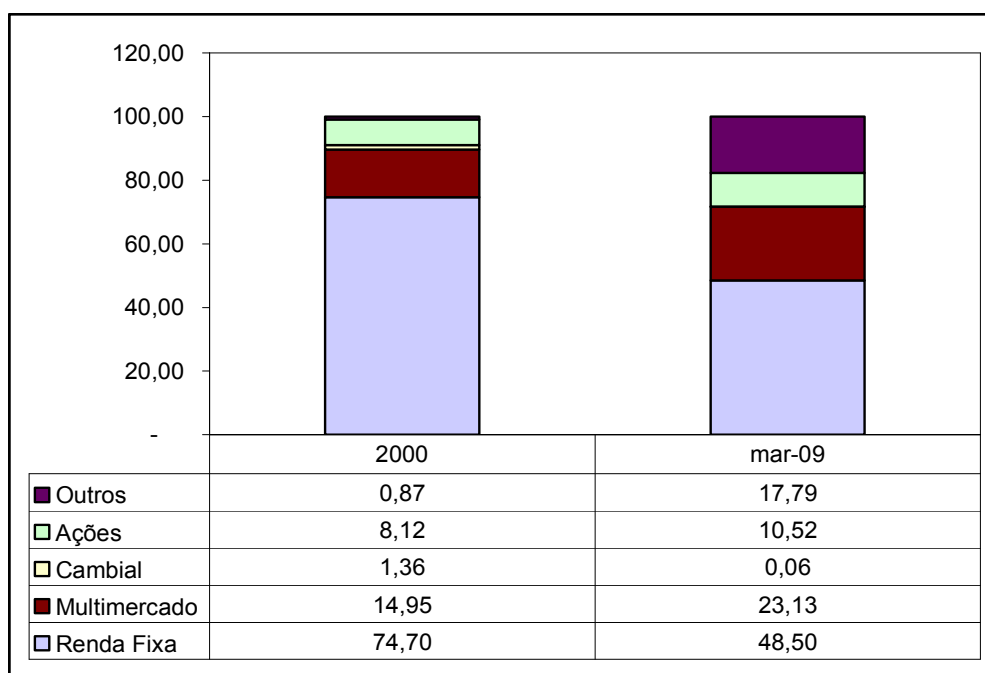
Tabela 3: Patrimônio Líquido e número de fundos de investimentos existentes no Brasil:

Tipo	Nº fundos	PL (R\$ MM)	Participação (%)
Curto Prazo	119	48.399,19	3,57
Referenciado DI	474	192.857,24	14,23
Renda Fixa	1.228	367.170,04	27,09
Multimercados	4.325	325.765,82	24,03
Cambial	58	570,13	0,04
Dívida Externa	19	470,22	0,03
Ações	1.343	157.856,51	11,65
Previdência	516	138.602,17	10,23
FIDC	208	56.057,04	4,14
Imobiliário	7	269,73	0,02
Participações	80	33.450,68	2,47
Exclusivos Fechados	15	765,02	0,06
Off Shore	83	33.210,54	2,45
Total Geral	8.475	1.355.444,35	100,00

Fonte: ANBIMA

Desde 2004 a indústria de fundos vem demonstrando uma forte tendência na redução dos ativos de renda fixa, aumentando a participação em ativos de maior risco. Os anos de 2006 e 2007 foram marcados por um relaxamento da política monetária, com taxas de juros reais mais baixas e pelo forte desempenho da bolsa de valores. Tais fatores impulsionaram a mudança de perfil dos investimentos em fundos e o aperfeiçoamento dos fundos estruturados.

Gráfico 6: Participação por tipo de fundo



Fonte: ANBIMA
 Outros: Fundos de previdência, FIDC, FIP, FII e Off-shore

Podemos verificar a redução da posição em renda fixa que saiu de 74,7% em 2000 para 48,50% em março de 2009, embora ainda seja quase metade da indústria, percebemos uma migração bastante significativa para ativos de renda variável, como os fundos de ações e multimercado.

O papel dos fundos de investimentos nos mercados financeiros e de capitais tende a ser cada vez mais importante para o desenvolvimento econômico através da

ampliação do mercado, como fonte de demanda de ações e títulos públicos e de empresas privadas, alavancando recursos de longo prazo e gerando liquidez tanto para as empresas já abertas quanto para as novas que deverão abrir.

Além disso, os fundos de investimento se tornaram um investimento atrativo como forma de diversificação de risco, ou seja, uma estratégia fundamental para a aplicação de recursos, uma vez que o investidor tem o seu dinheiro administrado por profissionais especializados que buscam conciliar retorno com risco, além de permitir ao investidor o acesso a mercados e custos mais baixos que direta e individualmente não conseguiria aplicar caso quisesse montar sua própria carteira.

2.2 Os riscos envolvidos

A volatilidade de um fundo representa sua oscilação num determinado período significando a intensidade da variação da sua cota no dia-a-dia. Fundos de elevada volatilidade possuem maior risco de taxa, podendo comprometer a rentabilidade real do investimento, e até o próprio valor investido. Os fundos de baixa volatilidade possuem uma performance mais estável e riscos menores.

Os tipos de riscos existentes nos fundos de investimento podem variar de fundo para fundo. Podem ser: riscos de mercado, de crédito, de liquidez, proveniente do uso de derivativos e outros. Desses riscos os mais citados nas literaturas são:

Risco de Mercado: risco que existe a partir das flutuações do mercado e, conseqüentemente dos fatores que impactam a dinâmica do preço do ativo. Esse risco

aumenta ou diminui de acordo com o comportamento do preço do ativo diante das condições de mercado, podendo resultar em possíveis perdas.

Risco de Crédito: risco de o emissor ou contraparte não honrar seus compromissos relativos às operações realizadas pelo fundo.

Risco de Liquidez: decorre da dificuldade de se vender rapidamente um ativo para transformá-lo em dinheiro. Liquidez é um conceito inerente ao mercado financeiro e significa a facilidade com que um título pode ser negociado dentro de um período curto de tempo sem causar alterações significativas no seu preço.

2.3 A administração dos fundos e o índice na seleção do portfólio

Toda a gestão de recursos é feita por uma área técnica que faz toda a análise de compra e vendas dos ativos das carteiras dos fundos, avaliação de indicadores macroeconômicos, dos limites definidos no regulamento do fundo e dos riscos.

As decisões são tomadas de forma colegiada, em que tudo é decidido pelo comitê de investimento. A autonomia total na gestão de recursos de terceiros é extremamente importante para não haver qualquer nível de interferência da gestão dos recursos próprios do banco, ou seja, da tesouraria.

É este comitê de investimentos que faz abordagens independentes sobre o *mix* de ativos que compõem as carteiras dos fundos, alocação setorial, *duration* dos títulos, risco de crédito, administração, seleção de ativos e a escolha dos índices. Uma vez definidas as estratégias e os ativos que serão posicionados, a decisão é registrada em

pauta e vai para a área de *compliance*, para exercer efetivo controle do que ficou estabelecido no comitê.

A avaliação de gestão de risco é feita por uma área específica de controle de risco, onde são observadas as transações feitas no dia-a-dia, a duration, o risco cambial, a volatilidade, os limites operacionais, as oscilações diárias e, principalmente, os preços das negociações.

Um ponto a ser destacado é o tipo de gestão, que pode ser ativa ou passiva. Na gestão ativa o gestor busca uma rentabilidade superior a de um determinado índice de referência. Já na gestão passiva, o gestor acompanha o índice de referência e proporciona ao investidor uma rentabilidade semelhante.

A gestão ativa é fundamental para a concorrência do mercado de gestão, em que é avaliada a capacidade de um administrador de obter lucros acima das carteiras de mercado. A questão passa a ser informar corretamente o investidor quanto ao risco a que o mesmo está exposto e ao seu diferencial no mercado.

2.4 Tributação dos fundos

Os fundos de investimento não são tributados na carteira, ou seja, o rendimento dos ativos constantes da carteira não são tributados, exceto no caso dos fundos imobiliários, cuja isenção é parcial, sendo aplicada somente em alguns títulos de cunho imobiliário (Certificados de Recebíveis Imobiliários, Letras Hipotecárias e Letras de Crédito Imobiliário).

Já os rendimento auferidos pelo cotista⁴² no resgate das cotas são tributados da seguinte forma:

Fundos de renda variável: são classificados dessa forma as carteiras compostas com mais de 67% em ações. Tais carteiras são tributadas à alíquota de 15% no momento do resgate, caso se realize algum lucro.

Já os fundos de renda fixa possuem algumas regras específicas: recolhimento periódico – semestral, quanto ao prazo da carteira e no resgate.

Recolhimento periódico: Semestral, nos meses de novembro e maio de cada ano. A alíquota é de 15% para os fundos classificados como longo prazo⁴³ e 20% para os fundos de curto prazo.

Imposto de renda no momento do resgate, incidente sobre o rendimento da aplicação:

Tabela 4: Fundos de Investimento de Curto Prazo:

Prazo de Aplicação	Alíquota de IR
até 180 dias	22,5%
superior a 181 dias	20,0%

Tabela 5: Fundos de Investimento de Longo Prazo:

Prazo de Aplicação	Alíquota de IR
Até 180 dias	22,5%
De 181 a 360 dias	20,0%
De 361 a 720 dias	17,5%

⁴² Tais regras referem-se somente aos cotistas pessoa física

⁴³ Fundo de Longo Prazo: prazo médio dos títulos que compõem a carteira obrigatoriamente superior a 365 dias

Em agosto de 1999, outra reestruturação vem a fortalecer, ainda mais, o crescente mercado de fundos de investimentos no Brasil. A nova estrutura do IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) acaba com a estrutura temporal dos fundos de investimentos, conferindo-lhes liquidez diária. A alíquota do IOF assume um caráter restritivo para aplicações de curto prazo, passando a ser de 1% ao dia, sobre o valor do resgate e limitando o rendimento da aplicação. No primeiro dia, por exemplo, o IOF não pode ultrapassar 96% do rendimento. Para o décimo dia, o IOF não pode ultrapassar 66% do rendimento, e para o 29º dia, o IOF é limitado a 3% do rendimento. A partir do 30º dia de aplicação, o IOF é zero.

2.5 A carteira do Fundo de Investimento

A carteira de um fundo pode ser composta por uma diversidade de ativos, dependendo do perfil do fundo em referência e diante do regulamento proposto em sua constituição que estabelecerá os limites de investimentos e tipos de papéis.

Uma das principais tarefas do administrador dos fundos de renda fixa é a seleção de papéis que vão incluir na carteira pois é preciso avaliar corretamente os riscos das empresas e dos bancos para evitar ser surpreendido por uma possível intervenção ou falência da instituição.

Alguns administradores, para elevar o rendimento de seus fundos, incluem na carteira dos fundos papéis que estão oferecendo taxas mais altas do que a média do mercado. Isso aumenta a taxa de risco do fundo, pois quem paga juros elevados, quase sempre tem problemas de caixa. A escolha dos papéis que vão compor o fundo, assim depende de uma análise de risco adequada por parte do administrador.

Além dos títulos públicos, dentro das carteiras podem ser utilizados Certificado de Depósito Bancário (CDB), Recibo de Depósito Bancário (RDB), Letras de Câmbio, Debêntures, Notas Promissórias, Derivativos e Ações.

Um derivativo é um instrumento financeiro cujo valor depende do comportamento futuro de outros mercados, como o de ações, câmbio ou juros. Em geral, as variáveis que referenciam os derivativos são os preços de títulos ou ações negociados no mercado à vista.

Um contrato a termo é um derivativo originado através de um acordo de compra ou venda de um ativo em determinada data futura, por um preço fixado no presente.

Um contrato futuro é um acordo entre duas partes para comprar ou vender um ativo em determinada data futura, por um preço especificado.

Outros derivativos são as opções de compra e venda de ações. Uma opção de compra proporciona a seu detentor o direito de comprar o ativo objeto em certa data, por determinado preço. Uma opção de venda proporciona a seu titular o direito de vender o ativo objeto em certa data, por determinado preço. O preço do contrato é conhecido como preço de exercício e sua data é conhecida como data de vencimento.

Swap significa troca ou permuta, e designa uma operação cada vez mais procurada no mercado financeiro internacional, envolvendo inclusive várias empresas brasileiras.

As operações de derivativos são utilizadas muitas vezes, por exemplo, para proteção da carteira (hedge) e também para alavancagem.

O Hedge é uma forma de o investidor se proteger contra as perdas advindas dos efeitos das oscilações de preços⁴⁴, ou seja, consiste em comprar as ações que possuem melhores perspectivas de alta e se proteger do risco de oscilações negativas nos preços dos papéis com a venda a descoberto⁴⁵ de outras ações, cujas perspectivas são de desvalorização. Caso as perspectivas se confirmem, o gestor teve uma estratégia vencedora, pois, ele ganha nas duas operações: com a alta das ações compradas, porque já as detinha, e com a queda das vendidas a descoberto, porque pode comprá-las por valor inferior para entrega.

A alavancagem é representada pelo nível de utilização de recursos para aumentar as possibilidades de lucro, aumentando o risco da operação. É muito utilizada nos mercados a prazo. Segundo a CVM, um fundo é considerado alavancado sempre que existir possibilidade (diferente de zero) de perda superior ao patrimônio do fundo, desconsiderando-se casos de falha no pagamento de principal ou de juros relativos aos ativos do fundo.

Quadro 3: Objetivos do Mercado de Derivativos

OBJETIVO	DESCRIÇÃO
Proteção	Proteger contra variações de taxas, moedas ou preços.
Alavancagem	Aumentar a rentabilidade de uma posição já existente.
Especulação	Tomar uma posição no mercado futuro ou de opções sem uma posição correspondente no mercado a vista.
Arbitragem	Tirar proveito da diferença de preços nos diversos mercados ou ativos.

Fonte: HULL (2005)

⁴⁴ Entende-se por proteção da carteira, ou hedge, qualquer operação que tenha por objetivo neutralizar riscos diferentes do parâmetro de referência do fundo, ou sintetizar riscos que atrelem o fundo ao parâmetro de referência, limitado ao valor do seu patrimônio.

⁴⁵ Venda de ativo ou derivativo que não possui no momento da conclusão do contrato mas que se pretende adquirir antes do dia da entrega.

De forma a garantir uma distribuição de recursos que atenda ao fluxo de recursos demandados pelas instituições, foi criado, em meados da década de 1980, o Certificado de Depósito Interbancário (CDI). Os CDIs são os títulos de emissão das instituições financeiras monetárias e não monetárias que lastreiam as operações do mercado interbancário, pelo prazo de um dia. A taxa média diária do CDI é utilizada como um referencial para o custo do dinheiro, ou seja, os juros, e serve para avaliar a rentabilidade das aplicações em fundos. Suas características são idênticas às de um CDB, mas sua negociação é restrita ao mercado interbancário. Sua função é transferir recursos de uma instituição financeira para outra. Em outras palavras, para que o sistema seja mais fluído, quem tem dinheiro sobrando empresta para quem não tem.

Capítulo III - Inovações Financeiras

Este capítulo tratará das inovações financeiras criadas pelo mercado financeiro no período recente, bem como dos indicadores de mercado, que balizam as decisões de investimento dos agentes.

A indústria brasileira de fundos de investimento vem passando por muitas mudanças desde 2004, tanto por conta dos desdobramentos do Plano Real quanto quanto pela regulação. Tais fatores foram fundamentais para que esse mercado atingisse a 6ª colocação no ranking mundial de fundos de investimento, conforme colocado no capítulo anterior.

A evolução dessa indústria se deve às inovações financeiras pelas quais os mercados financeiros e de capitais vem passando nas últimas décadas.

Uma inovação financeira é equivalente ao lançamento de uma técnica de produção ou de um novo produto. Mesmo que o novo seja mais vantajoso, é necessário um período de experimento e absorção pelo público.

Instituído em 2002 pelo Banco Central, o Sistema de Pagamentos Brasileiro é o marco da sofisticação do sistema financeiro brasileiro, tendo como principal avanço a liquidação em tempo real das transferências de fundos interbancárias. Assim, durante um período em que o sistema financeiro rapidamente se torna mais sofisticado, a difusão de inovações financeiras e modificações estruturais ocorrem na mesma velocidade.

O aumento da capacidade nessa área colocou as instituições financeiras em um alto nível de competitividade, que desencadeou a inovação em torno da regulação

sobre os ativos existentes, bem como para desenvolver novos mercados e produtos diferenciados. O aumento da competitividade dos mercados financeiros e de capitais gera a criação de novos instrumentos e serviços e faz com que os agentes passem a considerar maiores riscos em troca de melhores retornos sobre os ativos.

Um das inovações financeiras mais importantes que surgiram foi o processo de securitização⁴⁶ e o desenvolvimento dos mercados específicos para risco, ou seja, os mercados de derivativos.

Para que os novos mercados criados pela securitização pudessem funcionar, seria necessário o surgimento de investidores dispostos a operar de modo permanente, gerando um volume de transações capaz de dar liquidez aos papéis e ao mesmo tempo de reduzir os custos de transação. O crescimento do número de investidores institucionais⁴⁷ veio exatamente preencher esta demanda. Ao reunir recursos de uma grande quantidade de investidores individuais, os investidores institucionais conseguem, ao mesmo tempo, alcançar dimensão suficiente para sustentar a operação desses novos mercados e permitir a profissionalização da administração dos recursos.

As maiores empresas tem acesso a capitais a custos reduzidos por poderem participar de um processo de securitização, enquanto as empresas menores ainda recorrem aos bancos para conseguir empréstimos. Esta dualidade é motivo de preocupação, pois pode levar a uma concentração de riscos nos balanços dos bancos, já que as empresas maiores e mais sólidas não tomam emprestado dessas instituições, ao contrário do que fazem as pequenas e mais arriscadas.

⁴⁶ CARVALHO, 2005

⁴⁷ Fundos de penão, fundos de investimentos e seguradoras

No caso brasileiro, o que ocorre é que os ativos securitizados saem do controle da central de risco de crédito do Bacen e passam para controle de crédito do novo detentor do título, normalmente fundos de investimento. Tal procedimento não é transparente, já que depende do critério de avaliação de cada administrador do fundo. A CVM vem tomando medidas a fim de melhorar a informação por parte dos administradores dos fundos.

Já os mercados de derivativos expandiram-se em resposta à demanda por proteção por parte de agentes privados e de instituições financeiras desconfortáveis com os riscos que assumiam, mesmo em operações tradicionais. O crescimento dos mercados de títulos é especialmente propício à expansão dos derivativos, pois estes se constituem em formas de “seguro” muito procuradas contra riscos mais complexos.

Os mercados de derivativos contribuíram para o surgimento da administração ativa de riscos. Dada a possibilidade de criação de instrumentos específicos para a negociação de cada família de riscos envolvidos em qualquer transação financeira, as instituições, especialmente as de maior porte, começaram a se dedicar à definição de estratégias consistentes de risco, com a construção de modelos e do acompanhamento permanente do perfil de risco assumido por elas. Com isto, deu-se grande impulso ao crescimento dos mercados de derivativos e ao desenvolvimento de novos instrumentos, como os derivativos de crédito⁴⁸.

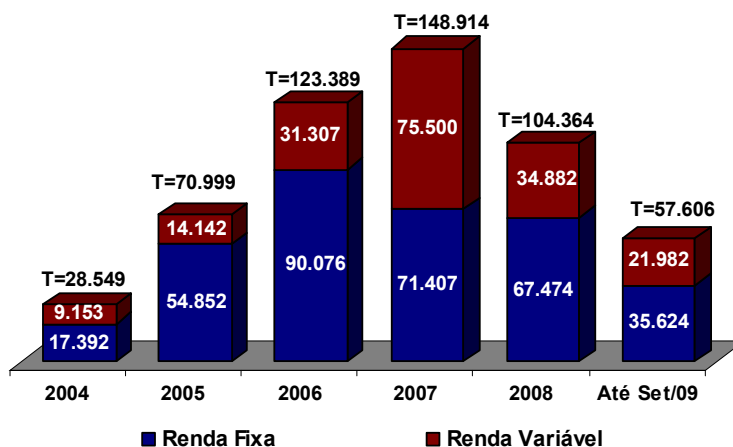
À medida que os métodos de administração de risco se tornaram mais complexos, permitindo às instituições intervir em vários mercados de forma simultânea, por meio de

⁴⁸ ANBIMA, 2001, p.17

operações estruturadas igualmente sofisticadas, reguladores e supervisores financeiros tentaram adaptar sua atuação.

No mercado brasileiro a emissão de títulos privados, emitidos pelas empresas vem crescendo em ritmo acelerado.

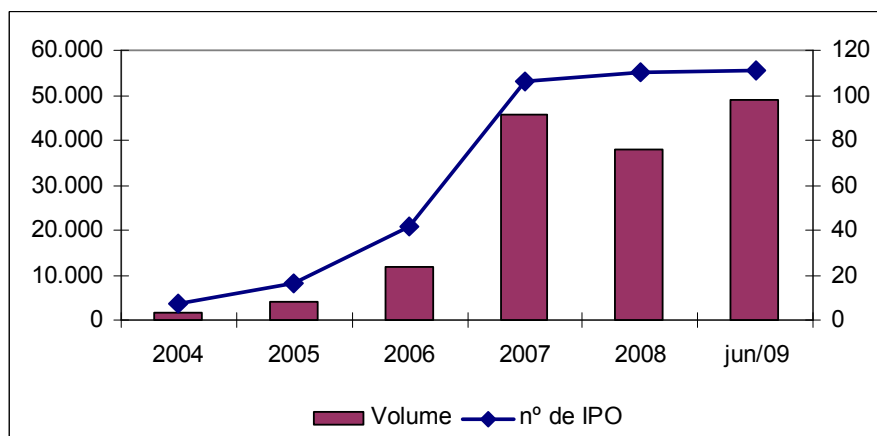
Gráfico 7: Ofertas de Renda Fixa e de Renda Variável (Volume R\$ Milhões)



Fonte: CVM/ANBIMA

O volume acima vem naturalmente acompanhado do número de empresas que abriram capital nos últimos anos:

Gráfico 8: IPOs - Initial Public Offering (primeira oferta pública)

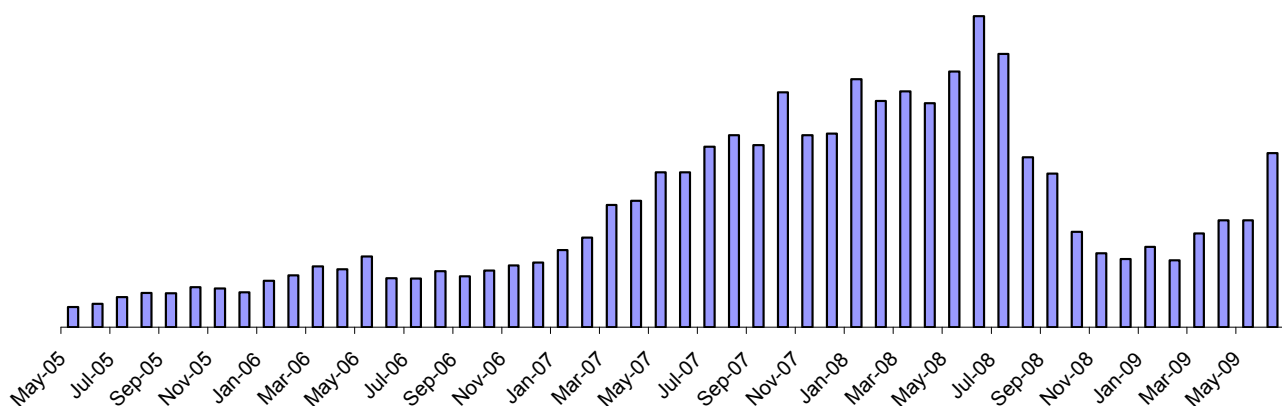


Fonte: Bovespa/ANBIMA

Conforme surge a inovação, surge a regulação – ou ao contrário – mas a velocidade com que os novos instrumentos proliferam faz com que o risco sempre exista, embora os reguladores tentem acompanhar o mercado.

Outro exemplo de inovação financeira são as operações de empréstimos de ações, que são feitas desde a década de 70, porém reguladas desde 1998, e que começaram a crescer em 2005, tendo seu ápice em junho de 2008.

Gráfico 9: Volume de empréstimo de ações



Fonte: CBLC

A operação de empréstimo de ações é feita pela Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), que atua como contraparte e garante os negócios. Os investidores oferecem títulos para empréstimo e os tomadores os "alugam", mediante aporte de garantia, para atender a necessidades temporárias. O doador recebe uma taxa sobre o aluguel além dos proventos da ação, enquanto que o tomador pode votar em assembléia, vender a ação⁴⁹ e receber o lucro dessa venda. No vencimento da operação, o tomador devolve ao doador a mesma quantidade de ações emprestada mais o valor do aluguel.

⁴⁹ Mesmo com essa venda a descoberto, o empréstimo de ações não é uma operação de derivativo

Segundo Minsky, as inovações financeiras são criadas para facilitar o financiamento, pois, o capitalismo exige que instituições financeiras e instrumentos financeiros permitam flexibilidade nos financiamentos⁵⁰. Isto conduz a um “boom” especulativo, uma vez que ganhos de capital são gerados. Com o passar do tempo, a estrutura financeira fica fraca, já que arriscadas posições financeiras são tomadas. Eventualmente, alguém deixa de comparecer e o sistema financeiro inteiro desaba.

3.1 As inovações na Indústria de fundos

Acompanhando o desenvolvimento do sistema bancário e do mercado financeiro e de capitais, a indústria de fundos sofreu modificações com o surgimento de novas modalidades desse produto.

Os hedge funds são um exemplo mundial de inovação financeira não regulada, principalmente nos Estados Unidos, que teve muitos problemas com a crise recente, que será detalhada mais adiante.

Os hedge funds são participantes ativos do mercado de derivativos. Utilizam desse mercado tanto para proteção da carteira, quanto para alavancagem.

3.1.1 Alavancagem - conceito contábil e estratégia de investimento

Não há no mercado um consenso sobre o conceito de alavancagem. A definição mais tradicional de alavancagem é a contábil (“*Accounting-based approach*”), que define esta como o ato de contrair empréstimos para investir. Esse conceito é bastante simples, e é muito difundido entre os que acompanham empresas. Diz-se que uma empresa é alavancada quando ela utiliza recursos de terceiros de uma forma geral, seja para a aquisição de ativos, estoque ou mesmo investimento de longo prazo em uma

⁵⁰ MINSKY, 1969, p. 222-237

nova planta. A partir dessa definição, pode-se verificar que praticamente todas as empresas apresentam alavancagem ao recorrerem a empréstimos – a simples presença de uma conta de passivo (empréstimo ou fornecedores a pagar, por exemplo) representa o financiamento de algum ativo com recursos que não são próprios – alavancagem.

Assim como em uma empresa, a alavancagem nos hedge funds é utilizada com o objetivo de aumentar o retorno dos investimentos, ou seja, a exposição através de empréstimos ou operações equivalentes. Uma estratégia eficiente que utilize alavancagem pode contribuir de maneira significativa para a rentabilidade de algumas operações. Assim como em qualquer investimento, a possibilidade de maiores ganhos traz consigo um aumento do risco. Vale ressaltar que a alavancagem sozinha não representa risco: o que ela faz é potencializar os efeitos dos riscos assumidos pelo fundo, proporcionando maiores ganhos ou provocando maiores perdas.

A estrutura jurídica dos *Hedge Funds* no exterior permite que eles contraiam empréstimos assim como qualquer empresa. Esses empréstimos são normalmente contratados diretamente junto aos bancos e podem envolver algum tipo de garantia. A disponibilidade desse crédito e a sua ampla utilização foram fatores preponderantes nos resultados obtidos por muitos Hedge Funds.

3.1.2 Alavancagem no Brasil - a via dos derivativos ao invés de empréstimos

No Brasil, no entanto, esse conceito de alavancagem através de empréstimos não é aplicável aos fundos de investimento. A legislação não autoriza a contratação de empréstimos em nome do fundo, e, portanto, a única forma possível de alavancagem é

através de operações de derivativos ou empréstimo de ações (operações típicas dos fundos Long and Short).

O maior desenvolvimento do mercado de derivativos na década de 90 permitiu que se criasse uma nova fonte de alavancagem para os investidores e as empresas. Através de operações de derivativos (opções, futuros e swaps) é possível estabelecer posições com efeito semelhante à alavancagem via empréstimo. Nas operações com derivativos assume-se uma certa obrigação (um passivo) em troca de um direito (um ativo). No conceito tradicional de alavancagem (aumento de ativo através de contratação de um passivo) qualquer operação envolvendo derivativos aumentaria a alavancagem de um fundo.

3.2 Indicadores do mercado

Os índices de mercado possuem três funções: indicam a variação dos preços de mercado, são utilizados como parâmetro na comparação de desempenho de carteiras e são instrumentos de negociação no mercado futuro.

Segundo Securatto⁵¹, o mercado futuro de negociação de ativos decorre de tomarmos decisões hoje em função das nossas expectativas futuras, que nos leva a realizar operações futuras.

3.2.1 O índice Bovespa

Criado em 1968, o Índice Bovespa é o principal indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro, refletindo, inclusive, o impacto da distribuição dos proventos dessas ações, sendo considerado um indicador que avalia o

⁵¹ SECURATTO, 2003, p. 149

retorno total das ações que o compõe. Sua principal finalidade é servir como indicador médio do comportamento do mercado⁵².

O índice Bovespa é a composição de uma carteira teórica de 54 ações, escolhidas conforme a liquidez e o valor de mercado. A carteira teórica é composta pelas ações que correspondem a 80% do número de negócio e volume do mercado e pelas ações que representam 70% da capitalização bursátil⁵³. A composição da carteira teórica é reavaliada a cada quadrimestre e é feita com base nos últimos 12 meses onde são verificadas a liquidez e participação de cada ação no mercado.

Esse indicador é muito utilizado como benchmark pela indústria de fundos, principalmente na comparação de desempenho dos fundos de ações e reproduzindo o desempenho do índice através dos ativos da carteira do fundo.

3.2.2 Taxa de câmbio

A taxa cambial é a relação de valor entre duas moedas, ou seja, a taxa de câmbio R\$/ US\$ indica quantos reais são necessários para comprar US\$ 1.

3.2.3 Taxa de juros

Segundo Keynes, a taxa de juros é a recompensa do não entesouramento, ou seja, é o preço da renúncia à liquidez⁵⁴.

Neste estudo abordaremos a taxa de juros como um instrumento para acompanhar e modelar o comportamento dos preços dos ativos negociados no

⁵² FORTUNA, 2002, p. 471

⁵³ A capitalização bursátil é um indicador usado para medir o valor de mercado de todos os ativos cotados em uma determinada bolsa de valores. É calculado somando-se o valor de mercado de cada ação, obtido como o resultado da multiplicação do número de ações pela cotação de fechamento no período desejado. No caso da BM&FBOVESPA, a bolsa paulista divulga informações com periodicidade diária, semanal e mensal, tanto em reais como em dólares norte-americanos.

⁵⁴ KEYNES, 2009, p. 142

mercado financeiro, bem como um instrumento de medida da remuneração do capital, sendo utilizada para se mensurar a atratividade do investimento.

A taxa de juros reflete a confiabilidade dos agentes em relação ao desempenho da economia. Na fase de instabilidade a taxa de juros aumenta devido à incerteza; já na fase estável, os juros tendem a cair, tornando os ativos de renda fixa menos atrativos em relação aos de mais risco, já que estes trazem maiores retornos. Além disso, a taxa de juros é a principal ferramenta de política monetária utilizada pelo Banco Central para cumprimento das metas de inflação.

No mercado brasileiro existem diversas taxas de referência oriundas dos efeitos dos sucessivos planos de estabilização instalados nos últimos anos: refletem a segmentação do mercado financeiro nacional e seu desenvolvimento no período. Abaixo, descreveremos algumas dessas taxas: Taxa Selic, Taxa DI Over-CETIP, TR - Taxa Referencial, TBF - Taxa Básica Financeira e a TJLP - Taxa de Juros de Longo Prazo.

Taxa SELIC

Taxa apurada no SELIC - Sistema Especial de Liquidação e Custódia, obtida mediante o cálculo da taxa média ponderada e ajustada das operações de financiamento por um dia (*over*) lastreadas em títulos públicos federais e cursadas no referido Sistema, sob a forma compromissada⁵⁵.

⁵⁵ Venda de títulos com compromisso de recompra assumido pelo vendedor, conjugada com compromisso de revenda assumido pelo comprador, para liquidação no dia útil seguinte. Possuem permissão para realizar operações compromissadas, por um dia útil, as instituições financeiras habilitadas, tais como bancos comerciais e de investimento, corretoras e distribuidoras de valores.

A série histórica dessa taxa existe oficialmente⁵⁶ desde 1986, mas, desde 1974, já havia, no mercado de taxas, registros que refletiam as operações com títulos públicos. Desde 1999⁵⁷, o governo utiliza a sistemática de metas de inflação como diretriz de política monetária. A Taxa SELIC é o parâmetro dos juros básicos da economia e um dos instrumentos formais de controle dos preços. Mensalmente, o Copom – Comitê de Política Monetária decide o valor da Taxa Selic, para cumprir as metas para a inflação definidas pelo Conselho Monetário Nacional.

Taxa DI Over-CETIP

Taxa apurada na CETIP - Câmara de Custódia e Liquidação que toma como base as operações de emissão de Depósitos Interfinanceiros prefixados, pactuadas com o prazo de um dia útil (*over*) e registradas e liquidadas pelo referido Sistema, conforme determinação do Banco Central.

Essa taxa foi criada em 1986, quando do surgimento da CETIP, sendo regulamentada pela Resolução nº 1.102 do mesmo ano.

TR - Taxa Referencial

Implementada no Plano Collor II, em fevereiro de 1991, como taxa prefixada que servia de parâmetro para os juros no mês, a TR - Taxa Referencial acabou por substituir o BTN-F - Bônus do Tesouro Nacional - Fiscal, índice oficial da correção monetária da época, em um esforço do governo para desindexar a economia.

Atualmente, serve como índice de remuneração básica da caderneta de poupança e do FGTS - Fundo de Garantia por Tempo de Serviço.

⁵⁶ Disponibilizada pelo terminal do Sisbacen - Sistema de Informações Banco Central

TBF - Taxa Básica Financeira

A TBF - Taxa Básica Financeira foi criada em junho de 1995 com o objetivo de alongar o perfil das aplicações em títulos, com juros acima da TR.

TJLP - Taxa de Juros de Longo Prazo

A TJLP - Taxa de Juros de Longo Prazo foi criada em 1996 com o objetivo de estimular os investimentos nos setores de infra-estrutura e consumo. Fixada pelo Conselho Monetário Nacional, é válida pelo período mínimo de três meses, sendo divulgada até o último dia útil do trimestre imediatamente anterior ao de sua vigência.

3.3 O mercado futuro de juros, Ibovespa e câmbio

A estabilização econômica ajudou a concretizar o mercado de juros futuros na Bolsa Mercantil e de Futuros de São Paulo (BM&FBovespa). A partir de 1996 é que contratos de 5 ou 6 meses passaram a alcançar relativa liquidez. Como afirma Securato⁵⁸: *“À medida que se pode ter maior confiança nas previsões das taxas de juros para prazos maiores, as operações passam a ocorrer em tais prazos.”*

No mercado futuro de DI de 1 dia da BM&F é negociada a taxa de juros efetiva anual, base 252 dias úteis, até o vencimento do contrato, definida pela acumulação das taxas diárias de DI no período compreendido entre a data de negociação e o último dia de negociação do contrato. Geralmente, o mercado caracteriza cada contrato DI futuro pela data de vencimento.

⁵⁷ Decreto 3.088, em 21 de junho de 1999

⁵⁸ SECURATTO, 2003, p.131

Os contratos futuros de DI representam o comportamento esperado da taxa Selic, porém, as estimações são feitas no momento da aquisição do título estando sujeitas às oscilações dos juros até o vencimento.

O contrato de futuro de DI é amplamente utilizado em estratégias de hedge, pois garantem que, caso as taxas de juros oscilem de maneira inesperada, o lucro ou prejuízo seja compensado pelo prejuízo ou lucro no mercado futuro. Trata-se de uma aposta no nível da taxa de juros futura, e por este motivo tais contratos servem às mais complexas operações financeiras. Cabe destacar que estes contratos são os instrumentos de *hedge* que possuem maior liquidez para vários vencimentos em comparação aos demais instrumentos, tais como swaps e opções.

Já nas operações de futuro de índice Bovespa, as partes assumem o compromisso de comprar ou vender uma cesta de ações, no caso Ibovespa, que permite ao investidor comprar ou vender uma carteira diversificada de ações.

Se o investidor comprar o contrato futuro de índice, esperará ganhar com a elevação dos preços futuros, em face de sua expectativa de valorização dos preços das ações integrantes do índice. Se sua posição for de venda, esperará ganhar com a queda dos preços futuros. Trata-se também de instrumento poderoso e versátil, quer o investidor queira por em risco o próprio capital em troca de retorno atrativo, quer queira neutralizar o risco do investimento em ações.⁵⁹

O mercado futuro de câmbio é utilizado como importante ferramenta para o gerenciamento de risco de empresas envolvidas com atividades que requerem operações cambiais. Exportadoras e importadoras que têm a necessidade de proteção de preços, por exemplo, podem fazer uso desse mecanismo para se proteger da oscilação do dólar:

Quadro 4: Utilização do mercado futuro de câmbio para proteção nas operações cambiais

Quando a produção de bens ou serviços exige o uso dos insumos importados	A eventual elevação do preço da moeda estrangeira entre o momento do planejamento da importação dos insumos e a efetiva aquisição dos dólares para seu pagamento é uma das razões que leva as empresas a fazerem uma operação de hedge de compra no mercado futuro de taxa de câmbio da BM&F.
Quando as vendas são direcionadas a mercados fora do Brasil	Recebimentos de vendas no Exterior geram um ativo “dolarizado” que, até sua realização podem prejudicar a operação por conta de valorização da moeda nacional ante a moeda norte-americana. O hedge de venda na BM&F é utilizado para gerir esse risco.
Quando é necessário remeter dividendos para a matriz	Filiais de empresas estrangeiras precisam remeter anualmente, para a administração central, parcela dos resultados obtidos no Brasil. A compra de dólares, à época da remessa, pode tornar-se onerosa e diminuir a magnitude dos dividendos, caso não seja feita a proteção – com a compra de contratos futuros de taxa de câmbio da BM&F – das provisões constituídas ao longo do ano.

Fonte: BM&FBovespa – Elaboração da autora

Os fundos de investimento são considerados pela BM&FBovespa como “investidores institucionais nacionais”. De acordo com a tabela abaixo, estes investidores possuem participação significativa nos mercados futuros da taxas de juros, de câmbio e do índice Bovespa:

Tabela 6: Participação de investidores institucionais no volume de contratos negociados na BM&F (2005-2009)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Futuro de Taxa de juros	36%	30%	30%	40%	38%	33%
Futuro de Ibovespa	36%	45%	27%	33%	43%	42%
Futuro de Dólar	32%	27%	32%	15%	22%	22%

Fonte: BM&FBovespa – até 30/06/2009

Capítulo IV – Os fundos de Investimento e a Hipótese da Instabilidade Financeira

Neste capítulo, pretende-se aplicar a HIF aos fundos de investimentos, examinando dados agregados da indústria. Foi feita a tentativa de utilizar as carteiras abertas dos fundos multimercados para verificar seu nível de alavancagem; mas a análise das carteiras que são disponíveis no site da CVM, não permitiu identificar o nível de alavancagem dos investimentos.

Com isso, partimos para a análise de dados agregados, desdobrada em dois aspectos: (i) análise da mudança de perfil das carteiras e (ii) verificação da exposição dos fundos de investimentos ao risco, pela análise dos contratos em aberto de juros futuros.

4.1 Posturas Financeira dos fundos de investimento

Adaptando a classificação de Minsky, podemos dividir as posturas dos fundos de investimento em dois tipos: posturas tipo hedge e posturas especulativas.

Um fundo com postura tipo hedge⁶⁰ seria aquele cuja carteira menos se expõe a riscos. Esse fundo investe, de forma diversificada, em ativos de menor risco procurando manter seus vencimentos e sua liquidez desses ativos compatíveis com a emissão e resgates das cotas. Estes fundos não realizam ou evitam fazer alavancagem e o uso de derivativos é destinado predominantemente para as operações de hedge.

Uma elevação de juros não seria um grande problema para esse tipo de fundos. Por outro lado, como esses fundos procuram manter o vencimento dos papéis de

acordo com a periodicidade dos resgates, eles precisam manter papéis até o vencimento ou, então, carregar títulos indexados aos juros.

Por darem mais preferência à liquidez, esse fundos possuem um horizonte de curto prazo, gerando uma rentabilidade menor que a dos fundos mais arrojados. Ou seja, a rentabilidade é reflexo dos ativos que compõem a carteira do fundo: títulos de curto prazo, embora sejam mais líquidos, dão uma remuneração menor do que a obtida com ativos de mais longo prazo e menor liquidez.

Em tempos de incerteza, o fundos tipo hedge são preferidos pelos investidores, pois nesse cenário, a liquidez do fundo se torna seu maior atributo, em detrimento da rentabilidade.

Já os fundos especulativos possuem estratégias mais arrojadas, expondo seus cotistas a mais riscos de mercado. Uma elevação nas taxas de juros, afeta fortemente as cotas desses fundos, que utilizam ativos de longo prazo com taxas de juros pré-fixadas, alavancagem, ações, crédito privado e outras estratégias.

No caso dos papéis de crédito privado, o aumento das taxas de juros afeta diretamente a saúde financeira da empresa emissora, desestruturando suas dívidas e o seu fluxo de caixa, desta maneira, aumentando o risco de default nos títulos contidos na carteira do fundo.

A demanda por fundos especulativos aumenta sempre que existem boas perspectivas de crescimento econômico. E, conforme colocado no primeiro capítulo, a preferência pela liquidez se reduz e a rentabilidade se torna o atributo principal. Por

⁶⁰ Esclarecimento: o fundo que chamamos de tipo *hedge* não é um *hedge fund*. Estes últimos são tipicamente fundos fortemente alavancados e naturalmente expostos a grandes riscos.

outro lado, em casos de instabilidade, é provável que os cotistas, temendo mais perdas, solicitem resgate de suas cotas, ampliando a pressão sobre as vendas dos ativos da carteira do fundo.

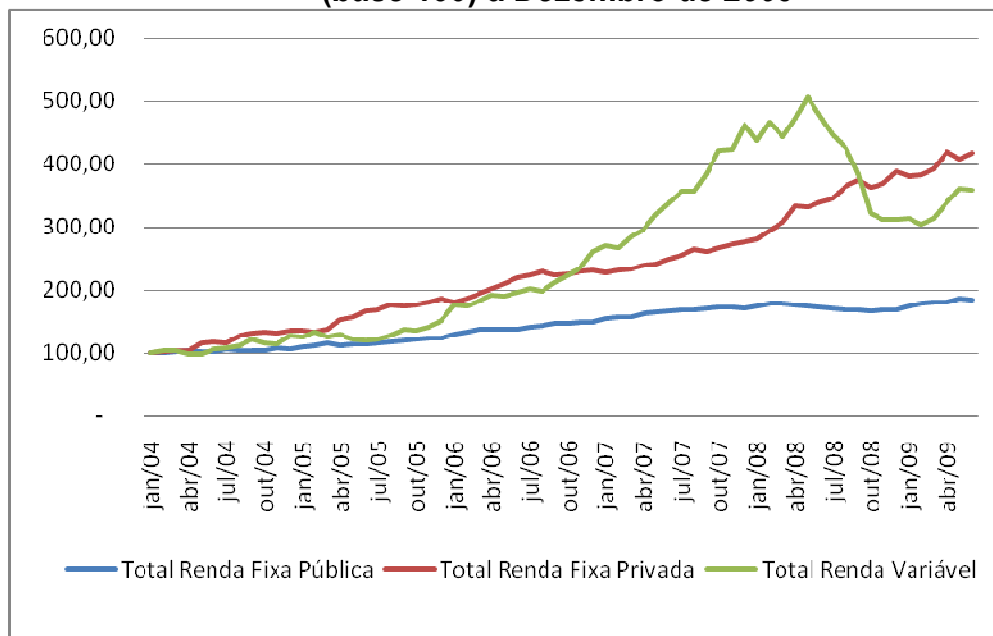
4.2 Verificação da HIF nos fundos de investimento no período de 2004 a 2009

4.2.1 Análise da mudança do perfil das carteiras

Conforme descrito no capítulo anterior, a indústria brasileira de fundos se desenvolveu substancialmente nos últimos anos, e seu perfil vem sendo alterado com a maior utilização de ativos de renda variável.

Verificamos essa mudança no Gráfico 9, que demonstra a evolução da indústria de fundos de investimentos mês a mês, de janeiro de 2004 (base 100) a dezembro de 2009.

Gráfico 10: Evolução da indústria de fundos por tipo de ativo - Janeiro de 2004 (base 100) a Dezembro de 2009



Fonte: ANBIMA

Podemos observar que a partir de 2004 os papéis de renda fixa privada tem um crescimento muito maior que os títulos públicos e as ações. Estas crescem significativamente a partir de 2006 e sofrem uma reversão em setembro de 2008, devido à queda do valor das ações na bolsa de valores neste ano.

Aplicando a HIF, neste caso, percebemos que de janeiro 2004 a maio de 2008, a posição dos fundos em ações aumentou em 5 vezes e que após outubro de 2008, as posições nos ativos de maior risco foi reduzida.

Nada sugere que tenha havido algum caso Ponzi na indústria brasileira de fundos; uma indicação disto é o fato de os fundos de investimentos que sofreram com os resgates terem conseguido honrar com os pagamentos, mesmo existindo dificuldade na liquidação de alguns papéis das carteiras.

4.2.2 Análise da exposição ao risco

Para aprimorar essa análise, utilizaremos também uma outra fonte para verificação da exposição dos fundos de investimentos ao risco durante o período de 10/2004 a 06/2009. Escolhemos a taxa de juros como medidor da exposição ao risco devido a sua ampla utilização, pois, segundo Sanches⁶¹, a taxa DI futuro de 1 dia é utilizada para compor o cálculo dos cupons de juro negociados no mercado, ou seja, a taxa de juro é um instrumento para acompanhar e modelar o comportamento dos preços dos ativos negociados no mercado financeiro.

Os contratos em aberto permitem uma avaliação da tendência de preço dos ativos objetos. Em geral, o aumento na quantidade de contratos indica que a tendência atual

⁶¹ SANCHES, 2007

se mantém, seja ela qual for. A redução na quantidade de contratos indica que a tendência atual não se mantém, está chegando ao fim.

Posições em aberto⁶² são as posições (compradas ou vendidas) de um investidor ainda não liquidadas por ele e que estarão sujeitos a variações diárias de preço.

No mercado futuro os contratos têm seu preço reavaliado diariamente, para refletir as condições de mercado, expressas através dos preços dos novos negócios que vão sendo fechados até o encerramento do dia. Após o pagamento do resultado diário, o contrato fica ajustado ao novo preço, havendo a certeza de que todos os participantes estão equiparados e posicionados ao mesmo preço, pois lucros já foram recebidos e prejuízos já foram pagos.

Já os contratos em aberto, que não foram encerrados no pregão anterior, têm o ajuste baseado na diferença entre o preço do encerramento do dia e o do último ajuste diário, resultando também em movimentação financeira entre as partes (comprador e vendedor). Também nesse caso, após o pagamento do ajuste, haverá um único preço para todos os participantes com posição em aberto, garantindo que todos os participantes que estão com posições em aberto esatejam adimplentes, reduzindo-se o montante financeiro sob risco.

A partir disso, propõe-se observar como se deu o comportamento da indústria de fundos, (i) utilizando os contratos de futuro DI de 1 dia em aberto e volumes contratos negociados do mesmo e (ii) utilizando para análise da liquidez os volumes contratos negociados no mercado futuro de DI de 1 dia da BM&FBovespa. Foram coletados

⁶² CVM (2007) – Caderno nº 9 - A Bolsa de Mercadorias e Futuros - BM&F e os Contratos nela Negociados

dados diários (de 01/01/2005 a 30/06/2009) da BM&FBovespa dos contratos de futuro em aberto de DI de 1 dia, seguindo os critérios abaixo:

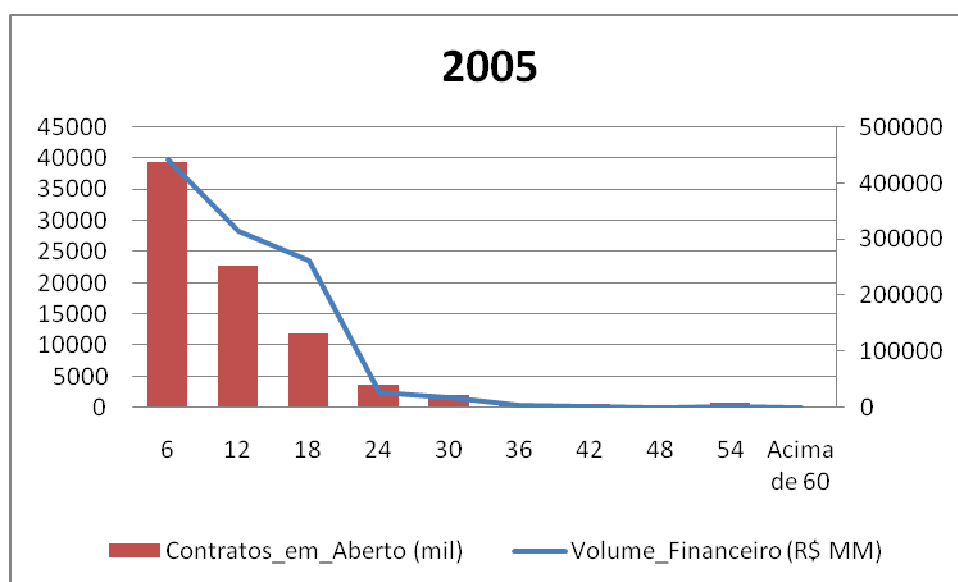
1) Coleta das volume financeiro contratos negociados e dos contratos em aberto de DI futuro de 1 dia - para 6 meses, 12 meses, 18 meses, 24 meses, 30 meses, 36 meses, 42 meses, 48 meses e acima de 60 meses;

2) Para evitar distorções, foram eliminados nos dados diários os vencimentos pouco líquidos, definidos como aqueles com volume negociado inferior a 500.000 contratos;

3) Foram analisadas 3452 séries de contratos futuros de DI de 1 dia;

A partir de 2007, a análise foi dividida por semestre, para que tenhamos uma melhor percepção do comportamento do mercado.

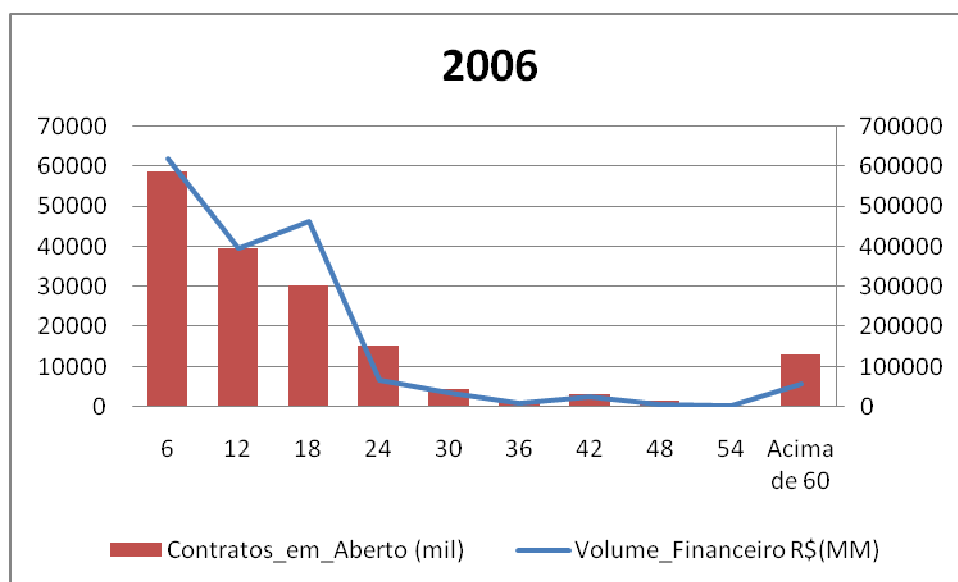
Gráfico 11: Número de contratos em aberto vs. contratos negociados de futuros de DI de 1 dia (2005)



Fonte: BM&FBovespa – elaborado pela autora

O ano de 2005 teve aproximadamente 40 milhões de contratos abertos muito concentrados nos prazos de 6, 12, 18 e 24 meses, estes com pouco mais 3,5 milhões. No que tange à liquidez, o volume de contratos negociados nesse ano atingiu R\$ 441 bilhões.

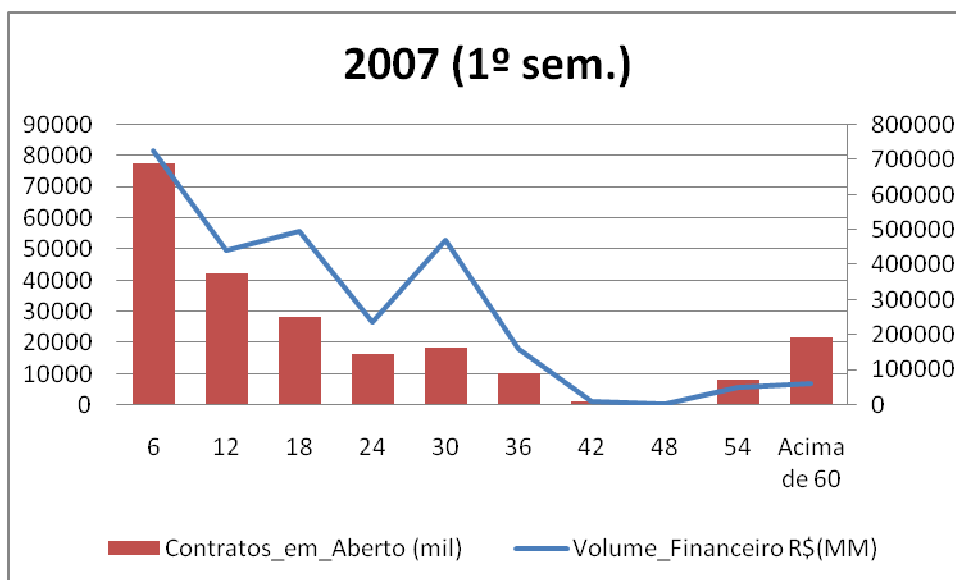
Gráfico 12: Número de contratos em aberto vs. contratos negociados de futuros de DI de 1 dia (2006)



Fonte: BM&FBovespa – elaborado pela autora

Já em 2006 foram 58 milhões de contratos abertos concentrados nos prazos de 6, 12, 18 e 24 meses, porém observa-se o interesse dos investidores pelos contratos com vencimento acima de 60 meses, que representaram neste ano 12,9 milhões de contratos abertos. O volume de contratos negociados neste ano foi de R\$ 620 bilhões, ou seja, um aumento de mais de 40% na liquidez, em relação ao ano anterior. **Podemos ousar dizer que a indústria de fundos entra numa fase especulativa.**

Gráfico 13: Número de contratos em aberto vs. contratos negociados de futuros de DI de 1 dia (2007- 1º semestre)

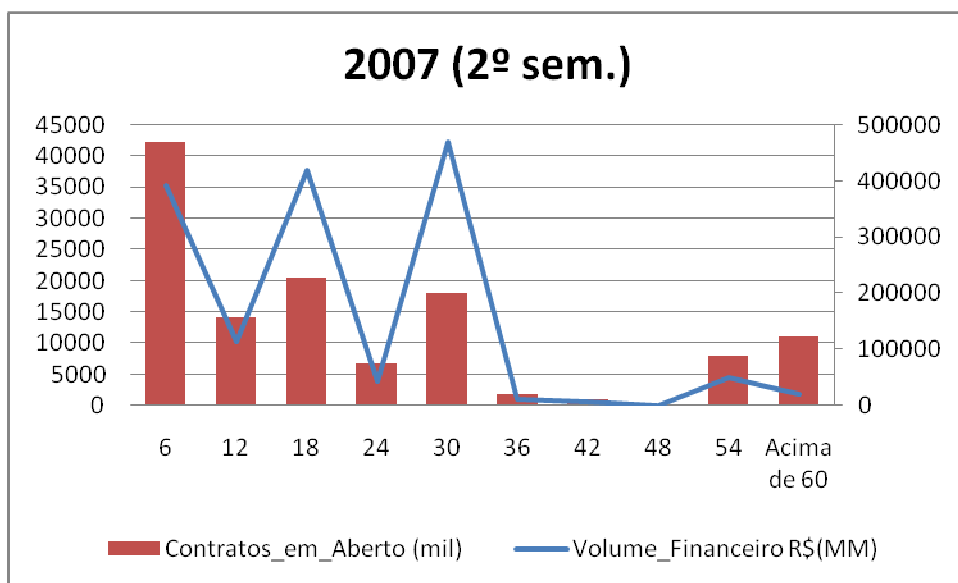


Fonte: BM&FBovespa – elaborado pela autora

O primeiro semestre de 2007 foi o ápice do otimismo dos mercados. Os contratos abertos futuros de DI de 1 dia atingiram a marca de 77,8 milhões e aumentaram os prazos negociados, havendo grande procura pelos contratos de 30 e 36 meses. O número de contratos abertos com vencimento acima de 60 meses aumentou significativamente, ultrapassando o número de contratos de 24 meses. O mesmo pode se dizer a respeito da liquidez: o volume negociado atingiu R\$ 726 bilhões, o que significa um aumento de 17% em um semestre.

Podemos entender que neste período os investidores estavam bastante otimistas quanto ao futuro, aumentando sua exposição, ou seja, assumindo mais riscos. **Este período pode ser caracterizado como o auge da fase especulativa dos mercados.**

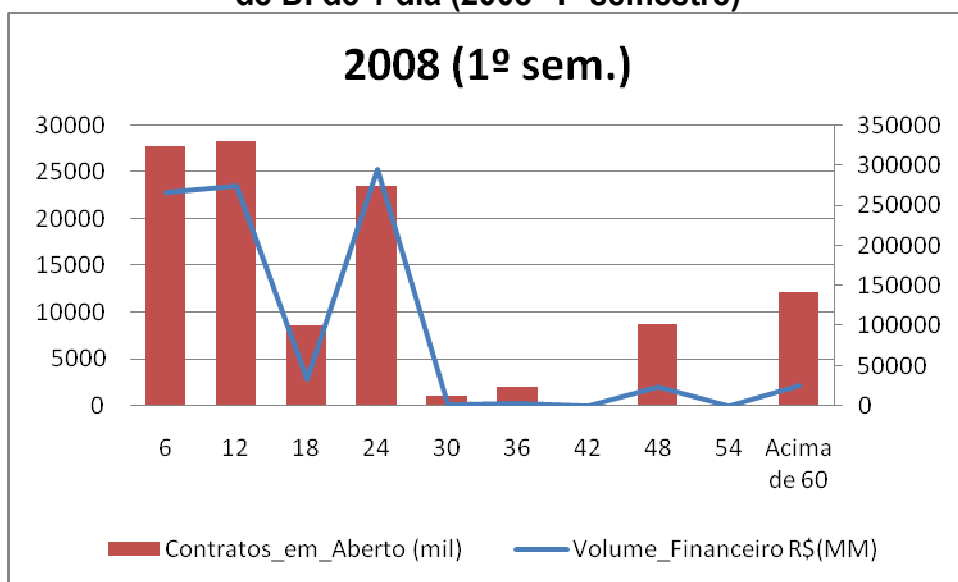
Gráfico 14: Número de contratos em aberto vs. contratos negociados de futuros de DI de 1 dia (2007- 2º semestre)



Fonte: BM&FBovespa – elaborado pela autora

No segundo semestre de 2007 os mercados já sentiam os efeitos da crise subprime que teve início nos Estados Unidos. Percebe-se que os contratos em aberto caem pela metade em relação ao primeiro semestre, e que a liquidez também diminui.

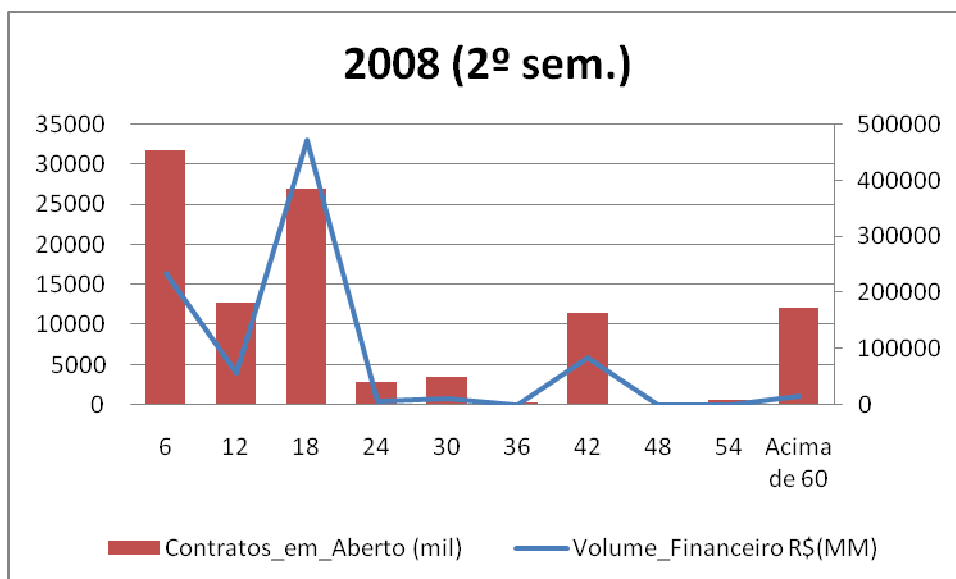
Gráfico 15: Número de contratos em aberto vs. contratos negociados de futuros de DI de 1 dia (2008- 1º semestre)



Fonte: BM&FBovespa – elaborado pela autora

No primeiro semestre de 2008, observamos que a negociação de contratos abertos de prazos menores aumenta, embora ainda existam algumas apostas nos contratos acima de 60 meses.

Gráfico 16: Número de contratos em aberto vs. contratos negociados de futuros de DI de 1 dia (2008- 2º semestre)



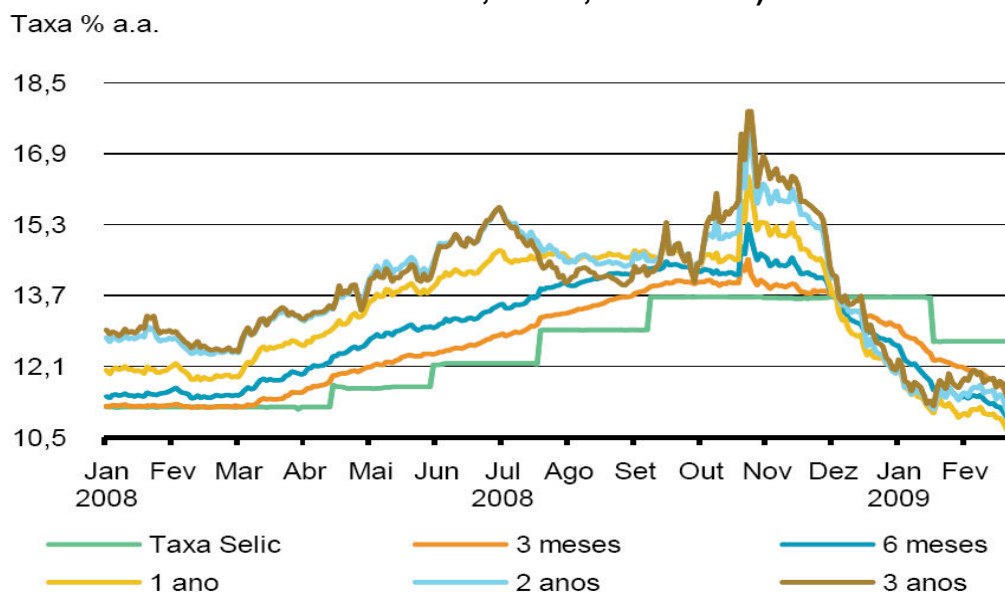
Fonte: BM&FBovespa – elaborado pela autora

No segundo semestre de 2008 há uma melhora no número de contratos, que passa dos 30 milhões, nos contratos de 12 meses. Percebemos que a liquidez fica muito baixa nos contratos de 6 e 12 meses, mesmo com as medidas adotadas pelo BACEN para aumentar a liquidez, relacionadas no Apêndice deste trabalho. Vemos aí uma clara intervenção do *Big Bank*, conforme descrito por Minsky.

Neste período, o mercado de juros ficou altamente volátil, apresentando uma mudança de tendência nas taxas de juros. Até setembro, as taxas mais longas estavam em queda ou estáveis, enquanto as taxas mais curtas seguiam a tendência da taxa Selic, ou seja, um aumento. Com o agravamento da crise internacional, as taxas longas,

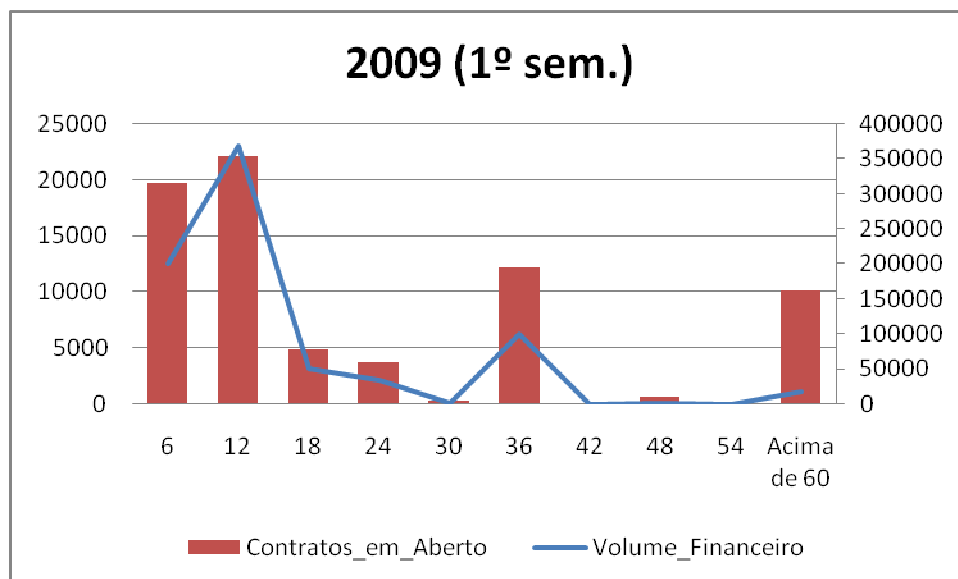
médias e curtas iniciaram uma trajetória de queda, chegando a serem menores que a meta da taxa Selic.

Gráfico 17: Evolução das taxas de juros jan/2008 a jan/2009 (taxa Selic e swap de 3 e 6 meses, 1 ano, 2 e 3 anos)



Fonte: Bacen e BM&FBovespa

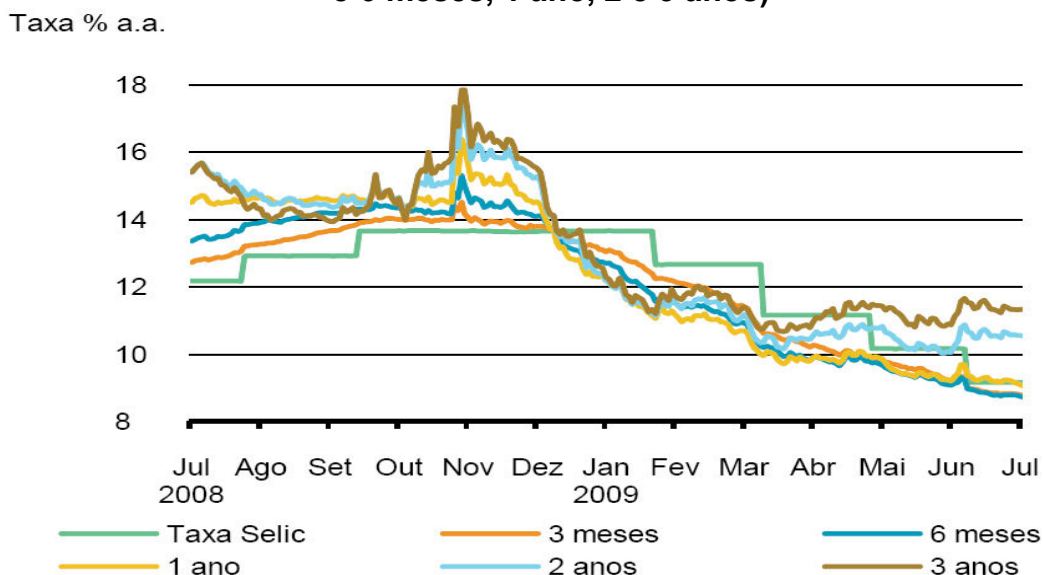
Gráfico 18: Número de contratos em aberto vs. contratos negociados de futuros de DI de 1 dia (2009- 1º semestre)



Fonte: BM&FBovespa – elaborado pela autora

No primeiro semestre de 2009 percebemos que a exposição ainda é baixa, mas há uma melhora na liquidez dos contratos mais curtos.

Gráfico 19: Evolução das taxas de juros jul/2008 a jul/2009 (taxa Selic e swap de 3 e 6 meses, 1 ano, 2 e 3 anos)

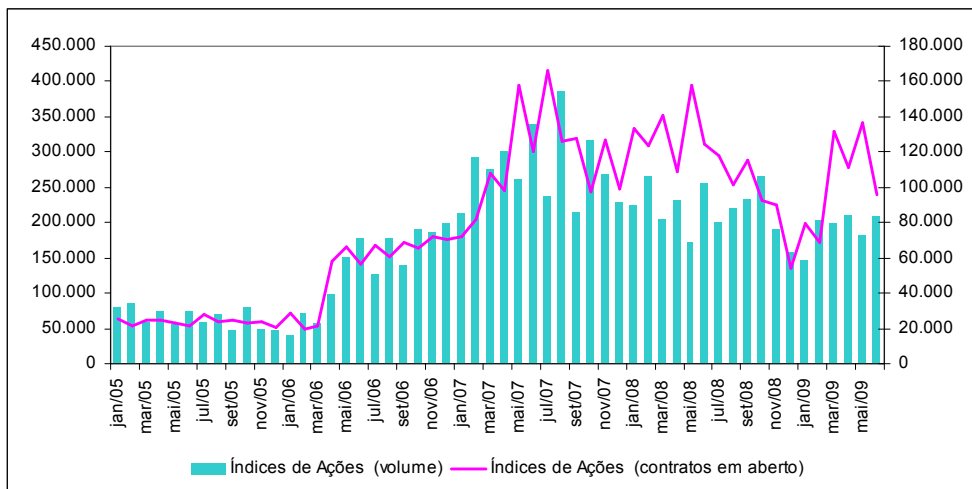


Fonte: Bacen e BM&FBovespa

Podemos verificar que em 2009 as taxas de juros seguiram em queda. No segundo trimestre de 2009, observamos que as taxas longas voltam a subir, pois existe a percepção de recuperação da economia global e aumenta o otimismo em relação ao mercado doméstico.

Com relação aos demais contratos futuros, mencionados anteriormente, Ibovespa e taxa de câmbio, percebemos também, no período entre 2005 e 2009, no caso do Ibovespa futuro, um aumento da exposição e da liquidez em 2007, e uma queda em 2008.

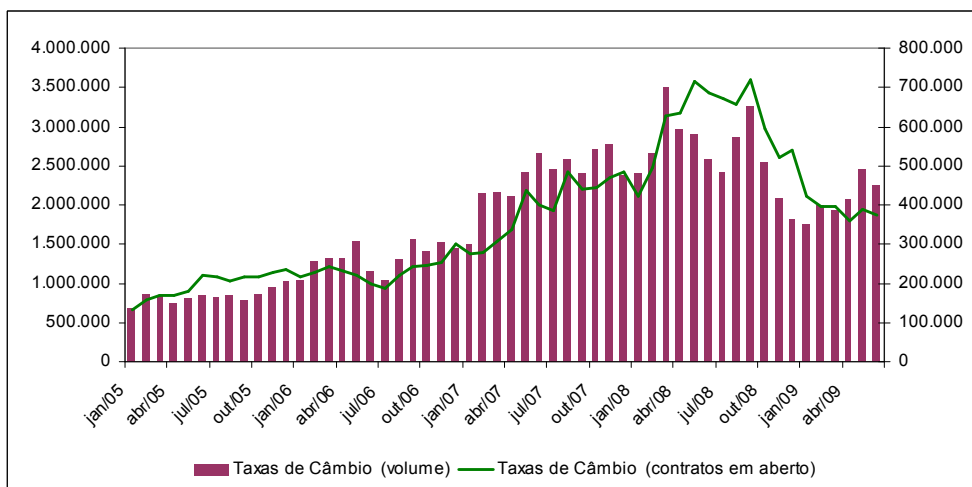
Gráfico 20: Número de contratos em aberto vs. contratos negociados – Futuro de Ibovespa (2005-2009)



Fonte: BM&FBovespa – elaborado pela autora

No caso do mercado cambial, o aumento da liquidez e dos contratos em aberto se deu em setembro e outubro de 2008, devido à demanda de dólares por empresas que precisavam diminuir suas posições vendidas em derivativos cambiais, o que provocou uma desvalorização cambial significativa, fazendo com que o real estivesse entre as moedas que mais se desvalorizaram frente ao dólar.

Gráfico 21: Número de contratos em aberto vs. contratos negociados – Futuro de Taxa de Câmbio (2005-2009)

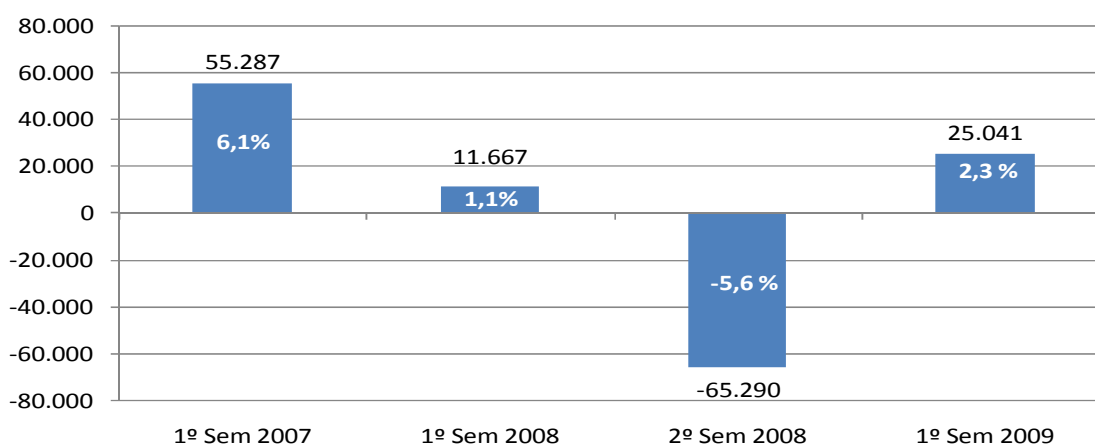


Fonte: BM&FBovespa – elaborado pela autora

4.3 O caso específico dos fundos

A indústria brasileira de fundos sofreu com o excesso de resgates, principalmente no segundo semestre de 2008. Mas o excesso de resgates solicitados não ameaçou a liquidez dos fundos e todos os cotistas que solicitaram os resgates receberam seus recursos.

Gráfico 22: Captação Líquida dos fundos (R\$ milhões)

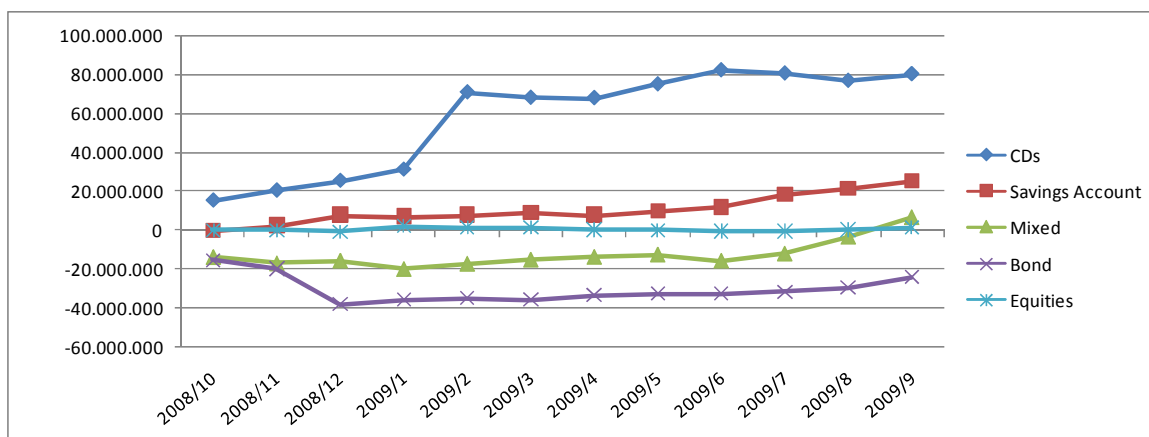


Fonte:

ANBIMA – elaborado pela autora

Muitos investidores de fundos de renda fixa e multimercado não suportaram a volatilidade, e migraram para outros investimentos menos voláteis como a poupança e o CDB. Por terem sido os mais afetados, detalharemos, em seguida, o acontecido com esses fundos na crise recente.

Gráfico 23: Captação líquida de Fundos vs. CDB e Poupança



Fonte: ANBIMA – elaborado pela autora

4.3.1 Os fundos Multimercado

Ate meados de 2007 as estratégias de vender dólar, comprar ações e apostar na queda de juros funcionaram bem. A maioria das operações era com pares de ações com o raciocínio de que seu preços não se distanciariam muito e que, se isso ocorresse, tenderiam a voltar para a média.

Em 2007, quando a crise subprime teve início nos Estados Unidos, os fundos, principalmente os multimercado apostavam em setores de menor liquidez. Foram, então, atingidos pela saída em massa dos investidores estrangeiros, que preferiram a liquidez se desfazendo das ações small caps que compraram nos recentes IPOs. Além de perderem na ponta comprada com a queda dessas ações pouco liquidas, as carteiras estavam vendidas em Ibovespa futuro, que começou a subir, puxado pela valorização de Petrobras e Vale, por conta do impacto da obtenção do grau de investimento.

O ano de 2008 foi de muitos resgates nos fundos de investimento e de grande captação nos CDB's e na poupança.

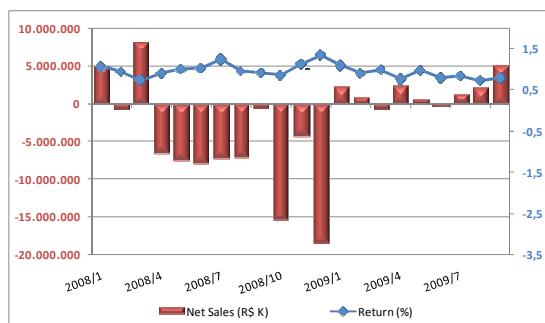
4.3.2 Os fundos Renda Fixa

Os fundos de renda fixa sofreram por conta das altas taxas dos juros futuros e assim os gestores tiveram que ajustar os preços dos títulos prefixados às taxas de mercado. Tal ajuste é a marcação a mercado, que tornou-se obrigatória em 2002, com o objetivo de dar mais transparência ao investidor, permitindo-lhe acompanhar o valor justo dos ativos da carteira do fundo, além de evitar a transferência de riquezas entre cotistas⁶³. Por outro lado esta marcação pode causar sustos em tempos de crise. Devido às oscilações bruscas nas cotas dos fundos, a obrigatoriedade da marcação a mercado começou a ser questionada em 2009, mas continua sendo obrigatória aos fundos de investimentos.

Com o passar do tempo os ajustes se equilibram e a rentabilidade volta ao seu status histórico.

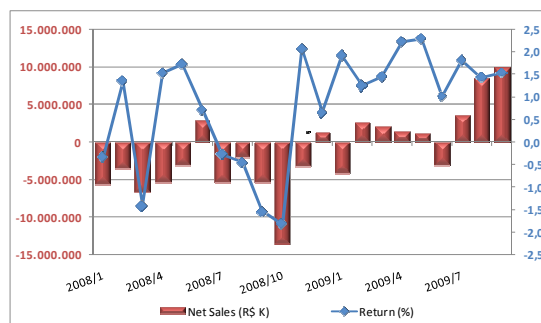
Gráfico 24: Captação líquida e rentabilidade dos fundos

24a. Renda Fixa



Fonte: ANBIMA

24b. Multimercado



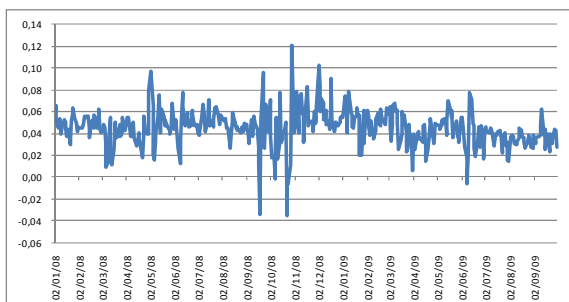
Fonte: ANBIMA

⁶³

Evitar que aplicações e resgates de cotas em Fundos de Investimento sejam feitos com a precificação dos ativos fora do valor de mercado, deixando o lucro ou prejuízo para os demais cotistas.

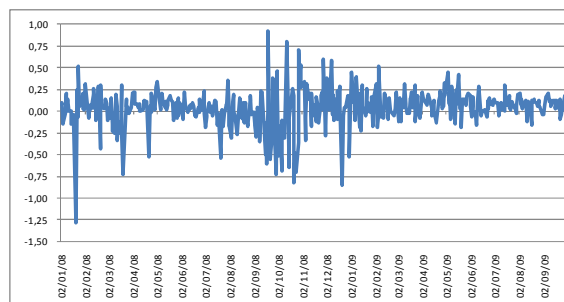
Gráfico 25: Volatilidade dos fundos

25a. Renda Fixa



Fonte: ANBIMA

25b. Multimercado



Fonte: ANBIMA

4.4 Fatores determinantes para que a indústria de fundos se mantivesse resiliente à crise

Alguns aspectos regulatórios e de mercado contribuíram para a resistência dos fundos à crise recente, como por exemplo: o controle do regulador sobre os ativos adquiridos pelo fundo, a liquidez e a divulgação diárias das cotas dos fundos.

Acerca do controle sobre os ativos contidos nos fundos, a CVM distingue os tipos de fundos de acordo com os ativos que compõe a carteira, com limites por emissor, por tipo de ativo e para os investimentos no exterior.

Tabela 7: Limites de aplicação dos fundos por emissor

Emissor	Limite (%)
União Federal	100
Instituição Financeira (IF)	20
Cias abertas/ fundos de investimento	10
Privados (não- IF e não Cia aberta)	5
Ativo	Limite (%)
a) títulos públicos federais e operações compromissadas lastreadas nestes títulos; b) ouro, desde que adquirido ou alienado em negociações realizadas em bolsas de mercadorias e futuros; c) títulos de emissão ou coobrigação de instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil; e d) valores mobiliários diversos, desde que registrados na CVM e objeto de oferta pública de acordo com a Instrução CVM nº 400, de 2003, observado, ainda, o disposto no inciso II, do §10 do art. 86. e) contratos derivativos	100
a) cotas de fundos de investimento (FI) b) cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento (FIC-FI) c) cotas de Fundos de Investimento Imobiliário – FII; d) cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC; e) cotas de Fundos de Investimento em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIC-FIDC; f) cotas de fundos de índice admitidos à negociação em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado; g) Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI; e h) outros ativos financeiros permitidos pela Instrução CVM 409.	20
Investimento no exterior	Limite (%)
Dívida Externa e Investimento no Exterior (para aplic. > R\$ 1 milhão)	100
Multimercado	20

Fonte: CVM – elaborado pela autora

Podemos verificar nos quadros acima que os fundos de investimento não possuem limitações em relação aos títulos públicos federais, mas a diversificação dos investimentos nos demais ativos é bastante limitada. Vemos que, na crise recente, tal limitação ajudou muito.

Outro fator regulamentar que preservou a indústria de fundos brasileira foi a exigência de liquidez diária, além da divulgação diária do valor das cotas, que fazem com que o gestor do fundo assuma menos risco, pois, aos primeiros sinais de aumento de volatilidade⁶⁴, os investidores resgatam seus recursos. Por isso, muitos gestores de recursos não buscam aplicações pré-fixadas de prazos mais longos, preferindo as LTN's o que, de uma forma mais segura e "fácil" faz com que o fundo alcance seu objetivo (na maior parte dos fundos, superar o CDI).

Com as altas taxas de juros que vem sendo adotadas nos últimos anos, podemos concluir que tanto o cumprimento das regras sobre os limites para o investimento quanto a superação do CDI foram facilmente atingidos por boa parte dos fundos. Esse é um dos maiores motivadores que fazem que os fundos de investimento sejam os maiores financiadores do setor público, e que venham crescendo também no setor privado.

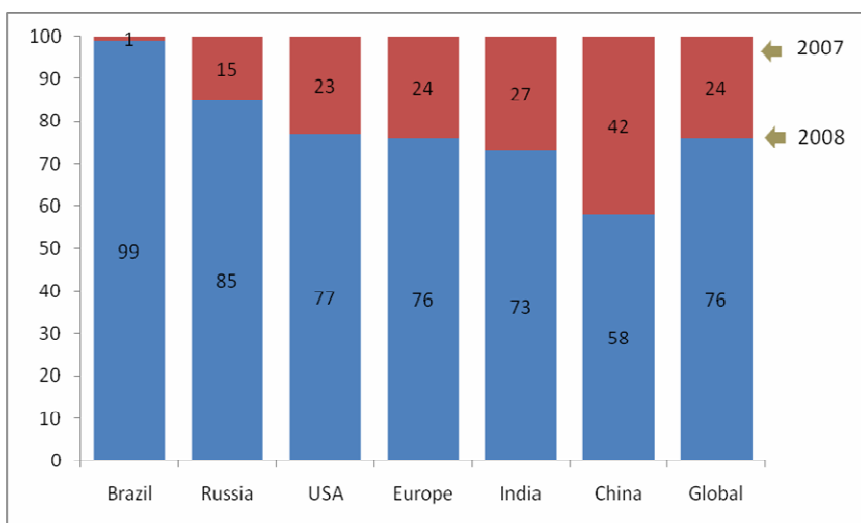
Até meados de 2009 acreditava-se que, com a queda da taxa de juros e com a obtenção do grau de investimento, conseguida em 2008, haveria uma forte migração de recursos para os fundos de renda variável. Supunha-se que, com menor prêmio de

⁶⁴ variações bruscas das cotas (negativas ou positivas)

risco nas aplicações em títulos públicos, muitos investidores institucionais estrangeiros passariam a investir mais no mercado financeiro e de capitais brasileiro, através da Bolsa de Valores, aumentando a liquidez e o preço das ações brasileiras. Além disso, supunha-se também os gestores de fundos também passariam a tomar mais risco no mercado de renda variável ou de renda fixa - crédito privado para manutenção da rentabilidade dos fundos.

Comparando com resto do mundo, pelo gráfico 26, vemos que de 2007 para 2008 a indústria brasileira perdeu apenas 1% dos recursos sob gestão, enquanto que o mundo perdeu 24%, mesma perda das indústrias europeia e norte-americana.

Gráfico 26: Perda de patrimônio líquido dos fundos no mundo (%)



Fonte: McKinsey

4.4.1 Regulação

A atual estrutura de supervisão do mercado de capitais no Brasil conta com a regulação prudencial e a regulação de condutas, que se distinguem pelo método de

atuação. A regulação prudencial diz respeito ao controle dos riscos de liquidez e de solvência a que estão expostas as entidades supervisionadas, enquanto a regulação de condutas se ocupa dos procedimentos impostos aos agentes de mercado visando a obter um melhor funcionamento do mercado.

Tradicionalmente os mercados bancário, securitário e previdenciário são regulados de forma prudencial. Isto decorre do fato de que os legisladores, em geral, consideram que a vantagem de permitir maior liberdade aos agentes não compensa o risco de quebra dessas instituições.

Já nos mercados de valores mobiliários – no qual são emitidos títulos de participação ou de dívida por empresas privadas, para financiar negócios de múltiplos setores da economia – o método de atuação do supervisor é o de regulação de condutas dos agentes, de forma a garantir a qualidade da informação sobre os riscos, que devem ser analisados pelo investidor, e são a ele inteiramente transferidos.

No caso dos fundos de investimento, regulados e supervisionados pela CVM, a situação é semelhante. A CVM possui um perfil muito mais de conduta do que prudencial, embora utilize mecanismos de restrição de acesso a produtos mais ousados, limitando-o a investidores qualificados.

Para lidar com o risco de insuficiência de informação, o regulador de condutas, atua de forma a (i) determinar a quantidade e a qualidade de informação mínima necessária, (ii) impor a participação de terceiros na contratação de forma que esses atuem no interesse do público e (iii) limitar o acesso a certos produtos a investidores qualificados, já que esses, em tese, são mais adequados a produtos mais complexos,

ou impor aos intermediários da promessa o dever de verificar a adequação do produto ao investidor (*suitability*).

O Banco Central do Brasil tem se dedicado a fazer das instituições financeiras as entidades mais supervisionadas do país, do ponto de vista prudencial, com grande intervenção estatal em sua liberdade de ofertar produtos financeiros e investir os recursos captados, mecanismos muito intensos de controle de qualidade de ativos. Aliás, essa regulação intensa, aliada à grande concentração em títulos públicos, foi um dos responsáveis pelo bom desempenho do Brasil, quando da crise financeira internacional.

Por fim, medidas de fortalecimento da regulação prudencial e a autorregulação, ao melhorar a governança corporativa do segmento de Fundos, podem permitir o bom funcionamento do sistema, a proteção dos investidores e a redução do risco sistêmico. Conforme Tourinho⁶⁵,

não nos parece ser de interesse de ninguém reduzir a capilaridade creditícia que a Securitização proporciona, nem eliminar os Fundos de Investimento Alternativos (Hedge Funds), que podem ser ajustados para entrar em sintonia com o bom funcionamento do sistema financeiro.

⁶⁵ TOURINHO, 2009 - p.6

4.5 APÊNDICE - As medidas tomadas após a crise recente

4.5.1 Nos Estados Unidos

A crise de 2007/ 2008 deixou claro que o abandono da regulação de condutas pode levar a graves problemas, como se verificou com a constatação de que produtos muito sofisticados e de alto risco foram distribuídos a investidores de varejo, direta e indiretamente, mundo afora, sem a necessária informação. Com isso, todos os países do mundo estão reagindo à crise mediante a revisão de suas estruturas de regulação em ambas as áreas. Alguns exemplos são o Plano Obama e as propostas do G30⁶⁶ que incluem diversas recomendações no sentido da revisão das estruturas regulatórias visando à eliminação da arbitragem regulatória⁶⁷ e à aplicação, em todos os produtos, das regras de informação ao investidor tradicionalmente aplicadas aos valores mobiliários.⁶⁸

Plano Obama – *Financial regulatory reform – a new foundation: rebuilding financial supervision and regulation*⁶⁹

O plano pretende alcançar os seguintes objetivos, a fim de aperfeiçoar a regulação e supervisão internamente e a coordenação e cooperação internacional:

- a) Promover regulação e supervisão robustas das empresas financeiras,
- b) Estabelecer uma supervisão abrangente dos mercados financeiros,

⁶⁶ Financial Reform: a Framework for Financial Stability – www.groupofthirty.org/pubs/pub_1460.htm

⁶⁷ Recommendation II: “Countries should reevaluate their regulatory structures with a view to eliminating unnecessary overlaps and gaps in coverage and complexity, removing the potential for regulatory arbitrage, and improving regulatory coordination”

⁶⁸ Recommendation XIII: “Extensive innovation in the capital markets and the rapid growth of securitization make it imperative that securitized and other structured product and derivatives markets be held to regulatory, disclo-

- c) Proteger os consumidores e investidores de abusos financeiros,
- d) Prover o governo de instrumentos necessários para administrar crises financeiras,
- e) Elevar os padrões internacionais de regulação e melhorar a cooperação na área.

Além disso, a proposta procura estender o perímetro da regulação para alcançar as instituições/mercados pouco regulados ou sem nenhuma regulação, como os mercados de ativos securitizados e os derivativos transacionados nos mercados de balcão. A proposta contempla também a supervisão dos sistemas que fornecem a infraestrutura financeira dos mercados, como os arranjos de pagamentos, compensação e liquidação que sejam sistemicamente relevantes:

- a) Fortalecer a regulação/supervisão no mercado de securitização;
- b) Estabelecer uma regulação abrangente de todos os derivativos transacionados em mercado de balcão;
- c) Procurar a harmonização entre a regulação dos mercados de valores mobiliários e a dos mercados futuros;
- d) Fortalecer a supervisão e o funcionamento de todos os sistemas de pagamento, compensação e liquidação que sejam sistemicamente importantes;
- e) Fortalecer as capacidades de liquidação e de provisão de liquidez para os sistemas de pagamento, compensação e liquidação sistemicamente importantes.

sure, and transparency standards at least comparable to those that have historically been applied to the public securities”

O programa propõe também que o arcabouço regulatório abranja a empresa holding de um conglomerado e todas as suas subsidiárias, sejam estas últimas nacionais ou estrangeiras, reguladas ou não. A proposta requer que as Tier 1 FHC⁷⁰ preparem seus próprios planos de resolução de crises.

As dificuldades enfrentadas pelo *Federal Reserve* para estender empréstimos emergenciais a holdings financeiras ou a instituições financeiras não bancárias (*Bear Stearns* e *AIG*), ou a impossibilidade de socorrer outras empresas em situações críticas, deram origem à proposta de estender às instituições que podem representar risco para a estabilidade do sistema um novo regime de resolução de crises.

A autoridade para invocar o novo regime fica outorgada ao Tesouro, após consulta com o Presidente e com aprovação escrita de 2/3 de membros da Junta de Governadores do *Federal Reserve* e da Junta do *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) ou de 2/3 dos conselheiros da *Securities and Exchange Commission* (SEC), no caso de *brokers-dealers*. Os instrumentos a serem usados podem ser a *conservatorship* ou *receivership*, a concessão de empréstimos, a compra de ativos, a garantia de obrigações e o aporte de capitais. O responsável pela *conservatorship* ou *receivership* terá poderes para alienar ativos, controlar as operações da empresa, renegociar e/ou repudiar contratos, inclusive com os empregados da empresa sob intervenção.

Mais ampla ainda é a proposta de permitir que o *Federal Reserve* possa, em situações definidas como *unusual and exigent circumstances*, conceder crédito para

⁷⁰ As instituições denominadas de Tier 1 FHC são aquelas que, devido ao tamanho, alavancagem e grau de relacionamento com outras instituições, são sistemicamente relevantes, pois a insolvência delas poderia representar uma ameaça para o sistema.

qualquer indivíduo, *partnership* ou corporação, após obtida a autorização do Secretário do Tesouro e com a aprovação de, no mínimo, 5 membros da Junta de Governadores do Federal Reserve. No limite, isto significa que, em situações de crise, o Federal Reserve passa a ser o prestador de última instância de qualquer empresa, grupo ou indivíduo que, devido a seu porte, representar algum risco de instabilidade sistêmica.

4.5.2 No Brasil

A partir de outubro de 2008, o governo brasileiro começou a tomar medidas a fim de conter a crise de liquidez⁷¹ que abatia os mercados por conta da redução de crédito dos bancos estrangeiros. Podemos destacar algumas medidas⁷²:

- ampliação de R\$ 100 milhões para R\$ 300 milhões da parcela deduzida do compulsório adicional sobre depósitos à vista, a prazo e de poupança (esse valor foi sucessivamente elevado até alcançar R\$ 1 bilhão);
- ampliação de R\$ 700 milhões para R\$ 2 bilhões do limite de isenção para o compulsório sobre depósitos a prazo aplicado na alíquota regular (15%);
- liberação de até 40% do recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo para bancos que comprarem carteiras de crédito de bancos pequenos e médios (posteriormente aumentado para 70% e com permissão de compra estendida para quotas de fundos de investimento);
- criação de uma nova modalidade de redesconto de liquidez, tomando como garantias operações de crédito concedidas em moeda nacional

⁷¹ Situação em que o banco é solvente, mas não tem momentaneamente liquidez para cobrir prontamente uma maior demanda por recursos por parte de seus clientes.

⁷² PAULA – 2008 p. 67

(créditos classificados como AA, A e B) ou em moeda estrangeira (garantidos por títulos de dívida externa ou operações de crédito, como ACC) – ambos com prazo máximo de 360 dias;

- compra de ativos de bancos brasileiros pelo Banco Central por tempo determinado e com compromisso de recompra por parte das instituições vendedoras de modo a não provocar redução nas reservas cambiais;
- linha de crédito pré-embarque para exportações do BNDES no valor de R\$ 5 bilhões; e
- permissão de que bancos públicos (Banco do Brasil e CEF) possam comprar bancos privados e para a CEF poder constituir um banco de investimento para adquirir participação acionária em empresas de construção civil.

No caso brasileiro, houve uma crise de liquidez dos bancos, não chegou a haver uma crise de insolvência. O problema da liquidez se deu por conta da redução e da maior seletividade na oferta de crédito, resultando no encarecimento do custo do dinheiro para os bancos. Esses fatos afetaram os bancos pequenos, normalmente menos líquidos, mais alavancados e que dependem mais das operações de crédito para sobreviverem. Neste caso houveram muitas vendas de carteiras de crédito dos bancos pequenos para os grandes.

Já os grandes bancos varejistas, que têm um *funding*⁷³, portfólio e receitas mais diversificados, possuem maior liquidez, além de possuírem grande parte de seu

⁷³ depósitos a vista e depósitos a prazo.

patrimônio aplicado em títulos públicos indexados a taxa Selic ou a taxa de inflação. Ou seja,

os grandes bancos varejistas contraem o crédito, tornam-se mais seletivos na concessão de empréstimos, aumentam o turn-over do seu ativo (com redução no prazo médio dos seus empréstimos) e ainda se aproveitam das suas aplicações em títulos públicos (que fornecem a eles um hedge contra elevações nas taxas de juros) – um comportamento típico de sua maior preferência pela liquidez.⁷⁴

No primeiro semestre de 2009, o Conselho Monetário Nacional (CMN) editou normativos voltados para o aprimoramento das regras prudenciais e de funcionamento das instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional (SFN). Foram estabelecidos parâmetros para implementação da estrutura de gerenciamento do risco de crédito pelas instituições financeiras, aprimorada a regulamentação dos financiamentos imobiliários como forma de garantir recursos para a continuidade de empreendimentos em fase de produção e permitida a captação de “depósitos a prazo, sem emissão de certificado, com garantia especial do Fundo Garantidor de Créditos (DPGE)”.

4.5.3 As medidas dos governos na crise⁷⁵

15/09/2008

Quebra do Lehman Brothers;
Bank of America compra Merrill Lynch

19/09/2008

Presidente George Bush anuncia pacote de US\$ 700 bilhões

⁷⁴ PAULA, 2008 - p. 67

⁷⁵ Caderno EU& do jornal Valor Econômico 13, 14 e 15/11/2009 – Ano 10 nº474

Banco Central do Brasil faz 1º leilão vendendo dólares ao mercado com compromisso de recompra com o objetivo de dar liquidez ao mercado interbancário e conter a desvalorização.

Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal são autorizados a comprar participações acionárias em outros bancos.

24/09/2008

Banco Central do Brasil libera compulsórios sobre depósitos a prazo para bancos pequenos.

29/09/2008

Banco Glitnir é nacionalizado na Islândia

Banco Wachovia é comprado pelo Citigroup

Banco Fortis é nacionalizado na Bélgica

Banco Bradford & Bingley é nacionalizado na Inglaterra

“Circuit-Breaker” na Bovespa

30/09/2008

Afim de conter a desvalorização, o Banco Central do Brasil deixa rolar parte dos swaps cambiais reversos e injeta US\$ 1,3 bilhão no mercado

01/10/2008

Banco Central do Brasil libera compulsório de grandes bancos para comprarem carteiras de crédito dos bancos pequenos.

Senado americano aprova pacote de US\$ 850 bilhões

Governo francês propoe pacote de € 300 bilhões

06/10/2008

“Circuit-Breaker” na Bovespa

Banco Central do Brasil passa a vender swaps cambiais com oferta de US\$ 2,07 bilhões.

Medida Provisória permite que o Banco Central do Brasil faça empréstimos em dólares aos bancos para manterem financiamento ao comércio exterior.

08/10/2008

Banco Central do Brasil libera compulsórios sobre depósitos a prazo para bancos pequenos.

Bancos Centrais de 20 países cortam os juros

10/10/2008

“Circuit-Breaker” na Bovespa

12/10/2008

Banco Central do Brasil solicita aos bancos grandes manter a liquidez dos bancos pequenos

13/10/2008

Alemanha anuncia plano de US\$ 650 bilhões

França anuncia pacote de € 487 bilhões

Reino Unido nacionaliza os bancos RBS, HBOS e Loyds TSB

Holanda anuncia que vai garantir até US\$ 270 bilhões em empréstimos entre bancos

Espanha anuncia plano de US\$ 135 bilhões

Áustria anuncia plano de US\$ 135 bilhões

Portugal cria fundo de US\$ 27 bilhões para garantir liquidez

Nova Zelândia anuncia oferta de garantia opcional para depósitos bancários

Noruega anuncia plano de US\$ 27,5 bilhões

Irlanda anuncia plano de US\$ 540 bilhões para compra de seis bancos

Rússia anuncia plano de US\$ 200 bilhões

Austrália dá garantia de até 458 bilhões em depósitos

Itália anuncia plano de US\$ 54 bilhões

Arábia Saudita anuncia plano de US\$ 40 bilhões

BID anuncia linha de crédito de US\$ 6 bilhões para países da América Latina e Caribe

Banco Central do Brasil anuncia programa para liberar R\$ 100 bilhões em compulsórios, dirigindo aos bancos médios. São ampliados os incentivos para os bancos grandes comprarem as carteiras de crédito dos bancos pequenos

14/10/2008

Emirados Árabes colocam US\$ 19 bilhões no mercado financeiro

Presidente George Bush autoriza o tesouro comprar ativos de nove bancos (US\$ 250 bilhões)

15/10/2008

Grécia anuncia pacote de US\$ 38 bilhões para ajudar os bancos

“Circuit-Breaker” na Bovespa

20/10/2008

Suécia anuncia plano de US\$ 208 bilhões

Coréia do Sul anuncia plano de US\$ 130 bilhões

Banco Central do Brasil faz primeiro leilão de empréstimos em dólares para financiar exportações, garantidos por títulos da dívida externa, com oferta de US\$ 2 bilhões

Banco do Brasil de Caixa Econômica Federal são autorizados a comprar carteira de outros bancos

23/10/2008

Banco Central do Brasil anuncia programa de venda de US\$ 50 bilhões de “swaps” cambiais para salvar empresas que haviam assumido dívidas em dólares nos mercados futuros

24/10/2008

Banco Central do Brasil libera R\$ 76 bilhões em compulsórios para reforçar o caixa do FGC

Copom mantém a taxa selic em 13,75% a.a.

30/10/2008

Banco Central do Brasil pune grandes bancos que não compraram carteiras de crédito de bancos pequenos com corte de remuneração de compulsórios

03/11/2008

Itaú e Unibanco anunciam fusão

05/11/2008

Banco Central do Brasil faz o primeiro leilão de empréstimos em dólares das reservas para financiar exportações (US\$ 2 bilhões)

10/11/2008

China anuncia pacote de US\$ 586 bilhões

20/11/2008

Banco do Brasil anuncia compra da Nossa Caixa por R\$ 5,386 bilhões

FMI e países nórdicos anunciam pacote de ajuda de US\$ 10,2 bilhões para a Islândia

21/11/2008

Holanda anuncia pacote de € 6 bilhões

25/11/2008

Estados Unidos anuncia pacote de US\$ 800 bilhões

26/11/2008

Comissão Europeia anuncia pacote de € 580 bilhões para ajudar 27 países do bloco

01/12/2008

Anúncio oficial de recessão nos EUA

BNDES oferece R\$ 6 bilhões para micro e pequenas empresas

05/12/2008

Banco Central do Brasil faz vendas de dólares e “swaps” cambiais em resposta a um ataque especulativo de um hedge fund

10/12/2008

Copom mantém a taxa selic em 13,75% a.a.

11/12/2008

Anunciado corte no IPI para carros e picapes

15/12/2008

Estoura nos Estados Unidos o esquema Madoff

23/12/2008

Tesouro brasileiro anuncia déficit de R\$ 4,3 bilhões em janeiro

09/01/2009

Banco do Brasil anuncia compra de 50% do Banco Votorantim

21/01/2009

Copom baixa a taxa selic para 12,75% a.a.

Aprovado pacote de US\$ 358 bilhões do governo Obama

13/02/2009

Anúncio oficial de recessão na Europa

11/03/2009

Copom baixa a taxa selic para 11,25% a.a.

23/03/2009

Governo americano anuncia a compra de US\$ 1 trilhão em ativos tóxicos

Governo brasileiro anuncia programa habitacional para a construção de 1 milhão de moradias

26/03/2009

Criado seguro especial de R\$ 20 milhões para garantia de depósitos a prazo emitidos por bancos pequenos e médios

07/05/2009

Governo americano divulga o resultado do teste de “stress” aplicado a bancos em dificuldades

08/05/2009

Banco Central do Brasil volta a comprar dólares no mercado à vista

08/05/2009

Sadia e Perdigão anunciam a fusão

CONCLUSÃO

A partir da chamada “crise do subprime”, originada nos Estados Unidos, a Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky tem sido objeto de discussão por muitos economistas, contribuindo para trazer à tona a necessidade de maior regulação do mercado financeiro e de intervenção estatal.

Observando a indústria de fundos de investimento, que num período recente tornou-se relevante mundialmente e que sofria os reflexos da crise supracitada, surgiu a motivação para desenvolver uma dissertação buscando avaliar a relevância da HIF a este cenário.

Desde a introdução do real, com o controle da inflação, os fundos de investimento não tem estado mais tão ligados à dívida pública líquida, tornando-se mais propensos a deter em suas carteiras ações, crédito privado e títulos públicos de longo prazo. Até a crise subprime, a indústria de fundos passou por outras crises importantes, porém, não mencionadas neste trabalho. À época dessas crises, a indústria de fundos estava em processo de evolução, não estando tão evoluída quanto no período estudado.

Diante da estabilidade e de mercados e liquidez em alta, a indústria brasileira de fundos sofreu uma forte mudança no seu perfil, passando a deter ativos e adotar estratégias de maior risco.

Os reguladores também passaram por esse estado de confiança, permitindo, em 2007, aos fundos de investimentos aplicar seus recursos no exterior, ampliar o

percentual em crédito privado, etc. É nessa fase que é sugerida a hipótese de os fundos terem adotado uma postura especulativa.

Quando tudo caminhava para uma maior ampliação do mercado, eclodiu a crise nos Estados Unidos, que veio abalar o mercado financeiro mundial.

A partir disso, com a falta de liquidez dos papéis e os pedidos de resgates dos cotistas, observamos que a indústria brasileira de fundos passou a dar preferência a ativos de menor risco, reduzindo sua exposição no mercado de derivativos, para honrar com os pagamentos. Ou seja, os fundos voltaram a adotar uma postura hedge.

O arcabouço regulatório dos fundos que sempre foi mais restritivo em relação a outros países, permaneceu voltado à redução do conflito de interesses na gestão e a dar maior transparência e informação ao investidor. Porém, ao verificar que as carteiras de alguns fundos, para honrar os resgates, estiveram desenquadradas⁷⁶, o regulador apenas acompanhou, já que entendia que se tratava de um desenquadramento temporário, e que qualquer medida punitiva ou exigência de reenquadramento imediato poderia piorar a liquidez, que já era escassa. Esses fatores contribuíram para que a indústria de fundos não fosse tão afetada pela crise. Embora estejamos à frente dos demais países nesta matéria, a CVM está estudando a publicação de novas medidas para aprimoramento da norma em vigor.

A análise realizada permite concluir que a HIF é útil para estabelecer marcos para uma análise da indústria de fundos de investimento, ainda que a passagem da estabilidade à instabilidade e à fragilidade nesta indústria, no caso do Brasil, não tenha

⁷⁶ Para honrar os resgates solicitados, os gestores foram obrigados a liquidar os títulos mais líquidos (títulos públicos). Isso causou, em algumas carteiras, um desenquadramento nos limite de crédito privado, aumentando a participação desses nas carteiras desses fundos.

se completado. Esta análise chamou a atenção para a importância de características dos fundos de investimento brasileiros, como a existência de uma forte regulação. A presença, ainda muito importante, dos títulos públicos, também contribuiu para explicar a resiliência dos nossos fundos à crise.

Por outro lado, permanece para a indústria de fundos e para a administração da dívida pública o desafio de estimular a aquisição de títulos de longo prazo, facilitando o financiamento de longo prazo. Entretanto, os juros elevados representam um obstáculo ao desenvolvimento de um sistema de financiamento de longo prazo pelas incertezas que introduzem e pelo incentivo à liquidez que representam. Além disso, a indústria de fundos ainda mantém características que remetem ao passado de instabilidade econômica: gestores de recursos e investidores ainda adotam uma postura mais defensiva, de preferência pela liquidez e menor apetite por títulos mais longos.

Pretende-se, em trabalhos futuros, realizar uma análise mais precisa da HIF na indústria de fundos. Isto dependerá do acesso às carteiras dos fundos, para que seja possível a verificação dos detalhes das estratégias.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGLIETA, M. **Macroeconomia Financeira**, São Paulo, Edições Loyola, v.1 e v.2, 2004

AKYÜZ, Y. **Financial liberalization: the key issues**. Genebra: UNCTAD, Discussion Papers, nº 36, 1993

Associação Keynesiana Brasileira – AKB, **Dossiê da Crise**, Porto Alegre, 2008. Disponível em <<http://www.pppe.ufrgs.br/akb/dossie-crise.pdf>>. Acesso em: 22 jun. 2009, 14:15

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais - ANBIMA. **Ranking e Estatísticas Fundos de Investimento** Disponível em: <www.anbid.com.br>. Acesso em: 18 dez. 2009, 08:02

Banco Central do Brasil - BACEN. **Séries Temporais**. Disponível em: <www.bcb.gov.br>. Acesso em: 19 jun. 2009, 08:57

BM&FBovespa – **Futuro de índice Bovespa** . Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/publicacoes/mercadorias-e-futuros/mercadorias-e-futuros.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 15 jan. 2010, 08:50

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. **Instrução CVM nº. 409 de 18.08.2004**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 22 jun. 2009, 09:07

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Caderno nº 9 - **A Bolsa de Mercadorias e Futuros - BM&F e os Contratos nela Negociados - 2007**

CARTER, M., Financial Innovation and Financial Fragility, **Journal of Economic Issues**, Vol. 23, New York, Association for Evolutionary Economics, 1989, p. 779-793. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/4226172>>. Acesso em 15 jun. 2009, 07:18

CARVALHO, F. J. C.. **Uma proposta de reforma do sistema financeiro brasileiro**. In: SICSÚ, J.. (org.) O novo-desenvolvimentismo. São Paulo: Manole, 2005, pp.329-346

DAMODARAN, A.; BERNSTEIN, P. L. **Administração de investimentos**. Porto Alegre: Bookman, 1995

DEOS, S. S. **A hipótese da instabilidade financeira de Minsky numa economia de mercado de capitais** Dissertação (mestrado) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Faculdades de Ciências Econômicas, 1997 161p

FERRARI FILHO, F., “As concepções teórico-analíticas e as proposições de política econômica em Keynes”. **Revista de Economia Contemporânea**, Vol. 10, nº 2, p. 213-36, 2005

FERRI, P. e MINSKY, H. **Market Processes and Thwarting Systems**, in The Jerome Levy Economics Institute Working Papers, no. 64, 1991. Disponível em: <<http://www.levy.org/pubs/wp64.pdf>>. Acesso em: 15 jun. 2009, 09:25

Federação Brasileira de Bancos – FEBRABAN. **Dados do Setor**. Disponível em: <www.febraban.org.br>. Acesso em: 22 jun. 2009, 09:25

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro. Produtos e serviços**. Rio de Janeiro. 16a.ed. Qualitymark. 2005. 848p..

GIAMBIAGI, F., VILELA, A. [et al.]...(org.). **Economia brasileira contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. 425 p.

HULL, J. **Fundamentos dos Mercados e de Opções**. 4ª. Ed. BM&F. São Paulo. 2005. 597 p.

Investment Company Institute – ICI. **Worldwide Mutual Fund Assets and Flows**. Disponível em: <www.ici.org>. Acesso em: 29 jun. 2009, 09:25

KEYNES, J. M. A teoria geral do emprego, do juro e da moeda. São Paulo, Atlas, 2009, 328 p.

KREGEL, J.A. Minsky's "Two-Price" theory of financial instability and monetary policy: discounting versus open market interventionism. In: FAZZARI, S. M. e PAPADIMITRIOU, D. B. **Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky**, New York, 1992, pp. 85–104.

KREGEL, J.A. "Margins of safety and weight of the argument in generating financial fragility". **Journal of Economic Issues**, Vol. 31, New York, Association for Evolutionary Economics, 1992, p. 543. Disponível em: <<http://cas.umkc.edu/econ/economics/faculty/Kregel/645/Winter2003/Readings/Margins%20of%20safety.pdf>>. Acesso em: 22 jun. 2009, 09:21.

KAMINSKY, G. L., LYONS, R. K., SCHMUKLER, S. L., Mutual Fund Investment in Emerging Markets: An Overview, **The World Bank Economic Review**, Vol. 15, Oxford University Press Stable, 2001, p. 315-340. Disponível em: <www.jstor.org/stable/3990268>. Acesso em: 15 jun. 2009, 08:26

LIMA, G.T. & PAULA, L.F.R. & SICSÚ, J.. **Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea**. Rio de Janeiro: Campus, 1999, 397p.

MCCLINTOCK, B., International Financial Instability and the Financial Derivatives Market, **Journal of Economic Issues**, Vol. 30, New York, Association for Evolutionary Economics, 1996, p. 13-33 Disponível em: <www.jstor.org/stable/4227047>. Acesso em 15 jun. 2009, 07:41

MCCULLEY, P., History Lessons for 21st Century Investment Managers, **Financial Analysts Journal**, Vol. 61, CFA Institute, 2005, p. 19-24. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/4480651>> Acesso em: 15 jun. 2009, 08:20

MINSKY, H.P. **Stabilizing an Unstable Economy**, New Haven: Yale University Press, 1986.

MINSKY, H.P. Central banking and money market changes, **Quarterly Journal of Economics**, LXXI, Maio, 171–87, Reimpresso em Minsky ,1982.

MINSKY, H.P. A linear model of cyclical growth, **Review of Economics and Statistics**, LXI, Maio, 1959, p. 135–45.

MINSKY, H.P. **John Maynard Keynes**, New York: Columbia University Press, 1975.

MINSKY, H.P. **The Financial Instability Hypothesis: A Restatement**, in Thames Papers in Political Economy. North East London Polytechnic, 1978.

MINSKY, H.P. **Can 'It' Happen Again? Essays on Instability and Finance**, Armonk, NY: M.E. Sharpe, 1982.

MINSKY, H.P. **The Financial Instability Hypothesis** - Working Paper No. 74 The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, 1992. Disponível em: <<http://www.levy.org/pubs/wp74.pdf> > Acesso em: 10 mar. 2009, 11:50

MINSKY, H.P. “Private Sector Asset Management and the Effectiveness of Monetary Policy: Theory and Practice”. **The Journal of Finance**, Vol. 24, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Seventh Annual Meeting of the American Finance Association Chicago, Illinois, 1968, p. 222-237

MOLLO, M. L. R. “Instabilidade do Capitalismo, Incerteza e o Papel das Autoridades Monetárias: uma leitura de Minsky”. **Revista de Economia Política**, vol. 8, nº 1, jan/mar.1988

MORAES, M. A. de S. **Desenvolvimento de um método para avaliação qualitativa e quantitativa de fundos de investimento**. Dissertação (Mestrado em Administração) Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2000.

OREIRO, J. BASILIO, F. “A crise financeira brasileira: uma análise a partir do conceito de fragilidade financeira à la Minsky”. In. **Dossiê da Crise** – Associação Keynesiana Brasileira, 2008, p. 59-63

PAPADIMITRIOU, D. B. e KREGEL, J.A. **Minsky's analysis of financial capitalism**, Working Paper No. 275. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, New York, 1999. Disponível em: <<http://129.3.20.41/eps/mac/papers/0004/0004022.pdf>> Acesso em: 10 mar. 2009, 11:54

PAULA, L. F. "Preferência pela Liquidez e a Natureza da "Crise" Brasileira". In. **Dossiê da Crise** – Associação Keynesiana Brasileira, 2008, p. 64-68

RIBEIRO, U. R. **Fundos de investimento: controle, venda do produto e estratégias**. São Paulo: ANCOR 1999.

RIMA, I. H. Venture Capitalist Financing: Contemporary Foundations for Minsky's "Wall Street" Perspective, **Journal of Economic Issues**, Vol. 36, New York, Association for Evolutionary Economics, 2002, p. 407-414. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/4227791>>. Acesso em: 15 jun. 2009, 07:05

SANCHES V. "O mercado de renda fixa e a estrutura da taxa de juro", **Resenha BM&F** nº 173, 2007 p. 89

SECURATO, J. R. **Cálculo Financeiro das Tesourarias – bancos e empresas**. 4ª. Ed. Saint-Paul Institut of Finance. São Paulo. 2008

TOLEDO FILHO, J. R. **Introdução ao mercado de capitais brasileiro**. São Paulo: Lucre, 1997

TOURINHO J. C. "Regulação dos Fundos de *Hedge*" In. BACHA, E, (org.). **A Reforma do Sistema Financeiro Americano: Nova Arquitetura Internacional e o Contexto Regulatório Brasileiro** – Instituto de Estudos de Política Econômica Casa das Garças, 2009, p. 102-107

Valor Econômico Caderno EU&, *Os bastidores da crise* p. 6-15, 2009 – Ano 10 nº474

WHALEN, C. "Destabilizing an Unstable Economy - The Market Failures Issue". **Challenge**. **FindArticles.com**. Disponível em: http://findarticles.com/p/articles/mi_m1093/is_6_45/ai_95629327/. Acesso em: 20 Fev. 2010, 15:15

WRAY, R.L. Financial Markets Meltdown - What Can We Learn from Minsky? - **Public Policy Brief No. 94** - The Levy Economics Institute of Bard College, 2008. Disponível em: <http://www.levy.org/pubs/ppb_94.pdf>. Acesso em: 14 mar. 2009, 20:05

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](#)