

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO  
CURSO DE ESPECIALIZAÇÃO EM MERCADO DE CAPITAIS

**Marcus Vinícius Feijó Staffen**

FUNDOS REFERENCIADOS DI: UM PRODUTO EM EXTINÇÃO?

Porto Alegre

2008

**Marcus Vinícius Feijó Staffen**

**FUNDOS REFERENCIADOS DI: UM PRODUTO EM EXTINÇÃO?**

Trabalho de conclusão de curso de Especialização apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Especialista em Mercado de Capitais.

Orientador: Gilberto de Oliveira Kloeckner

Porto Alegre

2008

**Marcus Vinícius Feijó Staffen**

FUNDOS REFERENCIADOS DI: UM PRODUTO EM EXTINÇÃO?

Material para consulta na homepage da Biblioteca da Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, disponível em <http://biblioteca.ea.ufrgs.br/index.asp/> Normas para Apresentação de Trabalhos Acadêmicos.

Conceito Final:

Aprovado em ..... de ..... de .....

BANCA EXAMINADORA

---

Prof.

---

Prof.

---

**Orientador** - Prof. Gilberto de Oliveira Kloeckner

## **AGRADECIMENTOS**

A Deus, por sempre iluminar minha trajetória.

A minha família, pela ajuda nos momentos importantes, por toda confiança e dedicação a mim despejados.

A minha amada namorada Janaína, pelo apoio, amor, carinho e paciência, minha eterna companheira.

Aos professores do Curso de Especialização em Mercado de Capitais pelos ensinamentos que possibilitaram a realização deste projeto.

Ao Grêmio Football Portoalegrense, pelas imensas alegrias proporcionadas em toda minha vida.

A minha vó Alzira, por todo sacrifício e dedicação em nome do meu bem-estar.

## **RESUMO**

O tema central do presente trabalho é realizar um estudo sobre os Fundos de Investimento Referenciados DI, tendo como principal objetivo abordar os porquês de sua perda de importância no contexto nacional. Adicionalmente, tentar-se-á estabelecer um cenário sobre o futuro desses Fundos.

As diferentes definições e aplicações sobre o conceito de risco, importante variável para tomada de decisão de investimento em Fundos, serão trabalhadas para melhor compreensão e conhecimento.

Estudos sobre a Indústria de Fundos mundial, bem como a conjuntura macroeconômica recente, o investidor brasileiro e a dívida pública nacional, auxiliarão nos esclarecimentos sobre o atual momento dos Fundos DI.

## **ABSTRACT**

The central theme of this work is to undertake a study on the Investment Funds Referenced DI, with the main objective address the why of their loss of importance in the national context. Additionally, the aim will be to establish a scenario on the future of those funds.

Different definitions and applications of the concept of risk, important variable for decision-making for investment in funds, will be worked to better understanding and knowledge.

Studies on the global funds industry, as well as the recent macroeconomic conjuncture, the Brazilian investor and the national public debt, will assist in the clarifications on the current moment of the Funds DI.

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	6
<b>2 FUNDAMENTOS ECONÔMICOS</b> .....	8
2.1 RISCO E INCERTEZA .....	8
<b>2.1.1 Risco e Incerteza em Knight</b> .....	9
<b>2.1.2 Risco e Incerteza em Keynes</b> .....	11
<b>2.1.3 Outras abordagens sobre Risco e Incerteza</b> .....	15
<b>3 FUNDOS DE INVESTIMENTO</b> .....	20
3.1 DEFINIÇÃO.....	20
3.2 OS <i>PLAYERS</i> DO MERCADO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	22
3.3 INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO MUNDO.....	24
3.4 EVOLUÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL.....	28
<b>4 OS FUNDOS DI</b> .....	33
4.1 CARACTERÍSTICAS.....	33
4.2 DADOS.....	37
4.3 COMPOSIÇÃO DA INDÚSTRIA DE FUNDOS MUNDIAL E NORTE-AMERICANA: UM PARALELO IMPORTANTE.....	41
4.4 FUNDOS DI: O QUE ESTÁ ACONTECENDO?.....	44
<b>4.4.1 Conjuntura Macroeconômica</b> .....	44
<b>4.4.2 O Investidor Brasileiro</b> .....	49
<b>4.4.3 O Comportamento da Dívida Pública Brasileira</b> .....	56
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	61
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	64

## 1. INTRODUÇÃO

Em uma economia forte e desenvolvida, a função de intermediação financeira é de suma importância. Num contexto onde parte das pessoas e empresas, os agentes econômicos, possuem desequilíbrio em seus fluxos financeiros e, por consequência, carência de recursos, são necessárias Instituições capazes de supri-los, buscando soluções nos agentes superavitários. Deste modo, um sistema bancário eficiente tem destacada relevância no desenvolvimento econômico de uma nação.

Adicionalmente, os Fundos de Investimento podem executar tal função com mesma capacidade. Ao receber grande quantidade de recursos de seus investidores, são responsáveis por financiar tanto as empresas, pela aquisição de debêntures, ações e outros de tipos de papéis, quanto ao Governo, pela compra de títulos públicos. Assim, desenvolve-se a indústria brasileira de Fundos de Investimento, uma excelente opção de investimento para os chamados agentes superavitários, uma vez que os mesmos representam uma comodidade aos seus investidores, pois aplicar em Fundos possibilita ter acesso aos mais diferentes tipos de mercados, além de usufruir os benefícios da diversificação e contar com o auxílio profissional do gestor do Fundo.

Com uma indústria de Fundos relativamente nova, se comparada a das economias Centrais, o Brasil foca em produtos mais simples e conservadores, de mais fácil compreensão aos seus investidores, como os Fundos de Renda Fixa e os Referenciados DI. Esses últimos são marcados por oferecer segurança e proteção aos seus aplicadores, conhecidos como um “porto-seguro” para quem investe, ganharam popularidade e patrimônio a partir da sua criação em 1991.

Todavia, nos últimos anos, com o surgimento de novos produtos e, com uma séria de mudanças na economia e na Indústria de Fundos brasileira, os Fundos DI começam a perder espaço diante de outros Fundos e opções de investimento. Dessa forma, o tema do presente trabalho é realizar um estudo sobre os Fundos Referenciados DI. Como objetivo,

possui a missão de apresentar as características dos Fundos de Investimento, destacando a evolução dos Fundos DI e o desenvolvimento desse produto. A busca por explicações sobre o porquê da situação pela qual passa o produto, bem como tentar projetar um cenário sobre o futuro do mesmo, é meta principal deste trabalho.

O primeiro capítulo abordará o diferencial dos Fundos DI: o risco. Ou melhor, o exíguo nível de risco. Buscaremos um melhor entendimento sobre o assunto em alguns dos mais importantes autores da teoria econômica, assim como a aplicação de alguns conceitos para os Fundos de Investimento. Procura-se, com isso, obter subsídios para conclusões e inferências sobre o comportamento do investidor e, conseqüentemente, dos Fundos DI.

No segundo capítulo, serão revisadas as definições de Fundos de Investimento, bem com a dos diferentes aspectos que os cercam. Ainda, a evolução histórica do produto, tanto em níveis nacionais, como mundiais, será enfatizada. Dados quantitativos sobre os Fundos por todo mundo serão apresentados para auxiliar no escopo deste trabalho.

As informações sobre os Fundos DI serão discutidas no terceiro e último capítulo. Características, números e histórico vão ser destrinchadas para ajudar no entendimento do produto. Por conseguinte, tentar-se-á buscar explicações para os motivos das dificuldades enfrentadas pelos Fundos DI. Neste capítulo, deste modo, ofereceremos os elementos necessários para atingir o propósito do trabalho.

## 2. FUNDAMENTOS ECONÔMICOS

A informação de que você dispõe não é a informação que você deseja.  
A informação que você deseja não é a informação que você necessita.  
A informação que você necessita não é a informação que você consegue obter.  
A informação que você consegue obter custa mais do que você deseja pagar.  
(BERNSTEIN, 1997, p.201)

Nesse capítulo, o objetivo é revisar alguns conceitos econômicos relacionados com Fundos de Investimento, fundamentalmente envolvendo noções sobre risco, um fator extremamente relevante quando falamos em Fundos, principalmente os Referenciados DI. Na primeira seção, abordaremos as definições de risco e incerteza, sob ótica de alguns importantes autores da teoria econômica. Examinaremos também, formas de mensurar e quantificar risco, demonstrando alguns indicadores existentes em Fundos de Investimento.

### 2.1 RISCO E INCERTEZA

O propósito básico desta seção é diferenciar conceitos sobre risco e incerteza, nas mais diferentes concepções.

### 2.1.1 Risco e Incerteza em Knight

Frank Knight, importante autor inglês, aborda em seus escritos a diferenciação entre risco e incerteza.

A incerteza refere-se a situações para as quais muitos resultados são possíveis, porém cada um deles apresenta possibilidades desconhecidas de ocorrência. Por sua vez, o risco refere-se a situações para as quais devemos relacionar todos os resultados possíveis e conhecermos a possibilidade de vir a ocorrer cada possível resultado. (GARCIA, 1995, p.36).

Tal distinção, entre risco e incerteza, também é evidenciada em Marchetti (1995). Para ele, a diferenciação está demonstrada na tríplice classificação de situações de probabilidade, proposta por Knight (1921, p.241):

a) probabilidade a priori, derivada dedutivamente a partir da classificação homogênea de casos idênticos mas sujeitos a fatores indeterminados, como no jogo da roleta;

b) probabilidade estatística, obtida por avaliação empírica de frequências relativas, como nos casos de seguro de vida;

c) estimativas, nas quais “não há base válida de qualquer espécie para classificar os casos”.

Pode-se então, entender por definição de risco os casos “a” e “b”, também chamada incerteza mensurável por Knight (MARCHETTI, 1995, p.62). Assim, quando se conhece todos possíveis resultados em uma determinada situação, estaremos diante de um evento possível de dimensionar o risco. Tanto o evento da roleta, quanto o do seguro de vida, citados por Knight, são de muita valia para exemplificar o conceito de risco. No primeiro

caso, da roleta, as chances de ganhos e perdas estão explícitas dentro do próprio jogo, sendo possível determiná-las. Já no caso dos seguros de vida, é feito um levantamento pelas seguradoras dos casos passados, sendo esses utilizados para estimar os riscos futuros.

O conceito de incerteza, também definida por Knight por incerteza imensurável (MARCHETTI, 1995, p.62), está associado ao caso “c”, sendo impossível dimensioná-la, uma vez que não há base de dados ou um grupo de casos. Assim, não existe maneira de ser eliminada.

Todavia, a incerteza, para Knight (MARCHETTI, 1995, p.62), pode ser encurtada por duas maneiras: a consolidação e a especialização. A primeira delas baseia-se no fato de reduzir a incerteza por agrupamento dos casos, uma vez que “as incertezas são menores em grupos de casos que em casos simples”. (*KNIGHT apud MARCHETTI, 1995, p. 63.*) Assim, a incerteza diminui conforme o aumento de números de casos parecidos, tornando os resultados mais previsíveis. A outra forma, a especialização, consiste em uma “seleção natural” proposta por Knight. Reduz-se a incerteza através das “diferenças entre os seres humanos com respeito a ela, as diferenças nos próprios homens ou as diferenças em sua posição em relação ao problema” (MARCHETTI, 1995, p.63.).

Apesar de toda eficácia destes métodos na tentativa de redução da incerteza, Bernstein (1997), em seu trabalho sobre Knight, observa que a incerteza tende a predominar as probabilidades matemáticas. Exemplifica que os “dirigentes de empresas regularmente extrapolam do passado para o futuro, mas com frequência deixam de reconhecer quando as condições estão começando a mudar de mal para melhor ou de melhor para pior. Eles tendem a identificar momentos críticos somente depois de ocorrido o fato. Se eles fossem melhores em detectar mudanças iminentes, as mudanças abruptas de rentabilidade tão comuns jamais ocorreriam” (BERNSTEIN, 1997, p.220).

Na passagem abaixo, Knight elucida e conclui bem toda a discussão acerca de risco e incerteza; nela observa-se o caráter mensurável do risco, estimado em probabilidades conhecidas e da incerteza, imensurável sob a forma de probabilidades. De acordo com ele,

[...] A incerteza deve ser tomada num sentido radicalmente distinto da noção comum de Risco, do qual jamais se separou propriamente. O termo ‘risco’, tal como é usado livremente na linguagem diária e na discussão econômica, realmente abrange duas coisas que, funcionalmente pelo menos, em suas relações

casuais com os fenômenos da organização econômica, são categoricamente diferentes [...] sua essência pode ser formulada em poucas palavras. [...] O fato essencial é que ‘risco’ significa, em alguns casos, uma quantidade suscetível de medição, enquanto noutras vezes é uma coisa claramente sem esse atributo. [...] Parecerá que uma incerteza mensurável, ou ‘risco’ propriamente dito, como usaremos o termo, é tão diferente de uma incerteza não-mensurável que não é, com efeito, absolutamente uma incerteza. Conseqüentemente, restringiremos o termo ‘incerteza’ a casos do tipo não-quantitativo. (Knight *apud* Marchetti, 1995, p.65).

Knight foca a questão do risco e incerteza também para os mercados financeiros. O preço de determinado ativo é definido pelas expectativas sobre o futuro e a surpresa pode afetar tal precificação. Sobre essas idéias, Bernstein (1997) afirma que “o preço considerado mais provável pelo mercado é o preço atual real: se o mercado julgasse de outra forma, não fixaria esse preço, mas outro preço superior ou inferior”. Assim, se o esperado ocorrer, os preços não devem mudar. Um evento incerto tende a gerar volatilidade<sup>1</sup> nos ativos, sendo “a volatilidade um representante da incerteza e deve ser acomodada na avaliação do risco do investimento” (BERNSTEIN, 1997, p.221).

### **2.1.2 Risco e Incerteza em Keynes**

A passagem abaixo encontra-se em um artigo escrito por Keynes, observemos:

[...] Desejo explicar que por conhecimento ‘incerto’ não pretendo apenas distinguir o que é conhecido como certo, do que apenas é provável. Nesse sentido, o jogo da roleta não está sujeito à incerteza; nem sequer a possibilidade de se ganhar na loteria. Ou ainda, a própria esperança de vida é apenas moderadamente incerta. Até as condições meteorológicas são apenas moderadamente incertas. O sentido em que estou usando o termo é aquele segundo o qual a perspectiva de uma guerra civil européia é incerta, o mesmo ocorrendo com o preço do cobre e a taxa de juros daqui a vinte anos, ou a obsolescência de uma nova invenção, ou a posição dos proprietários particulares de riqueza no sistema social de 1970. Sobre estes problemas não existe qualquer base científica para um cálculo probabilístico. Simplesmente, nada sabemos a respeito. (KEYNES *apud* MARCHETTI, 1995, p. 66).

---

<sup>1</sup> O conceito de volatilidade será abordado na próxima seção.

Nota-se claramente a diferença entre risco e incerteza para Keynes. Risco está ligado com o cálculo probabilístico, podendo ser expresso em uma distribuição de probabilidade, como no caso do jogo de roleta, conforme o exemplo citado. Já o conceito de Incerteza relaciona-se com ausência de conhecimento sobre determinada situação, ou, conforme Keynes, “sem base científica para um cálculo probabilístico”. Para Ferrari (2001), incerteza “caracteriza a situação na qual a tomada de decisão sobre um evento específico é realizada em um contexto em que inexistente uma distribuição de probabilidade para o mesmo”. Em Marchetti (1995), define-se incerteza de três formas: como a situação na qual o conhecimento da proposição secundária<sup>2</sup> está ausente (não tendo como determinar o cálculo da probabilidade); ou como a situação onde há falta de certeza; ou, por último, como a situação onde há falta de conhecimento. Sendo que em todas as situações o peso do argumento<sup>3</sup> é baixo.

Para lidar com situações de Incerteza, Marchetti (1995) salienta que o comportamento convencional, o comportamento que acompanha a maioria, é uma maneira de se defender da incerteza, porém não é garantido e seguro. Dessa forma, segundo Keynes, os aspectos psicológicos não devem ser desprezados no processo decisório em situações de incerteza. O *animal spirits*<sup>4</sup> torna-se peça fundamental para lidar com a ausência de conhecimento sobre determinada situação, ou seja, é de suma importância para tomada de decisão frente à incerteza.

Outro aspecto abordado por Keynes, a teoria da preferência pela liquidez, torna-se interessante no mercado financeiro do Brasil. Essa teoria, segundo Garcia (1995), parte da noção de incerteza:

Na tomada de decisões, os agentes poupadores e investidores deverão levar em conta a preferência pela liquidez para estabelecer o valor da taxa de juros de mercado. [...] em um contexto de incertezas e expectativas, a moeda assume um papel fundamental, pois, se, por um lado, há transações cujos efeitos têm algum grau de permanência e necessitam ser financiadas, por outro lado, a simples possibilidade de ganhos ou perdas imprevistas determina que os agentes mantenham um certo grau de liquidez.

<sup>2</sup> Na relação de probabilidade **a/h**, “**a**” é uma proposição primária e “h” denota a proposição secundária, que afirma a existência de uma relação de probabilidade (MARCHETTI, 1995, p.68)..

<sup>3</sup> “O peso do argumento de probabilidade é determinado como uma medida do montante total de evidência ou conhecimento no qual a probabilidade tem de ser baseada e não por comparação entre evidências favoráveis e desfavoráveis” (MARCHETTI, 1995, p.68).

<sup>4</sup> *Animal Spirits* pode ser entendido por estímulos, desafios e entusiasmo (MARCHETTI, 1995, p.60)..

A taxa de juros, para Keynes, é o prêmio para o poupador renunciar, por determinado período, à liquidez. Ele cita: “A incerteza quanto ao futuro afeta não apenas a eficiência marginal do capital, como também nossa disposição em nos separarmos de nossos recursos em moeda”. Ter dinheiro em espécie, diz Keynes, “acalma nossa inquietude”, é a taxa de juro que exigimos para nos separarmos de ativos líquidos em troca de outros ativos mede “o grau de nossa inquietude”. Deste modo, quanto maior a incerteza, maior será o prêmio exigido pela renúncia da liquidez.

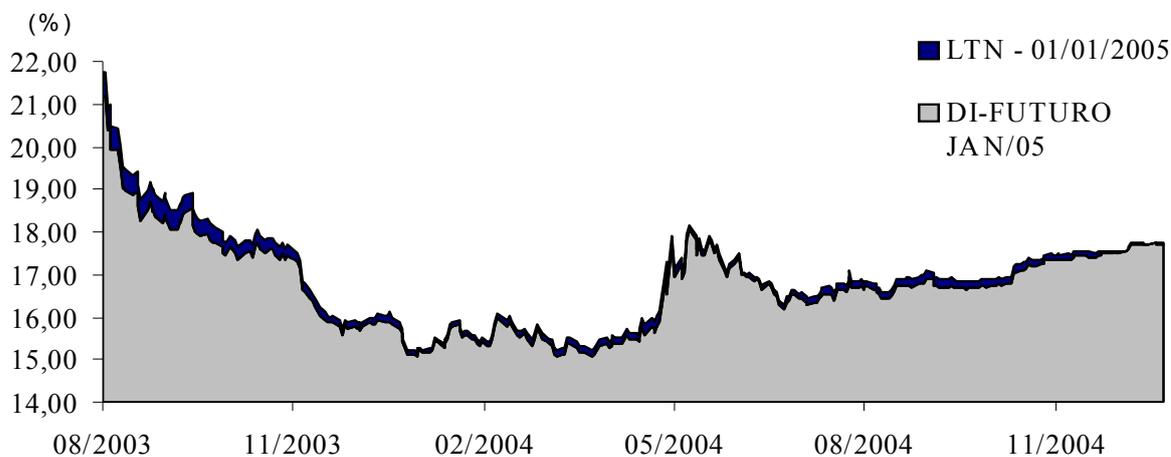
Exemplifica-se a teoria citada através do comportamento de um título público brasileiro emitido pelo Tesouro Nacional, a Letra do Tesouro Nacional (LTN). Tal papel tem emissão através de leilões semanais no mercado financeiro e representa cerca de 37% da Dívida Mobiliária Federal (em Agosto de 2007), além de estar presente em grande parte das carteiras dos Fundos de Investimento no Brasil. Possui rendimento pré-fixado e, no nosso exemplo proposto, tem vencimento em 01 de Janeiro de 2005. Utilizam-se os contratos futuros de DI<sup>5</sup> (depósito interfinanceiro), ativo financeiro do mercado de derivativos (negociados na Bolsa de Mercadorias e Futuros – BM&F), para precificar a taxa de juros local (DI), para vencimento futuros. Esse ativo, baliza a remuneração da LTN, que é dada através da taxa juros futura mais um prêmio exigido pelo mercado, para abrir mão de ficar líquido.

Observemos os gráficos abaixo:

---

<sup>5</sup> A taxa CDI (ou simplesmente DI) é a taxa que os bancos trocam dinheiro entre si, por um dia, no Brasil. Acompanha a taxa Selic (taxa básica de juros da economia brasileira) e é extremamente utilizada no mercado brasileiro.

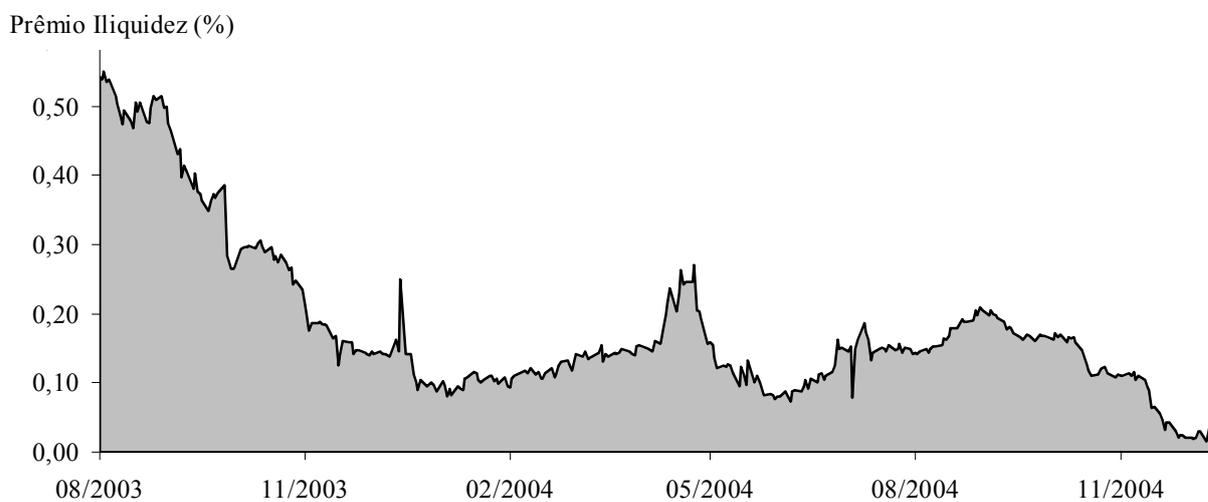
Gráfico 1 – LTN x DI-FUTURO



Dados: Andima e BM&amp;F

Elaborado pelo autor.

Gráfico 2 – “PRÊMIO ILIQUIDEZ”



Dados: Andima e BM&amp;F

Elaborado pelo autor.

O gráfico 1, procura demonstrar a variação nos “preços” tanto da LTN, quanto do DI-FUTURO. Nota-se que o valor da LTN é sempre superior ao do DI-FUTURO, ficando maior essa diferença nos momentos de maior incerteza. Além disso, a variação nos “preços” dá-se em virtude das mudanças nas expectativas para a taxa de juros do país no

vencimento (Janeiro de 2005), convergindo para a taxa de juros praticada no país quanto mais próximo chega do vencimento.

No gráfico 2, temos o chamado “prêmio para iliquidez”, que seria o prêmio exigido pelo mercado para comprar a LTN, ou seja, abandonar o estado de liquidez, do investidor ter moeda em mãos. Observa-se que conforme vai se aproximando o vencimento do título, reduz-se a incerteza quanto ao futuro, reduzindo, em situações normais, o “prêmio para iliquidez”. É claro, que em situações atípicas, essa tendência não se confirma. No nosso exemplo, tem-se o período entre Março e Maio de 2004, em que, em razão de fortes turbulências políticas ocorridas no país, acabaram por aumentar a incerteza no mercado e, por conseqüência, aumentar o “prêmio para iliquidez”.

### **2.1.3 Outras abordagens sobre Risco e Incerteza**

Em linha semelhante a Keynes e Knight, outro importante economista inglês também acreditava ser possível eliminar a incerteza através das probabilidades passadas. Willian Stanley Jevons acreditava ser possível quantificar quase tudo, de variáveis econômicas a sentimentos. Bernstein (1997) demonstra que Jevons “estava certo de que solucionara a questão do valor, argumentando que a capacidade de expressar tudo em termos quantitativos tornara irrelevantes as vagas generalidade que caracterizaram a economia até então. Ele eliminou o problema da incerteza anunciando que necessitamos simplesmente aplicar as probabilidades aprendidas com a experiência passada e a observação. (...) Agora não pode haver dúvida de que o prazer, a dor, o trabalho, a utilidade, o valor, a riqueza, o dinheiro, o capital, são noções que admitem a quantidade; mais ainda, todas nossas ações na indústria e no comércio dependem certamente da comparação de quantidades de vantagem e desvantagem” (BERNSTEIN, 1997, p.190).

Kenneth Arrow, reconhecido economista norte-americano, ganhador inclusive de um Prêmio Nobel de Economia, em uma publicação sobre risco, questiona dois exemplos empregados por Knight: os jogos de azar e os seguros. Para ele, não é compreensível o fato das pessoas pagarem prêmios às seguradoras ou apostarem em jogos de azar. “As

probabilidades matemáticas indicam que perderemos dinheiro em ambos os casos. No caso do jogo, é impossível esperar – embora seja possível alcançar – mais do que um equilíbrio, pois a margem do cassino inclina as vantagens contra nós. No caso do seguro, os prêmios que pagamos excedem as chances estatísticas de nossa casa pegar fogo ou de nossas jóias serem roubadas.” (BERNSTEIN, 1997, p.202) Entretanto, ele mesmo chega a uma conclusão consistente: “Apostamos porque estamos dispostos a aceitar a alta probabilidade de uma perda pequena na esperança de que a alta probabilidade de ganhar muito dinheiro nos favorecerá; (...) Compramos seguros porque não podemos nos dar ao luxo de assumir o risco de perder nossa casa em um incêndio (...). Ou seja, preferimos um jogo com 100% de vantagem para uma pequena perda (o prêmio que temos de pagar) e pouca chance de um grande ganho (se a catástrofe nos atingir) a um jogo com um ganho certo (poupar o custo dos prêmios do seguro), mas conseqüências incertas e potencialmente ruinosas.” (BERNSTEIN, 1997, p.203)

Na gestão de fundos de investimento, sem dúvida alguma, a administração do risco é algo de elevada importância. No caso dos Fundos DI, ela assume um grau de relevância ainda maior, visto as características conservadoras do produto. Bernstein (1997) elucida que “os gerentes dos fundos mútuos enfrentam dois tipos de risco. O primeiro é o risco óbvio do mau desempenho. O segundo é o risco de ficar atrás de certo referencial, conhecido pelos investidores potenciais.” (BERNSTEIN, 1997, p.208)

Quando falamos em mau desempenho para fundos de investimento, cabem-se duas interpretações: ou o fundo rendeu muito pouco, ou ele oscilou muito para atingir determinado desempenho. Ao observarmos fortes oscilações nos retornos de determinados fundos, pode-se dizer que tal fundo teve grande volatilidade. O conceito de Volatilidade em fundos deve ser entendido como uma medida de risco que expressa a oscilação entre os retornos auferidos pelo fundo. Um fundo fortemente volátil é aquele em que sua rentabilidade varia bastante, ou seja, possui um risco maior em virtude das fortes oscilações em sua rentabilidade. É calculado como sendo o desvio-padrão da rentabilidade de cada fundo, assim expresso:

$$volatilidade = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (xi - \bar{x})^2}{n - 1}}$$

Onde xi é o resultado da iésima medição;

$\bar{x}$  é a média aritmética dos N resultados considerados.

O segundo importante risco, de ficar atrás do referencial do fundo, traz grandes preocupações aos gestores de fundos. O referencial de um fundo é chamado de *benchmark* e nada mais é que um indicador que o fundo busca atingir. No mercado brasileiro, os Fundos DI, Fundos de Renda Fixa e Multimercados costumam ter o CDI como *benchmark*, isto é, procuram obter rentabilidades acima desse indicador.

A administração do risco está relacionada a um exaustivo estudo de possibilidades e probabilidades matemáticas. Deve-se buscar mapear todos os fatores que podem comprometer o desempenho de um fundo ou carteira, deixando pequenos espaços para indesejadas surpresas. Nas palavras de Bernstein: “Se tudo for uma questão de sorte, a administração de risco será um exercício sem sentido. (...) Enquanto não conseguiremos distinguir um acontecimento realmente aleatório de outro resultante de causa e efeito, jamais saberemos se o que vemos é o que obteremos, nem como obtivemos aquilo que obtivemos. Quando corremos um risco, apostamos em um resultado que será consequência de uma decisão que tomamos, embora não saibamos ao certo qual será o resultado. *A essência da administração do risco está em maximizar as áreas onde temos certo controle sobre o resultado, enquanto minimizamos as áreas onde não temos absolutamente nenhum controle sobre o resultado e onde o vínculo entre efeito e causa está oculto de nós.*” (BERNSTEIN, 1997, p.197).

Ainda, pode-se atribuir diferentes dimensões ao conceito de risco, principalmente ao aplicarmos aos fundos de investimento. Por risco global, entendem-se todas as incertezas que envolvem qualquer operação. Assim, é útil estudar os diferentes fatores que geram cada

tipo de risco para que se possa dimensionar o risco global. Dentre os principais tipos de risco, citam-se: risco legal, risco operacional, risco de crédito e risco de mercado.

Por risco legal, devem ser levados em consideração para se estimar os riscos envolvidos nos fundos de investimento, possíveis perdas decorrentes devido a violação da legislação, da ocorrência de contratos mal formulados ou da implantação de novos tributos. Duarte Júnior (2005) exemplifica esse tipo de risco da seguinte forma: “Situações em que não há total separação entre o gerenciamento de recursos próprios e de terceiros, levando a um fluxo entre as duas origens dos recursos, ou até mesmo a situações em que as perdas causadas a terceiros sejam cobertas por recursos próprios, e vice-versa. Houve no passado recente uma evolução substancial no ambiente regulamentar brasileiro com a finalidade de evitar tais situações, presentes em vários casos famosos em nosso mercado, ainda envolvidos em disputas judiciais entre ex-gestores e ex-clientes” (DUARTE JUNIOR, 2005, p.6).

O risco operacional compreende as incertezas quanto aos sistemas, práticas e controles internos das pessoas e dos equipamentos envolvidos nas operações dos fundos de investimento. Como exemplo, citam-se falhas no sistema (problemas telefônicos, elétricos, computacionais), fraudes (negligência de controles internos, divulgação intencional de informações erradas aos clientes, aceitação de incentivos de clientes, manipulação de resultados), falta de qualificação ou problemas referentes a regulamentação ou a imagem da empresa que administra os fundos de investimento.

Por risco de crédito em fundos de investimentos, entendem-se como as possíveis perdas oriundas de um não pagamento, pela contraparte, de algum compromisso que o fundo tem direito a receber, ou seja, o fundo receber um “calote” de algum devedor. “O risco de crédito engloba vários riscos, como o risco de inadimplência, risco de degradação (redução do *rating* de uma contraparte), risco de garantia, risco soberano e risco de concentração de crédito” (DUARTE JUNIOR, 2005, p.5).

Risco de mercado consiste nos prejuízos que os fundos podem vir a sofrer, em virtude da perda de valor que os ativos que compõem os fundos, isto é, queda no preço dos papéis presentes nas carteiras. Isto pode acontecer por mudanças na taxa de câmbio, taxa de juros, preços de ações, índices de inflação ou preços de *commodities*. Mensura-se e tenta-se reduzir os riscos de mercado através de algumas medidas matemáticas e estatísticas, como a

volatilidade (abordada anteriormente) e o VaR (*Value at Risk*). “o VaR mede a perda esperada de uma carteira/ativo para um determinado horizonte de investimento (digamos, um dia) com um grau de confiança previamente especificado (digamos, 95%). Por exemplo, uma carteira cujo VaR fosse de R\$ 10 milhões para um horizonte de investimento de um dia, com um grau de confiança de 95%, a probabilidade de sofrer uma perda superior a R\$ 10 milhões seria de 5%” (DUARTE JUNIOR, 2005, p.64). Por ser de mais fácil quantificação, levaremos em consideração, no presente trabalho, apenas o risco de mercado.

Nesse capítulo, procurou-se estabelecer diferentes conceituações sobre risco e incerteza, bem como sua diferenciação e algumas abordagens cotidianas. Tais conhecimentos serão de vital importância para a melhor compreensão dos diferentes tipos de fundos de investimento, uma vez que, muitas vezes, o nível de risco é fator preponderante para distinção entre alguns produtos.

No próximo capítulo, as características fundamentais dos fundos de investimento serão trabalhadas, analisando-se os principais aspectos referentes a estrutura de um fundo no Brasil, assim como um breve histórico. Ainda, veremos diversos indicadores numéricos sobre a indústria de fundos de investimento no mundo.

### **3. FUNDOS DE INVESTIMENTO**

Neste capítulo trabalharemos a conceituação de Fundos de Investimento existente no Brasil, definindo os aspectos legais envolvidos, além da denominação dos agentes ligados à constituição de um Fundo de Investimento e uma exposição sobre os números brasileiros. Também, abordar-se-á a Indústria de Fundos mundial, importante análise para traçar um paralelo com a Indústria local.

#### **3.1 DEFINIÇÃO**

Conforme o artigo 1º do Regulamento Anexo à Circular 2.616 de 18/09/1995, do Banco Central do Brasil, tem-se:

O Fundo de investimento financeiro, constituído sob a forma de condomínio aberto, é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de ativos financeiros e demais modalidades operacionais disponíveis no âmbito do mercado financeiro, observadas as limitações previstas neste Regulamento e na regulamentação em vigor. [...] O Fundo tem prazo indeterminado de duração e de sua denominação, que não pode conter termos incompatíveis com o seu objetivo, deve constar a expressão "Investimento Financeiro", facultado o acréscimo de vocábulo(s) que identifique(m) perfil de suas aplicações na hipótese de direcionamento de parcela preponderante de seus recursos para segmento(s) específico(s).

A Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID) define Fundos de Investimento como “um condomínio que reúne recursos de um conjunto de investidores, com o objetivo de obter ganhos financeiros a partir da aquisição de uma carteira de títulos

ou valores mobiliários”<sup>6</sup>. Utiliza-se constantemente, no mercado financeiro brasileiro, o conceito de condomínio para definir Fundos de Investimento. Observemos o exemplo proposto pela ANBID<sup>7</sup>:

[...] imagine que você não mora num prédio, portanto está fora do condomínio, e precisa escolher quem vai fazer a manutenção da piscina e da quadra esportiva ou quem vai contratar os seguranças? Provavelmente, terá mais trabalho em encontrar esses prestadores de serviços e gastará mais. Se estivesse num condomínio, essa seria uma tarefa para o síndico, com a vantagem de poder ratear com os outros condôminos esses custos.

[...] Situação semelhante poderia acontecer com você, caso estivesse sozinho no mercado financeiro. Caberia a você escolher os ativos para compor uma carteira de investimento. Isso significa analisar com frequência riscos, nível de endividamento e expectativa de resultados de cada empresa da qual você comprou ação ou de cada banco do qual você adquiriu um CDB. [...] Os Fundos permitem que gestores profissionais ajudem pessoas sem tempo, independente delas terem ou não dinheiro e experiência.

Para Fortuna (2005), o segredo dos Fundos de Investimento é a idéia de condomínio, onde os aplicadores mesmo tendo o direito de resgatar suas cotas em prazo curto, não o fazem ao mesmo tempo, sempre permanecendo uma considerável soma disponível ao Fundo, para ser aplicada em títulos rentáveis.

Em síntese, definimos Fundos de Investimento como uma reunião de investidores (condôminos), que injetam seus recursos para aquisição de ativos do mercado financeiro. É importante ressaltar que esses condôminos são os donos do Fundo, uma vez que muitas pessoas pensam que os Fundos de Investimento pertencem às Instituições que os administram. Os Fundos de Investimento possuem Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ) e regulamento próprio, registrado em cartório, onde devem constar as características do mesmo, bem com as taxas cobradas e a política de investimento no Fundo.

Quando da aplicação em algum Fundo de Investimento, o investidor deverá assinar termo de adesão ao Fundo, concordando com os itens presentes no regulamento. Nesse

---

<sup>6</sup> Disponível em <<http://www.comoinvestir.com.br>>. Acesso em outubro de 2007.

<sup>7</sup> Disponível em <<http://www.comoinvestir.com.br>>. Acesso em outubro de 2007.

momento, os valores do investidor são transformados em quantidades de cotas, número determinado pelo quociente entre o valor aplicado e o valor da cota na data da conversão da aplicação. Cota corresponde à menor fração do Patrimônio Líquido (P.L.) do Fundo. Com valor atualizado diariamente, varia de acordo com a valorização dos ativos que compõem a carteira do Fundo e é calculada pela divisão do P.L. do Fundo pelo número total de cotas emitidas.

De acordo com a Circular Normativa nº 3.086, do Banco Central, os Fundos de Investimento devem ter escrituração própria, devendo as contas e as demonstrações contábeis serem segregadas do administrador. O passivo representa as fontes de recursos do Fundo, sendo constituído pelo valor devido aos cotistas. Estão incluídas no passivo as taxas e demais encargos a pagar. O ativo representa as aplicações financeiras do Fundo em títulos e valores mobiliários.

### 3.2 OS *PLAYERS* DO MERCADO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

O organograma abaixo elucida todos os participantes (*players*) envolvidos na constituição de um Fundo de Investimento.



De acordo com a ANBID, pelo organograma, tem-se:

a) **Administração:** é a empresa, geralmente um banco, que constitui o Fundo e é responsável pelo seu funcionamento. Elabora e registra em cartório o regulamento do Fundo, redige o prospecto do Fundo, emite e resgata cotas, controla a contabilidade, calcula a taxa de administração, envia os extratos aos cotistas, organiza as assembleias de cotistas e comunica aos investidores eventuais alterações no regulamento. Responsável pela contratação de prestadores de serviços para o Fundo, incluindo Custodiante, Gestor de Carteira, Distribuidores e Auditor.

b) **Auditoria:** este é o profissional independente, sem vínculo com a instituição financeira, responsável por averiguar se as operações financeiras do Fundo foram realizadas em conformidade com as exigências legais e as regras estabelecidas no prospecto.

c) **Custódia:** é o responsável pela liquidação financeira das operações do Fundo, guarda dos seus ativos, bem como a administração de proventos, como dividendos, juros, bonificações, etc.

d) **Gestão de Carteira:** é o profissional, ou uma equipe de profissionais, responsável pela composição da carteira de um Fundo. É quem decide em quais ativos deve investir, obedecendo à política de investimento e ao objetivo traçado pelo administrador do Fundo e informados no regulamento e no prospecto.

e) **Distribuição:** é o responsável pela colocação de quotas do Fundo junto aos investidores.

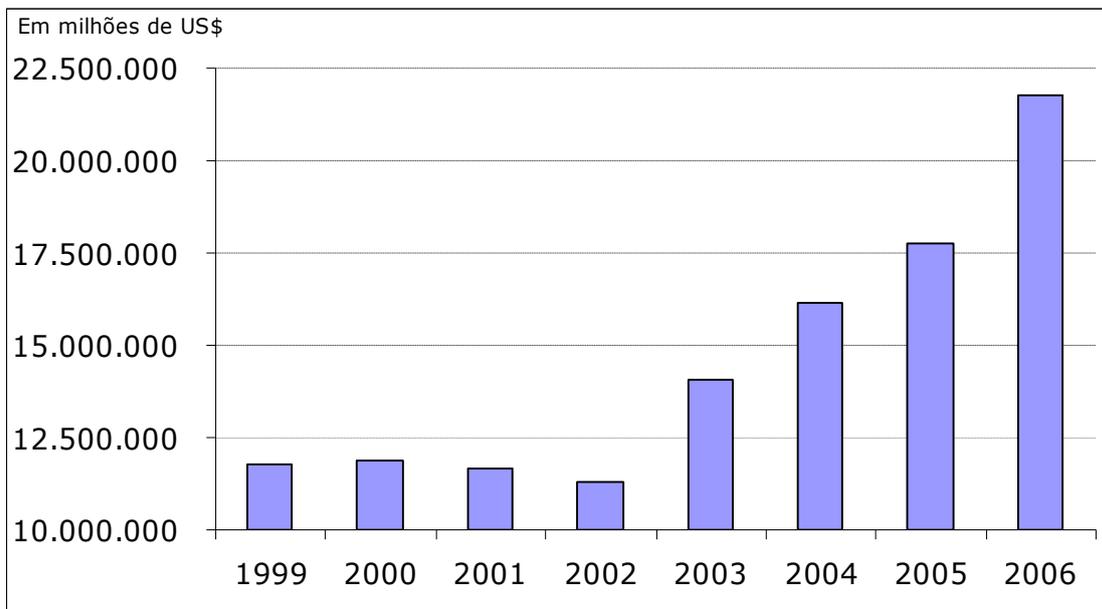
È importante ressaltar que todas as funções acima (exceto a Auditoria Independente) podem ser exercidas pela mesma Instituição Financeira, desde que esteja apta para o exercício das mesmas.

### 3.3 INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO MUNDO

Segundo a ANBID (Associação Nacional dos Bancos de Investimento), os Fundos de Investimento começaram a existir a partir do século XIX. O primeiro, foi criado na Bélgica, sendo imediatamente acompanhado por holandeses, franceses e ingleses. Além de objetivar o financiamento do desenvolvimento econômico destes países, os Fundos de Investimento remuneravam os recursos neles investidos. Nas Américas, o primeiro Fundo apareceu nos Estados Unidos. Chamado de *Massachusetts Investor Trust*, iniciou suas operações em 1924, estando em atividade até o presente momento.

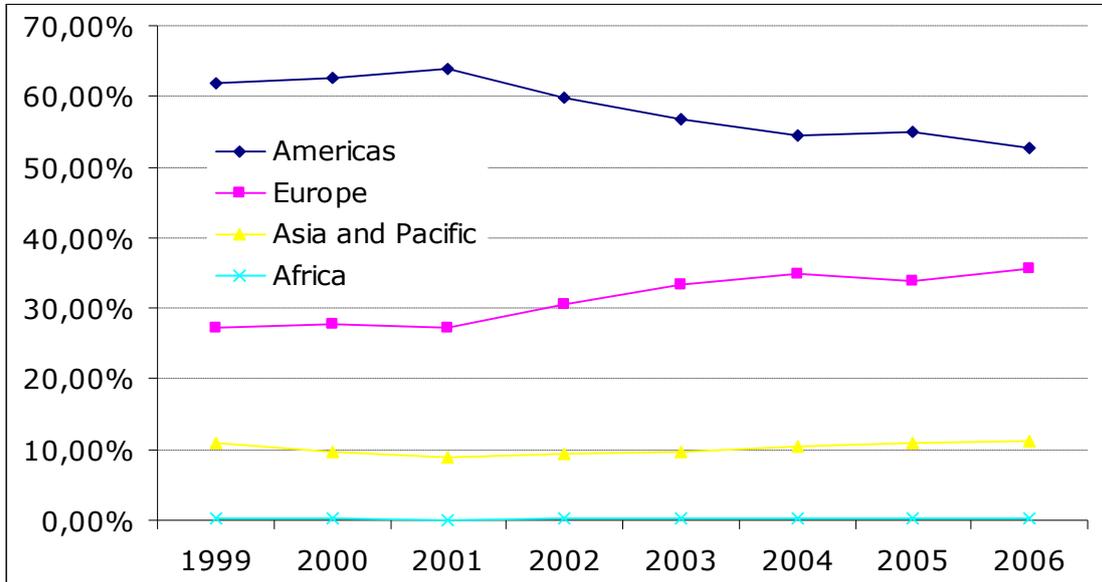
O gráfico abaixo demonstra o crescimento da Indústria de Fundos Mundial. Nota-se o acentuado crescimento a partir de 2003, impulsionado, sobretudo, pelo crescimento das Indústrias de Fundos europeia e asiática. No final de 2006, o Patrimônio Líquido Mundial situou-se em US\$ 21,8 trilhões, com aumento de 22% sobre o ano anterior.

Gráfico 3 - Evolução do Patrimônio Líquido da Indústria de Fundos Mundial.



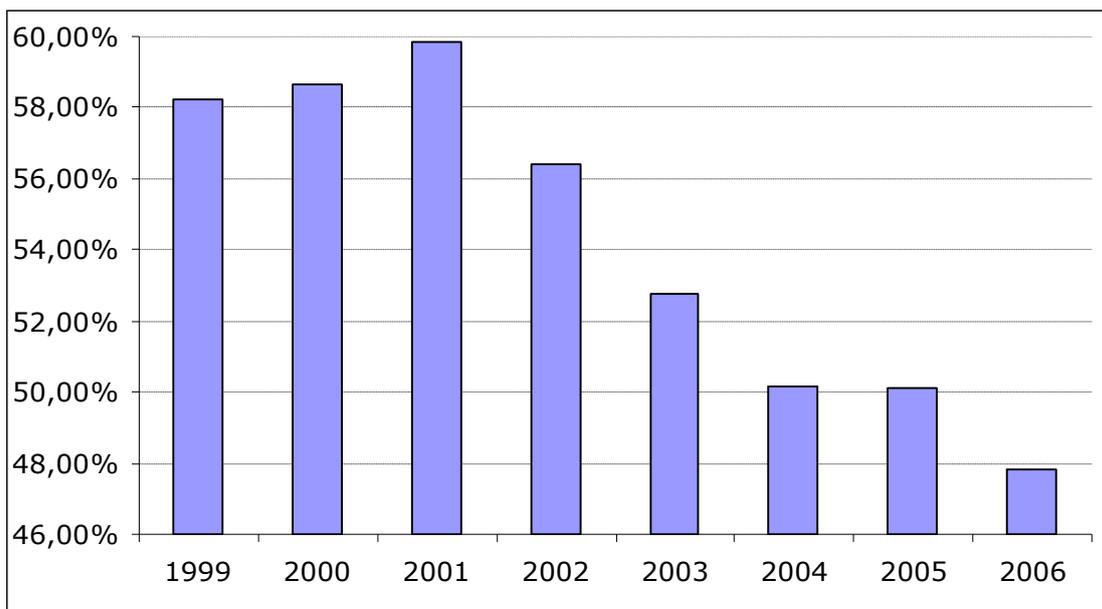
Dados: *Investment Company Institute*

Gráfico 4 - Evolução por Continente da Participação na Indústria de Fundos Mundial.



Dados: *Investment Company Institute*

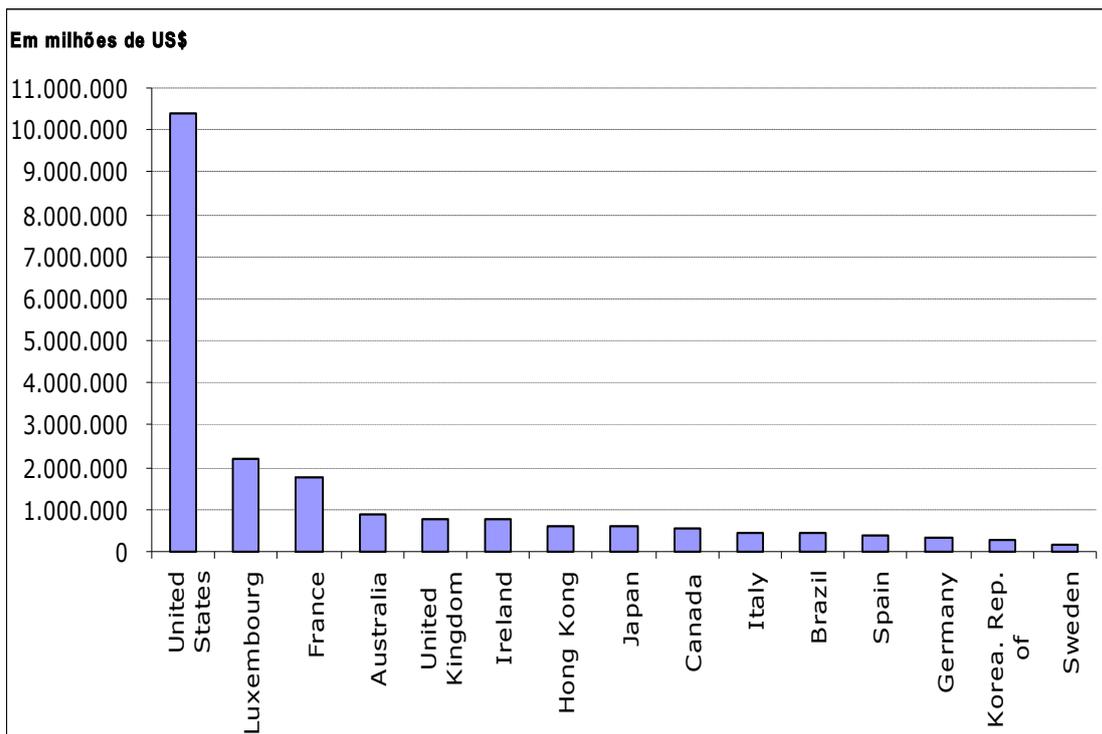
Gráfico 5 - Participação da Indústria de Fundos dos EUA na Indústria de Fundos Mundial.



Dados: *Investment Company Institute*

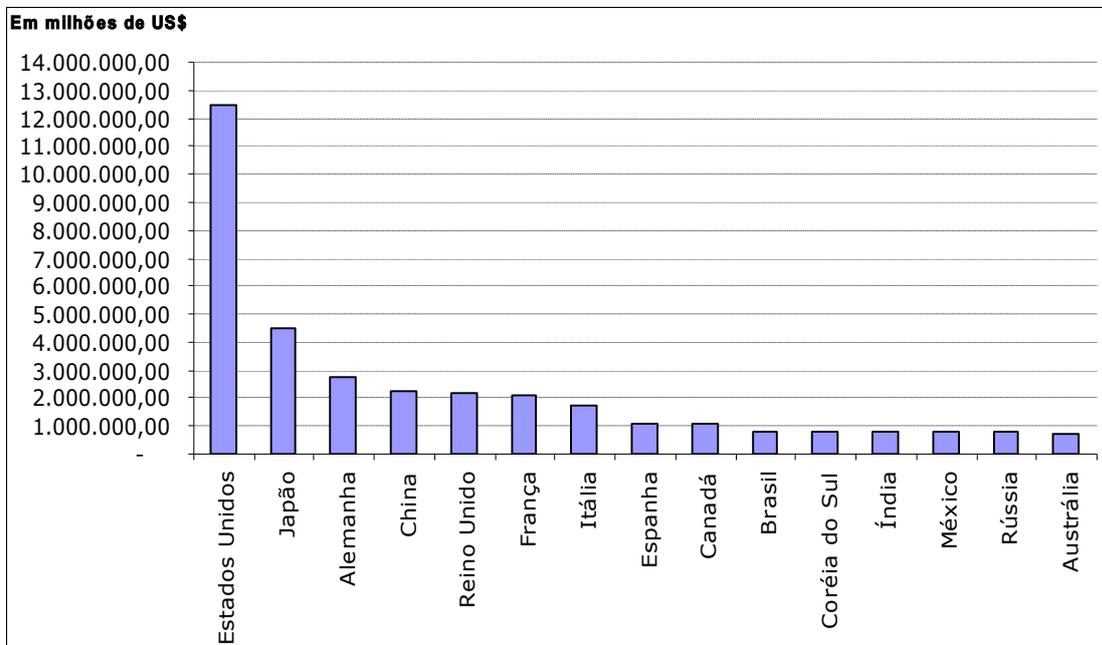
Conforme demonstrado acima, a hegemonia do continente americano está perdendo vigor. Com mais de 60% no início dos anos 2000, a indústria de Fundos das Américas não é tão representativa, devido ao seu crescimento em ritmo inferior aos demais continentes nos últimos anos. Entretanto, ao fazer uma análise mais detalhada, fica claro que essa queda na participação explica-se de maneira bem simples: o fraco crescimento da indústria dos EUA. Enquanto, no período de 1999 à 2006, o crescimento mundial (excluindo a indústria norte-americana) foi de 131% e dos demais países da América de 156%, o patrimônio líquido dos Fundos dos Estados Unidos cresceu 58%, menos da metade dos demais. Com isso, os EUA, que em 2001 chegaram a ter quase 60% do total dos Fundos pelo mundo, hoje (2006) respondem por cerca de 48%.

Gráfico 6 - As 15 maiores Indústrias Nacionais de Fundos de Investimento.



Dados: *Investment Company Institute*

Gráfico 7 - As 15 maiores Economias Mundiais.



Fonte: Banco Mundial

Os dois gráficos acima demonstram as 15 maiores indústrias de Fundos de Investimento e as 15 maiores economias mundiais. Da listagem dos mais importantes países em relação a Fundos de Investimento, apenas quatro não estão entre as grandes economias mundiais. Nota-se o caso de Luxemburgo, um país com alto grau de desenvolvimento de seu mercado de capitais e, por conseqüência, uma enorme indústria de Fundos (2ª maior do mundo), com os mais variados e modernos tipos de produtos, com destaque aos *private equity*<sup>8</sup>, importante para o fomento de pequenas e médias empresas, porém com uma economia muito pequena (apenas a 63ª em tamanho). Irlanda, Hong Kong e Suécia também não figuram na lista de maiores economias do mundo, mesmo tendo grandes indústrias de Fundos. Um caso interessante é o da China, uma potência mundial em termos econômicos, detentora de uma das mais impressionantes taxa de crescimento econômico nos últimos anos, sem sinais de arrefecimento, entretanto seu mercado de capitais (e indústria de Fundo) ainda “engatinha”.

<sup>8</sup> Criado nos Estados Unidos nos anos 40, os Fundos *private equity* investem em valores mobiliários de empresas com expressivo potencial de crescimento, capaz de gerar retornos superiores a média de mercado, proporcionais ao alto risco e à baixa liquidez do investimento.

### 3.4 EVOLUÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL

Consta nos registros da ANBID, o primeiro Fundo de Investimento brasileiro surgiu em 1957, no período desenvolvimentista do governo de Juscelino Kubitschek. E não foi por nenhuma obra do acaso. “O Fundo Crescinco, como era chamado, nasceu porque seus administradores enxergaram no Brasil oportunidades semelhantes àquelas que administradores holandeses, ingleses e franceses viram no final do século XIX: grandes projetos que necessitavam de financiamento. Na carteira do Crescinco havia ações da *Willys-Overland* do Brasil, a primeira fábrica de motores a gasolina do País, e de outras representantes da nascente indústria automobilística brasileira. O Crescinco pertencia à *International Basic Economic Corporation* (Ibec) uma empresa do grupo *Rockefeller*”. O Crescinco manteve o posto de maior Fundo de Investimento brasileiro por vários anos, tornando-se um importante meio para captação de recursos privados como forma de financiamento para a indústria nacional.

Nos anos 60, surgem algumas medidas de suma importância para o desenvolvimento do mercado financeiro brasileiro. A criação do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco Central em 1964, foram marcantes para a evolução do Sistema Financeiro Nacional. Além disso, o ano de 1967 marcou a criação da ANBID (órgão de vital importância na regulamentação dos Fundos de Investimento) e dos Fundos 157<sup>9</sup>, Fundos de Investimento em renda variável criados com objetivo de capitalizar empresas através da compra de ações ou debêntures das mesmas. Esse último, tinha o claro objetivo de estimular o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. Eram concedidos benefícios fiscais tanto para as empresas que emitissem ações ou debêntures, quanto para os investidores.

Nas décadas de 70 e 80, destacamos o surgimento da legislação sobre Fundos de Investimento (1970). Essa legislação experimenta diversas mudanças ao longo da década. A criação da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), bem como a expansão dos mercados futuros e de opções, são marcas da década de 80. Até aquele momento, a indústria de Fundos no Brasil era o mercado de ações. Os Fundos de investimento, ao

---

<sup>9</sup> Regulamentados pelo Decreto-Lei 157, os Fundos 157 foram extintos em 1983.

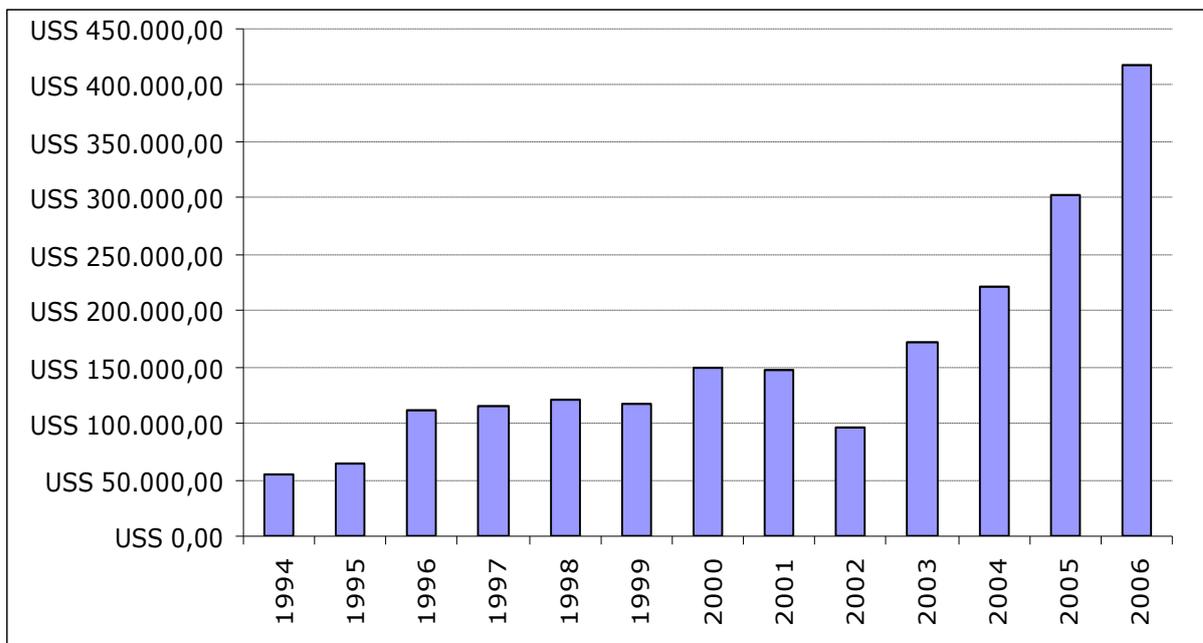
comprarem ações das empresas, além de ajudar na expansão do mercado de capitais, auxiliavam o desenvolvimento nacional, ao financiarem as empresas.

Todavia, a partir de meados da década de 80, o panorama da indústria de Fundo de Investimento no Brasil começa a se alterar. Conforme ANBID<sup>10</sup>,

O Estado endividado levou dois choques externos nos anos 70, e o endividamento público cresceu muito. Os Fundos de renda fixa aparecem nesse momento para financiar o setor público. O primeiro Fundo de renda fixa foi criado em 1982, o CSC7 do extinto banco Crefisul. Hoje, metade da dívida pública é financiada por esses agentes.

Assim, o quadro modifica-se na década de 80, com a aparição dos Fundos de renda fixa. No final da década, têm-se os Fundos de ações correspondendo a menos de 5% da indústria.

Gráfico 8 – Patrimônio Líquido – Fundos de Investimento do Brasil - em Milhões de US\$.



Dados: Ipea e Anbid

<sup>10</sup> Disponível em <<http://www.comoinvestir.com.br>>. Acesso em outubro de 2007.

O gráfico acima explicita como se comportou o tamanho da indústria brasileira de Fundos de Investimento a partir de 1994. Em Julho de 1994 entrou em vigor o Plano Real, o mais bem sucedido plano de estabilização da economia brasileira, responsável por estancar o problema inflacionário que atormentava a economia brasileira a décadas. A partir daí, o povo brasileiro começou a dimensionar o seu real poder de consumo, conseguindo atribuir o real valor a seu dinheiro. Isso tudo, propiciou um crescimento das aplicações em Fundos de Investimento (as pessoas não mais precisavam gastar seu dinheiro desenfreadamente, visto que ele perdia muito pouco valor), atingindo, em 1996, o ápice do crescimento anual, cerca de 75%. Nos demais anos da década de 90, as fortes turbulências que marcaram as economias emergentes, marcadas pela “quebra” de alguns países como a Rússia, México e vários dos chamados Tigres Asiáticos, acabaram por afetar os mercados financeiros pelo mundo todo, freando o crescimento da indústria de Fundos brasileira. Ainda, a flexibilização da política cambial brasileira (em Janeiro de 1999), diminuí o crescimento do Patrimônio dos Fundos, quando posto em dólar. Abaixo, comentário da ANBID sobre os efeitos do Plano Real<sup>11</sup>:

Foi em 1994, com o Plano Real, que o País consegue finalmente domar a inflação. Não há dúvida de que a estabilidade monetária foi o grande propulsor da indústria nesses últimos dez anos, porque propiciou novas perspectivas de investimento para os brasileiros. Estes sempre foram vistos como possuidores de uma paixão atávica por cadernetas de poupança. Os últimos dez anos de estabilidade monetária mostraram que essa preferência era resultado da total falta de parâmetro para comparações. Antes os investidores só conseguiam enxergar o curto prazo, que já era sombrio, anestesiando-se com a rentabilidade nominal (sem descontar a taxa de inflação) das aplicações. Sua ilusão financeira era alimentada por números que chegaram a ser assustadoramente altos.

Mas a partir de 1995 já começa a ficar claro que a estabilidade monetária era algo concreto. Assim, investidores começam a fazer contas e olhar para o futuro. Eles vêem o franco favoritismo da rentabilidade dos Fundos em comparação com a caderneta de poupança, e percebem que com eles seus objetivos de investimento se tornam mais próximos. Começa então a migração de recursos para a indústria.

---

<sup>11</sup> Disponível em <<http://www.comoinvestir.com.br>>. Acesso em Novembro de 2007.

Dois acontecimentos foram marcantes para o desempenho da indústria brasileira nos anos 2000. A atuação mais presente da CVM, tornando-se órgão responsável pela fiscalização e regulação do mercado de Fundos de Investimento, junto de seus constantes esforços e trabalhos para desenvolver o mercado de Fundos, foram de grande valia para o crescimento do mesmo. Aliada à CVM, destaca-se a ANBID como outra Instituição importante na promoção e regulação dos Fundos de Investimento. Ambas trazem segurança e transparência para o mercado, proporcionando tranquilidade para o investidor aportar recursos na indústria de Fundos brasileira. A Instrução CVM 409 e 450 (regulamentações que reorientaram todo mercado de Fundos de Investimento) e o selo ANBID (selo que denota qualidade do administrador de Fundos) são exemplos destes esforços para desenvolver o mercado de Fundos de Investimento.

O chamado evento da marcação a mercado foi o segundo acontecimento importante da indústria de Fundos brasileira nos anos 2000. O processo de marcação a mercado consiste em atribuir aos ativos que compõem as carteiras dos Fundos seu exato valor de mercado, ou seja, fixar o preço real do momento aos ativos. Ocorre que até maio de 2002, os administradores de Fundos de Investimento no Brasil não eram obrigados a precificar os ativos pelo exato valor de mercado, corrigindo os mesmos pelo seu valor de compra, a chamada precificação pela curva. Em um ambiente instável, às vésperas do turbulento processo eleitoral brasileiro de 2002, a CVM anunciou a obrigatoriedade da marcação pelos preços de mercado a todos Fundos de Investimento. Essa obrigatoriedade, nesse ambiente de “*stress*”, trouxe fortes prejuízos aos cotistas dos Fundos brasileiros, gerando forte insatisfação e movimento de resgates, acabando por reduzir, drasticamente o Patrimônio da Indústria de Fundos. Sob a ótica do autor, esse não foi um movimento acertado por parte dos cotistas, uma vez que os investidores que mantiveram seus recursos aplicados, acabaram por recuperar, com a volta da tranquilidade ao mercado, as perdas com o processo de marcação a mercado.

Assim, após amargurar cerca de 35%, em dólar, de prejuízo no ano de 2002, os Fundos brasileiros entraram num novo momento, crescendo dos US\$ 96,7 bilhões, para US\$ 418,7 bilhões, variação de 332% em quatro anos, muito superior aos 93% que cresceu a indústria de Fundos pelo mundo todo.

A discussão proposta neste capítulo procurou estabelecer a definição de Fundo de Investimento, demonstrando como o produto é trabalhado no Brasil. Adicionalmente, o histórico e os números sobre o tamanho da Indústria de Fundos mundial e brasileira são importantes para começarmos a abordagem sobre o objetivo do trabalho: “os Fundos DI”.

O próximo e último capítulo deste trabalho irá caracterizar os Fundos DI, demonstrando suas características e números, a fim de que se possa compreender a dinâmica desse produto no contexto brasileiro. Estudos sobre a indústria norte-americana, sobre a evolução da conjuntura macroeconômica brasileira e da dívida pública nacional, além de uma breve análise do perfil do investidor brasileiro (o consumidor da indústria de Fundos), ajudar-nos-ão a obter êxito no objetivo do trabalho.

## 4. OS FUNDOS DI

O presente capítulo abordará o tema de estudo do trabalho: os Fundos de Investimento referenciados DI. Com uma análise das características, o capítulo apresentará dados, bem como algumas possíveis razões sobre o que está ocorrendo com esse produto.

Criados em 1991, os Fundos DI surgiram para rivalizar com os Fundos de renda fixa, que dominavam quase todo o mercado. Nos últimos anos, com o aparecimento dos Fundos multimercados, essas três classes de Fundos comandam a indústria brasileira de Fundos de Investimento.

### 4.1 CARACTERÍSTICAS

Conforme determinações da CVM (Comissão de Valores Mobiliários)<sup>12</sup>, os Fundos DI devem seguir as seguintes regras:

- Ter 80% (oitenta por cento), no mínimo, de seu patrimônio líquido representado, isolada ou cumulativamente, por:
  - i. Títulos de emissão do Tesouro Nacional ou do Banco Central do Brasil;
  - ii. Títulos e valores mobiliários de renda fixa cujo emissor esteja classificado na categoria baixo risco de crédito ou equivalente, com certificação por agência de classificação de risco localizada no País;
  
- Possuir *95% (noventa e cinco por cento), no mínimo, da carteira seja composta por ativos financeiros de forma a acompanhar, direta ou indiretamente, a variação do indicador de desempenho ("benchmark") escolhido* (grifo do autor);

---

<sup>12</sup> Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em Novembro de 2007.

➤ Restringir à respectiva atuação nos mercados de derivativos a realização de operações com o objetivo de proteger posições detidas à vista, até o limite dessas.

Conhecidos por seu conservadorismo e por serem considerados um produto de extrema segurança, os Fundos DI têm como característica principal a obrigatoriedade de manter em suas carteiras, um mínimo de 95% de ativos com rentabilidade relacionada à taxa de juros local. Isso acaba por possibilitar, ao Fundo, proteção frente a qualquer alteração na taxa de juros, uma das principais variáveis macroeconômicas de qualquer país. Títulos prefixados ou indexados a algum índice de preço ou moeda estrangeira, são fortemente afetados, positiva ou negativamente, a quaisquer modificações na taxa de juros. Mas, por só poderem representar até 5% dos Fundos DI, acabam por não agregar um nível maior de risco a esses Fundos.

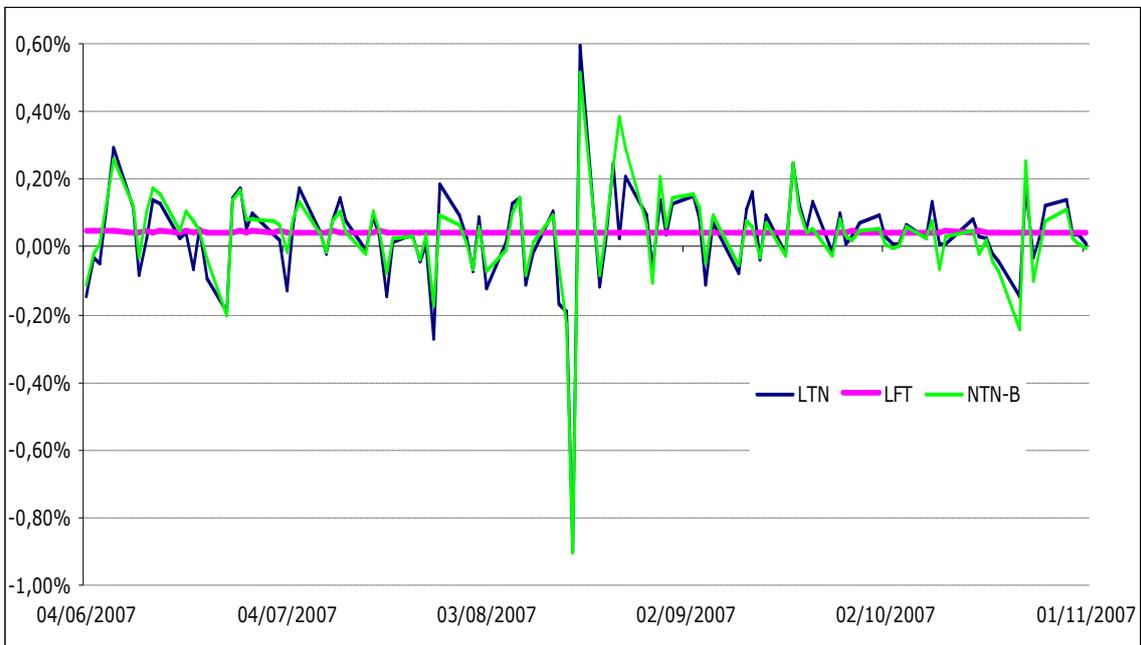
Os Fundos multimercados ou os Fundos de renda fixa, as outras duas classes mais importantes da indústria brasileira de Fundos, possuem carteira mais livre com relação a sua composição, sendo que os Fundos de renda fixa têm flexibilidade para compor sua carteira com as diversas opções existentes no mercado. Já os multimercados podem optar por uma gama ainda maior de ativos, operando, inclusive no mercado de renda variável.

Observemos os gráficos abaixo, onde estão demonstrados os três principais títulos da dívida pública brasileira<sup>13</sup>.

---

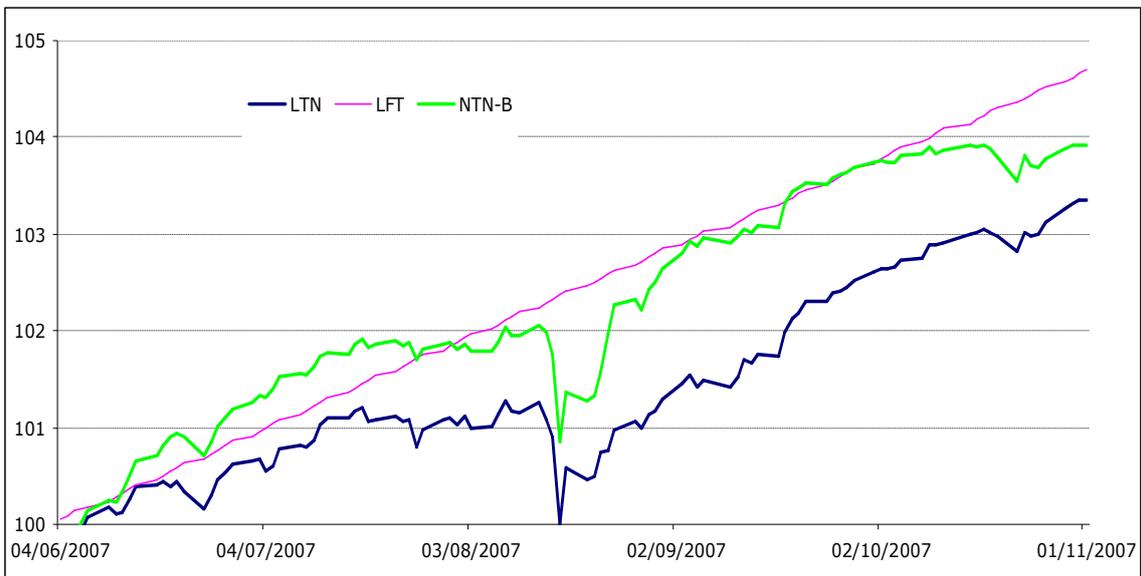
<sup>13</sup> As Letra Financeiras do Tesouro (LFT) são títulos públicos indexados à taxa Selic (taxa de juros brasileira), enquanto as Letras do Tesouro Nacional (LTN) são prefixadas e as Notas do Tesouro Nacional – Série “B”, são atreladas a variação do IPCA (índice oficial de inflação brasileira) mais uma taxa prefixada.

GRÁFICO 9 – Variação diária nos preços dos Títulos Públicos Brasileiros.



Dados: Andima

GRÁFICO 10 – Variação acumulada dos preços dos Títulos Públicos Brasileiros.

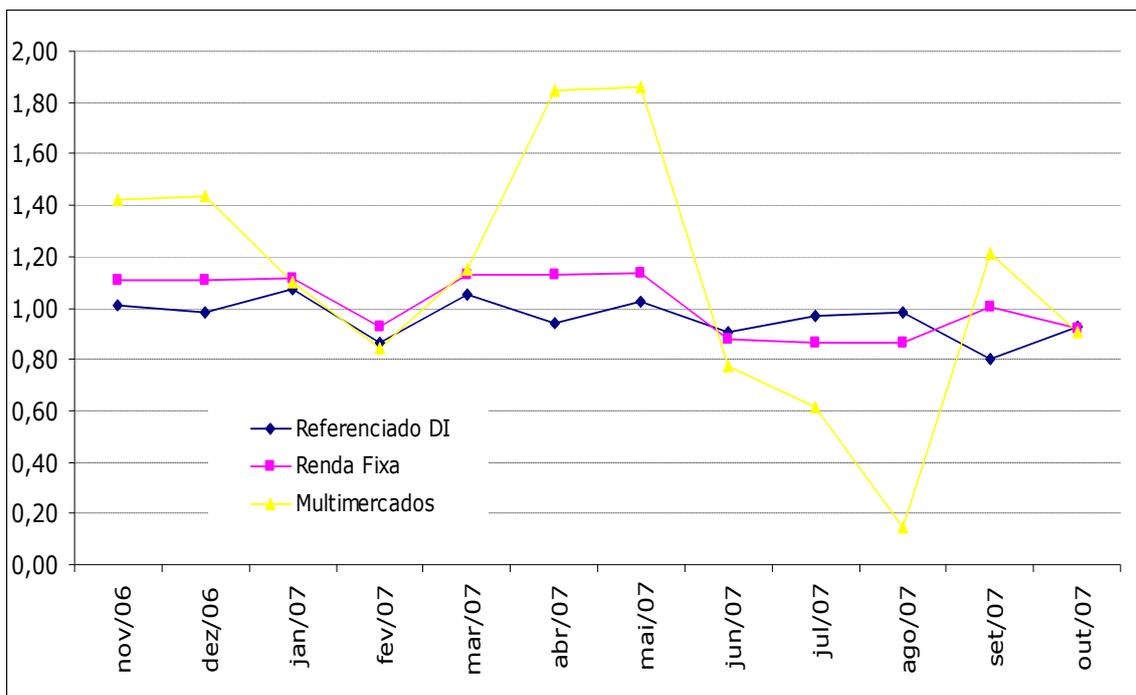


Dados: Andima

Evidencia-se pelos gráficos acima, o menor nível de risco que incorre quem aplica nas LFTs, títulos atrelados à taxa de juros, sendo materializados pela oscilação muito pequena na variação diária de seus preços, ou seja, as LFTs têm volatilidade muito inferior aos outros dois títulos. Deste modo, caracteriza-se o porquê dos Fundos DI serem rotulados de “porto seguro” aos investidores que não admitem correr riscos.

Abaixo, o gráfico elucida o comportamento médio das três principais classes de Fundos, a fim de que se possa mostrar a inferência acima trabalhada.

GRÁFICO 11 – Rentabilidade mensal das três principais classes de Fundos de Investimentos brasileiros.



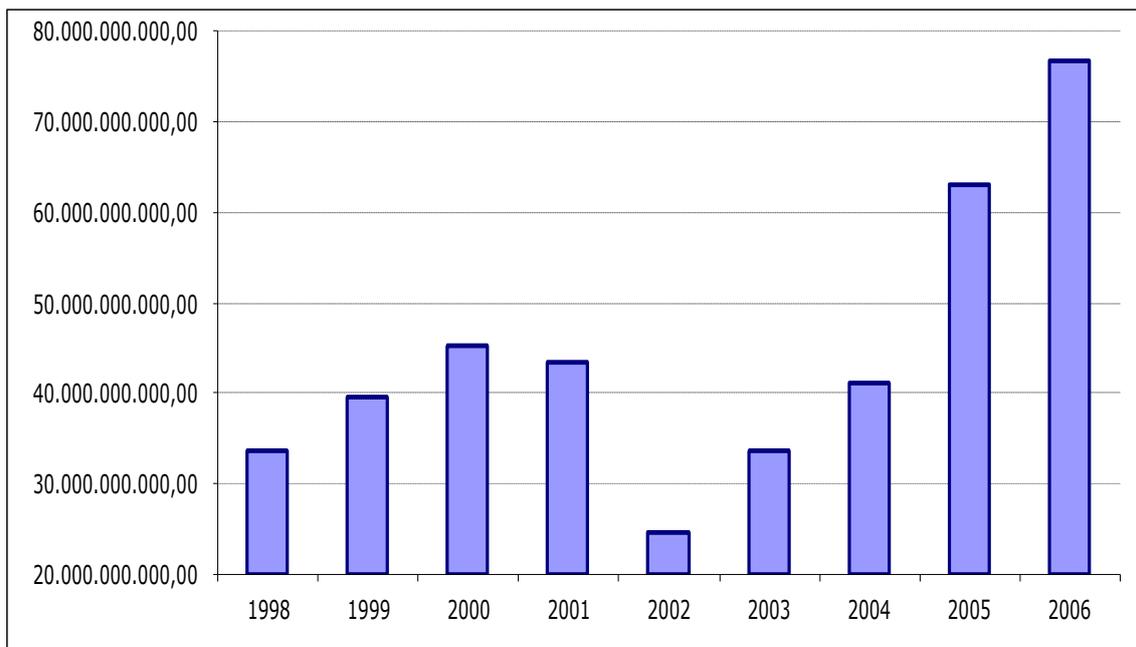
Dados: Anbid

Ao demonstrarmos a volatilidade mensal dos três Fundos, encontra-se, para os Fundos DI, um índice de risco de 0,08%, menor que os 0,12% dos Fundos de renda fixa e 0,50% dos multimercados.

## 4.2 DADOS

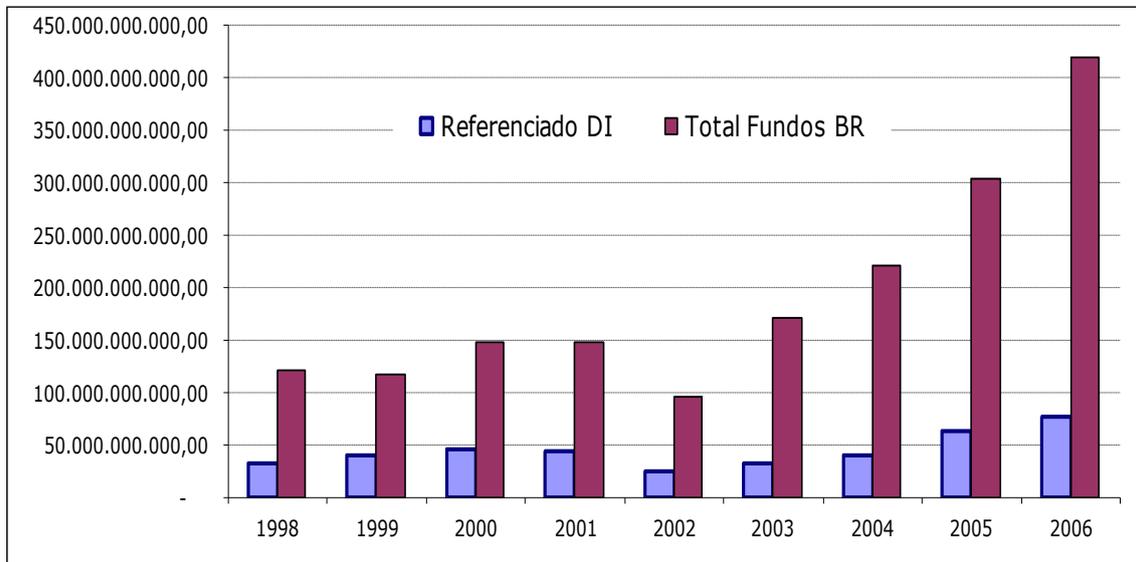
Na mesma tendência da indústria brasileira de Fundos de Investimento, os Fundos DI apresentaram crescimento, com exceção do ano de 2002 (pelos mesmos motivos que reduziram o patrimônio dos Fundos brasileiros como um todo), em seu patrimônio nos últimos anos. Entretanto, o ritmo de crescimento dos Fundos DI tem sido muito inferior aos demais, o que se concretiza na perda de participação dos mesmos perante a indústria de Fundos brasileira como um todo.

GRÁFICO 12 – Evolução do Patrimônio, em dólar, dos Fundos DI.



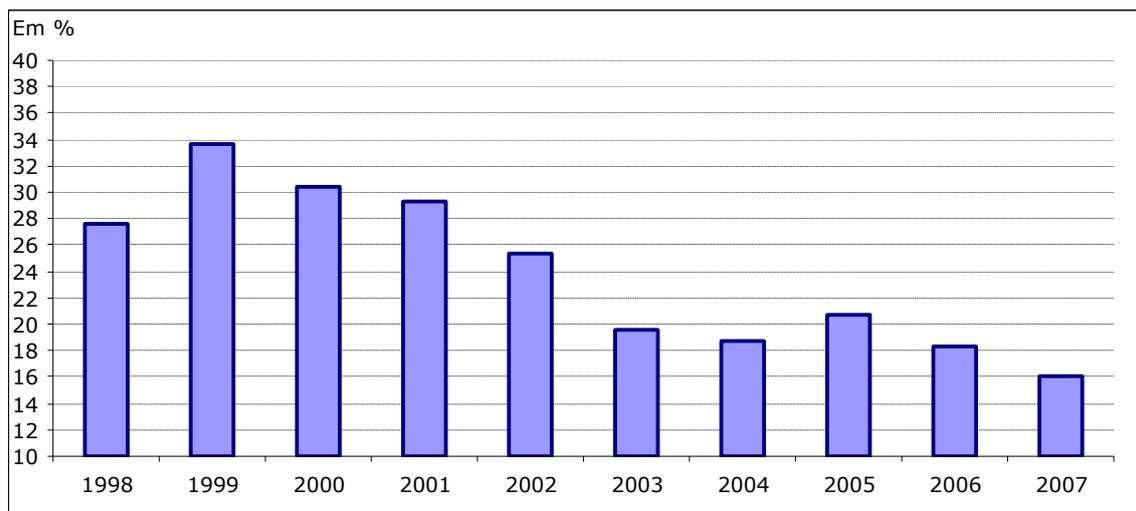
Dados: Anbid

GRÁFICO 13 – Evolução do Patrimônio, em dólar, dos Fundos DI e do Total de Fundos do Brasil.



Dados: Anbid

GRÁFICO 14 – Evolução da participação dos Fundos DI sobre o Total de Fundos do Brasil.



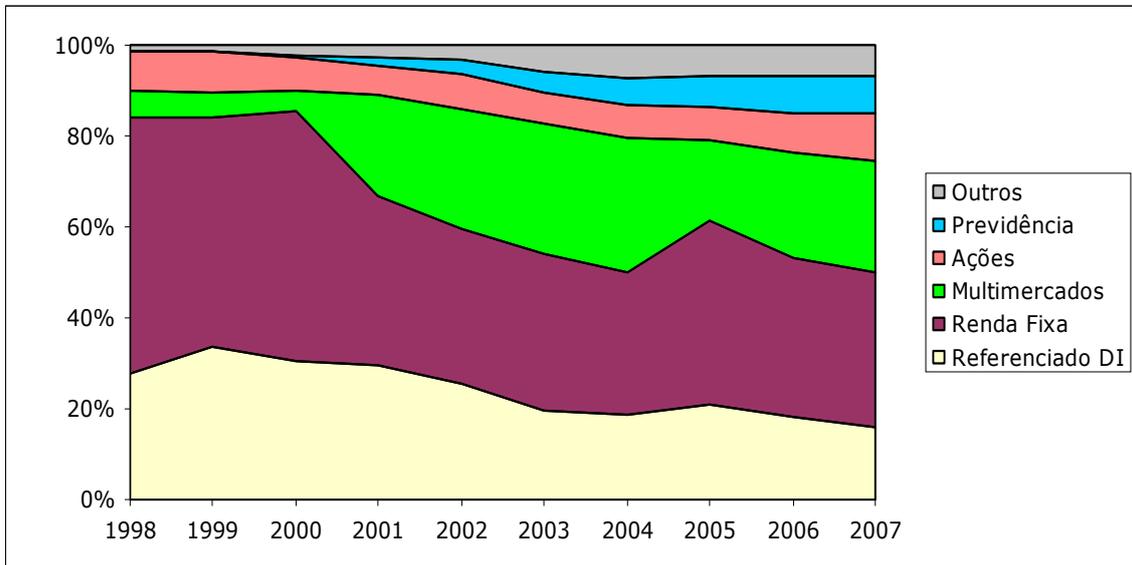
Dados: Anbid

Os gráficos acima demonstram que, apesar do significativo crescimento patrimonial dos Fundos DI, de pouco mais de 128% nos últimos dez anos, saindo de US\$ 33,5 bilhões para mais de US\$ 76 bilhões no final de 2006, esses números ficam aquém do restante de indústria brasileira de Fundos. Tal resultado se materializa na perda constante de participação desta classe de Fundos, conforme mostra o gráfico 14. Com cerca de 34% do total de Fundos brasileiros em 1999, os Fundos DI respondem atualmente (Agosto de 2007) por pouco mais de 16%, reduzindo sua participação em mais da metade, nesse curto período de tempo.

Já citado anteriormente, tem-se uma composição de tipos de Fundos no Brasil extremamente concentrada em três classes: renda fixa, referenciados DI e multimercados. Precusores entre as classes de Fundos, os Fundos de ações têm pouca representatividade atualmente no Brasil, com apenas 10% do total de Fundos. Todavia, com todas as medidas tomadas para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, esse número tende a aumentar, o que já se observa nos últimos dois anos. Os Fundos de previdência (responsáveis por garantir um adicional de renda ao investidor a partir de certa idade), também refletem os esforços para uma melhora na educação financeira dos brasileiros, ganhando lentamente espaço.

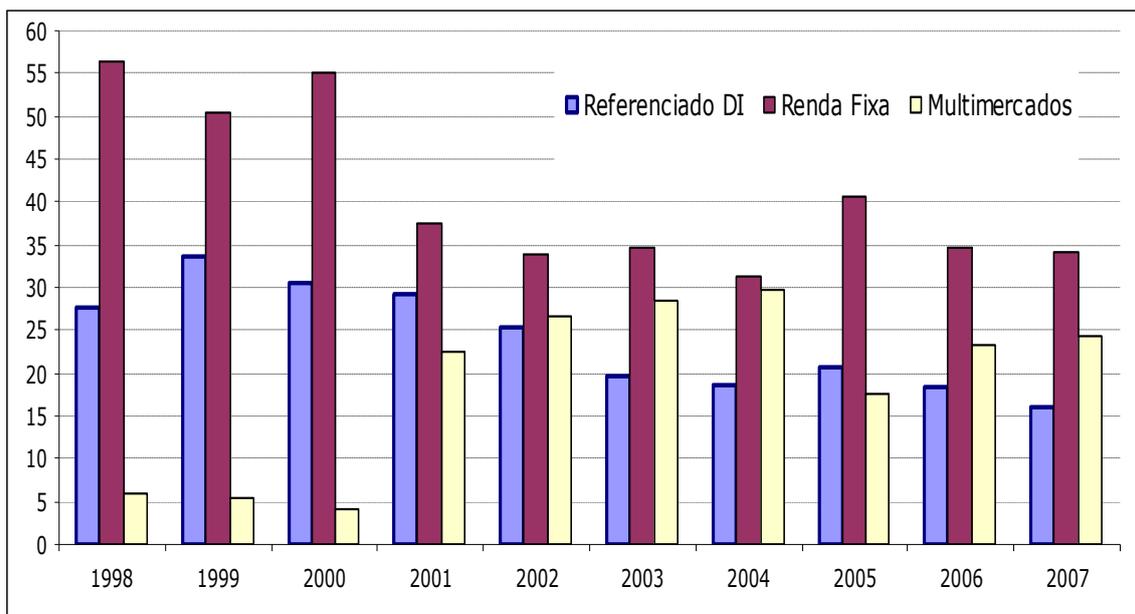
Destaca-se, também, o forte crescimento dos Fundos multimercados nos últimos anos. Seguindo a tendência da indústria de Fundos mundiais (abordada na próxima seção), os multimercados aumentam não só seu patrimônio, bem como sua participação dentre os Fundos brasileiros. O que de fato é muito positivo para a indústria brasileira de Fundos de Investimento, visto que a flexibilidade das carteiras destes Fundos estimula a adoção de diferentes estratégias, cada vez mais evoluídas e eficazes, com gestores de Fundos mais capacitados.

GRÁFICO 15 – Distribuição por classe de Fundos no Brasil (1998-2007).



Dados: Anbid

GRÁFICO 16 – Evolução da participação das três principais classes de Fundos brasileiros.

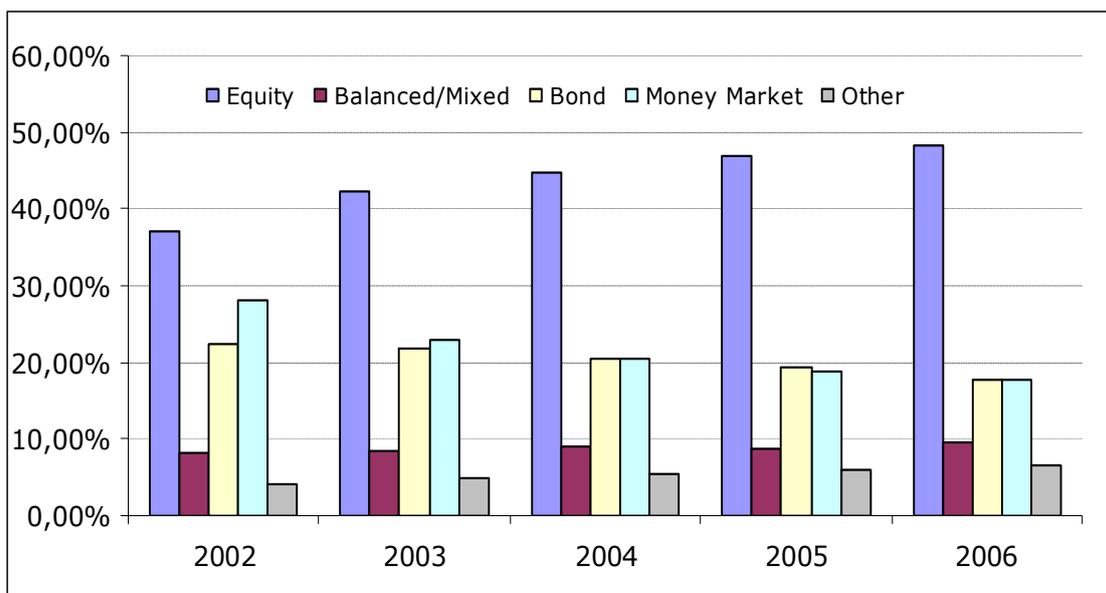


Dados: Anbid

#### 4.3 COMPOSIÇÃO DA INDÚSTRIA DE FUNDOS MUNDIAL E NORTE-AMERICANA: UM PARALELO IMPORTANTE

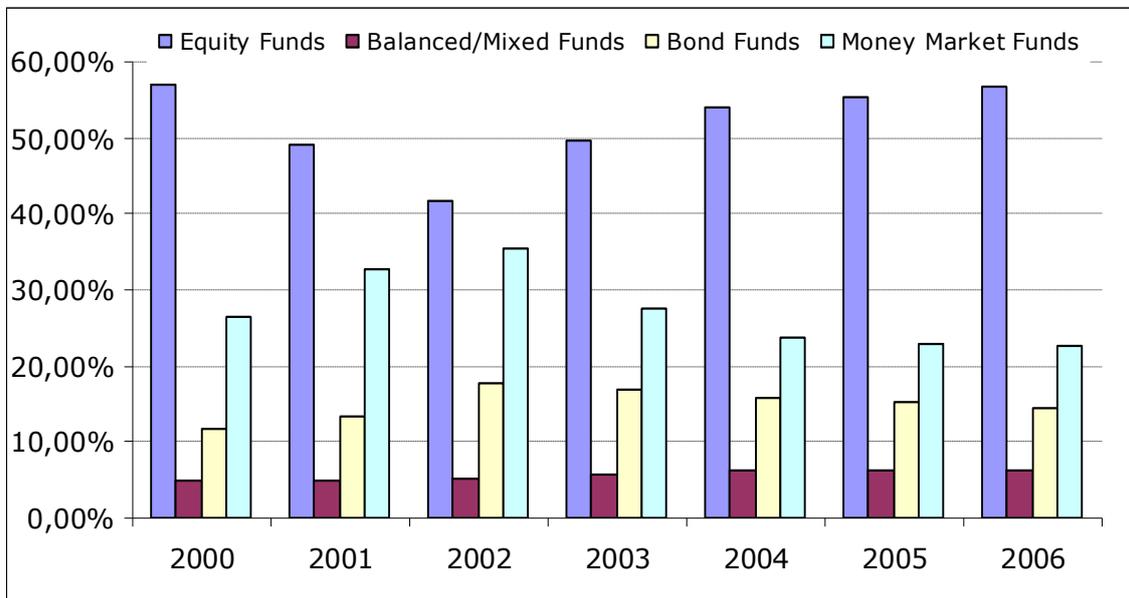
Ao apresentar uma distribuição de classes de Fundos de Investimento com importantes diferenças frente à composição brasileira, a indústria de Fundos mundial, e norte-americana, foca prioritariamente um tipo de Fundo: os Fundos de ações. Ao contrário do Brasil, onde os Fundos têm por objetivo principal financiar o Governo Central (lembrando que cerca de 80% dos Fundos são de referenciados DI, renda fixa ou multimercados, que possuem boa parte de suas carteiras compostas por títulos públicos federais), tanto os Fundos pelo mundo, quanto os norte-americanos, convergem sua composição para os Fundos de ações, onde os mesmos financiam as empresas, o que é de veras positivo à economia como um todo, pois as empresas crescem, empregam mais, eleva-se a riqueza em geral. Abaixo, seguem gráficos com a distribuição dos Fundos para melhor ilustrar o que foi comentado.

GRÁFICO 17 – Distribuição por classe de Fundos no Mundo (2002-2006).



Dados: *Investment Company Institute*

GRÁFICO 18 – Distribuição por classe de Fundos nos EUA (2000-2006).



Dados: *Investment Company Institute*

Primeiramente, faz-se necessária uma conceituação dos produtos, a fim de que se possa realizar uma análise relevante e pertinente. Por *Equity Funds* entendem-se aqueles Fundos que adquirem participações de empresas, ou seja, ações. Os *Balanced/Mixed Funds*, Fundos Balanceados ou Mistos, tem a flexibilidade de direcionar seus recursos em diversos mercados (mercado de ações, juros, câmbio ou *commodities*), seriam similares aos Fundos multimercados brasileiros. Os chamados *Bond Funds* adquirem títulos soberanos de países, bem como ativos de dívidas de empresas, podendo atuar em diversos países simultaneamente. Podemos considerá-los como os Fundos de renda fixa. Por fim, os *Money Market Funds* investem em obrigações de exíguo risco, normalmente ativos de dívida soberana das maiores economias, privilegiando a liquidez de suas carteiras. Pelo seu objetivo fundamentável (oferecer uma opção de investimento aos seus aplicadores com baixíssimo risco), os Money Markets Funds são considerados os “irmãos internacionais” dos Fundos DI.

Fundamentalmente focadas em Fundos de ações (ou *Equity Funds*), tanto a indústria de Fundos norte-americana, quanto a mundial, observam uma ampliação da participação desses produtos, ultrapassando, inclusive, como no caso dos EUA, mais da metade do

tamanho do mercado de Fundos. Essa é a diferença básica para o mercado brasileiro. Entretanto, não podemos esquecer, que as indústrias de Fundos, em diversos países pelo mundo, possuem mais de cem anos, perante ao cinquentenário dos Fundos brasileiros, completados em 2007, ou seja, são muito mais evoluídas e desenvolvidas que a brasileira, não só na questão dos produtos, mas principalmente quanto ao nível de conhecimento dos investidores. Os *Bond Funds*, bem como os *Balanced/Mixed Funds*, possuem semelhante distribuição à indústria brasileira.

Os *Money Market Funds*, apesar de algumas significativas vantagens perante as outras classes (elevada liquidez e baixíssimo risco) demonstram similar comportamento, nos últimos anos, dos Fundos DI brasileiro, apresentando acentuada queda na sua participação (nos Eua e no mundo). As semelhanças não param por aí, uma vez que ambos representam algo próximo a 20% do total de Fundos (16% no Brasil, 22% nos Eua e 18% no mundo), percentual significativamente inferior ao dos últimos anos. Todavia, com mais de 35 anos de existência, seria apenas uma pequena fase de turbulência que estão passando os Money Market Funds (ou, no nosso caso, os Fundos DI)? Ou não, esse é um movimento duradouro, que deve marcar a extinção, ou torná-los insignificantes?

#### 4.4 FUNDOS DI: O QUE ESTÁ ACONTECENDO?

Ao estudarmos, ao longo deste trabalho, a conceituação sobre Fundos, bem como sua origem e evolução, procurou-se buscar subsídios para destrincharmos as minúcias deste importante produto: os Fundos DI. Assim, sua significativa perda de tamanho perante as outras classes chama a atenção, sendo relevante entender o porquê desse ocorrido, principalmente para que se possa compreender o futuro do mesmo e da indústria brasileira como um todo. Explicações e motivos existem vários. Contudo, três fatores se destacam e merecem um maior detalhamento: a conjuntura macroeconômica interna e externa, o investidor brasileiro e o comportamento da dívida pública brasileira.

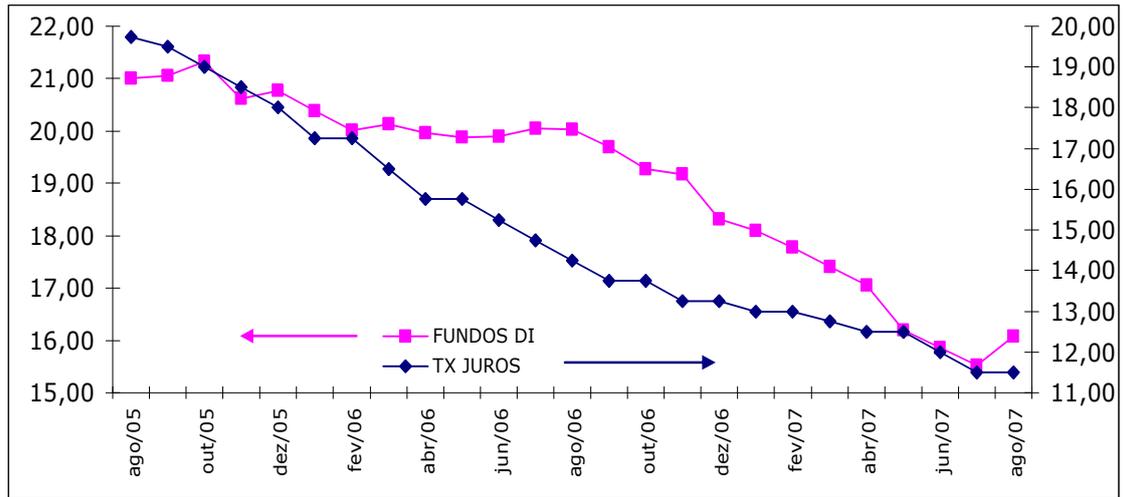
##### **4.4.1 Conjuntura Macroeconômica**

Depois de um período eleitoral extremamente complicado, com os mercados financeiros brasileiro e internacionais muito cautelosos com o futuro econômico do Brasil, o novo presidente brasileiro, Lula, assume o país com um imenso desafio: enfrentar uma imensa desconfiança, justificada, é verdade, pelos ideais defendidos no passado pelo presidente, quanto às medidas a serem tomadas no início do seu governo. E consegue.

Com a sustentação das premissas macroeconômicas do anterior governo: superávit primário, estabelecimento e cumprimento de um sistema de metas de inflação, câmbio flutuante, reestruturação da dívida pública e manutenção de contratos, ou seja, a execução de uma política econômica ortodoxa, o Brasil consegue obter a credibilidade dos investidores, emergindo para um novo patamar. Os avanços não foram poucos, o país consegue reduzir sua taxa de juros para o seu menor nível histórico (11,25% a.a. em agosto de 2007), embora ainda muito alta se comparada aos padrões internacionais, além de diminuir significativamente seu grau de risco, mensurado pelo risco país, caindo mais de dez vezes desde 2002. Quem se beneficiou com isso foi o câmbio brasileiro, apresentando forte apreciação perante a maioria das moedas, com destaque ao dólar. Ainda, o principal

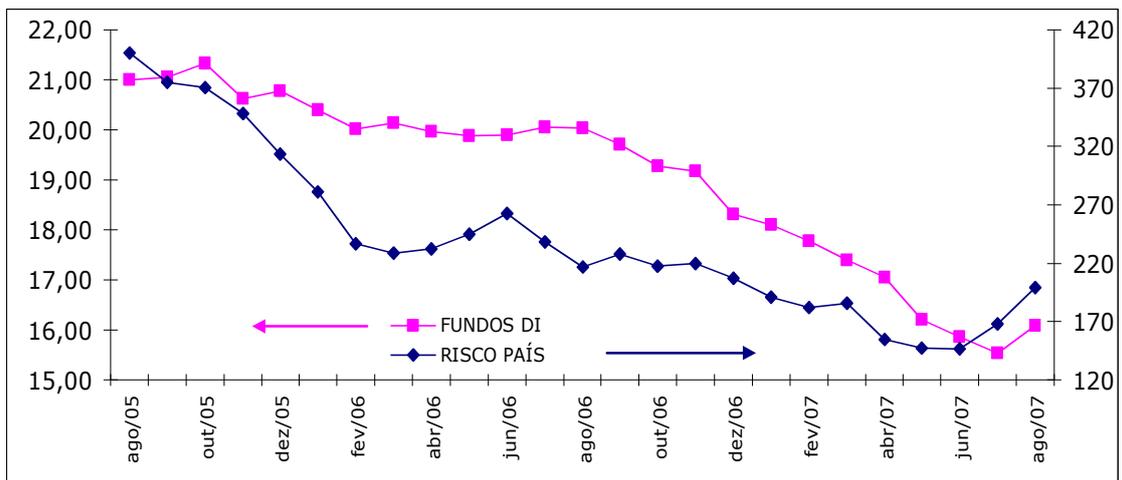
índice acionário do Brasil, o Ibovespa, que, desde o episódio eleitoral brasileiro, mantém uma impressionante trajetória de alta, batendo diversos recordes.

GRÁFICO 19 – Taxa de Juros – Selic (% a.a.) X Participação (%) dos Fundos DI.



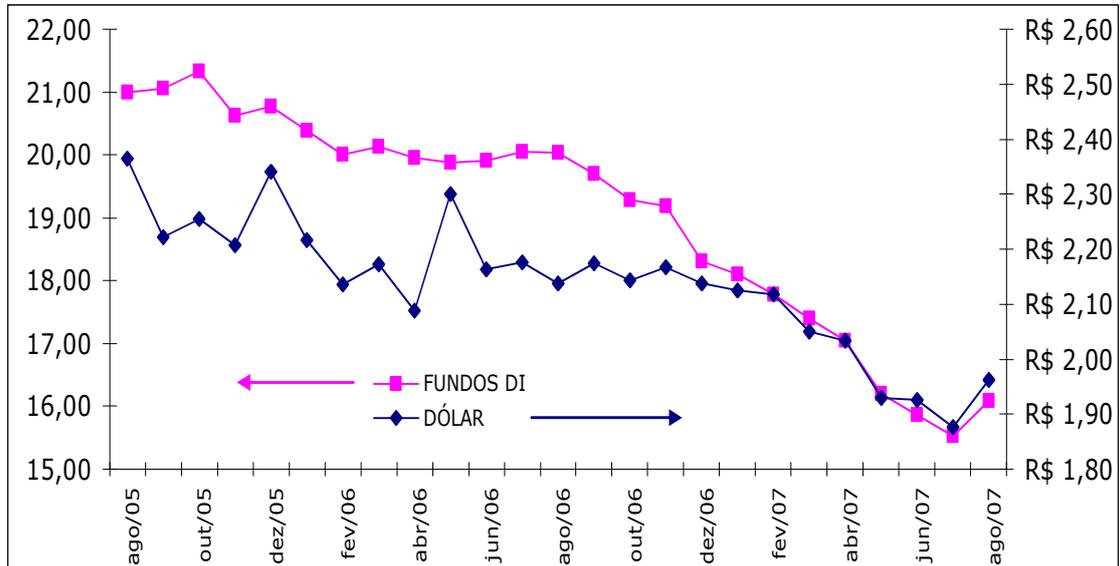
Dados: IPEA e Anbid

GRÁFICO 20 – Risco País X Participação (%) dos Fundos DI.



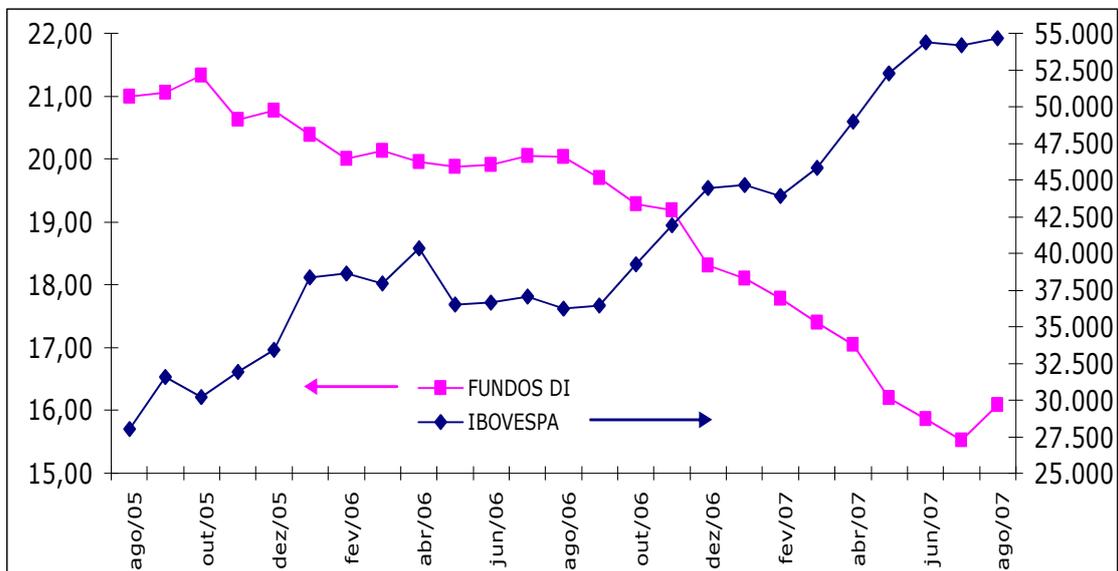
Dados: IPEA e Anbid

GRÁFICO 21 – Dólar X Participação (%) dos Fundos DI.



Dados: IPEA e Anbid

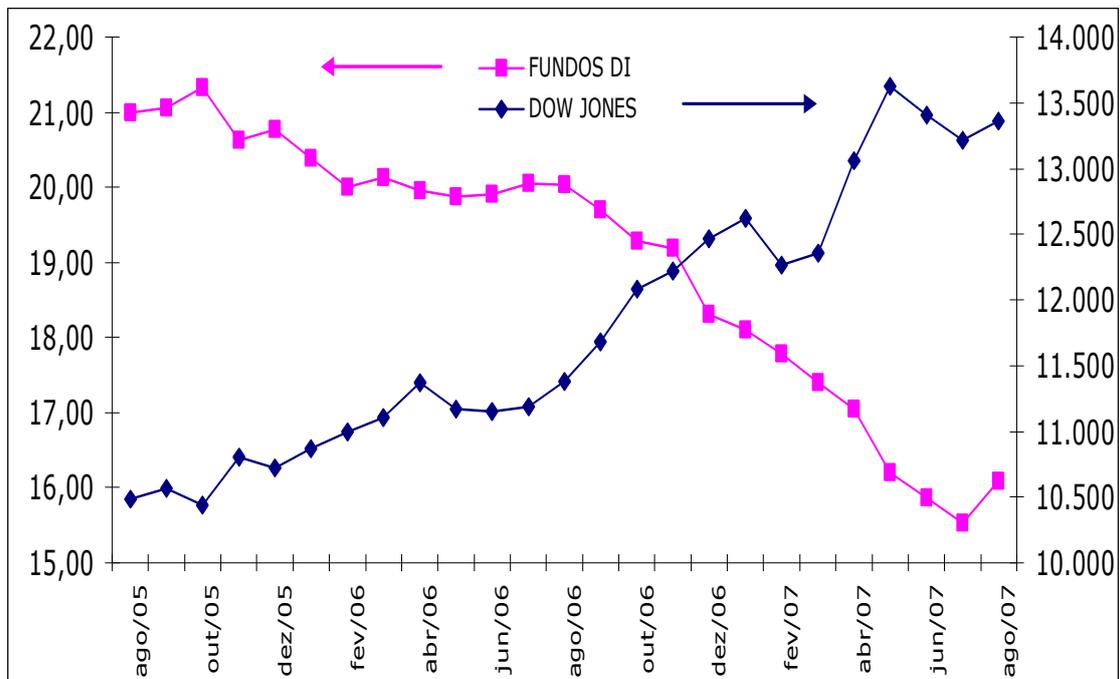
GRÁFICO 22 – Ibovespa X Participação (%) dos Fundos DI.



Dados: IPEA e Anbid

Todavia, grande parte desse otimismo econômico brasileiro está intimamente ligado ao grande momento da economia mundial. Impulsionado pelo virtuoso ciclo econômico chinês, que cresce a taxas absurdamente altas, por alguns anos consecutivos, a economia da maioria dos países passa por um esplêndido momento. Assim, vive-se um período elevada liquidez internacional, com os investidores ávidos por oportunidade e ativos que possam remunerar seus recursos. O mercado acionário norte-americano (vide gráfico do *Dow Jones* abaixo) também aproveita, atingindo níveis máximos. Dessa forma, essa abundância de dinheiro invade o mercado brasileiro, facilitando bastante a tarefa de nosso governo.

GRÁFICO 23 – *Dow Jones* X Participação (%) dos Fundos DI.



Dados: IPEA e Anbid

Parece bastante óbvio que todo esse cenário, de forte otimismo e tranquilidade, aos Fundos DI, considerados uma espécie de “porto-seguro” para os momentos de crise no mercado, não é nenhum pouco atrativo, sendo essa a principal causa das perdas patrimoniais enfrentadas pelos Fundos. Ao cair profundamente, a taxa de juros reduz drasticamente a rentabilidade dos Fundos DI, uma vez que esses operam necessariamente atrelados a esse indicador. Apresentando uma trajetória de forte alta, o mercado de renda variável torna-se um investimento mais interessante aos aplicadores, não somente via Fundos, mas prioritariamente por intermédio da bolsa diretamente, atraído pelas vantagens tributárias<sup>14</sup>.

Além de extremamente claras empiricamente, as conclusões acima estabelecidas podem ser explicitadas estatisticamente, por intermédio do cálculo da correlação<sup>15</sup>, envolvendo os Fundos DI e algumas variáveis e indicadores econômicos.

TABELA 1 – Correlação entre os Fundos DI e algumas variáveis e indicadores econômicos

	TX JUROS	RISCO PAÍS	DÓLAR	IBOVESPA	DOW JONES
FUNDOS DI	0,87901	0,82564	0,90138	-0,97314	-0,96897

Pela tabela acima, comprovam-se as proposições anteriores, visto o alto grau de correlação entre as variáveis, tanto em termos positivos, como no caso da taxa de juros, risco país e câmbio, quanto negativamente falando, nos casos do Ibovespa ou do *Dow Jones*.

<sup>14</sup> O investidor em bolsa está isento total do pagamento de CPMF e, para movimentações mensais de até R\$ 20.000,00, de Imposto de Renda.

<sup>15</sup> Correlação é uma medida para determinar a relação entre duas variáveis. Varia no intervalo entre 1 e -1. Uma correlação positiva indica que as duas variáveis movem-se juntas, e a relação é forte quanto mais a correlação se aproxima de um. Uma correlação negativa indica que as duas variáveis movem-se em direções opostas, e que a relação também fica mais forte quanto mais próxima de -1 ficar. Uma correlação próxima de zero indica que as duas variáveis não estão relacionadas. Duas variáveis que estão perfeitamente correlacionadas positivamente, movem-se essencialmente em perfeita proporção na mesma direção, enquanto dois conjuntos que estão perfeitamente correlacionados negativamente, movem-se em perfeita proporção, mas em direções opostas.

#### **4.4.2 O Investidor Brasileiro**

Em todo processo de constituição de um Fundo de Investimento, deve-se levar em consideração dois elementos primordiais: o primeiro, obviamente, é o próprio Fundo, com todas as suas características, com todos os agentes envolvidos (administrador, gestor, custodiante, distribuidor), sua carteira de ativos. O segundo elemento e, não menos importante na hora da constituição de um Fundo de Investimento, é o investidor, o “consumidor” dos Fundos. Por essa razão, é relevante o estudo das características e preferências do investidor, não só para avaliar a viabilidade de um Fundo de Investimento, mas também para entender o comportamento de uma indústria de Fundos de determinado país como um todo, isto é, um país com investidores mais esclarecidos, com nível de conhecimento mais alto, tende a possuir uma gama de Fundos de Investimento mais desenvolvidos, complexos, para atender à demanda mais refinada de tais investidores. Além, é claro, de outro componente, tão mencionado neste trabalho, envolvido fortemente na constituição de qualquer indústria de Fundos, que é a predisposição ao risco do investidor.

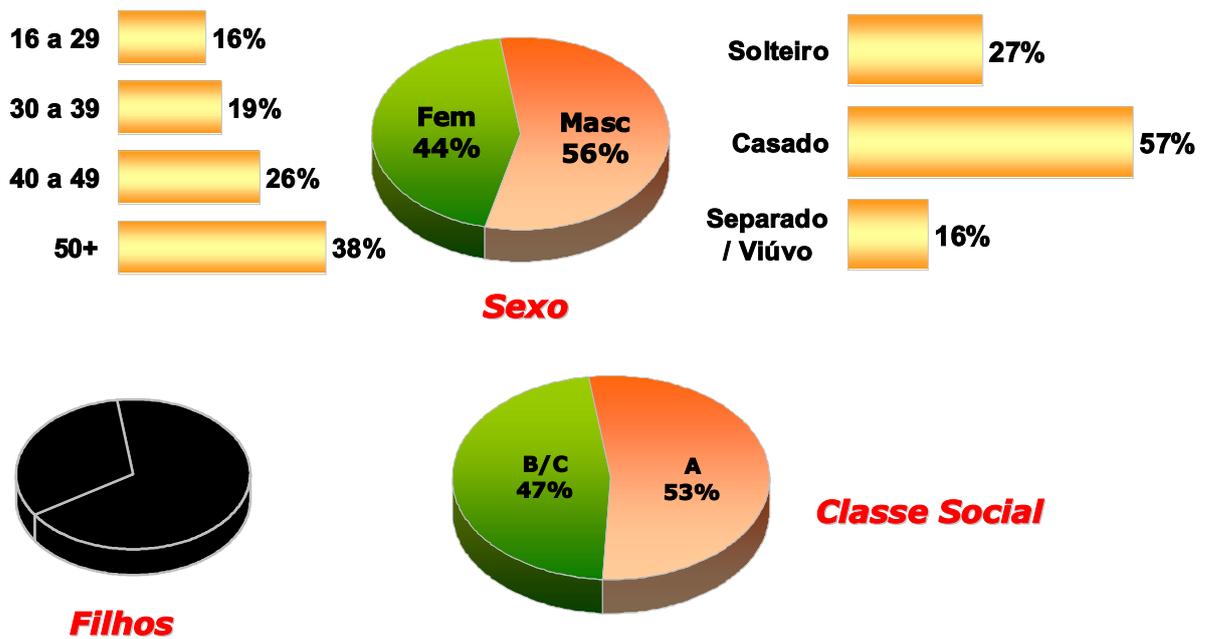
Assim, com base em um estudo realizado pelo IBOPE (Instituto Brasileiro de Opinião Pública e Estatística), apresentado no III Congresso Brasileiro de Fundos de Investimento, em 2005, promovido pela ANBID, tentará-se apresentar as características principais do investidor brasileiro, traçando seu perfil, apontando seus objetivos, demonstrando, na opinião do próprio investidor, as vantagens e desvantagens de se aplicar em Fundos de Investimento e evidenciando o nível de conhecimento, dos investidores brasileiros, sobre Fundos de Investimento.

A pesquisa divide o investidor em dois tipos: pessoa física e pessoa jurídica. Foram utilizadas entrevistas telefônicas em 503 domicílios (para pessoa física) e 400 contatos com o responsável por investir nas empresas. A margem de erro é de 4 pontos percentuais, para mais ou para menos nas pessoas físicas e de 5 pontos percentuais nas pessoas jurídicas, sendo, em ambos os casos, utilizados 95% de confiança.

O número de investidores, pessoa física, por estimativa do próprio IBOPE, deve estar na faixa de 2,4 milhões de brasileiros (2005), cerca de 1,5% da população total. Tal

investidor, pessoa física, apresenta como perfil predominante, ser do sexo masculino (56%), acima de 40 anos (64%), casado (57%), com filhos (68%) e pertencentes à classe A (53%), conforme os gráficos abaixo.

Gráfico 24 – Perfil do Investidor Brasileiro – Pessoa Física.

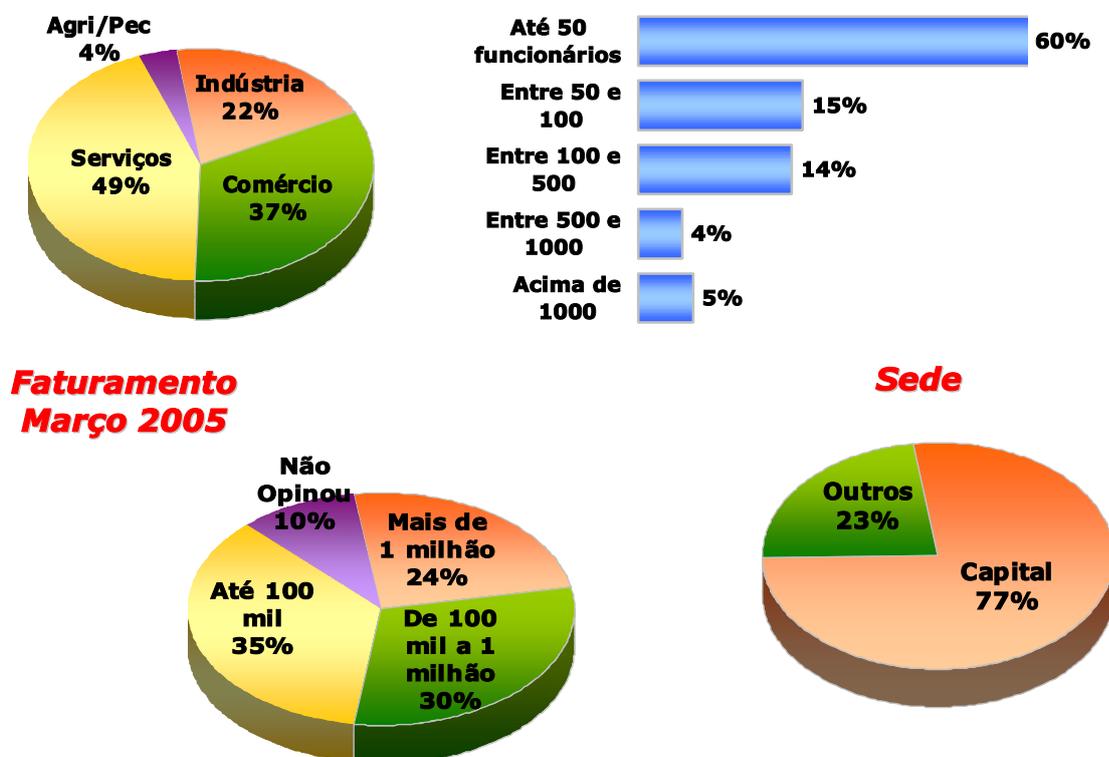


Fonte: IBOPE.

Outros dados interessantes do investidor brasileiro pessoa física, é o fato de 89% dos investidores aplicarem em Fundos de Investimento de grandes bancos comerciais, o que evidencia a concentrada distribuição institucional brasileira. Verifica-se também que 72% dos investidores possuem nível superior, além, de forma até surpreendente, os investidores pessoa física estarem distribuídos de forma equânime, segundo sua renda média mensal, sendo a faixa de renda de R\$ 4.800,00 até R\$ 9.600,00 aquela com maior participação (30%).

Quanto ao perfil das pessoas jurídicas, têm-se os gráficos abaixo.

Gráfico 25 – Perfil do Investidor Brasileiro – Pessoa Jurídica.

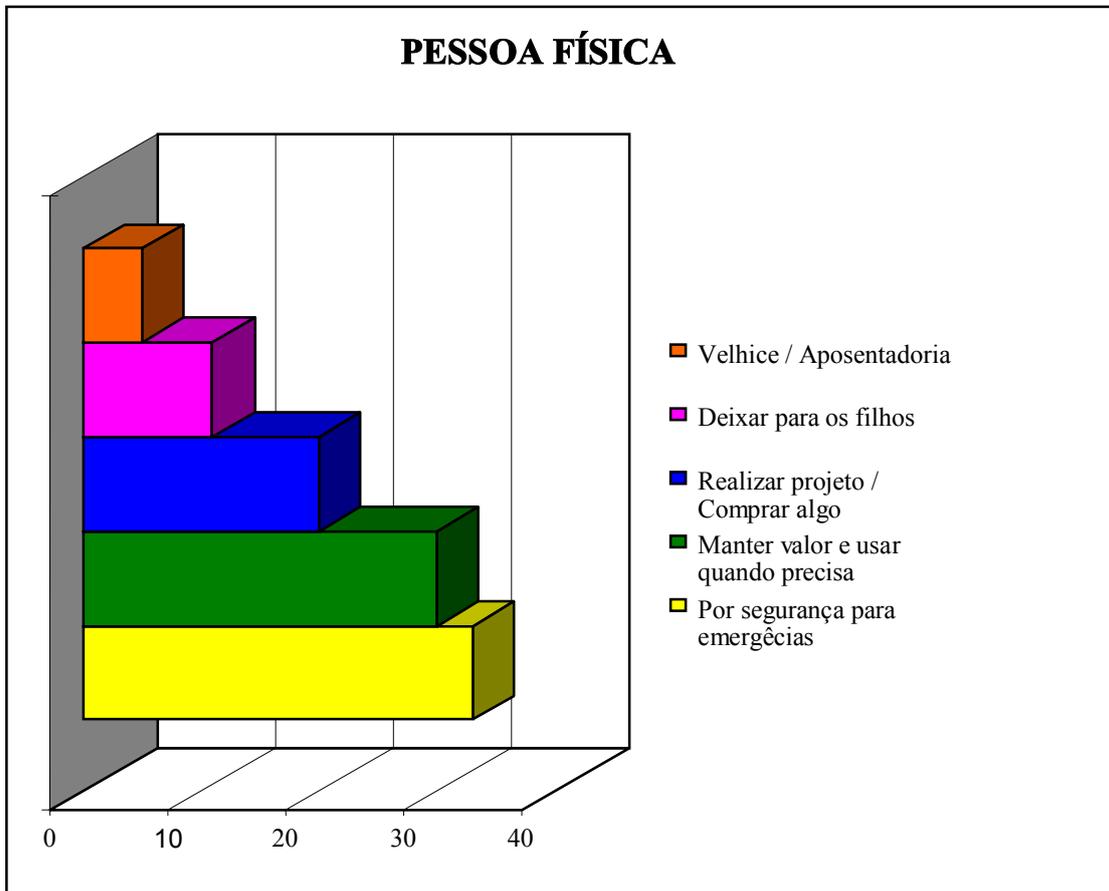


Fonte: IBOPE.

Desse modo, tem-se o investidor predominante pessoa jurídica como uma empresa do setor de serviços (49%), com até 50 funcionários (60%), com sede na capital (77%) e que possui faturamento de até R\$ 100 mil (35%). Outro dado importante, que vem em linha com o perfil do investidor pessoa física, é local onde efetuam suas aplicações em Fundos de Investimento. Da mesma forma, 87% aplicam nos grandes bancos comerciais.

Observemos os gráficos abaixo.

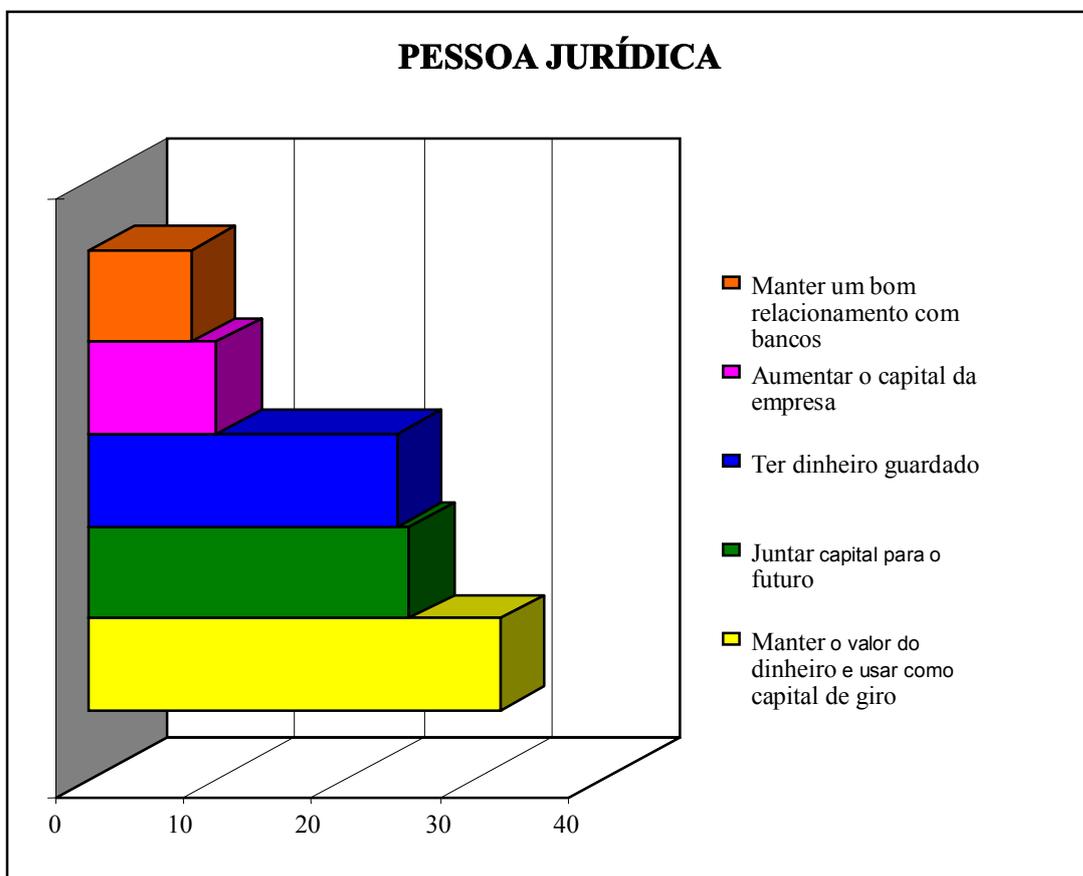
Gráfico 26 – Principais Objetivos do Investimento (%) – Pessoa Física.



Fonte: IBOPE

Fica claro pelo gráfico 26, que o objetivo básico das pessoas físicas ao investirem suas economias em Fundos de Investimento é obter proteção; 33% dos investidores querem segurança como objetivo principal e 30% desejam manter o valor de suas economias, isto é, proteger-se de qualquer eventualidade trágica e ter dinheiro disponível. Já as pessoas jurídicas, pelo gráfico 27 (abaixo), ao investir buscam manter o valor do dinheiro para usar como capital de giro (32%) ou guardá-lo para o futuro (25%). Tal comportamento, tanto de pessoas físicas como jurídicas, denotam perfil conservador do investidor brasileiro, uma vez que, ao buscar prioritariamente segurança para seus investimentos, procuram distanciar-se do risco, rumando para Fundos conservadores.

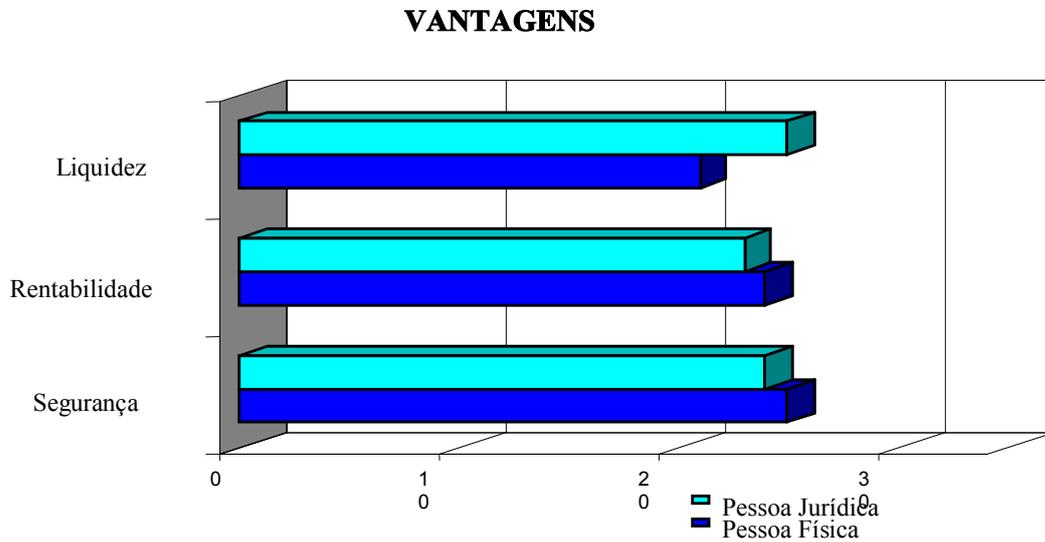
Gráfico 27 – Principais Objetivos do Investimento (%) – Pessoa Jurídica.



Fonte: IBOPE

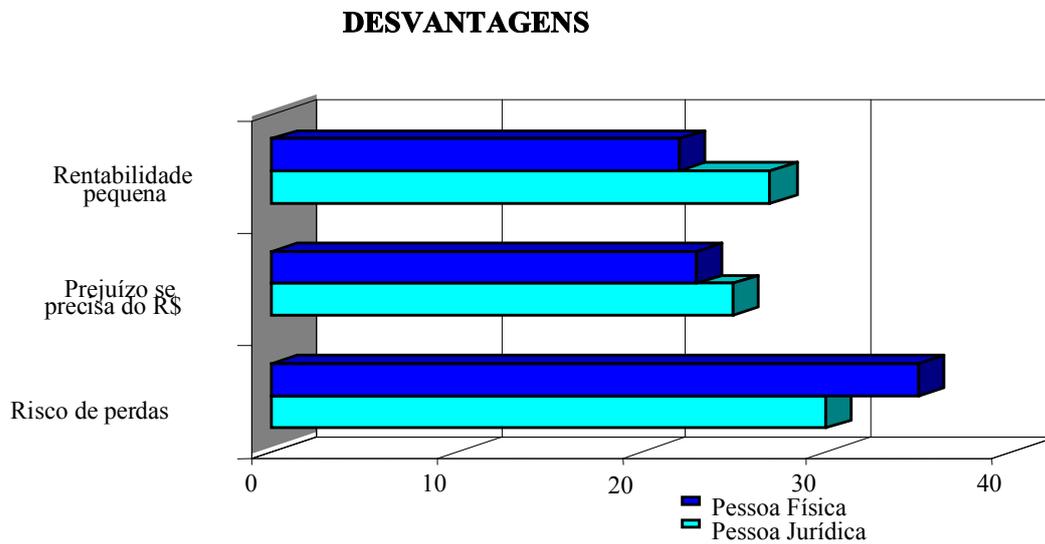
Os gráficos que seguem demonstram as vantagens e desvantagens de se aplicar em Fundos de Investimentos, na visão dos próprios investidores. Analisemos.

Gráfico 28 – Principais Vantagens do Investimento (%).



Fonte: IBOPE

Gráfico 29 – Principais Desvantagens do Investimento (%).



Fonte: IBOPE

Neste caso, o comportamento do investidor pessoa física e pessoa jurídica são semelhantes, tanto ao apontar as vantagens, bem como as desvantagens ao aplicar em Fundos de Investimento. As vantagens, para ambos, estão relacionados com segurança, rentabilidade e liquidez (juntos, representam 70% para o investidor pessoa física e 72% para o investidor pessoa jurídica). As desvantagens, nos dois tipos de investidores, ligam-se aos riscos de perdas, ao prejuízo caso o investidor precise do dinheiro (que nada mais é que o conceito de baixa liquidez) e a rentabilidade pequena (juntos, representam 80% para o investidor pessoa física e 82% para o investidor pessoa jurídica). Ressalta-se que as vantagens e desvantagens apresentam os mesmos aspectos, porém com significado contrário, mostrando claramente que, o que para alguns investidores é uma vantagem, para outros é uma desvantagem.

Quanto ao nível de conhecimento sobre Fundos de Investimento do investidor brasileiro, a pesquisa nos mostra resultados razoáveis, com os investidores apresentando excelente desempenho quando questionados acerca de tributação, um bom desempenho ao serem perguntados sobre os diferentes tipos de produtos existentes no mercado nacional, mas não apresentando desempenho satisfatório ao serem abordados sobre questões legais (normas referentes à taxa de administração ou a estruturação de um Fundo de Investimento, por exemplo) e aspectos relacionados aos rendimentos e aos riscos existentes nos Fundos. Todavia, principalmente nos últimos dois anos, impulsionados pelo forte crescimento da Bolsa de Valores Brasileira e pelo processo contínuo de redução na taxa de juros local, um esforço coletivo de diversas Instituições do mercado de capitais brasileiro, leia-se Bovespa, Anbid, Corretoras e Universidades, procurou disponibilizar bastante informação aos investidores em geral, via palestras, seminários, cursos, propagandas em expressivos meios de comunicação, o que vem obtendo êxito impressionante. Como exemplo, as duas principais ofertas de ações do ano de 2007, os IPO<sup>16</sup> da Bovespa e da BM&F, levaram cerca de 300 mil pessoas diretamente à Bolsa de Valores, fora os investidores em Fundos, um número não imaginado nos últimos anos. Mesmo com toda aversão ao risco do investidor, os investimentos em renda variável começam a seduzir os brasileiros e, sem dúvida alguma, angariar uma significativa parcela de recursos dos Fundos DI.

---

<sup>16</sup> IPO é a sigla para a expressão em inglês *Initial Public Offering*, que corresponde a abertura do capital de uma empresa no mercado acionário.

#### **4.4.3 O Comportamento da Dívida Pública Brasileira**

O que para grande parte dos agentes econômicos é muito positivo gera fortes problemas aos Fundos DI: a reestruturação pela qual vem passando a dívida pública nacional brasileira. Compostos, na sua maioria, por títulos públicos, os Fundos DI tem seu desempenho afetado pelas diversas mudanças.

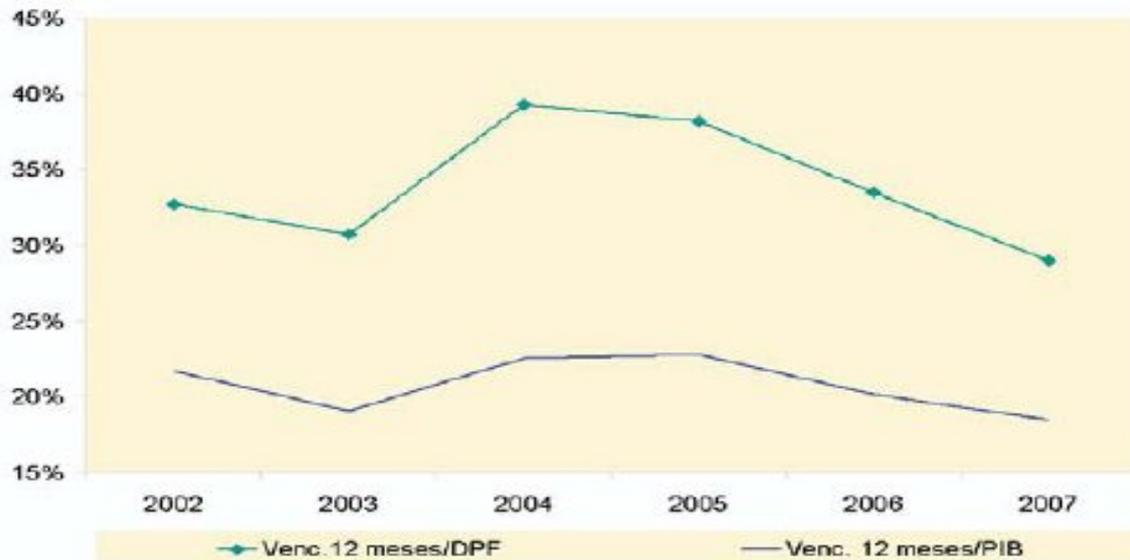
As alterações não foram poucas: ampliação no prazo de vencimento dos títulos, reduções nos custos de emissão (com conseqüente queda na remuneração aos compradores dos títulos) e trocas significativas nos tipos de títulos emitidos. Valendo-se de um benigno cenário macroeconômico vivenciado nos últimos anos, as autoridades brasileiras promoveram as tão importantes mudanças na dívida nacional. Conforme o Plano Anual de Financiamento para 2007, publicado pelo Tesouro Nacional, o objetivo do Governo Federal brasileiro, para dívida pública, é “minimizar os custos de financiamento no longo prazo, assegurando a manutenção de níveis prudentes de risco e contribuindo para o bom funcionamento do mercado de títulos públicos”.<sup>17</sup>

A elevação dos prazos de vencimento dos títulos públicos federais já está sendo conseguida nesses últimos anos. O prazo médio de vencimento dos títulos públicos que, em 2002 e 2003, já chegou a ser de pouco mais de 12 meses (1 ano), atualmente é da ordem de quase 39 meses (superior a três anos), um avanço considerável. Analisemos os dados abaixo.

---

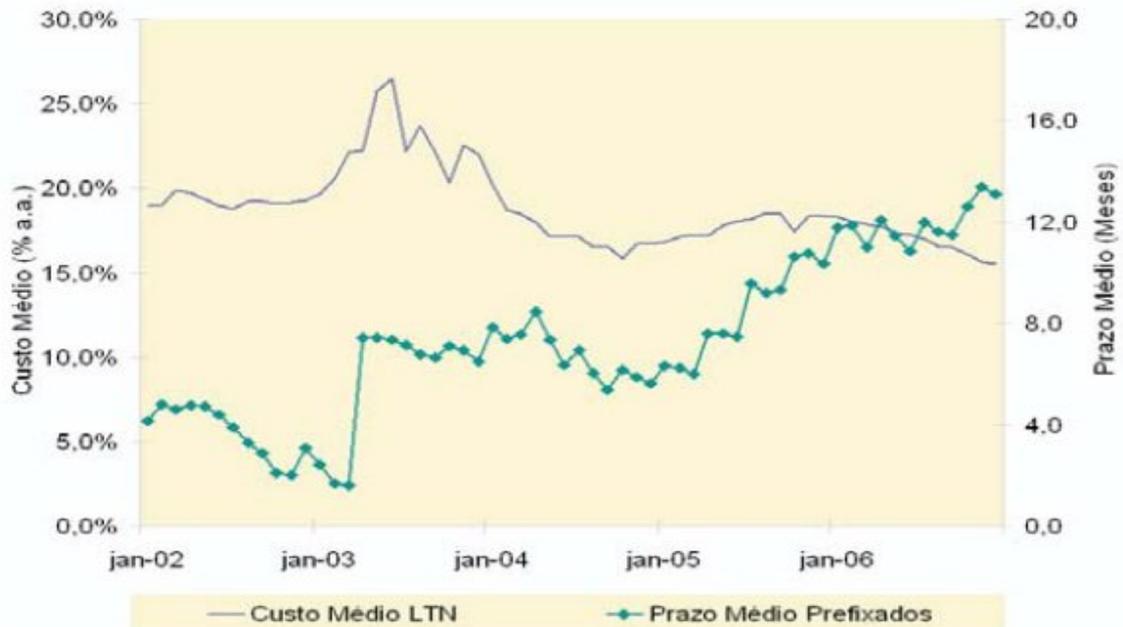
<sup>17</sup> Disponível em <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br>>. Acesso em Novembro de 2007.

GRÁFICO 30 – Volume de Vencimentos no Curto Prazo



Fonte: Tesouro Nacional

GRÁFICO 31 – Custo e Prazo dos Títulos Prefixados



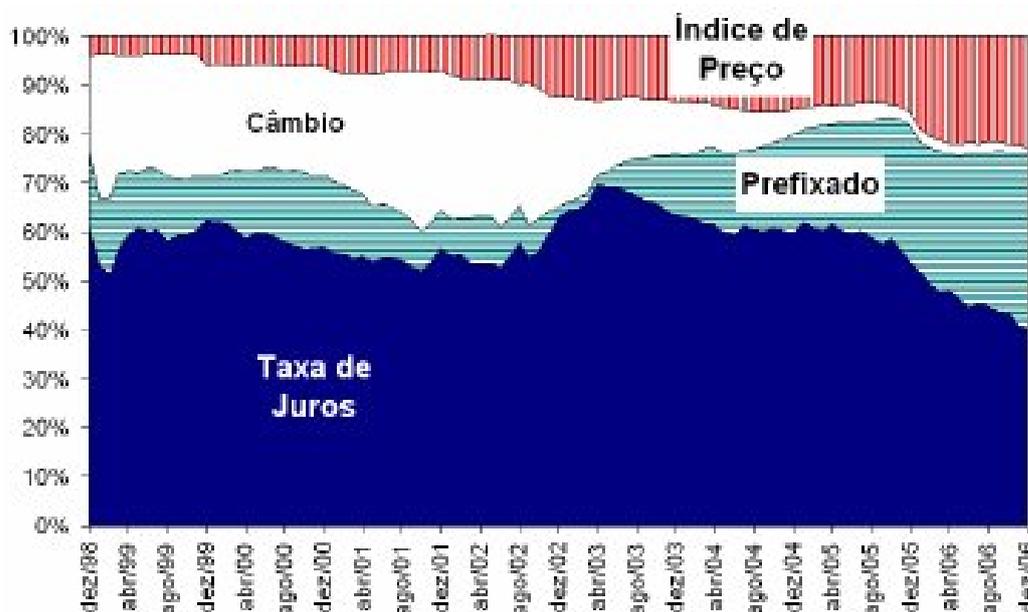
Fonte: Tesouro Nacional

O primeiro gráfico ilustra o esforço em ampliar o prazo de vencimento, vide a sensível redução observada nos títulos com prazo a vencer em menos de doze meses. No segundo, tem-se a verificação do alongamento das emissões de ativos prefixados, elevando o prazo médio de vencimento, que era apenas de 2 meses, em 2003, para mais de 12 meses, no início do presente ano. Este maior prazo de vencimentos para os títulos públicos é de suma importância à administração da dívida, uma vez que, além de conferir ao Governo uma maior capacidade de planejamento financeiro, reduz um importante risco: o risco de refinanciamento, isto é, a capacidade do devedor de rolar suas dívidas.

Ao reduzir custos de emissão de sua dívida, o Governo tem um menor gasto com pagamento de juros, podendo ampliar sua atuação em outras áreas. Ainda no gráfico acima, observa-se claramente esse ganho, visto que o custo médio da dívida prefixada brasileira encurtou-se quase pela metade, saindo da faixa de 25% a.a., em 2003, para a faixa dos 15% a.a. no início de 2007. Como motivos para isso, podemos citar, já a anteriormente citada queda da taxa de juros básica brasileira, com o governo pagando juros, dessa forma, para os compradores de títulos e, a redução da percepção sobre o risco brasileiro, alavancando o número de compradores para os ativos nacionais. Uma grande notícia à sociedade brasileira, visto o menor gasto com juros, mas péssima aos Fundos de Investimento, em especial aos Fundos DI, principais compradores dos títulos brasileiros, agora remunerando menos.

Por fim, ao reestruturar a composição da dívida pública nacional, busca-se uma mais eficaz administração da mesma. Como principal medida, procurou-se, com sucesso, elevar a participação dos títulos prefixados e dos remunerados por índices de preços, o que contribuirá também para diminuir ainda mais a sensibilidade da DPF (Dívida Pública Federal) a variações cambiais e de taxas de juros de curto prazo — reduzindo, assim, o risco de mercado da dívida pública brasileira e a vulnerabilidade a choques nos principais indicadores macroeconômicos (taxa de juros e câmbio). Segue abaixo, dados sobre a composição dos títulos brasileiros.

GRÁFICO 32 – Composição da Dívida Pública



Fonte: Tesouro Nacional

A estratégia mostra-se eficiente, com os títulos atrelados à taxa de juros perdendo espaço para os prefixados e os indexados a preços, devendo, ainda em 2007, deixar o posto de principal título da dívida do Brasil. Isto sem mencionar os títulos cambiais, que praticamente inexistem e provavelmente, a partir de 2008, tendem a desaparecer por completo. Novamente, é um excepcional quadro para o Brasil, mas péssimo aos Fundos DI, pois, com o menor número de títulos atrelados à taxa de juros disponível no mercado (ressalta-se a obrigatoriedade dos Fundos DI de possuir 95% de sua carteira indexada à taxa de juros), a concorrência por estes ativos aumenta, reduzindo a remuneração do mesmo (vide gráfico abaixo) e, conseqüentemente, dos Fundos DI.

GRÁFICO 33 – Rentabilidade média dos títulos públicos federais indexados à taxa de juros.



Fonte: Andima

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo do presente estudo, procurou-se demonstrar diversos aspectos relevantes à melhor compreensão dos Fundos DI. A conceituação de risco e incerteza, por exemplo, é uma informação vital para o investidor decidir sobre o seu investimento. Os autores analisados atribuem à incerteza a definição de algo imensurável, ou seja, que não pode ser medida por meio de uma distribuição de probabilidades. Ao risco, por seu turno, é atribuído o conceito de incerteza mensurável. Os jogos de roleta e o caso do seguro de vida são dois exemplos propostos pelos autores, onde está presente o conceito de risco. Para tanto, em Fundos de Investimento, existem diversas técnicas de determinar a dimensão do risco que está inserido nas carteiras, sendo o VaR (*Value at Risk*) e a Volatilidade, dois importantes indicadores. Ressalta-se, todavia, que ambos são calculados com a utilização de dados passados, não representando garantia total de previsibilidade para o futuro.

Após a mensuração destes indicadores, fica evidente a característica conservadora, explicando o porquê de serem conhecidos como os Fundos mais seguros. Ao compararmos com outras classes de Fundos, como os de Renda Fixa e Multimercados, o índice de Volatilidade dos Fundos DI é inferior aos demais, ratificando o menor nível de risco existente em suas carteiras. Tal situação, é explicada sobretudo pela determinação legal para que os Fundos DI mantenham em carteira um percentual mínimo de 95% em títulos indexados à taxa de juros. Deste modo, qualquer movimentação na principal variável macroeconômica, a taxa de juros, não prejudica, relativamente, o desempenho desses Fundos, vistos que os mesmos estão indexados a essa variável.

Com forte crescimento a partir de sua criação, no início da década de 90, os Fundos DI apresentam, nos últimos anos, um importante decréscimo em sua participação patrimonial na Indústria brasileira de Fundos. Acreditamos em três hipóteses que explicam tal ocorrência: a reestruturação na dívida pública brasileira, o investidor local e a atual conjuntura macroeconômica nacional e internacional.

A autoridade monetária brasileira, usufruindo do positivo cenário econômico interno e externo, vem promovendo uma série de mudanças no sentido de melhorar o perfil da dívida pública nacional. Destacam-se medidas como o alongamento no prazo de vencimento dos títulos emitidos, a emissão de dívida externa somente em condições muito favoráveis e a substituição de títulos indexados à taxa de juros por títulos prefixados e atrelados aos índices de preço. A última medida afeta diretamente os Fundos DI, uma vez que com a obrigatoriedade destes Fundos em ter grande parte da sua carteira em ativos com rentabilidade indexada à taxa de juros, eles encontram menos ativos disponíveis no mercado, adquirindo-os, com a escassez de oferta, a um preço maior (taxa menor), reduzindo a rentabilidade dos Fundos.

Em estudo analisado sobre o comportamento do investidor de Fundos no Brasil, verificou-se uma pequena predisposição a risco para os recursos aplicados em Fundos, reforçando sua característica conservadora. Tais investidores demonstravam (o estudo foi realizado em meados de 2005) fraco nível de conhecimento para assuntos relacionados a risco e à rentabilidade dos Fundos. Entretanto, principalmente a partir de 2006, intensificou-se uma “força tarefa”, organizada pela Bovespa e outras importantes Instituições do Mercado de Capitais brasileiro, promovendo cursos e palestras, a fim de aumentar o conhecimento dos brasileiros sobre investimentos e educação financeira. Os resultados tornaram-se evidentes já em 2007, com diversos recordes de participação na Bovespa e no Tesouro Direto. Assim, não podemos descartar que, mais familiarizado com o mercado de capitais, o investidor brasileiro tenha promovido uma migração de seus recursos, retirando-os de produtos mais conservadores, como os Fundos DI, Renda Fixa ou Poupança, rumo aos produtos de Renda Variável (Fundos e ações) e Fundos Multimercados.

Ao contrário do final da década de 90 e do início dos anos 2000, onde a moratória da dívida dos países emergentes, o estouro da bolha da internet, os ataques às Torres Gêmeas em Nova York e a crise pré-eleitoral brasileira, marcaram o cenário pelo mundo, os últimos anos foram de tranquilidade. Impulsionado pelo impressionante crescimento chinês, o mundo convive com um cenário muito próspero, com abundância de recursos. Nesse ritmo, as bolsas mundiais batem recordes atrás de recordes.

Como não poderia ser diferente, o Brasil vem aproveitando-se deste momento de bonança mundial. Após assumir o país em 2003, o atual governo manteve a política econômica da equipe anterior, condição necessária para o país prosperar. A conjuntura econômica brasileira foi muito positiva, com forte queda na taxa de juros e no risco país e impressionante alta no índice Ibovespa. Contudo, para os Fundos DI, tal contexto não foi positivo: enquanto a alta remuneração do Ibovespa atrai investidores dos Fundos DI, a queda na taxa de juros reduz a atratividade de tais Fundos.

Diante deste quadro, é possível acreditar na extinção do produto Fundos DI? Mesmo com as evidências apresentadas, o desaparecimento destes Fundos não parece provável. Parcela importante dos investidores, de diferentes localidades, são totalmente avessos a correr riscos, sendo clientes em potencial de produtos como os Fundos DI. Ainda, classes de Fundos similares a tais Fundos, como, por exemplo, os *Money Markets*, mantêm-se em diversos países, com Indústrias de Fundos mais evoluídas e antigas que a brasileira. Além disso, não existem garantias que tal conjuntura internacional favorável será mantida. Lembre-se dos elevados coeficientes de correlação negativo entre a participação dos Fundos DI e os principais índices acionários e positivo frente ao Risco País. Uma reversão no contexto macroeconômico internacional (ou mesmo nacional), dessa forma, pode reverter o movimento de perda patrimonial dos Fundos DI.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO. **Títulos públicos**. Disponível em: <<http://www.andima.rtm.br>>. Acesso em: novembro de 2007.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO. **Fundos de Investimento**. Disponível em: <<http://www.anbid.com.br>>. Acesso em: setembro de 2007.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO. **Fundos de Investimento**. Disponível em: <<http://www.comoinvestir.com.br>>. Acesso em: outubro de 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Legislação e Normas**. Disponível em: <<http://www.bacen.gov.br>>. Acesso em: setembro de 2007.

BANCO MUNDIAL. **Data & Research**. Disponível em: <<http://www.worldbank.org>>. Acesso em: dezembro de 2007.

BERNSTEIN, Peter L. **Desafio aos deuses: a fascinante história do risco**; tradução Ivo Korytowsky. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

BOLSA DE MERCADORIAS E FUTUROS. **Ativos**. Disponível em: <<http://www.bmf.com.br>>. Acesso em: setembro de 2007.

CASTRO, Lavínia. **Esperança, frustração e aprendizado: a História da Nova República**. In: GIAMBIAGI, F. et al. Economia Brasileira Contemporânea. Rio de Janeiro, Elsevier, 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Fundos de Investimento**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: novembro de 2007.

DUARTE JUNIOR, Antonio Marcos. **Gestão de riscos para fundos de investimentos**. São Paulo: Prentice Hall, 2005.

FERRARI, Fernando; CONCEIÇÃO, Otávio. **A noção de incerteza nos pós-keynesianos e institucionalistas: uma conciliação possível?** Revista Nova Economia, v. 11, n. 1, 2001. Belo Horizonte. Disponível em: <<http://www.face.ufmg.br/novaeconomia/sumarios/v11n1.html>>. Acesso em: agosto de 2007.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 16<sup>a</sup> ed. Rio de Janeiro: Qualimark, 2005.

GARCIA, Ricardo. **O papel da incerteza na formação das expectativas e na determinação da taxa de juros**. Revista Economia & Desenvolvimento, n.10, 1995. Santa Maria. Disponível em: <[http://coralx.ufsm.br/eed/c1\\_ArtigosAcademicos.html](http://coralx.ufsm.br/eed/c1_ArtigosAcademicos.html)>. Acesso em: setembro de 2007.

INSTITUTO BRASILEIRO DE OPINIÃO PÚBLICA E ESTATÍSTICA. **Radiografia do Investidor de Fundos no Brasil**. In: Congresso Anbid de Fundos de Investimento, 3. 2005, São Paulo. Disponível em: <<http://www.ibope.com.br>>. Acesso em outubro de 2007.

INVESTMENT COMPANY INSTITUTE. **Statistics e Reserch**. Disponível em: <<http://www.ici.org>> Acesso em: outubro de 2007.

MARCHETTI, Valmor. **Risco e decisão em investimento produtivo**. Porto Alegre: editora da UFRGS, 1995.

TESOURO NACIONAL. **Dívida Pública**. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br>>. Acesso em: setembro de 2007.