

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O PERFIL DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO DO BRASIL NO  
PERÍODO PÓS-REAL (DE JULHO - 1994 A DEZEMBRO - 1996)

**Allan Hadid**

**No. de matrícula: 9414330**

**Orientador: Carlos Viana de Carvalho**

**Junho de 1997**

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O PERFIL DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO DO BRASIL NO  
PERÍODO PÓS-REAL (DE JULHO - 1994 A DEZEMBRO - 1996)



---

**Allan Hadid**

**No. de matrícula: 9414330**

**Orientador: Carlos Viana de Carvalho**

**Junho de 1997**

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

Gostaria de agradecer às pessoas, tanto do meu convívio familiar quanto profissional, que me ajudaram na concepção e desenvolvimento deste trabalho.

Meus agradecimentos a Ezequiel Zibecchi, da Anbid, que gentilmente forneceu dados e alguns artigos bastante relevantes para os estudos e análises feitos.

Gostaria também de ressaltar o papel desempenhado por meu orientador, Carlos Viana de Carvalho, tanto na elaboração das idéias iniciais para a delimitação do tema, quanto no desenvolvimento e conclusão da monografia.

Agradeço ainda a Laiza P. Hasselmann por suas ressalvas nas partes gráficas e escritas do trabalho.

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>7</b>
<b>I. A INDÚSTRIA DE FUNDOS NOS ESTADOS UNIDOS E NO BRASIL</b>	
<b>PRÉ-REAL .....</b>	<b>10</b>
<b>I.1. Histórico do Aparecimento dos Fundos Mútuos de Investimento.....</b>	<b>10</b>
<b>I.1.1. O Caso Norte-Americano .....</b>	<b>10</b>
<b>I.1.2. O Caso Brasileiro .....</b>	<b>12</b>
<b>I.2. A Indústria Norte-Americana de Fundos Mútuos .....</b>	<b>15</b>
<b>I.3. O Brasil Pré-Real e o Papel dos Fundos de Investimento .....</b>	<b>25</b>
<b>II. O PLANO REAL E O NOVO PERFIL DOS FUNDOS DE</b>	
<b>INVESTIMENTO BRASILEIROS .....</b>	<b>35</b>
<b>II.1. As Expectativas da Indústria de Fundos de Investimento com a</b>	
<b>Estabilização .....</b>	<b>35</b>
<b>II.2. As Mudanças nos Fundos de Investimento com o Plano Real.....</b>	<b>38</b>

<b>III. ANÁLISE ECONOMETRICA DA EVOLUÇÃO PATRIMONIAL DOS FUNDOS DE AÇÕES.....</b>	<b>57</b>
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>71</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>74</b>

## ÍNDICE DE TABELAS E GRÁFICOS

<b>Tabela 1 - Evolução dos Fundos Mútuos Brasileiros (1967 a 1983) .....</b>	<b>14</b>
<b>Gráfico 1 - Evolução da Indústria de Fundos Norte-Americana (1940 a 1992).....</b>	<b>20</b>
<b>Gráfico 2 - Distribuição Patrimonial dos Fundos Norte-Americanos.....</b>	<b>21</b>
<b>Tabela 2 - Patrimônio Líquido da Indústria de Fundos nos EUA .....</b>	<b>21</b>
<b>Tabela 3 - Regras para os Fundos de Investimento .....</b>	<b>34</b>
<b>Tabela 4 - Legislação dos FIFs.....</b>	<b>41</b>
<b>Tabela 5 - Reforma da Indústria de Fundos.....</b>	<b>44</b>
<b>Tabela 6 - Comparação Patrimonial entre os Fundos Novos e Antigos.....</b>	<b>49</b>
<b>Gráfico 3 - Evolução do Número de Fundos de Investimento no Brasil.....</b>	<b>51</b>
<b>Gráfico 4 - Patrimônio da Indústria de Fundos no Brasil.....</b>	<b>51</b>
<b>Tabela 7 - Os FACs na Passagem para a Nova Indústria de Fundos.....</b>	<b>54</b>
<b>Resultados da Regressão 1.....</b>	<b>62</b>
<b>Resultados da Regressão 2.....</b>	<b>62</b>
<b>Gráfico 5 - Teste Gráfico de Heterocedasticidade.....</b>	<b>65</b>
<b>Resultados da Regressão 2A.....</b>	<b>65</b>
<b>Resultados da Regressão 2B.....</b>	<b>66</b>
<b>Gráfico 6 - Variável Dependente e Independente do Modelo 1 .....</b>	<b>67</b>
<b>Gráfico 7 - Figura Representativa do Método Usado .....</b>	<b>68</b>
<b>Resultados da Regressão 3.....</b>	<b>69</b>
<b>Resultados da Regressão 4.....</b>	<b>69</b>

## INTRODUÇÃO

A proposta desta monografia é fazer um estudo da evolução e das tendências da indústria de fundos mútuos de investimento no Brasil, a partir do período que antecede o Plano Real, passando pela reforma da sua legislação em outubro de 1995, até o final de 1996. Além disso, pretende-se fazer um estudo econométrico sobre a relação entre a evolução patrimonial dos fundos de ações e a suas rentabilidades passadas, durante a década de 90.

O surgimento, a rápida propagação e a contínua expansão dos fundos mútuos de investimento em diversos países, deveu-se a características particulares e à funcionalidade deste mecanismo de investimento. Através do agrupamento de grandes somas de recursos financeiros provenientes de poupanças de inúmeros investidores individuais e institucionais, foi possível direcioná-las para aplicações em carteiras diversificadas de ativos, muitas vezes inacessíveis a esses investidores de forma isolada.

Nos Estados Unidos, os fundos careceram, durante um longo período, de uma fiscalização e supervisão governamental específica, que abordasse amplamente a matéria. Em 1940, com a promulgação do *Investment Company Act*, o Governo americano interviu diretamente na atividade dessas instituições. Entretanto, somente a partir da década de 70, com a criação dos fundos de *money-market*, o setor passou a atrair um número crescente de investidores. O início dos anos 90 é identificado como o princípio de um período de crescimento, sem precedentes, do patrimônio líquido nos Estados Unidos.

No Brasil, ao contrário do que ocorreu no mercado norte-americano, a criação dessas instituições é recente. Elas tiveram dificuldades de desempenhar suas funções específicas, devido principalmente à ausência de uma regulamentação legal que normatizasse sua organização e funcionamento. Diversas normas passaram a abordar a matéria a partir de 1959, no entanto, apenas em 14 de abril de 1970, o Banco Central brasileiro baixou a resolução 145, que veio efetivamente reger os fundos mútuos.

Os instrumentos de investimento existentes no mercado até o aparecimento do Plano Real estavam predominantemente ligados à proteção do capital investido contra a corrosão monetária existente devido à inflação. A procura por ativos que pudessem ter retornos iguais ou maiores que a inflação, além da garantia de uma liquidez diária, fizeram com que os fundos de aplicação financeira (FAFs) ocupassem um papel importante na indústria.

Desta forma, o capítulo 1 visa, primeiramente, traçar a trajetória do surgimento dos fundos nos Estados Unidos, onde foi registrado seu aparecimento, e analisar o histórico brasileiro, com as regulamentações relevantes para o estabelecimento da indústria. Sua segunda seção analisa os aspectos principais com relação aos fundos norte-americanos, seu crescimento acelerado após a década de 70 e o surgimento dos chamados fundos *offshore*. E por fim, a última seção deste capítulo, tem como objetivo caracterizar o contexto pré-Real, onde os fundos eram mais utilizados como proteção às perdas inflacionária e mostravam-se como predominantemente de curto prazo.

A partir da análise feita no capítulo anterior sobre a indústria nos anos que antecederam o Plano Real, o segundo capítulo pretende identificar a nova situação brasileira de estabilidade econômica, levantando algumas expectativas trazidas pela estabilização, tais como a diminuição das incertezas na economia e a diferenciação mais clara entre poupança e depósitos de liquidez. Sua segunda seção é destinada a analisar os pontos verificados, dado o novo contexto econômico.

O último capítulo da monografia destina-se à discussão da relação entre o desempenho dos fundos e seu crescimento patrimonial, um assunto bastante abordado nos Estados Unidos. Através de estudos econométricos baseados em um artigo de Keith Smith (1978), são desenvolvidos modelos para se estimar a relação acima mencionada.

## **I. A INDÚSTRIA DE FUNDOS NOS ESTADOS UNIDOS E NO BRASIL PRÉ-REAL**

### **I.1. Histórico do Aparecimento dos Fundos Mútuos de Investimento**

#### **I.1.1. O Caso Norte-Americano**

Os fundos mútuos de investimento existem de certa forma há mais de 100 anos. A idéia surgiu com uma empresa de investimentos anglo-escocesa na década de 60 do século XIX. Um imigrante escocês, Robert Fleming, foi quem trouxe o conceito para os Estados Unidos no final do mesmo século. Fleming foi para a América a fim de fazer fortuna, porém descobriu que ele e seus amigos não conseguiriam individualmente recursos suficientes para grandes investimentos. Decidiram, então, juntar o capital e investir apenas em títulos de empresas estáveis, assim começando a *Scottish-American Investment Trust*, em 1873.

Os corretores americanos logo se aproveitaram da idéia e começaram a criar grupos para seus próprios investimentos, difundindo desta forma o conceito do que hoje conhecemos como fundos mútuos fechados (*closed-end mutual funds*). As cotas deste tipo de fundo são limitadas e negociadas como uma ação de uma empresa em bolsa, podendo ser vendidas ou compradas. Embora os fundos fechados tenham sido os primeiros a aparecerem, os abertos (*open-end mutual funds*) são mais difundidos. O primeiro foi formado em 1924 pela *Massachusetts Investment Trust and State Street*

*Investment Corporation* em Boston. Ao contrário do tipo anterior, esta categoria de fundo tem um número mutável e ilimitado de cotas.

No início, as empresas de investimentos americanas procuravam impressionar potenciais investidores. Era comum lançarem os lucros dos ativos vendidos como parte de seus ganhos operacionais e davam uma grande publicidade à valorizações, nem sempre efetivas, dos mesmos. Assim, acabavam suscitando altas de preços no mercado e motivavam a atuação de especuladores.

Os fundos tinham como principal fonte de renda os lucros obtidos com as devoluções de parte de suas despesas com corretagem e enfatizavam o investimento em ações ordinárias. Eles também freqüentemente compravam títulos de qualidade inferior emitidos por empresas, com as quais mantinham vínculo. Quando comparamos as companhias de investimentos norte-americanas com as européias, observamos que as primeiras operavam mais livremente, sem as restrições legais e regulamentos impostos às últimas. No entanto, com o *crash* de 1929, os fundos sofreram enormes perdas, vindo a retomar seu ritmo de crescimento somente em 1932.

Na década de 30, o número de fundos ficou bastante reduzido, em virtude das liquidações, das reorganizações e das consolidações que se efetuaram. No final de 1929, existiam neste país, aproximadamente, 1.000 fundos, cujo capital era superior a US\$ 7 bilhões. Com a depressão do mercado e sua falta de liquidez, os fundos tiveram seu patrimônio reduzido para US\$ 2,8 bilhões ao final de 1932.

Devido à própria conjuntura do momento e à necessidade de uma regulamentação específica para o setor de fundos, o Governo americano iniciou um exaustivo estudo em 1935, culminando com o relatório da *Securities and Exchange Commission* (SEC) de 1939/40, que deu origem à aprovação pelo Congresso do *Investment Company Act* de 1940.

### **I.1.2. O Caso Brasileiro**

No Brasil, os fundos de investimento têm uma existência recente. A prolongada ausência de uma regulamentação legal, entretanto, permitiu que alguns fundos estrangeiros atuassem no país. Os primeiros surgiram no final da década de 50 deste século, com o lançamento do Deltec e Crescinco, os dois concentrados em investimentos nas bolsas de valores.

O Crescinco foi o primeiro fundo de ações no país, mas era de origem americana, tendo sido criado pelo *International Basic Economic Corporation* (IBEC), no dia 18 de janeiro de 1957. Anos mais tarde, o IBEC seria adquirido pelo Banco de Investimentos Brasil S/A (BIB). No entanto, em 1966, o Governo criou uma lei proibindo os estrangeiros de controlarem bancos de investimentos e o Unibanco, então, comprou os ativos do BIB.

Visando coibir os abusos existentes, procurou-se legislar sobre a matéria, estabelecendo diversas normas e limitações a seu respeito. Para tal, o Ministério da Fazenda, em 30/11/59, expediu a portaria de número 309, que constituiu o primeiro

documento a tratar do tema fundos de investimento, regulando a constituição, o funcionamento e as atribuições das sociedades de crédito, financiamento e investimento.

A situação de imprecisão e de falta de leis específicas relacionadas diretamente aos fundos perdurou até o advento da Lei de Mercado de Capitais (Lei 4.728, de 14/7/65) que impôs algumas limitações aos mesmos. O Conselho Monetário Nacional passou a ser o responsável por fixar as normas e a cargo do Banco Central ficou a fiscalização dos administradores.

A regulamentação da matéria dos fundos foi, então, sendo progressivamente elaborada pelo Banco Central com a resolução número 18 de 18/2/66, que embora superficialmente, abordou algumas normas aplicáveis aos fundos, autorizando a constituição e o funcionamento dos bancos privados de investimento ou de desenvolvimento. Porém, a ausência de um controle sobre o número de fundos fez com que a resolução 131 de 28/1/70, do Banco Central, proibisse a constituição de novos fundos. Finalmente em 14/4/70, a resolução 145 regulamentou, definitivamente, a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos mútuos de investimento.

Paralelamente, foi criado em 10 de fevereiro de 1967 o Fundo 157, com o objetivo de incentivar o contribuinte a investir em ações, fortalecer a bolsa de valores e o capital das empresas. Pelas normas do fundo, o contribuinte podia destinar um percentual do seu imposto para comprar ações, sendo que o prazo de resgate e o percentual a ser aplicado foram sendo modificados nos dezesseis anos de existência deste incentivo fiscal. Inicialmente, o resgate podia ser feito em dois anos e, no final, o prazo foi ampliado para dez anos.

O Fundo 157 acabou por não atingir seu objetivo declarado pelo Governo. A falta de conhecimento dos mecanismos de aplicação, o prazo de resgate e o valor reduzido desestimularam o desenvolvimento de uma cultura de investimentos em fundos de ações no país. Com a sua extinção, os recursos aplicados foram incorporados junto à administração dos fundos de ações tradicionais.

Os fundos mútuos de investimento, como podemos perceber pela tabela 1, tiveram um rápido crescimento no final da década de 60 e até 1971. Em 1967, existiam 11 fundos com o patrimônio de Cr\$ 60 milhões e já no final de 1971 evoluíram para 121 com um patrimônio de Cr\$ 2.172 milhões (a valores de 1967 deflacionados pelo IGP-DI). Após esta expansão os fundos passaram por um período de contração com grandes perdas de patrimônio. Quando comparamos 1972 com o ano anterior, por exemplo, a perda de patrimônio foi de 42%. Somente a partir de 1981, começaram a se desenvolver os fundos de renda fixa e com eles a indústria entrou em uma nova fase de expansão. Como observamos na tabela abaixo, em termos reais, o fundos tiveram um crescimento patrimonial de 109% em 1982 e 236% até setembro de 1983.<sup>1</sup>

**Tabela 1 - Evolução dos Fundos Mútuos Brasileiros (1967 a 1983)**

	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1981	1982	1983 *
<b>Nº de Fundos</b>	11	13	43	118	121	153	55	59	68
<b>Valor Patrimonial (Cr\$ milhões correntes)</b>	60	134	606	1.233	4.738	3.184	7.621	31.592	240.803
<b>Valor Patrimonial Real (Cr\$ milhões de 1967)</b>	60	107	409	690	2.172	1.256	91	190	638

Fonte: Banco Central do Brasil

(\*) até setembro

Deflator: IGP-DI

<sup>1</sup> Brito (1989).

Desta forma, podemos identificar 3 fases distintas no setor de fundos no país. A primeira seria o rápido crescimento de 1961 a 1971, seguida por uma fase de consolidação correspondente ao período de 1972 a meados 1981. A última delas corresponde ao período seguinte à mudança da legislação dos fundos em outubro de 1995, como veremos mais adiante no segundo capítulo.

## **I.2. A Indústria Norte-Americana de Fundos Mútuos**

Um fundo mútuo de investimento é, na verdade, uma empresa que agrupa recursos de vários investidores individuais. Quando o fundo recebe dinheiro devido a uma aplicação, ele emite cotas. Ao contrário das ações, cujo valor muda de acordo com o mercado, o valor da cota é calculado diariamente e corresponde ao patrimônio líquido do fundo (total do ativo debitado do passivos e das taxas) dividido pelo número de cotas emitidas.

A grande maioria dos fundos são abertos, isto é, eles não têm uma quantidade fixa de cotas, podendo emití-las sempre que houver nova entrada de recursos a serem aplicados ou resgatá-las a pedido de seus clientes. Esta liquidez foi uma das características mais importantes trazidas por este instrumento de investimento ao sistema financeiro, visto que possibilitou a seus investidores subscreverem ou resgatarem seu dinheiro de maneira fácil e a baixos custos.

Outra forma de fundo existente no mercado são os fechados, que aumentam seu patrimônio quando suas cotas são ofertadas no mercado. Uma vez agrupado o capital

desejado, o fundo é fechado e os investidores podem subscrever ou resgatar cotas somente se conseguirem comprá-las ou vendê-las, em bolsa de valores ou mercado de balcão.

Após o *crash* de 1929 da Bolsa de Nova York, o Congresso americano regulamentou as operações dos fundos no país através do *Investment Company Act* de 1940. Esta lei visa evitar qualquer forma de conflito existente entre os administradores e cotistas, bem como garantir que os responsáveis pela administração do fundo tenham uma conduta de acordo com determinadas normas. Entre as várias exigências desta lei, temos: os fundos devem ser registrados na SEC antes de iniciar suas operações; o fundo deve ter uma estrutura específica de operacionalização; prover aos potenciais aplicadores um prospecto e por fim fornecer aos cotistas e a SEC informações regulares sobre a contabilidade e a *performance*.

O prospecto requerido, por lei, deve conter tudo o que seja pertinente ao fundo e suas atividades, tal como: os objetivos de investimento do fundo e estratégias, políticas adotadas, nomes dos diretores, métodos de subscrição e resgate de cotas, taxas, entre outros.

Os fundos mútuos são companhias reconhecidas pelo Estado que atuam como empresas de investimentos. Assim, cada fundo deve possuir um administrador, um quadro independente de diretores, um custodiante e um *transfer agent* independente. Esta empresa de investimentos tem como objetivo agrupar os recursos de investidores em um *portfolio* de valores, o qual tem que estar com 75% de seu patrimônio investido

(no máximo 5% em um único título ou ação e não mais que 10% em uma companhia, caso este percentual tenha poder de voto).

Embora os diretores administrem o fundo, os cotistas são os proprietários. Pela lei norte-americana, o patrimônio do fundo deve ser custodiado por um terceiro agente tal como um banco ou uma *trust company*. O *transfer agent*, também um banco ou uma *trust company*, é responsável pela emissão ou transferência das cotas e ainda por manter o registro dos aplicadores.

Os cotistas têm o direito de resgatar suas cotas a qualquer momento, além de poder votar em qualquer mudança no estatuto do fundo. Exceto em certos casos os resgates são vedados, por exemplo: em feriados nos Estados Unidos, ou caso a SEC declare a suspensão das operações em algum mercado onde o fundo atua. Um fundo mútuo não tem falência como as empresas. Em teoria, para se acabar um fundo, seus diretores manifestam o desejo de fazê-lo e pedem a permissão para os cotistas. Contudo, na maioria dos casos a política adotada é a fusão deste fundo com outro maior, fazendo com que os cotistas do primeiro passem a ser automaticamente investidores do segundo.

As despesas relativas à administração, serviços legais, auditoria e material impresso, entre outras, são pagas pelos aplicadores. Alguns fundos têm taxas de entrada (*front load fee*) ou de saída (*back load fee*), além da taxa de administração paga anualmente. Os fundos também passaram a cobrar uma taxa de *performance*, isto é, um percentual pago pelos cotistas sobre os ganhos que excederem determinado parâmetro enunciado no prospecto.

A partir da década de 20, os fundos começaram a ter seu crescimento acelerado. Até os anos 70, a maioria era concentrada em ações. Fundos compostos por títulos públicos ou de *money-market*, inicialmente, eram uma raridade. Ainda assim, os fundos compostos por ações tinham importância secundária no mercado de Wall Street, que era dominado por investidores individuais e fundos de pensão.

Os fundos de investimento poderiam ter continuado com um papel secundário no mundo financeiro se não fossem milhares de indivíduos que passaram a confiar seu dinheiro a empresas especializadas na sua administração. Talvez essas pessoas tenham tomado tal decisão baseadas no fato que este instrumento de aplicação lhes proporcionava: diversificação, administração profissional, liquidez e a habilidade de entrar e sair facilmente a um custo baixo, além da grande diversidade de fundos que o mercado norte-americano passou a oferecer.

Muitos dos investidores de hoje só tomaram conhecimento sobre os fundos mútuos no final da década de 70. Nesta época, os juros pagos aos correntistas pelos bancos estavam bastante deprimidos. Investidores que poderiam aplicar mais de US\$ 10.000 tinham a facilidade de comprar títulos do Tesouro americano e assim conseguir melhores taxas. No entanto, os que não tinham tanto a aplicar só obtiveram melhores retornos com o aparecimento dos fundos de *money-market*.

Os fundos de *money-market* revolucionaram o processo de poupança no país, pois eram capazes de agrupar o dinheiro de vários investidores e comprar títulos de alto retorno, antes inacessíveis aos pequenos aplicadores, tais como: *U.S. Treasury Bills*,

*commercial papers*, *Certificates of Deposit* (CDs) para grandes montantes, entre outros. Antes do seu aparecimento, as duas únicas alternativas para o pequeno investidor eram as cadernetas de conta corrente (*passbook account*) que remuneravam menos de 5% ao ano, ou a compra de um *Certificate of Deposit*. Porém este último instrumento impedia o acesso ao dinheiro aplicado até o vencimento do seu prazo. Os fundos de *money-market*, em contrapartida, puderam oferecer taxas de retorno melhores que os CDs e ainda uma liquidez diária.

A influência causada por este novo instrumento levou a indústria de fundo a se revitalizar, uma vez que há alguns anos os resgates vinham superando as aplicações. Em 1982, os fundos de *money-market* já ultrapassavam a marca de US\$ 200 bilhões em patrimônio.

Os fundos mútuos também impulsionaram o mercado de títulos municipais norte-americanos. Com o afastamento dos bancos e das grandes seguradoras deste mercado, os fundos passaram a prover o financiamento aos órgãos públicos através da compra de seus títulos, permitindo desta forma, que os municípios economizassem bilhões em pagamento de juros. Através de investimentos nos títulos do Tesouro americano (*U.S. Treasury Bonds*), ajudaram também a financiar o déficit orçamentário do Governo. Na compra de títulos hipotecários, os fundos deram maior liquidez ao mercado de hipoteca, facilitando e barateando a compra de casas para famílias. Logo, de certa forma, os fundos foram capazes de fornecer o capital necessário para o desenvolvimento da própria economia americana.

Uma indicação de que a indústria de fundos norte-americana cresceu bastante é que na última década a participação dos fundos mútuos no mercado acionário praticamente triplicou, passando de 4,8% para 12,5%.

O crescimento dessa indústria até mesmo surpreendeu as autoridades no assunto. Em 1990, por exemplo, estudos estimavam que a mesma atingiria a marca de US\$ 2 trilhões em patrimônio entre 1995 e 1996 e pelo menos US\$ 3 trilhões no ano 2000. No entanto, ao final de 1992, o seu patrimônio já alcançava US\$ 1,6 trilhões e mostrava sinais que a cifra estimada para o ano de 95 seria superada em 1993. De 1990 a 1992, o número de fundos nos Estados Unidos cresceu 24% e o número de aplicadores 20% (gráfico 1).

**Gráfico 1 - Evolução da Indústria de Fundos Norte-Americana (1940 a 1992)**

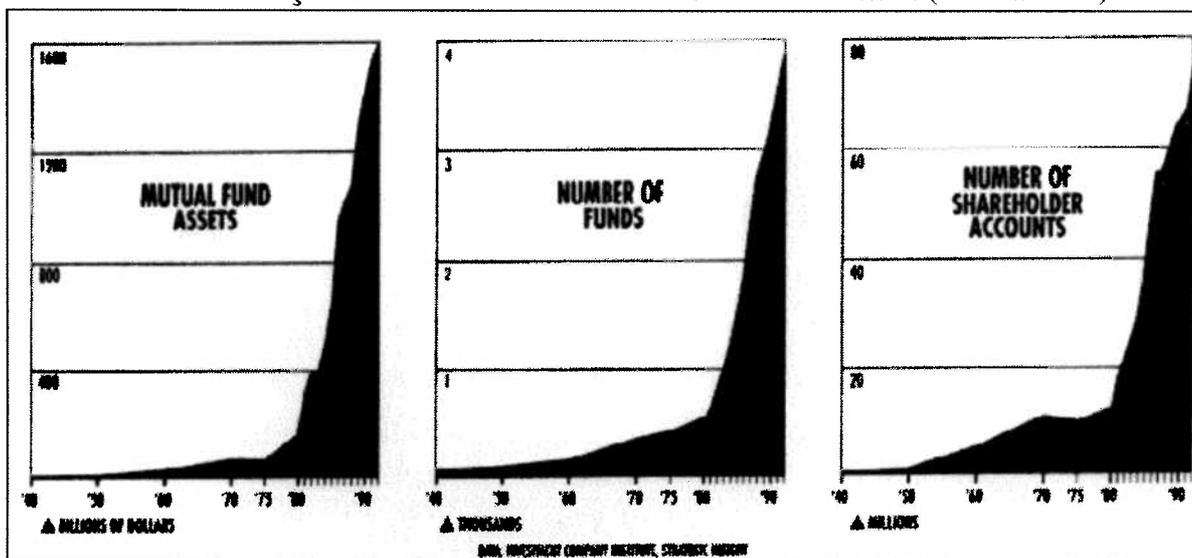
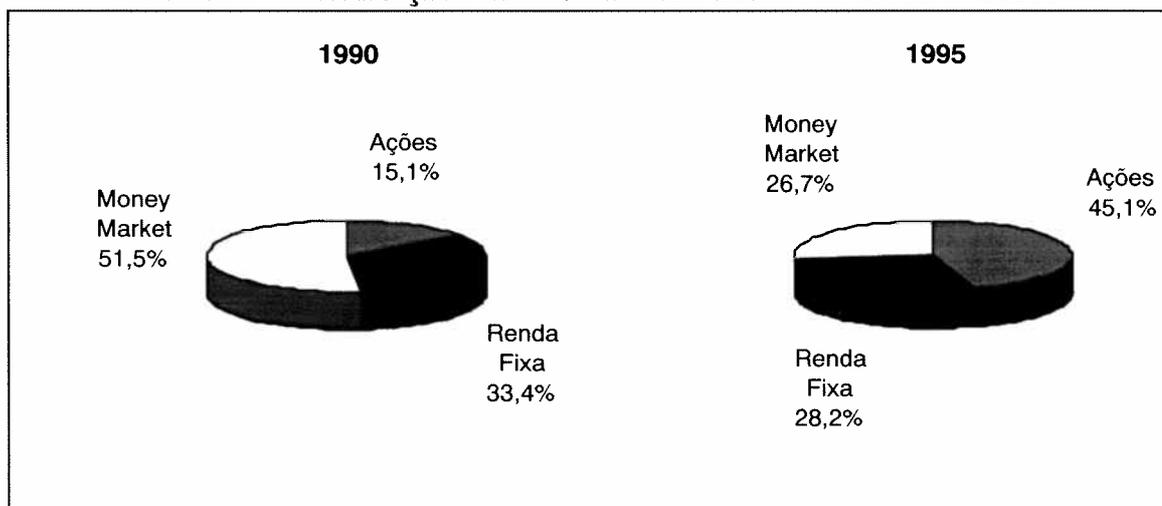


Figura reproduzida do Bussiness Week's Guide to Mutual Funds (1993).

Através do gráfico 2 e da tabela 2, percebemos que o perfil do investidor americano também mudou do início da década de 90 até 95. Nestes cinco anos, além do crescimento do patrimônio dos fundos de investimento que passou de US\$ 966,8 bilhões para US\$ 2,82 trilhões, um aumento de 191,2%, a preferência pelos fundos de

ações aumentou. Em 1990, cerca de 51,5% deste patrimônio estavam concentrados em fundos de *money market* e apenas 15,1% em ações. No ano de 95 a situação se inverteu, 45,1% estavam nos fundos de ações e somente 26,7% nos de *money market*.

**Gráfico 2 - Distribuição Patrimonial dos Fundos Norte-Americanos**



Fonte: Investment Company Institute

**Tabela 2 - Patrimônio Líquido da Indústria de Fundos nos EUA (US\$ Bilhões)**

Ano	Equity Funds	Bond & Income Funds	Money Market Funds	Total	% PIB
1970	45,1	2,5	0,0	47,6	4,71
1975	37,5	4,7	3,7	45,9	2,90
1980	44,4	14,0	76,4	134,8	4,98
1981	41,2	14,0	186,2	241,4	7,97
1982	53,7	23,2	219,8	296,7	9,42
1983	77,0	36,6	179,3	292,9	8,60
1984	83,1	54,0	233,5	370,6	9,81
1985	116,9	134,8	243,8	495,5	12,27
1986	161,5	262,6	292,1	716,2	16,78
1987	180,7	273,1	316,1	769,9	16,98
1988	194,8	277,5	338,0	810,3	16,54
1989	249,1	304,8	428,1	982,0	18,70
1990	145,8	322,7	498,3	966,8	17,51
1991	411,6	441,4	542,5	1.395,5	24,38
1992	522,8	577,3	546,2	1.646,3	27,35
1993	749,0	761,1	565,3	2.075,4	32,72
1994	866,5	684,0	611,0	2.161,5	31,18
1995	1.269,0	793,0	753,0	2.815,0	38,85

Fonte: Investment Company Institute

Os fundos mútuos continuam populares, uma vez que são um veículo conveniente e eficiente de investimento que proporciona a todos, mesmo que com pequenas somas para investir, acesso a um vasto conjunto de oportunidades. Eles possibilitam aos investidores participarem de mercados estrangeiros de ações e títulos, o que seria impossível para os pequenos aplicadores isoladamente. Além disto, abriram um imenso mercado de renda fixa para pessoas que há algum tempo atrás tinham poucas opções para as suas poupanças. Através dos fundos de títulos, estes investidores passaram a ser capazes de receber juros dos mais diversos tipos de instrumentos de renda fixa existentes.

O patrimônio dos fundos cresce tão rapidamente e as aplicações em depósitos bancários de forma tão lenta, que, talvez até o início próximo século, os norte-americanos possam vir a ter mais dinheiro nos fundos do que nas contas de poupança em bancos ou em *Certificates of Deposit*. Isto se deve ao fato de que os investidores e poupadores estão se tornando cada vez mais sofisticados, além deste tipo de aplicação oferecer uma maior diversidade e variedade de produtos que os bancos.<sup>2</sup>

Na verdade, cada vez mais bancos passaram a vender fundos, tanto de administração própria quanto de terceiros. George Salem, analista de bancos da *Prudential Securities*, declarou a *Business Week* que: “os fundos mútuos são os depósitos bancários da década de 90”. Esta frase não quer dizer que os fundos são o mesmo que depósitos bancários, mas sim, que mais e mais pessoas nos Estados Unidos estão usando os fundos como uma alternativa de depósito.

---

<sup>2</sup> Laderman (1993).

Além dos de *money-market*, existe no mercado americano uma diversidade enorme de fundos, que apresentam também uma grande variação quanto a suas composições, por exemplo:

**Fundos Agressivos de Crescimento:** investem primordialmente em ações de empresas que têm um potencial de crescimento rápido e grande apreciação de capital. Às vezes, objetivam também as receitas provenientes dos dividendos distribuídos por estas empresas.

**Fundos de Pequenas Empresas:** procuram obter ganhos de longo prazo investindo em ações de pequenas empresas com grande possibilidade de crescimento.

**Fundos de Grandes Empresas:** investem em companhias já estabelecidas e com passado de crescimento e lucros. Este tipo de fundo aplica de 90% a 95% do seu *portfolio* em ações, cujos resultados esperados cresçam significativamente mais rápido do que aqueles do *S&P 500*.

**Fundos de Crescimento e Receita:** são fundos que aplicam em ações e em títulos, enfatizando o recebimento de receita e um crescimento no longo prazo.

**Fundos de Ações Globais:** dividem-se entre investimentos em ativos norte-americanos e estrangeiros. Este tipo possui uma estrutura operacional que visa obter ganhos nos vários mercados mundiais. Através de operações diversificadas nos

mercados doméstico e estrangeiros de ações, estes fundos apresentam menos riscos que os fundos de ações internacionais.

**Fundos Hedge Globais:** é um dos tipos que mais chamou atenção nos últimos anos devido a sua grande volatilidade e altos retornos. Utilizam-se de estratégias de arbitragem e de *hedging* nos mercados à vista, futuros, opções e de outros derivativos para alcançarem ganhos nestes vários mercados ao mesmo tempo.

**Fundos de Títulos do Governo Americano:** investem somente em emissões do Tesouro americano ou de qualquer outro órgão governamental. Estes fundos, em comparação com os fundos de títulos de empresas, que possuem títulos de renda fixa emitidos por companhias americanas, têm historicamente um retorno menor.

Além de todos os tipos já enumerados, o mercado americano apresenta uma quantidade bastante vasta de fundos e mercados nos quais eles operam. Exemplo disto são fundos talvez difíceis de se imaginar atuando no mercado brasileiro, como os de: saúde/biotecnologia, meio ambiente, recursos naturais, entre outros. Mesmo os que procuram obter um retorno igual ao de algum índice (*track index*, i.e. *Standard & Poors'500 funds*) eram até pouco tempo atrás uma raridade no Brasil.

A crescente indústria dos fundos ultrapassou as fronteiras norte-americanas. De Hong-Kong às Ilhas Virgens, um número cada vez maior de fundos, os chamados *offshore funds*, é registrado. Eles surgiram na década de 70, quando investidores do mundo inteiro começaram a aplicar seu dinheiro em locais onde não existiam impostos ou os mesmos eram extremamente baixos. Os cidadãos latino-americanos e do Oriente

Médio buscavam este tipo de fundo, a fim de salvaguardar seu patrimônio contra distúrbios regionais políticos e econômicos.

Essa indústria se desenvolveu de modo a incluir em seu currículo cidades como Luxemburgo e Dublin. Embora este tipo de investimento não possa ser vendido nos Estados Unidos, por ser não registrado na SEC, ele é administrado por grandes empresas americanas e de investimentos globais tais como: Deutsche Bank, Fidelity Investments, Chase Manhattan.

Enquanto os fundos registrados nos Estados Unidos enviam centenas de informações para seus cotistas, os fundos *offshore* fornecem pouco ou quase nenhum dado. Seus cotistas, geralmente, compram o que seus consultores financeiros têm a oferecer. As taxas cobradas são elevadas e podem até mesmo não ser reveladas pelos administradores.

### **I.3. O Brasil Pré-Real e o Papel dos Fundos de Investimento**

No Brasil, poderíamos considerar o Governo de Juscelino Kubitscheck e o processo de industrialização que se seguiu como o ponto inicial do desenvolvimento dos mercados financeiros e acionário juntamente com o aparecimento de uma inflação contínua e crescente.

A partir de 1964, o país experimentou um grande crescimento. Porém, em seguida, passou por um processo cada vez mais acelerado de corrosão monetária,

somente interrompido, de maneira fugaz, por alguns poucos planos de estabilização heterodoxos.

Dentro de um contexto inflacionário e de indexação de preços e salários, os agentes dessa economia procuraram a todo custo se proteger da deterioração do seu capital. Desta forma, surgiram as aplicações financeiras, tais como fundos de investimento, para suprirem este papel. Devido aos altos níveis de inflação e taxas de juros, o mercado foi capaz de desenvolver mecanismos para aproveitar as oportunidades oferecidas pelo próprio Governo.

As perdas causadas pela inflação durante a década de 80 e início de 90 foram sem dúvida grandes. Mesmo aplicações como o dólar, ouro, caderneta de poupança e CDB acabaram por perder da inflação medida pelo IGP-DI de 1982 a 1992. Apenas as ações conseguiram um retorno real positivo neste período. O Ibovespa obteve uma variação de quase 74% sobre o IGP-DI, enquanto que outros investimentos como a caderneta de poupança tiveram perdas de 15% e as aplicações de curto prazo (*overnight*, fundos de aplicação financeira - FAF) perdas de 67%.<sup>3</sup>

A procura cada vez maior por ativos capazes de obter retornos acima da inflação, bem como garantir uma liquidez diária, fizeram com que os fundos de investimentos, da mesma forma como ocorreu nos Estados Unidos, prosperassem no país. Fundos de renda fixa, que aproveitavam as taxas elevadas de juros no país; fundos de commodities, que proporcionavam bons retornos e uma liquidez diária após trinta dias e os fundos de liquidez diária (FAF, fundo de curto prazo, entre outros), que possibilitavam alguma

correção monetária no dia-a-dia, além dos fundos de ações, são alguns tipos de fundos que se desenvolveram no cenário brasileiro e iniciaram o crescimento dessa indústria.

Os fundos de aplicação financeira, mais conhecidos como fundão, entre todas as aplicações de renda fixa, costumavam proporcionar o pior retorno. Em 1992, mesmo sem considerar nenhum desconto de IOF, cobrado nas aplicações de prazo inferior a dezesseis dias úteis, o rendimento real médio destes fundos foi negativo em 5%, em relação a inflação medida pelo IGP-DI. Entretanto, o fundão permaneceu como uma das principais alternativas de proteção diária para os aplicadores até o aparecimento dos fundos de commodities.

O fundão, sucessor do *overnight* que foi extinto em março de 1991, incorporou-se ao cotidiano de milhões de correntistas, apesar de sua baixa rentabilidade. De certa forma, virou uma espécie de conta remunerada<sup>4</sup> de nova roupagem. A diferença é que, como este tipo de conta foi proibida, o cliente passou a ser obrigado a aplicar seus saldos diariamente para não deixar seus depósitos à vista se desvalorizarem. A aplicação de curto prazo com liquidez diária sempre teve uma grande demanda no país, em decorrência da instabilidade de preços que fez com que o brasileiro buscasse continuamente mecanismos para se proteger de perdas causadas pela corrosão inflacionária.

Outro tipo de fundo eram os de renda fixa que se apresentavam em quatro diferentes modalidades: os de renda fixa pessoa física e jurídica e os de renda fixa DI

---

<sup>3</sup> Revista Exame (20 de janeiro de 1993).

<sup>4</sup> Os depósitos à vista eram remunerados automaticamente na própria conta bancária, sem a necessidade de uma ordem de aplicação do cliente.

para pessoa física e jurídica. A competitividade deste produto vinha da flexibilidade para a composição de sua carteira. O Banco Central (Bacen) definia que apenas 10%, no mínimo, deveria ficar aplicado em títulos públicos federais, podendo o restante estar investido nos mais diversos títulos públicos e privados, como: CDB, debêntures, papéis estaduais e municipais, letras imobiliárias, entre outros.

Os fundos de renda fixa DI apareceram em 1991 com as mesmas características dos fundos de renda fixa, mas com o atrativo de poderem possuir 100% do seu patrimônio protegido no mercado de futuros de taxas de juros da BM&F, garantindo ao aplicador, em determinados momentos, rentabilidade superior aos de renda fixa tradicionais. Isso ocorria quando os juros do mercado estavam subindo, já que os DI incorporavam mais rapidamente a alta das taxas. Nesse caso, os tradicionais eram prejudicados por ainda possuírem na carteira títulos pré-fixados mais antigos e, conseqüentemente, com juros mais baixos.

Os fundos de renda fixa, em 1993, sofreram mudanças com a alteração da sua regulamentação referente à tributação dos ganhos financeiros. Como as empresas, da mesma forma que as pessoas físicas, passaram a recolher imposto de renda na fonte (IRRF) no momento do resgate dos recursos, e não mais ao longo do ano e na declaração anual dos rendimentos, os fundos destinados exclusivamente a pessoas jurídicas perderam a sua necessidade. Haja vista a igualdade na tributação tanto para as empresas quanto para as pessoas físicas, os dois tipos acabaram por ser fundidos em apenas um com o IRRF constituído por 30% da diferença positiva entre o valor do resgate e a variação da Unidade Fiscal de Referência (Ufir) diária no período de aplicação.

Os fundos de renda fixa conseguiram atrair um bom volume de aplicações. De janeiro a dezembro de 1992, os destinados a pessoa física cresceram de US\$ 660,6 milhões para US\$ 1,2 bilhões; os DI pessoa jurídica tiveram o seu patrimônio aumentado de US\$ 421 milhões para US\$ 495,1 milhões, um crescimento percentual menor em relação aos de renda fixa tradicional.

No entanto, como nos fundos de renda fixa a data de aniversário dos rendimentos ocorria a cada 28 dias e mudava todo mês, o investidor tinha dificuldades na sua memorização e por desinformação acabava por fazer resgates fora da data de aniversário da aplicação. Em épocas de inflação de 25% ao mês, manter o dinheiro parado por alguns dias levava o investidor a ter perdas significativas. Estes fundos, que seriam fortes concorrentes da poupança, terminaram por não atrair investidores como era esperado. Logo, apesar de apresentarem rentabilidades competitivas, a carência se tornou uma grande desvantagem. Desta maneira, os fundos de commodities, nos quais ela era somente exigida nos primeiros 30 dias, foram capazes de crescer de forma rápida principalmente a partir do último trimestre de 1992.

Os fundos de commodities foram lançados em abril de 1992 e proliferaram de maneira espantosa. Criado com a intenção de suprir a agricultura com financiamentos estáveis e desenvolver os mercados futuros de commodities agrícolas no país, este tipo de fundo conseguiu captar US\$ 5 bilhões somente entre outubro e dezembro de 1992. Ao final do ano de sua criação, a participação correspondia a 26,6% da indústria, a segunda maior depois do fundão com 56,6% do total de US\$ 19,1 bilhões.

Entretanto, os fundos de commodities que surgiram no mercado tinham características completamente distintas das que motivaram sua idealização. Pela regulamentação do Banco Central, eles deveriam ter no máximo 45% de seu patrimônio em títulos de renda fixa, no mínimo 15% em contratos futuros de *commodities* agrícolas e o restante em ações, ouro ou certificados de mercadorias e *export notes*. Ocorre que o Bacen abriu uma brecha para os bancos ao estabelecer um prazo de 180 dias para que os fundos criados até 1º de outubro de 1992 se enquadrassem na legislação. Como estes fundos tinham liquidez diária depois do prazo de carência, os bancos aproveitaram para oferecer modalidades de aplicações que fugiam ao objetivo da lei. Dois tipos básicos foram lançados: um concentrado em títulos de renda fixa e outro em ativos indexados ao câmbio, como as *export notes*.

Muitos administradores resolveram aproveitar a liberdade provisória de composição de carteira dessa modalidade de investimento, relançando seus fundos de renda fixa DI no mercado com o nome de fundos de commodities e conseguiram aumentar a flexibilidade de movimentação para os investidores. Com a nova denominação, a liquidez passava a ser diária, sem a perda de rendimentos acumulados após o trigésimo dia e não mais a cada 28 dias.

Uma grande expectativa, dentro do mercado, foi gerada quanto a regulamentação da composição da carteira dos fundos de commodities. Temia-se que o enquadramento fosse tornar os fundos mais arriscados e, logo, menos atrativos para os investidores, já que sua carteira teria que possuir uma parcela de contratos futuros de commodities agrícolas. No entanto, o que se pôde verificar no mercado foi que a característica de

renda fixa prevaleceu. A partir de 1993, estes fundos precisaram combinar diferentes tipos de ativos dentro do seu *portfolio*. Houve um limite máximo de 60% do patrimônio para títulos públicos ou privados de renda fixa, 20% para ações, 10% para ouro, além o mínimo de 25% para papéis vinculados ao mercado agrícola e 10% em operações de futuros agrícolas. Tais exigências abriram espaços para múltiplas possibilidades de composição, que poderiam fazer a rentabilidade de um fundo divergir muito de um outro.

Na prática, as grande variações de retornos não existiram. Todos, em princípio, aproveitaram o prazo de 180 dias para enquadramento aos limites e fizeram da carteira um fundo de renda fixa com apenas uma carência inicial. Após este período, os enquadramentos foram adequados com operações que garantiam o retorno na parcela destinada à renda variável, através da utilização de *hedge* nos mercados futuros.

Em 1993, a indústria de fundos brasileira começou a mostrar sinais da sua tendência de crescimento acelerado e maior concorrência entre os administradores. Ao final deste ano, o patrimônio total chegava a US\$ 24 bilhões, um aumento de 25,7% em relação ao ano anterior, segundo a Anbid, entidade que reúne os administradores de fundo no país. O número de fundos também aumentou em 141, passando para um total de 667.

Talvez uma razão para este crescimento tenha sido a cobrança do IPMF, ainda que de forma provisória, em 1993. O imposto prejudicava aplicações tradicionais como o CDB, pois a cada vencimento o dinheiro voltava para a conta corrente, o que obrigava o investidor a pagar o tributo. Por outro lado, com os fundos, o dinheiro era reaplicado

automaticamente e retornava à conta corrente somente quando o investidor pedia o resgate.

Outro motivo, também relevante, seria atribuído ao sucesso alcançado pelo fundo de commodities que conseguiu aliar duas características importantes para o investidor: rentabilidade e liquidez. Quando comparado ao CDB, por exemplo, este tipo de fundo estava sujeito a uma alíquota de imposto menor. Enquanto o primeiro era tributado em 30% do que excedesse a variação da Ufir diária, o segundo pagava 25%. Em relação ao fundão, tinha a vantagem de não pagar pesadas alíquotas de IOF e não era obrigado a recolher ao Banco Central, sob a forma de depósito compulsório, o equivalente a 25% do patrimônio, remunerado apenas pela Taxa Referencial (TR). O crescimento foi tão grande que esta modalidade de fundos obteve o maior patrimônio com um total de US\$ 8,4 bilhões, o equivalente a 34,9% do patrimônio total da indústria ao término de 93. O patrimônio dos fundões, ao contrário, passou a representar apenas 32,8%, o equivalente a um saldo de US\$ 7,9 bilhões.

Os fundos de carteira livre foram outra inovação na indústria, uma vez que lhes era permitido atuar nos mercados futuros e de opções. Aproveitando-se desta liberdade da legislação, muitos bancos acabaram por transformar seus fundos de ações em carteira livre, que na verdade eram uma espécie de fundão que não pagava IOF. Uma outra vantagem destes fundos era o imposto de renda ser de 25% e não 30% como nas aplicações de renda fixa. Desta maneira, eles vieram a se tornar uma boa opção para aplicações de curto prazo.

Apesar do nome deste tipo de fundo estar relacionado à palavra ações, ele procurava garantir rendimentos em torno de 97% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI), enquanto que a média do fundo era de 90%. Isso acontecia, pois seus administradores se utilizavam de operações nos mercados de opções e de índice futuro da Bovespa e assim conseguiam fazer seus fundos adquirirem um perfil de renda fixa. Entretanto, o Governo, a partir de janeiro de 1994, decidiu adotar o IOF igual ao do fundo, ou seja, uma alíquota inicial de 50% que diminuía progressivamente até o 15º dia útil.

Até fevereiro de 1993, existiam 89 carteiras de fundos de ações no país com um patrimônio de aproximadamente US\$ 655 milhões, o que representava 3,52% do montante de recursos na indústria. Considerando-se a variação do IGP-M, o crescimento real do patrimônio líquido foi de 11,4%, em relação ao ano anterior. Embora sua participação fosse relativamente pequena, os fundos de ações começaram a receber uma maior atenção das instituições financeiras, pois este produto se tornou uma potencial alternativa de captação de recursos. O processo de privatização das estatais e a tendência das corretoras a terem menos interesse em atender clientes pessoas físicas nas transações com ações foram fatores que fizeram com que houvesse uma expectativa de crescimento em torno destes fundos.

Tabela 3 - Regras para os Fundos de Investimento			
Tipo	Composição da Carteira	Aplicação/Resgate	Tributação
FAF	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 45% no mínimo entre títulos do Tesouro e Bacen e depósitos no Bacen.</li> <li>- 10% no mínimo em títulos de desenvolvimento econômico.</li> <li>- 3% no mínimo em Fundo de desenvolvimento social.</li> <li>- o restante em títulos de renda fixa.</li> </ul>	<p>Aplicação com cota do dia da efetiva disponibilidade dos recursos.</p> <p>Resgates no próprio dia ou dia útil subsequente ao pedido, com valor da cota do dia ou do dia útil antecedente ao pagamento.</p>	<p>IR de 5% sobre a valorização da cota, diariamente.</p> <p>IOF incidente sobre o valor da cota até o 15o dia útil, limitado ao rendimento.</p>
RENDA FIXA - CURTO PRAZO	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 50% no mínimo em títulos do Tesouro Nacional e/ou do Banco Central e depósitos compulsórios no Bacen (mínimo de 25%).</li> <li>- 50% em títulos públicos ou privados.</li> </ul>	<p>Aplicação com cota do dia da efetiva disponibilidade dos recursos.</p> <p>Resgates no próprio dia ou dia útil subsequente ao pedido, com valor da cota do dia do pagamento.</p>	<p>IR de 30% sobre a valorização da cota que excedesse a Ufir diária.</p> <p>IOF incidente sobre rendimento até o 15o dia útil.</p>
RENDA FIXA	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 10% no mínimo em títulos da dívida pública federal.</li> <li>- o restante em títulos de renda fixa e em mercado futuro de CDI, nesse caso desde que previsto no regulamento do fundo.</li> </ul>	<p>Aplicação com cota do dia da efetiva disponibilidade dos recursos.</p> <p>Resgates no próprio dia ou dia útil subsequente ao pedido.</p> <p>O direito ao rendimento ocorria a cada intervalo de 28 dias</p>	<p>IR de 30% sobre a valorização da cota que excedesse a Ufir diária no período.</p>
AÇÕES	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 51% no mínimo em ações.</li> <li>- o restante em títulos de renda fixa e cotas de FAF.</li> </ul>	<p>Aplicação com cota de fechamento do dia útil subsequente ao da efetiva disponibilidade dos recursos.</p> <p>Resgate com cota de fechamento do dia útil subsequente ao do pedido do resgate.</p> <p>Pagamento efetuado em até 5 dias úteis subsequentes ao pedido.</p> <p>O estatuto do fundo podia prever prazo de carência para o resgate das cotas.</p>	<p>IR de 25% sobre a diferença positiva entre o valor da cota e seu custo médio em Ufir diária.</p> <p>Os prejuízos ocorridos podiam ser compensados contra lucros futuros da aplicação.</p>
AÇÕES - CARTEIRA LIVRE	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 51% no mínimo em ações, opções de ações, índices e futuro de ações.</li> <li>- o restante em títulos de renda fixa e cotas de FAF.</li> </ul>	<p>Idem ao Fundo de Ações</p>	<p>Idem ao Fundo de Ações</p>
COMMODITIES	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 25% no mínimo em: export notes vinculados a produtos agrícolas, pecuária e agroindústria.</li> <li>- 60% no máximo em títulos públicos, privados de renda fixa e cotas de FAF.</li> <li>- 20% no máximo em ações.</li> <li>- 10% no máximo em ouro.</li> <li>- 10% no mínimo em mercados futuros referenciados em commodities.</li> </ul>	<p>Aplicação com cota do dia da efetiva disponibilidade dos recursos.</p> <p>Resgates no próprio dia ou dia útil subsequente ao pedido, com valor da cota do dia do pagamento.</p> <p>Carência de 30 dias para o resgate das cotas.</p>	<p>Idem ao Fundo de Ações</p>

Fonte: Anbid e Andima

## **II. O PLANO REAL E O NOVO PERFIL DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO BRASILEIROS**

### **II.1. As Expectativas da Indústria de Fundos de Investimento com a Estabilização**

Como foi visto no capítulo anterior, no período pré-Real, os fundos eram mais utilizados como proteção às perdas inflacionárias e mostravam-se como predominantemente de curto prazo. Entretanto, observa-se um crescimento significativo da indústria de fundos brasileira nos últimos 9 anos. De 1988 a 1996, o patrimônio líquido da indústria aumentou em mais de 20 vezes, atingindo a marca de US\$ 103,08 bilhões.

As várias características de facilidades operacionais associadas aos fundos, juntamente com a extinção do *overnight* em março de 1991, fizeram com que os fundos de aplicação financeira - FAFs (uma das poucas alternativas remanescentes de investimento com liquidez imediata) conseguissem agrupar parcelas dos recursos expressivos disponíveis na economia. Porém, a grande expansão na indústria de fundos de investimento nacional veio com o Plano Real.

A queda da inflação e a sensível redução dos juros nominais contribuíram para a estabilidade e possibilitaram o planejamento financeiro por parte dos agentes da economia brasileira. A diminuição das incertezas e das perdas causadas pela corrosão

monetária propiciaram uma diferenciação mais clara entre poupança, investimento e aplicações destinadas à proteção da moeda. A própria expansão da indústria de fundos, nos anos anteriores, sobretudo dos fundos de renda fixa, esteve associada ao fenômeno da inflação e foi através dos fundos que setores médios da sociedade tiveram acesso às operações com moeda indexada. Os fundos de curto prazo, de commodities e fundo ofereciam a correção monetária do valor da moeda juntamente com uma liquidez diária.

Embora o investidor procurasse continuamente fundos com alta liquidez, ele não fazia uso da mesma. Nos antigos fundos de commodities, o investidor costumava ficar, em média, 120 dias sem sacar o dinheiro, mesmo podendo fazê-lo a partir do trigésimo. Talvez, tal fato possa ser explicado pela necessidade do aplicador brasileiro de poder ter agilidade e facilidade de acesso a sua aplicação em tempos de incertezas e de difícil planejamento de seus gastos.

A resistência do investidor em aplicar a longo prazo tem também uma explicação financeira. Com os juros altos, não havia razão para alongar as aplicações, uma vez que era possível obter bons retornos com alguma liquidez. Com a estabilização da economia e o fim da ilusão monetária causada pela inflação, esperava-se uma alteração no perfil dos investidores. Estas mudanças estariam relacionadas à realocação de recursos, alongamento dos prazos de aplicações e a uma procura mais cuidadosa por rentabilidade nos investimentos. A melhor percepção das rentabilidades reais desses investimentos também proporcionaria uma tendência ao aumento da concorrência entre os administradores e uma possível redução de suas taxas de administração.

As administradoras independentes viram na estabilidade uma grande oportunidade para aumentar o seu campo de atuação, especialmente em renda variável. A presença dos independentes faz sentido somente em produtos mais sofisticados e elaborados de renda variável, uma vez que para renda fixa não há forma de competir com a grande rede de venda deste produto nos bancos. Nos produtos mais sofisticados, que necessitam de um acompanhamento freqüente e elaborado, os independentes, por terem como única atividade os fundos de investimento, levam vantagem e ainda não se influenciam, como ocorre nos bancos, pelos produtos que a própria instituição oferece. Além disso, os gestores independentes têm a vantagem de poder cobrar taxas de administração mais baixas, pois se utilizam preponderantemente de taxas de *performance*.

A consolidação da estabilidade e a queda dos juros nominais, também foram fatores que reforçaram a expectativa para o início da ampliação da participação das aplicações em renda variável. A longo prazo, as bolsas têm ultrapassado os ganhos das aplicações de renda fixa. Entretanto, a parcela dos investimentos aplicados em ações continuava bastante reduzida.

A expectativa sobre a nova situação econômica fez com que o mercado previsse a divisão do setor de fundos em 2 grandes famílias: fundos de investimentos de renda fixa longo prazo e fundos de ações. Com relação à renda fixa, a liquidez perderia a importância e os prazos de aplicações se ampliariam em busca da melhor rentabilidade. Especialistas estimavam algo em torno de um ano de maturação. Já no que diz respeito aos fundos de ações, haveria uma ampliação de espaço devido à própria característica de longo prazo deste tipo de investimento. A estabilização faria com que a volatilidade e o

risco das aplicações em ações fossem reduzidos, fatos que contribuíram para a pequena captação dos fundos de ações quando comparados aos de renda fixa no passado. Já as aplicações que buscavam liquidez diária perderiam o sentido e os produtos poderiam ter uma elevação significativa em seus custos, tendendo a serem transformados ou extintos. Os fundos de derivativos seriam outro tipo de produto mais sofisticado a ser desenvolvido. Através de operações com futuros, opções, entre outros, estes fundos atingiriam novos perfis de investimento.

A estruturação de novos segmentos, porém, não dependeria apenas da estabilização. A alteração da legislação e sua maior flexibilização seriam os fatores fundamentais que complementaríamos o processo de estruturação para a indústria de fundos mútuos de investimento do país.

## **II.2. As Mudanças nos Fundos de Investimento com o Plano Real**

O começo de 1995 foi marcado por importantes mudanças na tributação dos fundos mútuos, as quais foram responsáveis por uma alteração na competitividade relativa dos diferentes segmentos da indústria. As alíquotas de Imposto de Renda incidentes sobre as aplicações em fundos de renda fixa, de renda variável e ainda dos FAFs foram unificadas e alteradas para 10%, a partir de 1º de janeiro. A base de cálculo do imposto passou a ser constituída pela diferença positiva entre o valor do resgate, líquido de IOF, e o valor de aquisição da cota. Assim, o IR veio a incidir não mais sobre o rendimento real, mas sim sobre o nominal, o que explica a alíquota inferior às observadas anteriormente. Além disso, a cobrança do IOF foi reduzida para zero nas alienações ou resgates de títulos ou cotas.

As medidas restritivas ao consumo adotadas pelo Governo e ainda a mudança das bandas cambiais em março, implementaram simultaneamente a desvalorização do real e um salto nas taxas de juros. O aumento dos juros fez com que a rentabilidade de todas as aplicações de renda fixa pós-fixadas crescessem. Contudo este estímulo não foi capaz de reverter o movimento expressivo de queda do patrimônio da indústria. Em março, pela primeira vez desde outubro de 1993, o setor apresentou uma variação real negativa de patrimônio, em relação ao mês anterior, correspondente a uma perda de recursos de aproximadamente R\$ 2,6 bilhões ou US\$ 2,8 bilhões (diferença dos patrimônios líquidos descontados de rentabilidade real e da inflação medida, em março, pelo IGP-M).

A persistência das perdas líquidas esteve de alguma forma associada ao esgotamento da capacidade de endividamento das famílias. As necessidades de pagamento de dívidas, contratadas até o início do referido ano, acabaram por determinar saques de recursos cuja carência já estava vencida. Esses resgates não foram compensados por novas entradas, uma vez que os aplicadores tenderam a reduzir seus investimentos em fundos onde os prazos mínimos necessários eram 30 dias.

A partir do 2º semestre de 1995, a perspectiva de alongamento dos prazos começou a ser introduzida no país, através de medidas tomadas pelo Governo com o objetivo de acabar com instrumentos de investimento que combinavam altas rentabilidades e liquidez diária, como acontecia nos fundos de commodities após a carência inicial.

Em julho, a circular número 2.594 do Bacen modificou o setor de fundos do país. Os fundos de renda fixa, commodities e carteira livre de renda fixa deixariam de aceitar novos depósitos e em seus lugares, seriam criados os fundos de investimentos financeiros (FIFs) que substituiriam o conceito de carência pelo de intervalo. Somente o FIF de curto prazo, que passou a substituir o FAF, preservou a liquidez diária. Em compensação, o Bacen impôs ao novo produto um recolhimento compulsório de 50%, o que reduziu significativamente sua rentabilidade. Por outro lado, a criação de fundos com prazo de aplicação maior foi estimulada através da redução dos compulsórios. Aos fundos de 30 dias foi fixado um recolhimento de 5% e os de prazo superior a 60 dias ficaram isentos do compulsório (tabela 4).

#### **Tabela 4 - Legislação dos FIFs**

(1) Os FIFs (Fundos de Investimento Financeiro) foram instituídos em substituição aos Fundos de Commodities, Renda Fixa, Renda Fixa - Curto Prazo, FAF e Fundos de Investimento em Quotas (FIQs) de FAF e Renda Fixa - Curto Prazo.

(2) Os normativos que regulamentam a matéria são:

- Resolução nº 2.183 de 21/07/95 - Autoriza a constituição e funcionamento dos novos fundos e estabelece as regras de transição dos antigos para estes.
- A Circular 2.594 de 21/07/95 - Regulamenta a constituição dos FIFs, revogada e substituída pela Circular nº 2.616 de 18/09/95.
- A Circular nº 2.624, de 29/09/95, que autoriza a aplicação dos FIFs em ações.
- A Circular nº 2.595 de 21/07/95 - Institui depósito compulsório sobre os FIFs - Curto Prazo.
- A Circular nº 2.596 de 21/07/95 - Institui depósito compulsório sobre os FIFs.
- A Circular nº 2.601, de 09/08/95 que estabelece normas contábeis.
- A Carta-Circular nº 2.564 de 28/07/95, que dispõe sobre remessa de informações.
- A Circular nº 2.611, de 09/08/95 que modifica os compulsórios.
- A Circular nº 2.622, de 28/09/95, que autoriza a constituição de depósitos voluntários.
- A Circular nº 2.620, de 27/09/95, define prazo para a manutenção de documentos.
- A Carta-Circular nº 2.583, de 21/09/95, que trata da remessa de informações.
- O Comunicado nº 4.783, de 22/09/95, que esclarece acerca de liberação dos compulsórios dos FAFs.
- O Comunicado nº 4.800 que cria títulos no COSIF.
- O Comunicado nº 4.808, de 02/10/95, que divulga opção no SISBACEN acerca de depósitos voluntários.
- O Comunicado nº 4.819, que esclarece acerca de inclusão de dados relativos aos FIFs.
- O Comunicado nº 4.820, de 06/10/95, esclarece acerca de dúvidas na remessa de informações.
- O Comunicado nº 4.832, de 17/10/95, que esclarece acerca de informações semanais e mensais.
- A Carta-Circular nº 2.587 que esclarece acerca da aplicação de entidades de previdência privada nos FIFs.
- A Resolução nº 2.206 que dispõe sobre a aplicação de reservas técnicas de entidades de previdência privada em FIFs.
- A Carta-Circular nº 2.594, que dispõe sobre remessa de informações nos FAFs.
- A Circular nº 2.654, de 17/01/96, que esclarece acerca de normas contábeis dos fundos.
- A Circular nº 2.688, de 05/06/96 que autoriza a inclusão de notas promissórias na carteira dos FIFs.
- A Circular nº 2.703 que altera a alíquota dos compulsórios sobre os FIFs Curto Prazo.

(3) Além disso os Fundos de Ações - Carteira Livre, embora não tenham sido extintos, foram substancialmente modificados pela Instrução nº 237 de 27/07/95 da CVM.

Fonte: Anbid e Andima

Dentre as mudanças significativas que ocorreram, a mais importante foi, sem dúvida, o fim das aplicações de renda fixa que davam possibilidade de saque imediato, sem o ônus que era imposto ao fundão e aos fundos de curto prazo. Os resgates nos

fundos, a partir de então, somente teriam direito aos rendimentos, caso ocorresse na data de aniversário da aplicação.

Os antigos fundos de renda fixa e commodities foram fechados para aplicações em 1º de outubro de 1995, mas puderam continuar a existir até o dia 29 de dezembro do mesmo ano. O patrimônio destes fundos poderia ser devolvido aos clientes ou reaplicado nos novos fundos. Antes do prazo para o seu término, no entanto, a maior parte dos administradores transferiu as antigas aplicações para os novos fundos. Os fundos de commodities tiveram a vantagem de continuarem a possuir liquidez diária após o trigésimo dia, enquanto os de renda fixa só puderam ser resgatados no primeiro aniversário de 28 dias ou passaram a obedecer o intervalo adotado pelo FIF. Os FAFs e os fundos de renda fixa curto prazo também preservaram a liquidez diária. A única condição imposta pelo Bacen foi de que os primeiros saques das aplicações correspondessem aos recursos que migraram dos antigos fundos.

Para dar maior liberdade às administradoras, o Bacen permitiu a inclusão de quase todo tipo de ativo na composição das carteiras dos novos fundos. Uma decisão conjunta assinada com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) autorizou os fundos a terem até 20% da carteira em ações de companhias de capital aberto registradas na CVM e um máximo de 10% em papéis de empresas não financeiras. No caso de empresas financeiras, a concentração dos papéis de um mesmo emissor foi fixada em 20% do patrimônio. As aplicações em Cédulas do Produtor Rural (CPR) também foram autorizadas, com exceção para os *commercial papers*.

O Bacen também fixou novas regras contábeis, que determinavam que os administradores teriam que fazer a atualização diária das carteiras dos fundos a preço de mercado e não a contabilização dos papéis pelo valor de face. Isto é, caso a taxa de juros subisse, as cotas dos fundos de renda fixa, que costumavam ser sempre crescentes, poderiam apresentar queda. O balanço anual do dia 31 de março foi eliminado, podendo ser feito em qualquer data. A obrigatoriedade de informações sobre as cotas no dia do balanço também foi suspensa e substituída pela simples remessa dos dados no dia 31 de dezembro.

Os fundos de carteira livre, que permitiam resgates diários e tinham características de renda fixa, voltaram a ser eminentemente fundos de ações. Antes das mudanças, seus administradores podiam fazer operações com derivativos na parcela mínima de 51% do patrimônio destinada a aplicações em ações e, desta forma, transformavam os fundos em aplicações de renda fixa. A partir deste momento, os fundos de carteira livre puderam aplicar somente 49% do seu patrimônio em renda fixa e o restante da carteira passou a ser destinado às ações. Como estes fundos vieram a ter uma grande parte dos seus ativos em ações, seus ganhos tiveram maior semelhança com os dos fundos de ações (tabela 5).

Tabela 5 - Reforma da Indústria de Fundos		
Regras	Novos Fundos	Antigos Fundos
1) Transição	<ul style="list-style-type: none"> <li>i) A partir de 1/8/95 - novos fundos poderiam ser constituídos.</li> <li>ii) Até 1/10/95 - antigos fundos poderiam emitir quotas.</li> <li>iii) Até 29/12/95 - antigos fundos deveriam ser extintos, transformados ou incorporados.</li> <li>iv) Direitos adquiridos quanto ao resgate das cotas foram mantidos.</li> <li>v) Papéis dos antigos fundos poderiam ser mantidos até 29/12/95 mesmo que não cumprissem as novas normas de diversificação.</li> </ul>	
2) Constituição e Características	<p>Principais Novidades:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>i) Exigência de designação de um membro responsável pela administradora.</li> <li>ii) Quotista deveria aderir por escrito ao regulamento.</li> <li>iii) Exigência de maior detalhamento da política de investimento do fundo no regulamento.</li> </ul>	Inexistiam tais exigências.
3) Administração	<p>Principais Modificações:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>i) Dados divulgados diariamente (PL, cota, rentabilidade diária e acumulado) deveriam estar disponíveis na sede e agências da administradora e poderiam ser divulgados por meio de entidades de classe (observadora a exigência de publicação em periódico de ampla circulação de conhecimento dos cotistas).</li> <li>ii) Dados poderiam não ser divulgados diariamente em casos excepcionais devidamente justificados.</li> <li>iii) Foi permitida a contratação de consultorias ou terceirizar a administração da carteira.</li> </ul>	Tanto (i), quanto (ii) e (iii) não eram previstos.
4) Emissão, Colocação e Resgate de Cotas	<p>Modificações:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>i) Ativos avaliados pelo preço de mercado.</li> <li>ii) Atualização da quota com intervalo mínimo de 30 dias.</li> <li>iii) Em caso de resgate antes da atualização, o valor deveria ser o menor entre o dia da última atualização (ou emissão se não tiver ocorrido nenhuma atualização) e o do dia da efetivação do resgate.</li> <li>iv) Resgate efetivado até o 5º dia útil após a solicitação, conforme regulamento do fundo.</li> <li>v) O valor da emissão da cota seria referente aquele da efetiva disponibilidade dos recursos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>i) Ativos avaliados segundo as regras do COSIF.</li> <li>ii) Atualização do valor da cota: 28 dias no caso dos RF; diário no caso dos FAF e RF-Curto Prazo; Commodities - após a carência de 30 dias, o cálculo era diário.</li> <li>iii) Resgate - no próprio dia ou 1º dia útil subsequente ao pedido.</li> <li>iv) Valor da cota da efetiva disponibilidade dos recursos.</li> </ul>
5) Composição da Carteira	<ul style="list-style-type: none"> <li>i) Mínimo - compulsório na forma de legislação específica.</li> <li>ii) Restante - livre, excluindo-se ações (permitidas só com um máximo de 20% do PL).</li> <li>iii) Diversificação do risco - 10% do PL no máximo em títulos de uma mesma entidade não financeira e 20% no caso de instituição financeira.</li> <li>iv) Os ativos deveriam ser registrados/custodiados, e em alguns casos (<i>Warrants</i>, contratos mercantis, e títulos representativos desses contratos) contar com garantia de instituição financeira ou seguradora.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>i) Composição da carteira variável de acordo com o segmento.</li> <li>ii) Diversificação - máximo de 10% do PL pessoas jurídicas.</li> </ul>

6) FIF - Curto Prazo	<p>i) Carteira idêntica à dos demais FIF (exceto pelo compulsório definido em regulamentação específica).</p> <p>ii) Cálculo do valor da cota para fins de resgate - diário.</p> <p>iii) Resgate da cota no mesmo dia ou 1º dia útil subsequente à solicitação.</p>	i) Substituiu os antigos FAF e Renda Fixa Curto Prazo.
7) Fundos de Aplicação em Cotas de FIF e de FIF-CP	i) Composição: 100% em cotas de FIF ou FIF-Curto Prazo, vedada a aquisição de cotas de FIF a Fundos de Aplicação em Cotas de FIF-Curto Prazo.	i) Substituiu os antigos Fundos de Investimento em Cotas de FAF e Renda Fixa Curto Prazo.
8) Compulsórios	<p>i) No caso dos FIF-Curto Prazo - 50% do PL em espécie sem remuneração, a ser cumprido diariamente.</p> <p>ii) No caso dos FIFs, o compulsório era: em espécie sem remuneração, a ser cumprido diariamente e variável de acordo com o intervalo para o cálculo do valor da cota para fins de resgate.</p> <p>- de 30 a 59 dias: 5% do patrimônio líquido.</p> <p>- de 60 a 89 dias: primeiramente estabelecido em 5% do PL, porém acabaram por serem isentos.</p> <p>- a partir de 90 dias: zero.</p> <p>iii) Foi prevista a cobrança de encargos no caso de não cumprimento das exigibilidades.</p>	i) Não havia compulsório não remunerados e sim limites mínimos que deveriam ser cumpridos em títulos públicos e outros papéis. No caso, dos FAF e RF-CP, havia um recolhimento de depósito junto ao Bacen, remunerado pela TR.
9) Outros	<p>i) Legislação simplificada (4 normativos).</p> <p>ii) Taxa de administração poderia ser reduzida (mas não majorada) sem convocação de assembleia.</p> <p>iii) Auditorias anuais.</p> <p>iv) Exercício social do fundo compreendendo o período de 1º de abril a 31 de março do ano seguinte.</p> <p>v) Despesas com consultorias ou tercerização da administração não poderiam recair sobre o cotista.</p> <p>vi) Maior detalhamento das exigências quanto a envio de informações e demonstrações financeiras, tanto ao cotista quanto ao Bacen.</p>	<p>i) Não havia referência à necessidade de convocação da assembleia para deliberar sobre alterações na taxa de administração.</p> <p>ii) Auditorias semestrais.</p> <p>iii) Exercício social do fundo correspondendo ao ano calendário.</p>
10) Fundos de Ações Carteira Livre	<p>Principais Mudanças na Composição da Carteira:</p> <p>i) Do limite mínimo de 51% - foram excluídas debêntures conversíveis. Aplicações em mercados futuros foram mantidas quando fossem de risco (vedadas operações caracterizadas como sendo de <i>hedge</i> ou renda fixa).</p> <p>ii) Foi permitido o desenquadramento temporário (por 3 meses renováveis por mais 3) das exigências acima em virtude de flutuações do mercado ou por debêntures conversíveis advindas do exercício do direito de exercício da preferência.</p> <p>iii) No restante da carteira foram permitidas as operações com derivativos excluídas do limite mínimo de 51%.</p> <p>iv) O administrador deveria remeter à CVM demonstrativo das posições mantidas em mercados futuros caracterizadas como <i>hedge</i> ou de renda fixa.</p> <p>v) No resgate seria utilizadas a cota apurada no fechamento do dia útil subsequente ao da entrada do pedido.</p> <p>vi) Transição - carteiras deveriam ser adaptadas até o dia 1/10/95 e os regulamentos até o dia 29/12/95.</p>	<p>i) O limite mínimo de 51% da carteira podia conter debêntures conversíveis e aplicações caracterizadas como de renda fixa ou <i>hedge</i> em mercados futuros.</p> <p>ii) No resgate, podia ser utilizadas a cota apurada no fechamento do dia, ou do dia útil subsequente, conforme indicado no regulamento.</p>

Fonte: Anbid e Andima

Apesar da nova legislação permitir maior liberdade na composição das carteiras, os fundos de derivativos, que tentavam se parecer com os chamados *hedge funds* norte-americanos, não sofreram mudanças significativas. Estes fundos foram considerados como a grande novidade do mercado nacional no ano de 1994, uma vez que se mostraram como uma proposta alternativa em relação aos fundos de renda fixa e de ações. Em pouco tempo, seu nome passou a ser associado à agressividade, volatilidade e risco, já que atuavam principalmente nos mercados de derivativos. No regulamento anterior, os *hedge funds* eram classificados como fundos de commodities ou fundos de ações carteira livre, cujas carteiras permitiam maior flexibilidade aos administradores para atuar em vários mercados. A partir deste momento, eles foram agrupados apenas como novos FIFs concentrados em operações com derivativos nos mercados de juros, câmbio e bolsa de valores.

As amostras iniciais, nos primeiros meses após as mudanças na legislação de fundos, revelaram que as instituições financeiras não aproveitaram de forma plena a liberdade e possibilidade de diversificação de carteira. Os fundos lançados enfatizaram as aplicações de renda fixa e derivativos do mercado de câmbio e juros, acabando por se tornarem muito semelhantes aos antigos fundos DI, commodities e de *hedge* cambial.

Essa postura pôde ser justificada como uma fase de transição do mercado. Além da mudança nas normas dos fundos, os aplicadores também tiveram que passar por modificações quanto a sua maneira de investir. Mais de 20 anos de inflação alta levaram os investidores a procurarem proteger seu dinheiro da corrosão monetária, fazendo com que as carteiras de renda fixa se tornassem parte da sua cultura de investimento. Por outro lado, a renda variável tinha dificuldades em atrair investidores, devido

principalmente ao *marketing* negativo de alguns episódios como o *crash* dos anos 70, o caso Nahas na década seguinte e a crise do México, mais recentemente. A prioridade dos administradores de recursos, no primeiro momento, foi explicar aos investidores as alterações feitas na indústria de fundos mútuos, informá-los a respeito dos novos produtos e do destino das aplicações antigas.

Durante o mês do surgimento dos novos fundos, além dos fluxos entre segmentos advindos principalmente do processo de transferência dos antigos fundos, foi possível observar importantes alterações no patrimônio líquido do setor que passou de US\$ 68,9 bilhões para US\$ 66,1 bilhões, uma queda de 4,1%. Tal queda, embora pequena em termos percentuais, demonstrou a existência de 2 processos diferentes operando na indústria de fundos mútuos neste dado momento.

O primeiro se caracterizou pelos saques de recursos oriundos dos fundos antigos, tanto localizados nos segmentos a serem extintos (commodities, renda fixa curto prazo, entre outros), quanto nos, então, recém criados FIFs. O volume de aplicações transferidas para estes últimos fundos foi significativo, pois o Bacen autorizou a transformação e incorporação de fundos regidos pela antiga legislação aos novos. Os investimentos nos fundos antigos tenderam a ser sacados mais rapidamente que os existentes nas novas carteiras, uma vez que mantiveram a sua liquidez e rentabilidade.

Mais importante, porém, foi que a maioria dos aplicadores percebeu que as regras de transição permitiram que a maior liquidez de algumas categorias da antiga indústria se aliasse à rentabilidade da nova e em razão disso o setor foi alvo de um grande volume de depósitos antes do prazo final de 1/10/95. De fato, o patrimônio como

um todo manteve um crescimento bastante próximo ou superior a marca de 10% nos meses de agosto e setembro.

Paralelamente ao movimento de resgates, deve-se ressaltar que houve uma significativa entrada de novas aplicações. Esse segundo processo foi mais intenso nos FIFs de curto prazo, pois se tornaram um dos poucos instrumentos para quem quisesse manter um volume disponível para suas transações e ainda ganhar alguma rentabilidade, mesmo que afetada negativamente pelo compulsório. Por outro lado, os FIFs de 60 e de 30 dias eram mais complexos. Os FIFs 60 representavam um alternativa de investimento com características inteiramente novas no mercado tanto com relação à liquidez quanto aos seus retornos. A diversidade de estratégias possíveis a serem tomadas a nível de composição de suas carteiras, fizeram com que o investidor necessitasse de tempo, para comparar os diversos fundos existentes dentro de cada novo segmento.<sup>5</sup>

Efetivamente, a responsabilidade pela queda no patrimônio líquido da indústria pode ser atribuída aos fundos antigos, que perderam cerca de US\$ 10 bilhões. Os investidores tenderam a aplicar bastante nos fundos antes da transição e depois precisaram dispor rapidamente de parte desse dinheiro. A outra parte foi utilizada a medida que houve necessidade de saldos para fazer face a transações correntes ou investimentos. No entanto, os fundos novos aumentaram seu patrimônio em aproximadamente US\$ 7 bilhões, um volume expressivo que representou um aumento de 35,5% em termos percentuais (tabela 6).

---

<sup>5</sup> Affonso (novembro 1995).

**Tabela 6 - Comparação Patrimonial entre os Fundos Novos e Antigos**

<b>FUNDOS</b>	<b>PL de 2/10/95 em milhões de US\$</b>	<b>PL de 1/11/95 em milhões de US\$</b>	<b>VARIAÇÃO</b>
Novos	19.632,06	26.592,68	35,5%
Antigos	49.315,18	39.511,59	-19,9%
<b>PL TOTAL</b>	<b>68.947,24</b>	<b>66.104,27</b>	<b>-4,1%</b>

Fonte: Anbid

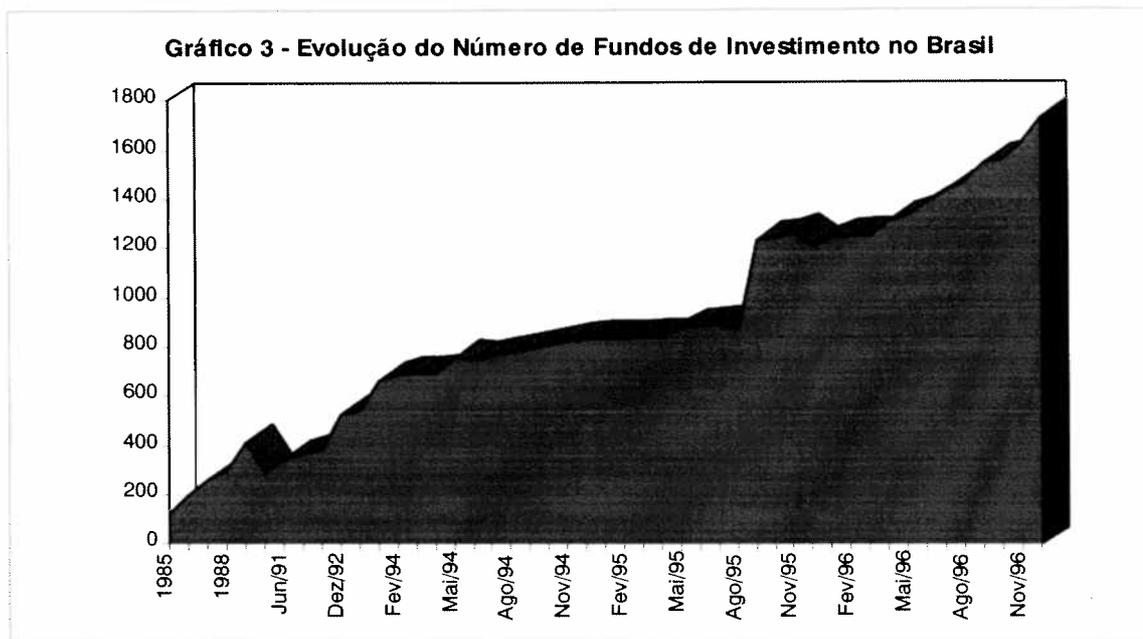
Apesar de, ao final de 1995, os fundos mútuos terem conseguido acumular um patrimônio de cerca de US\$ 67,5 bilhões e um crescimento de 19,6% em relação a janeiro do mesmo ano, a tendência de queda do seu patrimônio iniciada em outubro não se reverteu. Quando comparamos dezembro com o mês anterior, constatamos uma redução dessa queda que persistiu de forma mais suave em termos percentuais. Os resgates causados pelo aumento de demanda por liquidez, características do fim do ano, podem ser responsabilizados por parte da variação negativa. Outros tipos de aplicação, como os CDBs, também sofreram expressivos saques.

De acordo com a Anbid, existiam até novembro aproximadamente 1.262 fundos, dentre os quais 254 sob o formato da antiga legislação. Com o final da transição e incorporação dos fundos antigos, em janeiro de 1996, restaram 1.240 fundos. Isto representou um crescimento de aproximadamente 42,2% em número de fundos, em relação à agosto. Entretanto, o número de instituições administradoras se manteve relativamente constante, com um total de 175. O novo aspecto do setor de fundos brasileiros se caracterizou pelo aumento da participação de papéis de prazos mais longos, como debêntures, e outros instrumentos de aplicação com menor liquidez na composição de suas carteiras. Outro ponto ainda a ressaltar, seria o crescimento da

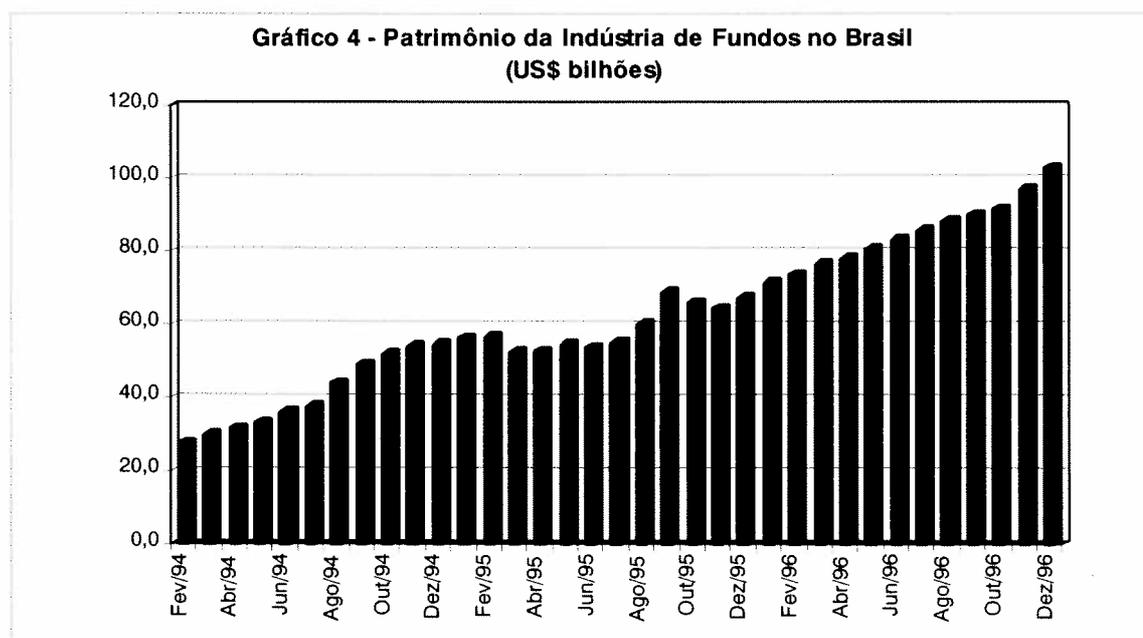
participação dos FACs no patrimônio da indústria como um todo (17,3% do PL total em outubro; 21,7% em novembro e 25% em dezembro).

A indústria dos fundos mútuos de investimento, somente no ano de 1996, começou realmente a absorver as mudanças na legislação implementadas pelo Governo em outubro do ano anterior. Estas alterações permitiram que houvesse uma maior diversificação e competição entre os administradores no setor. A busca por investidores melhorou os rendimentos de algumas aplicações e ainda levou a queda das taxas de administração. Novos produtos foram desenvolvidos, dentre eles, os fundos de renda variável que garantiam o principal investido. Os fundos conseguiram atrair aplicadores de cadernetas de poupança e ainda os bancos estimularam seus aplicadores em CDBs a transferir seus recursos para os primeiros. Nos CDBs, o IR era pago em cada reaplicação, enquanto que nos fundos somente ocorria no resgate, permitindo um ganho adicional de rentabilidade sobre essa parcela onde o imposto incidiria.

Ao compararmos o final de 1996 com dezembro do ano anterior, é possível observar um crescimento bastante significativo no número de fundos e no patrimônio que passaram de 1.212 para 1.727 e de US\$ 67,48 bilhões para US\$ 103,08 bilhões, respectivamente (gráficos 3 e 4). Foi em 1996, que o patrimônio dos fundos ultrapassou o saldo das cadernetas de poupança e dos CDBs, passando a corresponder a 15% do Produto Interno Bruto (PIB) do país, um percentual maior que o verificado na Alemanha e na Inglaterra, por exemplo.



Fonte: Anbid



Fonte: Anbid

A baixa rentabilidade da poupança durante quase 9 meses de 1996, somada a expectativa da cobrança do CPMF, ajudaram a aumentar a captação dos fundos. Como o CDB seria uma das aplicações mais penalizadas pelo CPMF, pois este incidia na compra do certificado e depois no seu resgate, diferente dos fundos nos quais isto só ocorria na aplicação, houve uma transferência de recursos para esse último tipo de

investimento que, ao final do ano, teve um aumento substancial de patrimônio enquanto que o saldo de investimentos em CDB declinou.

A partir da reforma implementada na indústria de fundos brasileira, podemos identificar 3 tipos básicos de fundos: os de curto prazo, os de renda fixa e os de ações. Os de curto prazo, seguindo a mesma tendência de seus antecessores, concentraram-se em títulos públicos e privados de renda fixa e oferecem a possibilidade de resgate diário, mas seu rendimento mostra-se mais uma vez como o pior dentre as aplicações de renda fixa. De maneira geral, são os mais indicados apenas para aplicar dinheiro do cotidiano. Os fundos de renda fixa se apresentam em modalidades de 30 e de 60 dias de carência, concentrando suas aplicações em títulos públicos e privados de renda fixa. A desvantagem dos fundos de 30 dias é a sua necessidade do recolhimento de 5% do patrimônio como compulsório no Bacen, sem qualquer remuneração. Desta forma, sua rentabilidade a longo prazo vem a ser inferior em relação aos de carência maior. Os fundos de ações continuam com as mesmas características, ou seja, uma composição feita por ações negociadas nas bolsas de valores e não tendo prazo de carência para o resgate.

As grandes inovações no setor surgiram da maior liberdade de composição das carteiras, que possibilitou o aparecimento de novas modalidades de fundos no mercado. Fundos que combinavam os mais variados ativos e perfis de agressividade foram criados, dentre eles temos: fundos mistos de renda fixa e ações que podem destinar no máximo 20% do patrimônio a aplicações em bolsa; fundos de renda fixa que aplicam nos mercados futuros de juros e câmbio, de forma a tentar obter retornos mais elevados;

fundos de derivativos que operam nos mercados futuros de ações, juros, câmbio, títulos da dívida externa, ouro, entre outros.

Seria interessante ressaltar que, apesar das alterações de outubro de 1995, as instituições financeiras conseguiram achar uma maneira de obter liquidez diária sem perder rentabilidade. Os fundos que tinham somente um único cotista ou um conjunto de empresas do mesmo grupo, os chamados fundos de investimentos exclusivos, foram a solução encontrada. Por serem FIFs 60 não recolhiam compulsório. Conforme as novas normas, caso ocorresse um saque antecipado, a rentabilidade seria dividida entre os demais cotistas, porém, como o fundo era exclusivo de um único cotista, o aplicador acabava por não perder a rentabilidade.

Os Fundos de Aplicação em Cotas (FACs) de FIF também deram novas oportunidades aos investidores. O FAC pode investir todo o seu patrimônio em um único FIF, desde que seja administrado pela mesma instituição; se o fundo pertence a outra instituição, o limite de aplicação é de 25% do patrimônio (ou até 100% caso for especificado no regulamento). O investidor passa a ter acesso a alternativas que anteriormente estavam somente abertas a grandes aplicadores. A sistemática do FAC, além de baratear os custos de administração, permite às instituições financeiras maximizar sua capacidade de gestão e de distribuição, possibilitando a oferta ao investidor de produtos de gestores diferentes.

O fato de cerca de 40% das aplicações terem se dirigido aos FACs 60 demonstrou que esses fundos passaram a ter grande importância. Antes, a participação deste tipo era muito pequena (cerca de 0,05% do PL total) e sua criação estava limitada

aos segmentos de curto prazo e FAF. Diversas instituições criaram FIFs que só aceitavam aplicações de FACs, eram os chamados FIFs exclusivos de FACs. A única função de tais fundos era administrar os recursos em carteira, enquanto que a captação junto ao público veio a ser feita pelos fundos de aplicação em cotas. Por outro lado, apareceu a possibilidade de surgirem as “administradoras de carteira”, instituições pequenas, mas com agilidade no mercado financeiro e menor capacidade de captação junto ao público. Estas montariam FIFs cujas cotas seriam vendidas a FACs criados por grandes bancos para agrupar recursos de investidores (tabela 7).

**Tabela 7 - Os FACs na Passagem para a Nova Indústria de Fundos**

<b>Segmento</b>	<b>Participação nos Recursos Transferidos</b>
FIF 60	60,0%
FAC 60	39,7%
FIF C.P. + FAC C.P.	0,3%
OUTROS SEGMENTOS	0,0%
<b>TOTAL</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: Anbid

Embora novos produtos tenham surgido no mercado (à medida que os administradores foram percebendo que seus clientes estavam dispostos a ter um pouco mais de risco em suas aplicações), não ocorreu o tão esperado aumento patrimonial nos fundos de renda variável durante o ano de 1996. Em dezembro do ano anterior, os fundos de ações e carteira livre representavam cerca de 2,72% do patrimônio da indústria; já em dezembro seguinte, este valor passou para 4,1%. De acordo com a Gazeta Mercantil do dia 23 de janeiro de 1997, muitos analistas do mercado previam que os investidores transfeririam parte dos seus recursos dos fundos de renda fixa para os fundos de renda variável. Porém, o que se pôde verificar foi uma diversificação e

uma passagem gradual para os fundos mistos, os quais tinham somente 20% do seu patrimônio aplicado em renda variável.

Nos Estados Unidos, onde se concentra a maior indústria de fundos do mundo, a grande maioria dos gestores é independente. Eles começaram a aparecer na década de 70 e hoje somam cerca de 10 mil empresas e são responsáveis por 60% dos 20 maiores administradores norte-americanos, sendo o primeiro lugar ocupado pelo Fidelity.

Por outro lado, no Brasil, estas empresas começaram a aparecer somente nos anos 90 e não passam de uma dezena, uma vez que os maiores bancos de varejo tendem a concentrar os investimentos. Ao final do primeiro trimestre de 1995, existiam mais de 180 instituições financeiras administrando fundos mútuos, embora cerca de 15 concentrassem 75% do total aplicado. Mas esta concentração teve uma tendência a diminuir com a expansão dos administradores independentes, autorizados a funcionar desde 1994, pela instrução número 215 da CVM. A percepção dos bancos de que o setor serviria como fonte alternativa de receita, fez com que, nos últimos 2 anos, houvesse o início de um processo de separação mais clara entre a área de fundos e de tesouraria da instituição, transformando a primeira em uma administradora independente.

Com a queda dos ganhos com a inflação e a estabilização da economia, a competição pelos recursos dos aplicadores também cresceu e muitos fundos de investimento se tornaram mais baratos, verificando-se reduções de até 50% nas taxas cobradas. As taxas de administração<sup>6</sup>, um elemento pouco considerado nos tempos de

---

<sup>6</sup> A taxa de administração corresponde à parcela dos recursos aplicados que o administrador retem para cobrir seus custos operacionais relativos ao fundo, tais como: gastos com movimentação, divulgação de balanços e o próprio ganho da instituição administradora.

permanente e acentuada elevação de preços, eram altas já que o nível de movimentação era grande, o que aumentava os custos operacionais. Com a estabilidade econômica, as taxas passaram a influenciar mais as rentabilidades, que se tornaram nominalmente inferiores a dos tempos de alta correção monetária. No entanto, o próprio crescimento da indústria de fundos brasileira e uma maior concorrência no mercado também podem ser apontados como razões dessa redução das taxas cobradas.

Outra nova tendência que se acentuou foi a cobrança da taxa sobre o desempenho dos fundos de renda variável, ou também chamada taxa de *performance*, na qual o aplicador é cobrado proporcionalmente à rentabilidade obtida acima de um determinado índice usado como parâmetro (por exemplo, um fundo de ações pode cobrar uma taxa fixa de 2% ao ano mais 15% do retorno nominal que exceder a variação do Ibovespa). A idéia é de que o investidor seja cobrado sempre quando o fundo conseguir um melhor desempenho e pague menos caso seu investimento não obtenha retorno acima de um parâmetro específico. Desta forma, tornou-se possível, também, reduzir a taxa de administração sem extingui-la.

### III. ANÁLISE ECONOMETRICA DA EVOLUÇÃO PATRIMONIAL DOS FUNDOS DE AÇÕES

A competição por recursos e a complexidade na sua administração se relacionam de certa maneira com as movimentações de recursos em direção ou entre os fundos de investimentos. Estes fatores são influenciados pelo quanto de sucesso os administradores dos fundos foram capazes de alcançar. No entanto, o que faz com que um indivíduo escolha um fundo de investimento em detrimento de outro?

Se a resposta está relacionada às expectativas de desempenho dos resultados futuros, então, as informações e decisões dos próprios gestores dos recursos tornam-se cruciais para sua própria possibilidade de competir por novos investimentos. Surpreendentemente, a relação entre o desempenho de um fundo e o crescimento dos ativos administrados por profissionais recebeu pouco enfoque na literatura sobre finanças no Brasil.<sup>7</sup>

O desempenho dos fundos mútuos tem sido, desde a década de 70, um assunto de intensa pesquisa nos Estados Unidos, porém grande parte dos pesquisadores focaram sua análise em aspectos estatísticos dos fundos mútuos, tais como: tamanho, objetivos e crescimento de patrimônio. Podemos ressaltar 3 estudos que examinaram a relação entre desempenho e crescimento.

---

<sup>7</sup> Fato interessante a ressaltar, são as práticas não muito ortodoxas executadas por alguns administradores, que inserem rentabilidades anormalmente elevadas em seus fundos de pequeno patrimônio (as chamadas “turbinadas” de fundos).

O primeiro, um estudo feito pela Universidade de Wharton, examinou a *performance* atingida num período  $t$  e a captação líquida de recursos no período  $t+1$ . Seu resultado foi de que não existia um “padrão consistente” para os chamados fundos balanceados (*balanced funds*) e somente uma fraca relação positiva nos fundos de ações. Quando os valores dos desempenhos foram calculados em períodos mais longos, encontrou-se um relacionamento positivo, no entanto, neste caso a *performance* e o crescimento foram medidos durante o mesmo período de tempo. Além disto, a metodologia empregada no estudo foi a de formar subgrupos de fundos e compará-los 2 a 2 em vários períodos de tempo. Este método mostrou-se apropriado para achar partes de uma tendência, mas por não fazer uso de toda informação disponível, não foi considerado como um bom teste para a hipótese levantada.<sup>8</sup>

Um outro estudo feito por Spitz (1970) comparou a entrada de recursos com a rentabilidade líquida de 20 fundos mútuos de investimentos norte-americanos no período entre 1960 e 1967. Para cada fundo, a rentabilidade e o crescimento (ou seja, as entradas líquidas) foram ou medidas no mesmo período  $t$ , ou o crescimento em  $t$  foi relacionado ao retorno do período  $t+1$ . A correlação das séries temporais foi positiva, entretanto, de forma geral, insignificante. Além disto, o autor concluiu que a relação era mais forte nos fundos sem taxas de entrada (*no-load funds*) do que nos que a cobravam (*load funds*).

O último desses estudos seria o feito por Keith V. Smith, em 1978, que analisou o crescimento e o desempenho dos fundos no período 1966-1975. Neste estudo, tanto os

novos aportes de recursos para os fundos quanto as mudanças patrimoniais provocadas pela própria gestão dos administradores foram consideradas como a variável de crescimento. As medidas de desempenho foram utilizadas, também, de 2 formas, isto é, pelo método tradicional de retornos e ainda pelas recém criadas estatísticas de risco-retorno ajustadas (i.e, *Sharpe-ratio*). Apesar dos resultados encontrados não terem sido altamente claros, pôde-se constatar de maneira significativa que as entradas líquidas de recursos nos fundos, durante o período, foram positivamente relacionadas à melhora de suas estatísticas de risco-retorno ajustadas.

Pelo resultado obtido por Smith (1978), poderíamos dizer que os indivíduos têm escolhas mais sofisticadas do que se pensaria em primeira análise. Na verdade, os investidores fazem suas carteiras de investimento com base em expectativas futuras, entretanto, não é irracional pensar que eles usem o desempenho passado de certos ativos como uma variável de importância relevante. Para os fundos mútuos, os rendimentos conseguidos no passado são freqüentemente a variável primária, já que normalmente não é viável a um investidor comum fazer qualquer tipo de análise mais sofisticada. Assim, tentaremos examinar se os fundos mútuos que apresentam uma melhora no desempenho de suas rentabilidades, também experimentam um subsequente crescimento patrimonial como resultado da melhora das expectativas dos investidores em relação aos mesmos.

No entanto, devido às características de formação e evolução da indústria de fundos brasileira torna-se não muito fácil realizar esse tipo de estudo. Os principais motivos estariam primeiramente na própria obtenção de dados confiáveis e segundo nas

---

<sup>8</sup> Smith (1978).

mudanças constantes de legislação, que alteraram de forma bastante relevante a estrutura e composição das carteiras dos fundos de investimento. Porém, a dificuldade mais acentuada seria que a grande maioria deles serviu como instrumento de proteção contra a corrosão inflacionária e não como uma alternativa de investimento propriamente dito. Assim, os vários tipos de fundos de renda fixa não se mostram como bons candidatos para o estudo, como também os fundos de carteira livre que tiveram seguidas mudanças na sua legislação e na composição de seus ativos.

Por outro lado, os fundos mútuos de ações, durante o longo período de sua existência, tiveram poucas alterações significativas em sua composição e perfil. A mais marcante foi a Resolução número 1.280 de 20/03/87 da CVM, que segmentou de forma mais clara a indústria de fundos, antes agrupada sob a designação genérica de “Fundos Mútuos de Investimento” e conferiu aos administradores dos fundos de ações um maior grau de liberdade na composição das carteiras. Desde então, estes fundos passaram apenas por pequenas alterações, que não influenciarão o estudo econométrico a seu respeito.

O modelo propriamente dito a ser desenvolvido neste capítulo tenta relacionar o crescimento do patrimônio líquido do setor de fundos de ações em um período  $t$ , com as rentabilidades médias, do mesmo segmento de fundos, no mesmo período ( $t$ ) e no anterior ( $t-1$ ). Através dos dados, convertidos para reais (R\$), dos patrimônios líquidos mensais e rentabilidades médias mensais fornecidos pela Anbid do período compreendido de julho de 1990 a janeiro de 1997, tentaremos estimar 2 modelos econométricos. A primeira regressão tem como variável dependente a variação mensal

dos patrimônios líquidos reais<sup>9</sup> e como variáveis independentes as rentabilidades nominais médias no mês correspondente e no mês anterior. A segunda tem a mesma variável dependente, entretanto, as rentabilidades médias utilizadas neste modelo são em termos reais e não nominais, sendo o Índice Geral de Preços-M da Fundação Getúlio Vargas (IGP-M) utilizado como deflator.

**Regressão 1:**

$$VrPI^{\otimes} = \alpha + \beta_1 * Rentab_t + \beta_2 * Rentab_{t-1}, \text{ onde}$$

$$VrPI^{\otimes} = (\text{Patrimônio Líquido Real no Mês} / \text{Patrimônio Líquido Real no Mês Anterior}) - 1$$

$$Rentab_t = \text{Rentabilidade Média Nominal dos Fundos Mútuos de Ações no Mês}$$

$$Rentab_{t-1} = \text{Rentabilidade Média Nominal dos Fundos Mútuos de Ações no Mês Anterior}$$

**Regressão 2:**

$$VrPI^{\otimes} = \gamma + \delta_1 * Rentab_t^{\otimes} + \delta_2 * Rentab_{t-1}^{\otimes}, \text{ onde}$$

$$VrPI^{\otimes} = (\text{Patrimônio Líquido Real no Mês} / \text{Patrimônio Líquido Real no Mês Anterior}) - 1$$

$$Rentab_t^{\otimes} = \text{Rentabilidade Média Real dos Fundos Mútuos de Ações no Mês}$$

$$Rentab_{t-1}^{\otimes} = \text{Rentabilidade Média Real dos Fundos Mútuos de Ações no Mês Anterior}$$

---

<sup>9</sup> Na construção da série de patrimônios líquidos reais, deve-se descontar dos valores de patrimônio líquido do final mês corrente a rentabilidade nominal média alcançada pelo setor durante o mês, assim conseguimos obter o crescimento dos fundos causado apenas pelas entradas líquidas de recursos. Além disto, o primeiro dado de patrimônio referente ao mês de junho de 1990 não é descontado.

$$\text{IGP-M}_t = \text{IGP- M no M\~{e}s}$$

$$\text{IGP-M}_{t-1} = \text{IGP- M no M\~{e}s Anterior}$$

$$\text{Rentab}^{\textcircled{R}}_t = ((1 + \text{Rentab}_t) / (1 + \text{IGP-M}_t)) - 1$$

$$\text{Rentab}^{\textcircled{R}}_{t-1} = ((1 + \text{Rentab}_{t-1}) / (1 + \text{IGP-M}_{t-1})) - 1$$

### Resultados da Regress\~{a}o 1

```

*****
Ordinary Least Squares Estimation
Dependent variable is VrPI®
78 observations used for estimation from 1 to 78
*****

```

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
$\alpha$	-.025108	.010672	-2.3527[.021]
Rentab <sub>t</sub>	.093417	.041506	2.2507[.027]
Rentab <sub>t-1</sub>	1.0306	.041349	24.9244[.000]

```

*****
R-Squared .92272 F-statistic F( 2, 75) 447.7491[.000]
R-Bar-Squared .92066 S.E. of Regression .067299
Residual Sum of Squares .33969 Mean of Dependent Variable .17690
S.D. of Dependent Variable .23893 Maximum of Log-likelihood 101.3435
DW-statistic 1.4471
*****

```

### Resultados da Regress\~{a}o 2

```

*****
Ordinary Least Squares Estimation
Dependent variable is VrPI®
78 observations used for estimation from 1 to 78
*****

```

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
$\gamma$	.14643	.018651	7.8508[.000]
Rentab <sup>®</sup> <sub>t</sub>	.30807	.14756	2.0878[.040]
Rentab <sup>®</sup> <sub>t-1</sub>	1.3831	.14569	9.4935[.000]

```

*****
R-Squared .55507 F-statistic F( 2, 75) 46.7825[.000]
R-Bar-Squared .54320 S.E. of Regression .16148
Residual Sum of Squares 1.9557 Mean of Dependent Variable .17690
S.D. of Dependent Variable .23893 Maximum of Log-likelihood 33.0745
DW-statistic .35187
*****

```

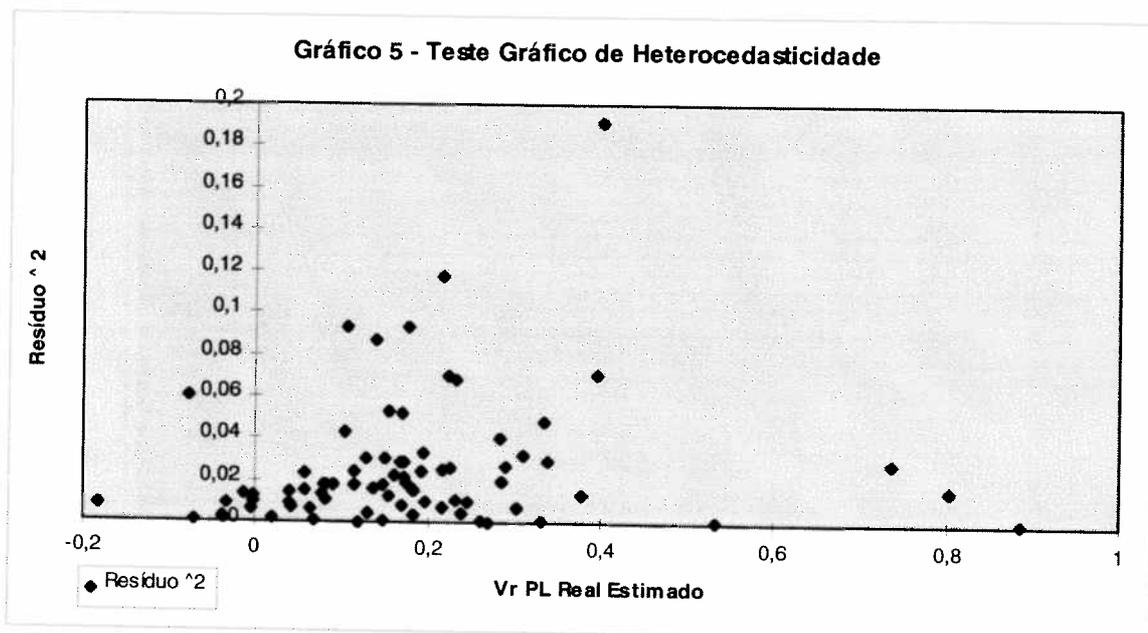
Analisando a significância dos parâmetros ao nível de 5%, vemos que todos os parâmetros nas 2 regressões se mostram significantes. O mais interessante seria ressaltar a existência de um alto grau de significância do parâmetro que se relaciona a rentabilidade média, tanto nominal quanto real, dos fundos no mês anterior (t-1), reforçando a idéia de que os agentes da economia aceitam esta variável como sendo de bastante relevância nas suas decisões de investimento. Outro fator bastante importante seria os sinais dos coeficientes que se mostram compatíveis com a teoria formulada, uma vez que os coeficientes contribuem positivamente para obtenção da variável dependente.

A estatística F também é significativa, uma vez que o F crítico aos níveis de significância usuais se mostra bem menor (principalmente em comparação com o da regressão 1), conseqüentemente concluímos que os parâmetros são conjuntamente significantes. Entretanto, somente o R ao quadrado ajustado encontrado no primeiro modelo é elevado. Isto é, podemos dizer que 92,06% da variação mensal do patrimônio líquido real dos fundos de ações pode ser explicada pelas rentabilidades nominais no mês correspondente e no mês anterior.

Através dos resultados obtidos, também podemos perceber que não ocorre no modelo o “problema de multicolinearidade”, ou seja, apesar da existência de um  $R^2$  alto e o teste F rejeitar a hipótese nula, os coeficientes possuem seus testes t insignificantes. Caso tal problema tivesse ocorrido, a variância dos estimadores poderia tornar-se grande, fazendo com que a rejeição da hipótese nula fosse pouco provável.

Quanto as estatísticas *Durbin-Watson*, os valores encontrados foram: 1,4471 para o Modelo 1 e 0,35187 para o Modelo 2. Comparando-se com a tabela ao nível de significância de 5%, onde temos  $dl = 1,586$  e  $du = 1,688$  ( $n = 78$ ,  $k' = 2$ ), verificamos que existe autocorrelação de primeira ordem e ela se apresenta nos 2 modelos de forma positiva.

Quanto ao problema da existência de heterocedasticidade, encontramos evidências na segunda regressão (gráfico 5), ao “plotarmos” primeiramente um gráfico de resíduos ao quadrado ( $\hat{u}_i^2$ ) contra a variável dependente estimada ( $VrPI_i^{\text{®}}$ ). Através do Teste de Park tentamos observar se existe alguma relação de que a variância dos resíduos ( $\sigma^2$ ) seja função das variáveis independentes ( $Rentab_i^{\text{®}}$  e  $Rentab_{i-1}^{\text{®}}$ ). Regredindo  $\hat{u}_i^2$  em relação a cada uma das variáveis dependentes vemos que os coeficientes foram estatisticamente insignificantes ao nível de 5%, assim rejeitamos a suposição de heterocedasticidade (regressões 2A e 2B). No entanto, devemos ressaltar a crítica de Goldfeld e Quandt a este último teste, pois talvez os resíduos destas novas regressões ( $v_i$ s) tenham heterocedasticidade.



### Resultados da Regressão 2A

<i>Regression Statistics</i>						
Multiple R	0,009250309					
R Square	8,55682E-05					
Adjusted R Square	-0,0130712					
Standard Error	0,031093445					
Observations	78					
ANOVA						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>	
Regression	1	6,28783E-06	6,28783E-06	0,006504	0,935935657	
Residual	76	0,073476979	0,000966802			
Total	77	0,073483267				
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,025112056	0,003552797	7,068249839	6,53E-10	0,018036039	0,032188073
Rentab <sup>R</sup> <sub>t</sub>	-0,00229067	0,028404113	-0,08064577	0,935936	-0,058862437	0,054281094

### Resultados da Regressão 2B

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,154061726
R Square	0,023735015
Adjusted R Square	0,010889423
Standard Error	0,030723542
Observations	78

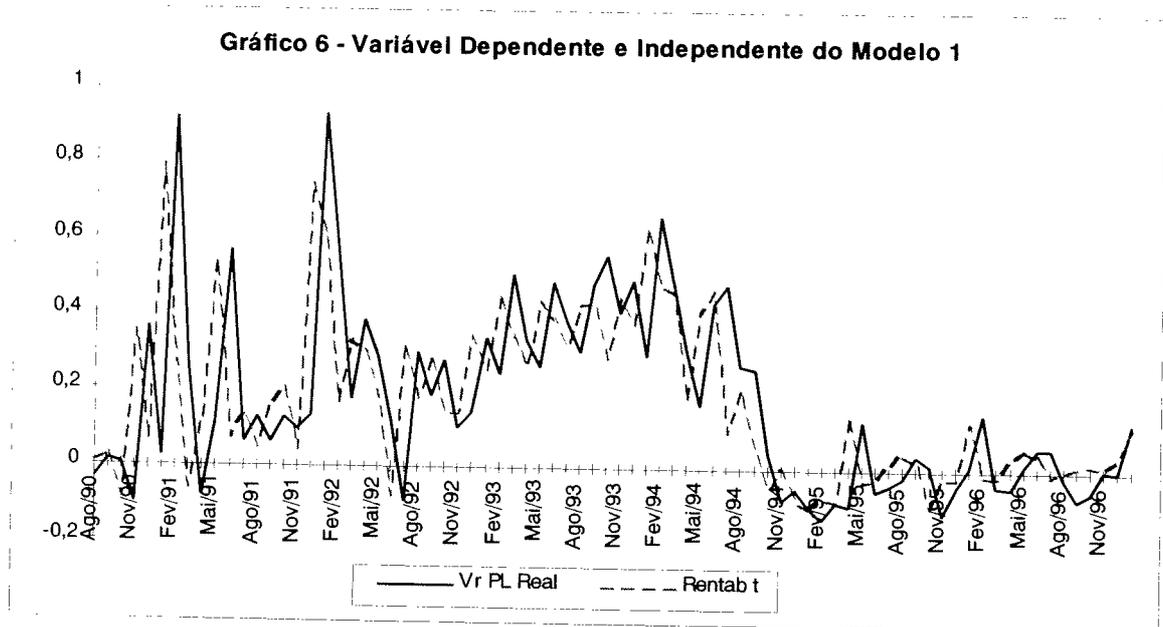
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,001744126	0,001744126	1,847717	0,178069015
Residual	76	0,07173914	0,000943936		
Total	77	0,073483267			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,024384748	0,003515473	6,936405667	1,16E-09	0,017383068	0,031386429
Rentab <sup>R</sup> <sub>t-1</sub>	0,037666587	0,027710131	1,359307451	0,178069	-0,017522992	0,092856166

A formulação dos modelos acima apresentados, que a primeira vista pareciam bastante coerentes e elucidativos, mostrou-se problemática. No entanto, o fato dos resultados terem sido insatisfatórios, talvez não esteja ligado à formulação teórica para a estimação dos modelos, mas sim à construção das séries que podem ter sofrido efeitos implícitos das rentabilidades. A forma pela qual a série de variações patrimoniais reais foi construída assume que as novas entradas ou saídas de recursos acontecem apenas no final de cada período considerado. Assim, as entradas líquidas, que na prática ocorrem ao longo dos meses e sofrem os efeitos da rentabilidade ao longo do mês, não são consideradas<sup>10</sup>. Tal fato pode ser observado de maneira sutil através do gráfico 6, que mostra que as variações reais do patrimônio líquido dos fundos de ações têm um comportamento altamente influenciado pela rentabilidade do mês corrente. Desta forma, tentaremos desenvolver um novo modelo um pouco mais sofisticado, a fim de evitar o problema antes incorrido.

<sup>10</sup> Isto é, as entradas líquidas que acontecem no início do mês são corrigidas pela rentabilidade total do mês e são tratadas da mesma forma que as entradas líquidas que podem ocorrer no final do mês.



Os novos modelos a serem desenvolvidos procuram, da mesma forma que os outros 2 primeiros, relacionar o crescimento dos fundos de ações com o seu desempenho. Entretanto, agora, iremos supor que as entradas líquidas acontecem durante 4 diferentes pontos do mês. Desta maneira, se as entradas líquidas (Aportes) forem corrigidas até o final do mês corrente pela rentabilidade proporcional à data em que aconteceram e somadas ao patrimônio líquido do final do mês anterior ( $PL_{t-1}$ ), também corrigido pela rentabilidade do mês em questão ( $Rentab_{t+1}$ ), teremos o patrimônio líquido do mês corrente ( $PL_t$ ). Isto é:

$$PL_t = PL_{t-1} * (1 + Rentab_t) + \sum_{i=1}^4 (Aporte_i * (1 + Rentab_t)^{i/5}) \quad (1)$$

De (1) temos:

$$\text{Aporte} = \frac{PL_t - PL_{t-1} * (1 + \text{Rentab}_t)}{\sum_{i=1}^4 (1 + \text{Rentab}_t)^{i/5}} \quad (2)$$

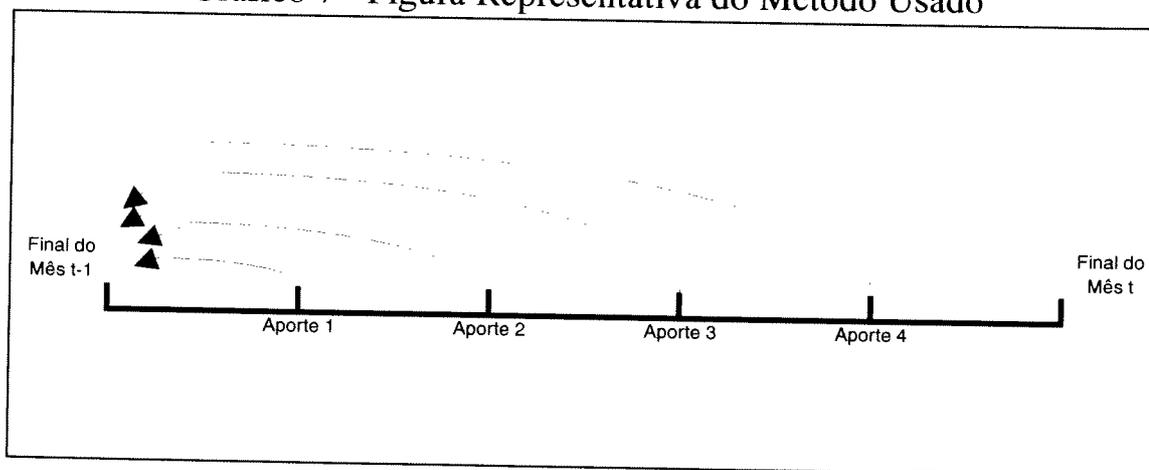
A partir a equação (2), podemos descobrir o valor de cada Aporte que ocorreu durante o mês t. Logo, para obtermos o patrimônio líquido do mês t de maneira a ser comparável ao do mês t-1, trazemos os Aportes a valor presente pelo IGP-M proporcional ao período em que ocorrem no mês t e os somamos ao patrimônio líquido do mês t-1, o qual não precisa ser descontado (gráfico 7).

$$PL_t^* = PL_{t-1} + \sum_{i=1}^4 \left( \frac{\text{Aporte}}{(1 + \text{IGP} - M_t)^{i/5}} \right) \quad (3)$$

Conseqüentemente, a variação mensal dos patrimônios será igual a:

$$VrPI = (PL_t^* / PL_{t-1}) - 1$$

Gráfico 7 - Figura Representativa do Método Usado



**Regressão 3:**

$$VrPI = \phi + \eta_1 * Rentab_t + \eta_2 * Rentab_{t-1}$$

**Regressão 4:**

$$VrPI = \varphi + \lambda_1 * Rentab_t^{\otimes} + \lambda_2 * Rentab_{t-1}^{\otimes}$$

**Resultados da Regressão 3**

```

*****
Ordinary Least Squares Estimation
Dependent variable is VrPI
77 observations used for estimation from 1 to 77
*****

```

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
$\phi$	-.011569	.0067630	-1.7106[.091]
Rentab <sub>t</sub>	.078554	.026091	3.0107[.004]
Rentab <sub>t-1</sub>	-.013314	.026054	-.51102[.611]

```

*****
R-Squared .121890 F-statistic F( 2, 75) 5.1359[.008]
R-Bar-Squared .098156 S.E. of Regression .042306
Residual Sum of Squares .132440 Mean of Dependent Variable -.2945E-4
S.D. of Dependent Variable .044548 Maximum of Log-likelihood 135.8100
DW-statistic 1.64530
*****

```

**Resultados da Regressão 4**

```

*****
Ordinary Least Squares Estimation
Dependent variable is VrPI
77 observations used for estimation from 1 to 77
*****

```

Regressor	Coefficient	Standard Error	T-Ratio[Prob]
$\varphi$	-.0013935	.0048701	-.28612[.776]
Rentab <sub>t</sub> <sup>⊗</sup>	.12578	.038427	3.2733[.002]
Rentab <sub>t-1</sub> <sup>⊗</sup>	-.034469	.037851	-.91067[.365]

```

*****
R-Squared .13655 F-statistic F( 2, 75) 5.8514[.004]
R-Bar-Squared .11321 S.E. of Regression .041951
Residual Sum of Squares .13023 Mean of Dependent Variable -.2945E-4
S.D. of Dependent Variable .044548 Maximum of Log-likelihood 136.4583
DW-statistic 1.5882
*****

```

A partir dos dados obtidos acima, vemos que apenas as variáveis dependentes que se relacionam ao mês corrente ( $Rentab_t$  e  $Rentab_t^*$ ) podem ser consideradas como estatisticamente significantes ao nível de 5%. Os R ao quadrado ajustados encontrados nas 2 regressões, ao contrário dos primeiros modelos formulados, foram baixos. Assim, poderíamos dizer que as variáveis explicativas escolhidas não foram suficientes para esclarecer a variação patrimonial dos fundos de ações.

Quanto ao problema de autocorrelação, os 2 modelos se encontram na área de indecisão para o teste de *Durbin-Watson*, no entanto, ao se fazer o teste modificado verificamos mais uma vez a existência de autocorrelação positiva. Por fim, não encontramos evidência de heterocedasticidade quando testamos tanto graficamente quanto pelo Teste de Park.

Conseqüentemente, apesar de termos tentado eliminar a autocorrelação existente nos 2 primeiros modelos e fazermos uma abordagem mais próxima do mundo real, porém ainda simplificada, não encontramos evidências de que os agentes econômicos se baseiam nas *performances* passadas para a escolha de seus investimentos. Assim, uma proposta alternativa para este estudo seria obter os patrimônios diários e retornos, também diários, de um número razoável de fundos de ações e desenvolver os modelos 1 e 2 para o período escolhido.

## CONCLUSÃO

As políticas econômicas adotadas pelos Governos brasileiros, a partir da década de 50, estiveram associadas a programas de investimentos de substituição de importações e de crescimento interno, a fim de superar as restrições externas existentes. Entretanto, juntamente com este processo, houve um aumento dos níveis de inflação no país e a indexação passou a ser cada vez mais implementada e estendida para os vários setores da sociedade o que, de certa forma, aumentou o nível de tolerância inflacionária. Assim, os fundos mútuos de investimentos, sobretudo os de renda fixa, começaram a ganhar espaço dentro do contexto da procura de ativos que podiam proteger a moeda das perdas causadas pela inflação e ainda tinham uma alta liquidez.

Com o Plano Real e a reforma da indústria de fundos, em outubro de 1995, que alteraram profundamente o perfil de algumas das mais importantes alternativas de investimento, os fundos passaram a ocupar um lugar de destaque na economia mais estabilizada. Houve um aumento significativo da liberdade para os administradores na composição de suas carteiras, o que ocasionou, também, um aumento na diversidade de produtos oferecidos pela própria indústria. Porém, os prazos de resgates foram alongados e a liquidez diária ficou restrita apenas aos fundos de curto prazo, que eram penalizados com elevados compulsórios não remunerados.

Desta forma, no primeiro momento, o alongamento das aplicações financeiras no país mostrou-se como um resultado das normas restritivas de saque, impostas pelo Governo aos fundos de investimento. O fato do investidor poder resgatar uma aplicação

somente a cada 60 dias, sem perder a rentabilidade, não significou que os prazos das operações tenham aumentado, pois muitas carteiras de fundos continuaram tendo títulos de prazos menores. A tentativa foi de romper o círculo das aplicações de liquidez diária, tais como o *overnight* e os fundos de curto prazo.

Somente em 1996, os fundos começaram a absorver as mudanças impostas pela nova legislação e pôde-se constatar uma maior diversificação e competição entre os administradores. Novos produtos foram desenvolvidos, as taxas de administração reduzidas e um houve crescente aumento de patrimônio líquido, marcado principalmente pela diferenciação mais clara entre investimentos e depósitos de liquidez.

Através dos dados da Anbid, podemos constatar a mudança de perfil da indústria ao longo de um ano e meio. Em agosto de 95, cerca de 72% do patrimônio do setor concentravam-se em fundos de liquidez diária ou de liquidez diária após um período de carência, sendo: 22% nos de curto prazo, 5% nos FAFs e 45% nos fundos de commodities. Já ao final de 96, aproximadamente 71% do patrimônio líquido total estavam nos FIFs de prazo superior a 60 dias, enquanto que 11% se concentravam nos fundos de curto prazo.

A explicação para essa mudança está basicamente na estrutura de depósitos compulsórios existente na nova indústria (que privilegiou os fundos com prazo de resgate acima de 60 dias), assim como no fato do alongamento das aplicações ter sido acompanhado pelo alongamento do perfil das carteiras dos fundos. Embora não haja relação de causalidade direta entre os 2 processos, pode-se afirmar que a existência do

primeiro, aliado a liberdade da composição das carteiras, possibilitou aos administradores compor seus fundos com títulos mais longos (que foram favorecidos pela estabilização), sem comprometer os requisitos de liquidez.

Os fundos de investimento em ações foram os que mais cresceram durante os meses de maio e junho de 1997. Tal fato, não foi apenas o reflexo da valorização recente das bolsas, mas também deve-se a um ingresso significativo de novos recursos. Dois fatores foram considerados como impulsionadores deste movimento: o primeiro seria o fim da ilusão monetária que faz com que os aplicadores, acostumados a altas rentabilidades nominais, não tenham uma boa aceitação das remunerações dos fundos de renda fixa e o segundo é o excepcional desempenho das bolsas no ano.

Assim, em relação a esse último fato, inserem-se as conclusões do terceiro capítulo de que as abordagens simplificadas sobre a relação entre desempenhos dos fundos de ações e seu crescimento patrimonial apresentam problemas. É possível perceber que os estudos realizados por muitos administradores e por alguns veículos de comunicação muitas vezes tornam-se equivocados, uma vez que, quando os subperíodos utilizados não têm uma periodicidade diária, acabam por não considerar as rentabilidades implícitas presentes nos patrimônios líquidos.

## BIBLIOGRAFIA

ACIOLI, Simone L. “Desempenho da Indústria de Fundos”. Revista da Associação Nacional dos Bancos de Investimento nº 2, abril 1995.

ADACHI, Vanessa. “Taxas de Administração Devem Cair”. Gazeta Mercantil. 31 de outubro de 1996.

AFFONSO, Luis F. “A Indústria de Fundos em Outubro”. Revista da Associação Nacional dos Bancos de Investimento no 9, novembro 1995.

BRITO, Ney Roberto O. de. Gestão de Investimentos. 1.a ed. São Paulo: Ed. Atlas, 1989.

CALAIS, Alexandre. “Atuação de Independentes Deverá Aumentar”. Gazeta Mercantil. 31 de outubro de 1996.

CARNEIRO, Dionísio D. “A Política Monetária e a Remonetização Pós-Real”. Departamento de Economia PUC-RJ, Texto para Discussão nº 351, 1995.

CARVALHO, Christina Maria. “O Investidor, Desta Vez, Preferiu Gastar”. Gazeta Mercantil. 19 de abril de 1995.

- \_\_\_\_\_. "O Mercado Preferiu Não Arriscar". *Gazeta Mercantil*. 12 de outubro de 1995.
- CASTRO, Cláudio Moura. Estrutura e Apresentação de Publicações Científicas. São Paulo: McGraw-Hill, 1976.
- CASTRO, Flávio Ribeiro de. "Segredo da Renda Fixa é a sua Flexibilidade". *Gazeta Mercantil*. 23 de abril de 1993.
- DAMODAR, Gujarati N. Basic Econometrics. 3.<sup>a</sup> ed. McGraw-Hill, 1995.
- FRIEND, Irwin e BLUME, Marshall. Mutual Funds and Other Institutional Investors: A New Perspective. McGraw-Hill, 1970.
- FUCS, José e COSTA, Flávio. "O Bamerindus Volta a Ficar Com a Taça". *Revista Exame* nº 2, 19 de janeiro de 1994.
- FUCS, José. "A Era da Paciência". *Revista Exame* nº 4, 14 de fevereiro de 1996.
- GLASGALL, William e JAVETSKI, Bill. "The Best Offshore Funds". *Revista Business Week - International Edition*. 11 de novembro de 1996.
- HIDA, Hilton. "Taxa de Administração Cai e Aumenta a Concorrência". *Gazeta Mercantil*. 26 de abril de 1996.

SMITH, Keith. "Is Fund Growth Related to Fund Performance?". Journal of Portfolio Management, 4, no 3 (Spring 1978), pp.49-55.

SPITZ, A. E. "Mutual Fund Performance and Cash Inflows". Applied Economics Portfolio Management, 2, 1970, pp.141-145.

ZIBECCHI, Ezequiel. "A Indústria de Fundos em Agosto". Revista da Associação Nacional dos Bancos de Investimento no 7, setembro 1995.

LADERMAN, Jeffrey M. Business Week's Guide to Mutual Funds. 3.<sup>a</sup> ed.

McGraw-Hill, 1993.

LUQUET, Maria. “Ganhos das Aplicações Ficam Mais Visíveis”. *Gazeta Mercantil*. 29 de janeiro de 1996.

MAXWELL, Terry G. Diversified Mutual Fund Investment Strategies. New York: Capital Publishing Company, 1991.

REBOUÇAS, Lucia. “Aplicações Fazem Migração Bilionária”. *Gazeta Mercantil*. 23 de abril de 1993.

\_\_\_\_\_. “Mercado Atento às Oportunidades da Nova Moeda”. *Gazeta Mercantil*. 19 de abril de 1994.

\_\_\_\_\_. “Como Atrair as Aplicações Com a Moeda Estável”. *Gazeta Mercantil*. 29 de julho de 1994.

REVISTA EXAME. “O Que Fazer Com o Dinheiro”. Nº 2, 20 de janeiro de 1993.

\_\_\_\_\_. “Reciclagem Geral”. Nº 20, 27 de setembro de 1995.