

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA – UFSC
CENTRO SÓCIO ECONÔMICO – DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

ANÁLISE DA ATIVIDADE DAS EMPRESAS
DE GESTÃO DE RECURSOS FINANCEIROS PRIVADOS
NO BRASIL NA DÉCADA DE 90.

Por Rafael Costa da Silva

Florianópolis
Julho de 2001

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA – UFSC
CENTRO SÓCIO ECONÔMICO – DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

ANÁLISE DA ATIVIDADE DAS EMPRESAS
DE GESTÃO DE RECURSOS FINANCEIROS PRIVADOS
NO BRASIL NA DÉCADA DE 90.

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Por Rafael Costa da Silva

Orientador: Prof. Roberto Meurer, Dr.

Área de Pesquisa: Economia de Empresas

Palavras Chaves: 1. Mercado Financeiro
 2. Gestão
 3. Investimentos

Florianópolis, julho de 2001.

***Dedico este trabalho aos meus pais
Celio e Bernadete, pelo apoio, confiança,
compreensão e amor dedicado.***

SUMÁRIO

Lista de Figuras	iv
Lista de Quadros.....	v
Lista de Gráficos	vi
CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO	1
1.1 Apresentação do Tema e Formulação do Problema da Pesquisa.....	1
1.2 Objetivos	3
1.2.1 Objetivo Geral	3
1.2.2 Específicos.....	3
1.3 Procedimentos Metodológicos	3
1.3.1 Natureza do estudo	3
1.3.2 Caracterização do estudo.....	4
1.3.3 Técnica de coleta de dados.....	4
CAPITULO 2 - TEORIA DE INVESTIMENTOS.....	5
2.1 Teorias Econômicas sobre a Demanda por Moeda	6
2.2 Teorias sobre o Consumo.....	12
2.3 A Teoria de Finanças sobre Investimentos.....	13
CAPITULO 3 - A ESTRUTURA DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO.....	22
3.1 O Início da Atividade Bancária no Brasil	22
3.2 A Reforma Bancária de 1964 e 1965	27
3.3 Início do Processo Atual de Reestruturação dos Bancos	30
CAPITULO 4 - A ATIVIDADE DOS GESTORES DE RECURSOS NO BRASIL.....	40
4.1 A Origem das Empresas de Gestão de Recursos.....	40
4.2 O Impulso com os Fundos de Investimento Financeiro.....	42
4.3 A Entrada de Empresas de Gestão de Recursos de Origem Estrangeira.....	47
4.4 O Avanço da Transparência nas Atividades.....	49
4.5 O Perfil Atual do Setor de Gestão de Recursos.....	50
4.5.1 Volume Administrado	51

4.5.2 Principais tipos de Aplicações Procuradas.....	52
4.5.3 Perfil dos Clientes	54
4.6 Perspectivas para o Setor.....	56
4.6.1 Crescimento da Previdência.....	56
4.6.2 Surgimento de Novas Atividades.....	57
4.5.3 Redução do Número de Empresas de Gestão.....	58
4.6.4 Especialização como Alternativa para Empresas Independentes.....	60
CAPITULO 5 - A ATIVIDADE DOS GESTORES DE RECURSOS NOS EUA.....	62
5.1 Histórico	62
5.2 Aspectos Legais.....	65
CONCLUSÃO.....	69
REFERÊNCIAS BIBLIOGRAFICAS	72

Lista de Figuras

Figura 1 Renda da vida, Consumo, Poupanças e a Riqueza no Modelo do Ciclo de Vida.	13
Figura 2 O Processo de Investimento.....	16
Figura 3 A Carteira Ótima.....	18

Lista de Quadros

Quadro 1 Participação do capital estrangeiro nas Instituições Financeiras no Brasil.....	35
Quadro 2 Estrutura de Administração dos Fundos de Investimento Financeiro.....	45

Lista de Gráficos

Gráfico 1 Número de Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento no Brasil ...	27
Gráfico 2 Número dos principais tipos de Instituições Financeiras no Brasil	34
Gráfico 3 Número de Fundos de Investimento Financeiro em Funcionamento.....	36
Gráfico 4 Patrimônio das principais aplicações financeiras no Brasil	37
Gráfico 5 Evolução da volume administrado pelas empresas de gestão de recursos	52
Gráfico 6 Evolução do tipo de aplicação das empresas de gestão de recursos de terceiros	53
Gráfico 7 Evolução da captação semestral por tipo de cliente pela empresas de gestão	55
Gráfico 8 Evolução do volume aplicado em Fundos Mútuos nos EUA	67

RESUMO

A partir da hipótese de que a atividade de gestão de recursos financeiros cresceu na década de 90 tornando-se área de atuação no mercado financeiro, este trabalho busca identificar e analisar quais os motivos para a expansão da atividade de gestão de recursos financeiros no Brasil na década de 90. A análise da evolução das empresas que realizam a atividade de gestão de recursos financeiros de terceiros no Brasil na década de 90 envolveu o conhecimento sobre o que é a atividade empreendida por estas empresas e também o estudo da estrutura de mercado financeiro em que estas empresas atuam no Brasil. Bem como, de forma de enriquecer a análise, também foi realizada a comparação da situação destas empresas com relação ao que acontece no principal mercado financeiro mundial, os EUA.

CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO

1.1 Apresentação do Tema e Formulação do Problema da Pesquisa

A busca da explicação sobre porque e como as pessoas realizam investimentos financeiros e não ficam com o dinheiro guardado consigo é um desafio na economia. As teorias sobre demanda por moeda têm procurado explicar isso, e encontram muitas razões e motivos, bem como, também apontam limitações para o investimento, como é o caso da taxa de retorno e o risco associado aos investimentos financeiros.

Com o avanço dos estudos na área de investimentos ficou evidente que antes de investir as pessoas devem proceder a várias análises e estudos, como a identificação do seu perfil como investidor, dos riscos que podem ser assumidos e a situação tributária em que se encontra, entre outros pontos. Aliado às dificuldades crescentes de acompanhar o investimento, todo esse processo assumiu uma complexidade grande, gerando a necessidade da existência de profissionais e empresas especializados na área, o que acabou se tornando uma atividade separada da atividade bancária comum, evoluindo e se tornando um segmento do mercado financeiro.

Neste segmento, que ainda está se consolidando no mercado financeiro brasileiro e não possui delimitações generalizadas, convivem empresas independentes e dedicadas exclusivamente à atividade de consultoria, ou então, de gestão de investimentos, e também empresas que são ligadas às instituições financeiras tradicionais, formadas como uma nova área de negócios, tal como outras áreas das instituições financeiras, como as empresas de arrendamento mercantil (mais conhecido como *leasing*), e empresas de seguros.

Dessa forma, neste setor coexistem empresas com características bastante diferenciadas, seja no tamanho, no desenvolvimento de atividades diversas e muitas vezes complementares, como também no tipo de cliente que atendem e na região de atuação, dentre vários outros fatores de diferenciação.

Devido a isto, o setor ainda não possui nem mesmo um nome definido, chamado por algumas instituições como segmento de gestão de recursos de terceiros, também

conhecido pela denominação internacional de empresa de *Asset Management*, e na parte consultoria de investimentos sendo conhecido como atividade de *Private Bank*.

A partir da hipótese de que a atividade de gestão de recursos financeiros cresceu na década de 90 tornando-se área de atuação no mercado financeiro, este trabalho busca identificar e analisar quais os motivos para o expansão da atividade de gestão de recursos financeiros no Brasil na década de 90.

A análise da evolução das empresas que realizam a atividade de gestão de recursos financeiros de terceiros no Brasil na década de 90 envolve o conhecimento sobre o que é a atividade empreendida por estas empresas e também o estudo da estrutura de mercado financeiro em que estas empresas atuam no Brasil. Bem como, de forma de enriquecer a análise, também é necessária a comparação da situação destas empresas com relação ao que acontece no principal mercado financeiro mundial, os EUA.

O trabalho começa com a revisão sobre a teoria que envolve investimentos financeiros, partindo das observações da microeconomia que são base para as várias teorias monetárias, e, de forma mais detalhada, apresentando como é o processo de investimentos conforme a teoria de finanças.

Na seqüência, como base para o conhecimento sobre a atual situação das empresas de gestão de recursos no país apresenta-se a evolução da atividade bancária no Brasil, dividida nos tópicos sobre a evolução histórica e legal, e seus efeitos sobre a formação e atual estrutura institucional e produtos de investimento do mercado financeiro brasileiro.

Com o posicionamento das empresas de gestão de recursos no mercado financeiro brasileiro, é realizada a análise da sua evolução e atividades desenvolvidas.

Complementando a análise, apresenta-se como é no mercado norte-americano nesta área, o qual é também referencia para as conclusões do trabalho pelo seu tamanho, desenvolvimento e grande destaque mundial da área.

A conclusão sintetiza a tendência do mercado atual e propõe algumas sugestões no campo da legislação para harmonizá-la com o que ocorre no setor e possibilitar uma maior crescimento dessa atividade no Brasil.

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

Identificar e analisar os fatores que mais influenciaram o crescimento da atividade de gestão de recursos financeiros no Brasil na década de 90.

1.2.2 Específicos

- Caracterizar a atividade de gestão de recursos financeiros no Brasil durante a década de 90;
- Descrever o crescimento da atividade no período estudado;
- Identificar as principais empresas de gestão de recursos financeiros no período estudado;
- Verificar e avaliar as mudanças de ordem legal e jurídica que influenciaram a atividade no período estudado;
- Identificar e avaliar as mudanças no mercado financeiro que influenciaram a atividade no período estudado;

1.3 Procedimentos Metodológicos

1.3.1 Natureza do estudo

O estudo proposto está inserido nos campos de economia monetária e economia de empresas. O método a ser utilizado foi o indutivo, devido a sua característica própria de conclusões a partir da coleta de dados particulares, conjugado com o método comparativo, pois o trabalho envolve uma análise do desenvolvimento da atividade de gestão de recursos

financeiros no Brasil na década de 90. utilizando a abordagem qualitativa e indutiva na análise dos dados coletados.

A análise e interpretação dos dados coletados foram realizados com o caráter qualitativo, embasado no referencial bibliográfico e documental.

1.3.2 Caracterização do estudo

Devido ao fato do tipo de negócio a ser pesquisado ser ainda bastante recente e pouco documentado na literatura existente, foi realizado um trabalho de pesquisa exploratória envolvendo dados primários e secundários.

1.3.3 Técnica de coleta de dados

Inicialmente foi realizada a pesquisa de dados secundários, abrangendo a coleta de dados através de pesquisa bibliográfica e documental, especialmente em periódicos, como jornais e revistas especializadas, bem como em normativos e na legislação pertinente a atividade de gestão de recursos financeiros.

Em seqüência, na busca de dados primários foram utilizadas entrevistas do tipo não padronizado, com representantes de empresas e entidades relacionadas ao tema do trabalho a ser realizado, como também estudos de casos típicos.

CAPITULO 2 - TEORIA DE INVESTIMENTOS

O estudo dos motivos de surgimento e dos caminhos para o crescimento das empresas de gestão de recursos financeiros de terceiros no Brasil passa obrigatoriamente pelo estudo das teorias que explicam o porquê que as pessoas investem o seu dinheiro e não guardam consigo, e de que forma o investimento é realizado ao longo da vida das pessoas, e, além disso, como a teoria orienta o processo de investimento.

Ao realizar um estudo histórico, podemos observar que além das reduzidas fontes de informação e pesquisa teórica sobre investimentos financeiros disponíveis no Brasil, na própria teoria sobre investimentos há uma contextualização diferenciada quando os autores que tratam sobre investimento financeiro apresentam o tema na teoria econômica e quando tratam do processo de investimento em si, ou seja, como investir, o que é explicado mais detalhadamente na teoria sobre finanças.

Até mesmo com relação aos principais conceitos utilizados há uma diferença entre o significado aplicado à teoria econômica e o significado na teoria de finanças. Um exemplo disso é o conceito de investimento, na teoria econômica investimento significa o que é “o gasto destinado ao aumento ou à manutenção do estoque de capital” (Dornbusch, 1991:349), enquanto que na teoria de finanças, o investimento está relacionado à decisão de escolha e gasto em valores mobiliários hoje para a obtenção de resultados no futuro (Bernstein, 2000:5), conceito que se assemelha a idéia de poupança na teoria econômica.

Em vista disso, os conceitos utilizados neste trabalho, que buscam explicar a atividade das empresas de gestão de recursos, têm como base a ótica de investimento adotada pela teoria de finanças.

É interessante observar que os estudos sobre o processo de investimentos, que envolvem a análise das alternativas no mercado financeiro, análise de preferências, estimação de retornos e mensuração de riscos, entre outros tópicos, é uma atividade que se desenvolve quase marginalmente à teoria econômica escrita pelos autores mais conhecidos da economia. Dessa forma, muitas vezes verifica-se que são colocados estudos e

observações na economia, mais especificamente às teorias sobre demanda de moeda, que se observam também na teoria de finanças, mas não são estabelecidas relações históricas sobre os pontos comuns entre os seus respectivos autores.

Mesmo assim, o conhecimento na teoria econômica sobre o uso do dinheiro pelas pessoas é essencial para o entendimento das relações mais básicas em finanças.

Nessa linha, inicialmente apresentamos dentro de uma perspectiva histórica as principais teorias econômicas que explicam como a sociedade estabelece a demanda por moeda, ou seja, como as sociedades retêm o dinheiro e não outros ativos, e por isso são chamadas de teorias monetárias. Convém ressaltar que a apresentação histórica foi utilizada apenas para facilitar a visualização das várias teorias, pois as mesmas apresentam várias divergências entre seus autores.

Após a apresentação das principais teorias sobre demanda por moeda, inserimos as idéias sobre como a poupança (de acordo com o jargão da teoria econômica), acontece no decorrer da vida das pessoas.

No que tange a teoria de finanças, enfocamos as decisões de investimento financeiro, mais especificamente as teorias que tratam do processo de investimento.

Antes desta revisão sobre as teorias que sustentam a atividade de investimento, é importante frisar que por não ser o objeto deste trabalho, a apresentação das várias teorias monetárias e de finanças tem o enfoque de apontar as principais relações da teoria monetária com as decisões de investimento, e não o de analisar as implicações das diferentes teorias sobre as políticas econômicas.

2.1 Teorias Econômicas sobre a Demanda por Moeda

Sobre as teorias sobre a moeda verificamos que são relativamente “jovens”, sendo que os primeiros autores citados são do início do século XX, conhecidos como neoclássicos.

A pergunta fundamental que os economistas procuraram responder acerca da teoria monetária é a seguinte: por que as pessoas mantêm dinheiro em espécie e até que ponto a quantidade de demanda por moeda é afetada pelas mudanças nas taxas de juro, se é que isso ocorre, ou então por outros fatores.

Dada a importância da taxa de juro em todas as teorias monetárias, é necessária a definição do conceito sobre taxa de juro, antes de propriamente apresentar as teorias monetárias.

De acordo com o que temos como base na teoria econômica, juro é a recompensa ou prêmio sobre a abstinência de gastar o capital no consumo presente, deixando para utilizar no futuro, onde o mesmo capital será maior devido ao acréscimo do juro.

A primeira teoria que surge tentando uma resposta às questões colocadas anteriormente é a teoria quantitativa da moeda. Esta já afirma que as taxas de juros não têm nenhum efeito sobre a demanda por moeda e escolha das pessoas em manter o dinheiro em mãos em troca de outro ativo. É obra dos autores clássicos Irving Fisher, Alfred Marshall e A. C. Pigou. A justificativa de Irving Fisher é que a quantidade de moeda relaciona-se com a renda e com a velocidade das transações que são realizadas na economia, sendo que as taxas de juros não produzem nenhum efeito sobre a renda. Para Mishkin (2000), Fisher acreditava que as pessoas só possuem dinheiro para realizar transações e não têm nenhuma liberdade de ação em termos da quantia que desejam possuir.

Um pouco menos radicais, mas ainda centrando sua teoria monetária na relação com a renda nominal da sociedade, os economistas também clássicos Alfred Marshall e A. C. Pigou, admitem uma certa flexibilidade de escolha das pessoas sobre possuir ou não moeda física no curto prazo e ainda relacionavam isto aos efeitos das taxas de juros. Essa abordagem ficou conhecida como a abordagem de Cambridge, centro de estudos onde foi formulada por estes economistas. Segundo Mishkin (2000), os economistas de Cambridge afirmam que o dinheiro pode ser utilizado como meio de troca, como Fischer, e também para estocar riqueza. Nesse sentido, a decisão que estimula estocar riqueza sob a forma de dinheiro no curto prazo depende dos rendimentos e retornos esperados sobre outros ativos que também funcionam como estoques de riqueza, e isso está intimamente ligado à taxa de juros.

Após as crises financeiras e recessões econômicas do período de guerras mundiais, vários economistas observaram que a teoria monetária clássica apresentava falhas se comparada à realidade vivida. Com relação às explicações desta sobre a demanda por moeda na sociedade, verificou-se que a hipótese clássica de que a velocidade da circulação do dinheiro era constante na economia, não estava acontecendo. O que observava na época é que com a crise a renda das pessoas diminuía e a demanda por moeda também diminuía, mas abaixo do esperado, o que fez crer que a velocidade de circulação da moeda diminuía com as crises.

A partir disso, Keynes surgiu como uma nova abordagem, dando ênfase no papel da taxa de juros sobre a demanda por moeda. Aprofundando um pouco mais a explicação sobre quais os motivos as pessoas têm para deter dinheiro, Keynes dividiu os motivos em três: o motivo transacional, o motivo precaucional e o motivo especulativo. Concordando com a abordagem de Cambridge, para todos os três motivos a quantidade de dinheiro que cada indivíduo utiliza é proporcional a sua renda, mas ele diferencia-se acrescentando a influência dos juros ao motivo especulativo.

Para Keynes o motivo transacional corresponde à mesma observação dos autores neoclássicos de que as pessoas utilizam o dinheiro como meio de troca.

Com relação ao motivo precaucional, segundo Mishkin (2000), Keynes foi além da análise clássica, e observou que as pessoas detêm dinheiro como precaução para eventualidades inesperadas, como uma oportunidade de negócio ou um gasto inesperado.

Já com relação ao motivo especulativo, Keynes concorda com os neoclássicos com relação ao fato de que as pessoas retêm moeda como reserva de valor. A diferenciação com estes é que Keynes conclui que as taxas de juros influenciam a demanda de moeda dos indivíduos à medida que possuir dinheiro tenha um retorno maior do que o retorno esperado sobre títulos, os quais são remunerados por juros. Assim, para Keynes a demanda por moeda com base no motivo especulativo é inversamente proporcional ao nível das taxas de juros.

Uma das implicações da aceitação que a taxa de juros influencia a quantidade de moeda demandada pelas pessoas é que isso é uma explicação para a mudança de velocidade de circulação da moeda que os economistas estavam enxergando na economia. Com num exemplo em que aconteça uma elevação das taxas de juros, temos que uma maior taxa de juros faz com que as pessoas passem a reter menos dinheiro e daí a velocidade de circulação da moeda aumenta, bem como o contrário também é verdadeiro.

Com essa constatação, a teoria de Keynes sobre o efeito das taxas de juros sobre a demanda de moeda também ficou conhecida como a teoria da preferência de liquidez. Ou seja, uma elevação na taxa de juro diminuirá a demanda por moeda, que é o ativo mais líquido em troca de ativos com uma melhor remuneração como os títulos, porém com menor liquidez. Dessa forma Keynes já dá uma idéia da importância da taxa de juro como um dos principais fatores para a escolha de investimentos financeiros.

Segundo Bernstein (2000:220), Keynes diferenciou a definição sobre juros anunciando como uma recompensa pela renúncia à liquidez, e não pela abstenção do consumo. Keynes também teve um papel essencial na evolução da teoria de investimentos quando apontou que a incerteza fazia parte do sistema econômico, diferenciando-se da teoria econômica hegemônica da época, que apontava o sistema econômico controlado e previsível, e dessa forma abriu caminho para os estudos sobre o risco na atividade de investimentos.

Conforme Mishkin (2000), já na década de cinquenta aparecem novos economistas dispostos a aprofundar os motivos de Keynes para os indivíduos possuírem moeda em detrimento de outros ativos.

William Baumol em 1952 e James Tobin em 1956 de forma independente demonstraram que mesmo os saldos de moeda mantidos para fins transacionais são sensíveis ao nível das taxas de juros, pois as pessoas também tendem a manter uma menor quantidade de dinheiro para transações quando a remuneração de títulos é compensadora, e com isso a demanda por moeda pelo motivo transacional também é inversa ao nível das taxas de juros.

A partir disso, outros modelos também apresentaram a mesma conclusão acerca da demanda por moeda a partir do motivo precaucional, estabelecendo igualmente que esta é inversamente proporcional às taxas de juros.

Conforme Costa (2000:67) Tobin foi além da análise de Keynes. Como um dos pioneiros em teoria de finanças, esse economista estabeleceu conclusões sobre os motivos que fariam os indivíduos constituírem combinações de quantidades de títulos e moedas não somente pelo motivo do retorno esperado. Tobin considerou que as pessoas também se importam com o grau de risco dos retornos de cada ativo, e assim sendo, acreditava que a maior parte das pessoas é avessa ao risco. O resultado dessa observação segundo Tobin, é que as pessoas estão dispostas a ter um ativo com um retorno esperado mais baixo se este for menos arriscado. Como a moeda é um ativo com menor risco associado, muitas pessoas manteriam a moeda mesmo com um retorno menor que títulos remunerados com juros. Ou então, realizariam combinações entre moeda e vários tipos de ativos, montando uma carteira de investimentos, também chamada de portfólio, buscando distribuir o risco em vários tipos de ativos, diversificando.

Como Mishkin aponta (2000), a contribuição de Tobin foi avanço muito importante para o entendimento dos motivos para a demanda de moeda e também foi um dos pontos de partida dos estudos sobre o cálculo do valor de ativos e a escolha de combinações portfólio, idéia estudada na mesma época (poucos anos antes) por um destacado autor da teoria de finanças, Harry Markowitz, o qual detalharemos mais adiante na própria teoria de investimento.

Atualmente, a aplicação dos conhecimentos e idéias da teoria de portfólio, a partir das constatações Markowitz e outros estudiosos que o seguiram, que é a base teórica de trabalho de grande parte dos atuais consultores de investimento e gestores de recursos financeiros.

Ainda sobre Tobin, quando este acrescentou a idéia de risco ao processo de escolha de ativos, permaneceram questionamentos sobre a respostas pelo motivo que as pessoas deteriam moeda como reserva de valor (afora o motivo transacional e precaucional) quando existe a opção de deter ativos com um melhor retorno e igual risco, como por exemplo os títulos do governos dos EUA.

Seguindo outro ponto de vista e resgatando a teoria quantitativa da moeda, em 1956 o economista Milton Friedman apresenta a sua moderna teoria quantitativa da moeda. Diferente da linha iniciada por Keynes, que valoriza o efeito da taxa de juros, Friedman se volta para a idéia dos neoclássicos de que a demanda por moeda depende da renda, e aperfeiçoa o conceito de renda, separando a renda de curto prazo (mais sensível às flutuações econômicas) da renda de média de longo prazo, que este chama de permanente. E é esta renda permanente que influencia a demanda por moeda na teoria de Friedman.

Com essa separação entre renda (mais sensível no curto prazo) e renda permanente, segundo Mishkin (2000), Friedman também conseguiu encontrar uma resposta “quantitativa” sobre as diferenças entre as variações na velocidade de circulação da moeda e variações da renda. Ao relacionar a velocidade de circulação com a renda permanente, e não à renda, Friedman apresenta em sua teoria uma explicação porque a velocidade varia menos do que a renda (que é sensível às flutuações de curto prazo).

Contudo, a taxa de juros aparece no modelo de Friedman, mas têm um papel secundário, igual ao de incentivos bancários para investir em títulos. Ele acredita que o retorno esperado sobre a moeda se altera em função de mudança nas taxas de juros, tal como também a taxa de juros afeta o retorno esperado por outros ativos como títulos, ações e produtos. Daí a relação dos retornos esperados entre a moeda e os outros ativos têm pouca variação com mudanças nas taxas de juros, afetando pouco a demanda por moeda.

Conforme Triches (1992:21), Friedman acreditava que a demanda por moeda pode ser abordada de forma similar à demanda por bens de consumo, mas com a diferença que a restrição orçamentária é dada pela renda permanente (ou riqueza) e não pela renda.

Embora ainda não exista uma formulação teórica plenamente aceita sobre as teorias de demanda por moeda, de acordo com Mishkin (2000), as evidências indicam que a taxa de juros efetivamente influencia a quantidade de moeda que as pessoas detêm, porém a derivação dessas observações para modelos efetivos têm tido um sucesso apenas ocasional numa economia.

Voltando à questão da escolha de investimentos, verificamos que a teoria de demanda por moeda é uma das bases para a teoria de finanças, pois em seu alcance está a busca de explicações para as razões mais básicas para as pessoas realizarem investimentos financeiros, que é a motivação para as pessoas aplicarem seu dinheiro, não deixando guardado consigo.

2.2 Teorias sobre o Consumo

Antes de aprofundar o estudo sobre o investimento abordando a teoria de finanças, completamos a análise geral das teorias macroeconômicas sobre investimento financeiro acrescentando as principais teorias sobre consumo.

Isso é necessário porquê ao estudar investimentos partimos da pressuposição que as pessoas têm disponibilidade financeira para investir e também desejam investir. Como vimos na definição sobre juros, investir é um ato que é precedido da abstenção do consumo imediato. Dentro disso, é importante apresentarmos as teorias que trazem as visões sobre o consumo e qual a influência disso sobre a formação da poupança das pessoas durante suas vidas, o que é decisivo na formação de qualquer plano de investimento.

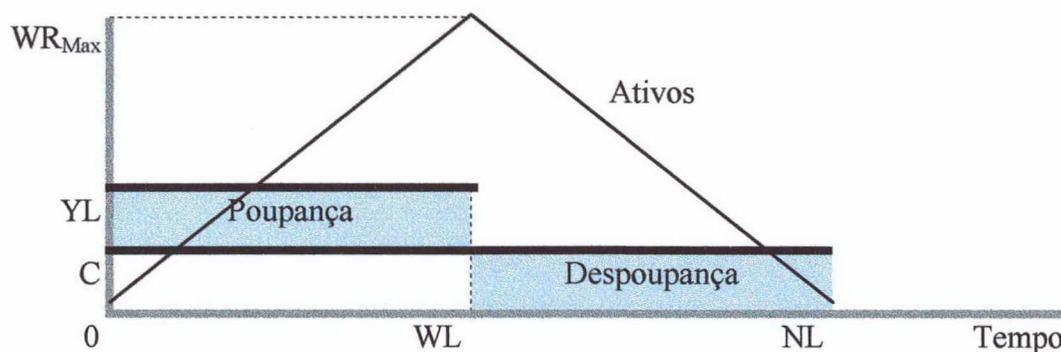
Conforme Dornbusch (1991:305), as principais teorias modernas sobre consumo são a teoria do ciclo da vida e a teoria da renda permanente.

A teoria do ciclo da vida é associada ao economista Franco Modigliani. Partindo da idéia de que as pessoas planejam o seu consumo durante toda as suas vidas, a teoria do ciclo da vida coloca que as pessoas alocam os seus gastos da melhor maneira possível visando um bem estar atual e a viabilização do consumo no futuro quando não trabalharem mais.

De acordo com a figura 01, visualiza-se a teoria do ciclo da vida de uma forma básica. Segundo Dornbusch, durante a vida ativa, o indivíduo poupa, acumulando ativos (que tratamos como investimentos diversos) para serem gastos quando este parar de trabalhar, despoupando até o fim da sua vida. Essa hipótese sugere que os indivíduos tentam manter um padrão de consumo médio C , estável durante a sua vida e planejam os seus investimentos.

Figura 1

A Renda da vida, Consumo, Poupanças e a Riqueza no Modelo do Ciclo de Vida

**Onde:**

WR_{Max} : nível máximo de ativos formados para financiar o consumo durante a aposentadoria.

C : fluxo de consumo

YL : renda anual do trabalho

WL : vida de trabalho

NL : número de anos de vida

Já a teoria da renda permanente também participa da idéia que os gastos com consumo pelos indivíduos têm um padrão de consumo médio, estando relacionada as idéias de renda permanente de Friedman, porém concentra-se mais na forma como os indivíduos criam expectativas sobre suas rendas futuras e a partir disso planejam os seus gastos.

Na análise de Dornbusch (2000:325), a diferenciação das duas teorias acontece na especialização de cada uma. A teoria do ciclo da vida é mais detalhada nas implicações da riqueza e outras variáveis no estabelecimento do consumo durante a vida das pessoas, enquanto que a teoria da renda permanente é mais focada em prever a renda da vida.

2.3 A Teoria de Finanças sobre Investimentos

Com o desenvolvimento da economia neste século, também houve o crescimento do instrumental de análise do mercado financeiro, caracterizado pela formação de uma base teórica cada vez mais abrangente e detalhada, pelo desenvolvimento da análise

estatística como forma de organização e interpretação dos eventos econômicos e pelo desenvolvimento de métodos e meios de acompanhamento do mercado financeiro, e assim, assistimos ao nascimento de uma área na economia que abrange a busca sobre o conhecimento do funcionamento dos mercados financeiros e a forma de ação dos investidores, a teoria de finanças, que também trabalha outros tópicos de análise econômica. Esta teoria vem sofrendo profundas alterações nos últimos 50 anos e têm sido a base para o entendimento das decisões de carteiras de investimento.

Como observamos anteriormente, o tema investimento financeiro até a metade deste século era tratado no âmbito da teoria macroeconômica de forma indireta, associado às teorias sobre demanda por moeda. Ou então, tratado através de idéias e experiências pessoais sobre investimentos financeiros elaboradas por investidores que tiveram sucesso (ou uma análise crítica do seu insucesso) no mercado financeiro, mas algo sem muito amparo teórico. Ao buscar uma explicação sobre a demanda para moeda James Tobin já enuncia os primeiros caminhos da teoria de investimentos com a sua teoria de portfólio, associando o conceito de risco à escolha que os indivíduos realizam entre títulos e moeda, não limitando a abordagem ao retorno esperado.

Mas pode-se dizer que o verdadeiro marco da teoria sobre investimentos surgiu em 1952, quando Harry Markowitz lançou o artigo “*Portfolio Selection*” (“Seleção de Carteira”) derivado de estudos sobre o uso da programação linear¹ em carteiras de ações. De acordo com Bernstein, ao procurar “substituir a pura intuição por um cálculo estatístico da incerteza, Markowitz transformou a escolha tradicional de ações em um procedimento de seleção do que ele denominou carteiras eficientes”. Com isso Markowitz colocava de forma científica a existência do risco associado aos retornos de um investimento.

A partir disso surgiram vários estudos sobre o assunto investimento financeiro. Muitos deles renderam prêmios Nobel de Economia aos seus autores, inclusive Markowitz também foi laureado com um em 1990. Estes estudos têm evoluído constantemente, apoiados no uso cada vez mais intensivo no mercado financeiro (que por razões óbvias de lucro investe nesse desenvolvimento) e da evolução dos sistemas computacionais.

¹ Programação Linear: Segundo Bernstein, é um meio de desenvolver modelos matemáticos para minimizar os custos, ao mesmo tempo em que se mantém a produção constante, ou para maximizar a produção mantendo os custos constantes.

Embora a teoria sobre investimentos tenha ganhado corpo a partir da década de 50, de acordo com Bernstein (2000:264) somente com a crise do petróleo da década de 70, que trouxe consigo a mudança do câmbio nos EUA para flutuante, que os investidores dos EUA perceberam o grau de risco que estavam se expondo na corrida por maiores retornos pela maneira mais dolorosa, ou seja, através da perda, que estes estudos realmente começaram a ser mais utilizados no mercado financeiro.

Com o uso maior desses estudos verificou-se que a seleção e a alocação de ativos são apenas uma parte das necessidades dos investidores no mercado financeiro. Frente as diferenças existentes entre os investidores há uma necessidade não só de buscar a melhor forma de investimento que associe risco e retorno satisfatoriamente, mas que também satisfaça as razões subjetivas de cada investidor.

Percebendo esse fato, muitos estudiosos sobre teoria de investimentos trabalham outros aspectos além da análise de riscos e retornos, especializando-se no entendimento das motivações humanas que envolvem os investimentos financeiros, desenvolvendo teorias associadas ao processo de tomada de decisões, como variações da teoria dos jogos e da teoria do caos (derivada da física), e novas idéias como a teoria da perspectiva².

Dentro disso, a atual teoria de finanças sobre investimento visualiza o investimento como um processo geral em que a situação do investidor e seu perfil são as bases para a escolha de qualquer plano de investimento.

O atual conceito da administração de investimentos é que esta envolve “o conhecimento das preferências de risco de cada investidor, passando pela seleção e

² Teoria dos Jogos: Inventada pelo físico John Von Neumann em 1926, tornou-se conhecida na economia a partir das aplicações do físico em conjunto com o economista alemão Oskar Morgenstein. A teoria prega que as pessoas tomam suas decisões com base nas intenções dos outros, buscando assim reduzir a incerteza. Em 1994 um grupo de economistas ganhou o prêmio Nobel com aplicações práticas desta teoria.

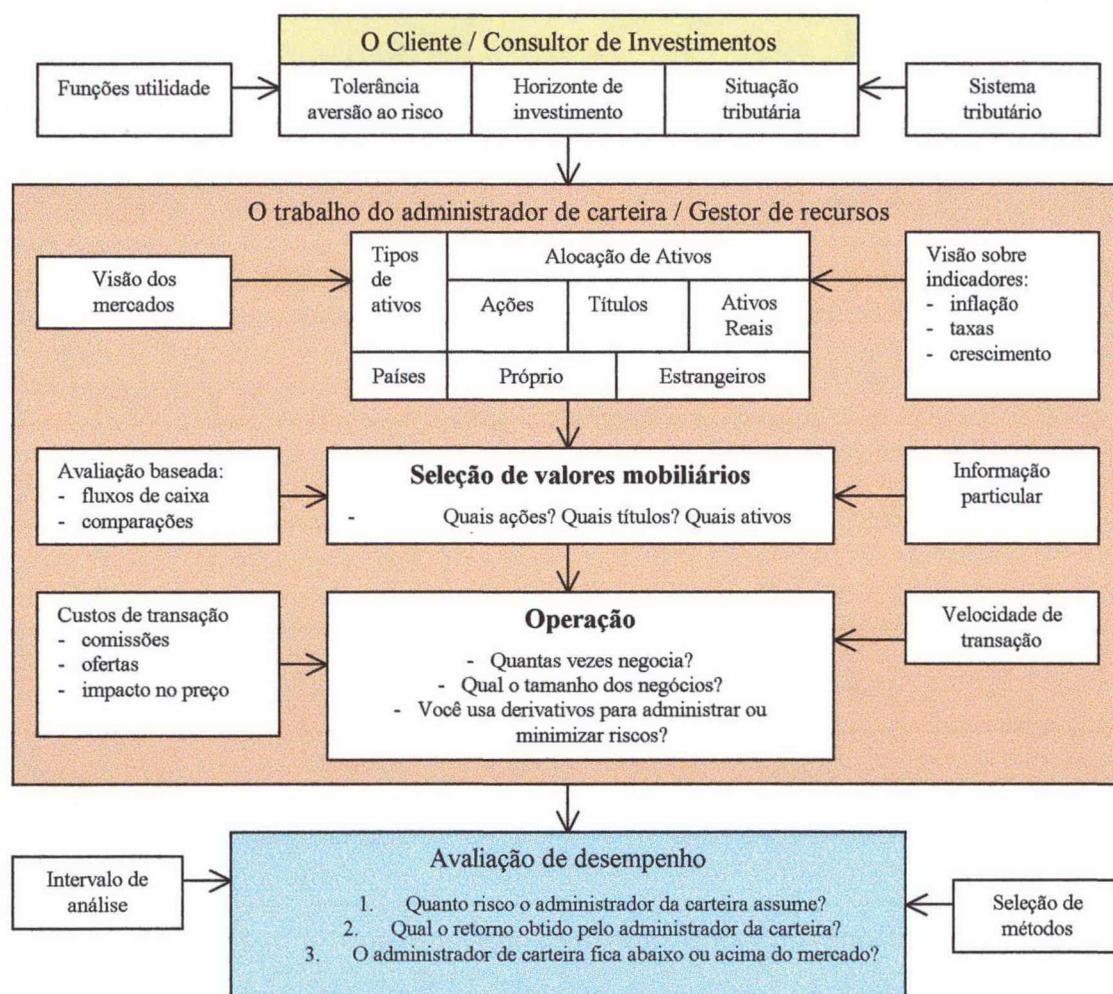
Teoria do Caos: Estudos que buscam colocar em prática sistemas de análise não-lineares, rejeitando boa parte dos conceitos convencionais da estatística como a distribuição normal e a regressão à média.

Teoria da Perspectiva: Conjunto de estudos sobre como as pessoas administram o risco e a incerteza com base em pesquisas iniciadas por dois psicólogos israelenses, Daniel Kahneman e Amos Tversky, a partir da idéia que as pessoas utilizam análises diferentes para decisões que envolvem ganhos e decisões que envolvem perdas.

alocação de ativos, até a avaliação do desempenho destes” (Damodaran, 2000:11). De forma esquemática, o processo de investimento envolve a estrutura que é apresentada na figura 02 e que é utilizada neste trabalho como roteiro para a explanação sobre a teoria de investimentos.

Nesse processo, o papel do agente que toma as decisões sobre os investimentos a serem efetivadas é essencial, especialmente com o desenvolvimento do mercado financeiro brasileiro na última década e também com o surgimento de várias crises financeiras mundiais, cada vez mais freqüentes.

Figura 2
O Processo de Investimento



Fonte: Damodaran.

No entanto, com o aumento da complexidade do mercado financeiro, o que se pode observar é que este agente está deixando de ser exclusivamente a própria pessoa detentora dos recursos financeiros, ou, no caso de empresas, deixando de ser decisão restrita a um conselho interno ou diretoria da empresa.

Devido à variedade de investimentos e aos riscos diferenciados de que cada um oferece, a atividade de investir está tornando-se uma ação especializada, executada por empresas que dispõem de técnicas e sistemas, bem como recursos humanos profissionais; que são as empresas e profissionais conhecidos como consultores de investimentos, que apenas indicam alternativas de investimentos conforme o cliente, ou empresas e profissionais denominados gestores de recursos, que administram diretamente os recursos do cliente, dentro de parâmetros de avaliação pré-determinados.

Como veremos adiante no capítulo sobre a formação da atual estrutura do mercado financeiro brasileiro, até bem pouco tempo atrás esse tipo de empresa era pouco comum. Quando uma pessoa ou empresa tinha a necessidade de uma orientação especializada com conhecimento e experiência na consultoria sobre investimentos, normalmente o profissional encontrado para oferecer esse tipo de informação era o gerente do banco onde este possuía conta corrente.

Em vista da dificuldade de formação profissional nesta área, os investidores encontram de imediato a problemática do início do processo de investimento descrito na figura 02: o estabelecimento de uma estratégia de investimentos coerente com o seu perfil (aceitação ao risco) e objetivo financeiro.

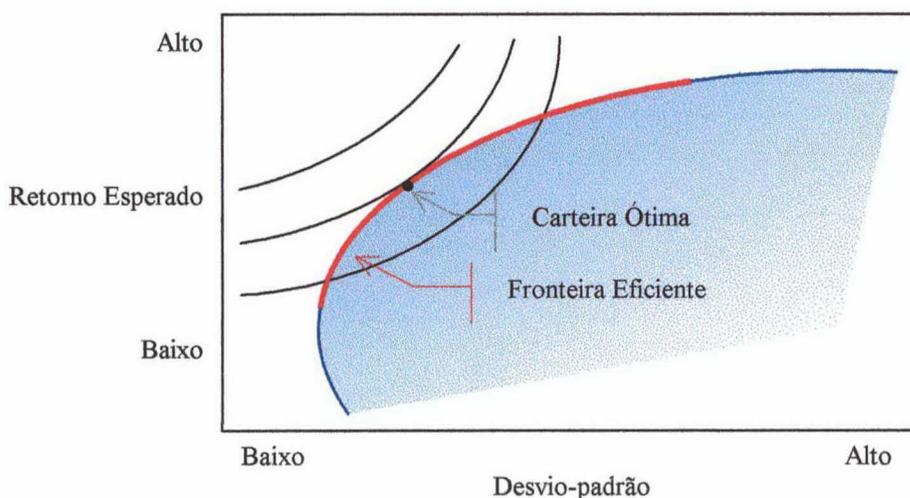
Como cada investidor tem uma situação própria, isso influencia diretamente como este irá escolher para começar a negociar os riscos contra os retornos almejados. Surge daí a necessidade inicial de profissionais que ajudem a compreensão e elaboração de uma estratégia de investimento pelos não-profissionais de investimento. De acordo com Ellis (2000:27), o processo de estabelecimento de política de investimento deve reconhecer as características particulares de cada investidor – como fluxo de caixa, fundos disponíveis, níveis de fundos, a situação tributária e o montante de dinheiro em reserva disponível para cobrir perdas, bem como a boa vontade para suportar estas perdas (perfil).

Com isso, o investidor tem de estabelecer os seus objetivos e necessidades financeiras que motivam investir, definindo também o horizonte de tempo factível para a realização destes (o que têm relação direta com as teorias sobre o ciclo da vida e renda permanente), e ainda, definindo o nível de risco aceito.

No ponto da definição do risco a ser aceito e da melhor combinação da alocação de tipos de ativos para atingir o objetivo do investidor (dentre ações, títulos, imóveis, metais, etc.), as idéias de Markowitz sobre a determinação da melhor combinação entre risco e retorno, e as formulações posteriores elaboradas por outros autores, entram na gestão de investimento. Nesse ponto também que a necessidade de profissionais e empresas especializadas têm aumentado consideravelmente nos últimos anos.

Como precursor da idéia de associar risco ao retorno, Markowitz apontou em seus estudos sobre carteiras de ações a noção de carteira de investimento eficiente, trazendo consigo que é possível através da estatística efetuar o cálculo de combinações ótimas entre retorno e risco, a sua fronteira eficiente, obtida através da diversificação da alocação e seleção de ativos, como se observa na figura abaixo.

Figura 3
A Carteira Ótima



Fonte: Kritzman.

Para a elaboração de carteiras eficientes, Damondaran (2000:21) explica que na teoria de carteiras o risco é o desvio entre o retorno real e o esperado. Sendo que o risco pode ser dividido em duas categorias:

- Sistemático: que não podemos evitar de forma alguma ao investir (incertezas e crises).
- Específico: é evitável através da diversificação.

Com isto, Bernstein (1997:264) acredita que o ponto chave nos conceitos de Markowitz é o papel estratégico da diversificação, que reduz ou elimina o risco específico.

Este conceito de carteira diversificada e maximizadora de retorno associado ao risco foi o ponto de partida para os atuais modelos de administração do risco em carteiras de investimento utilizado por gestores de investimentos. Conforme Clark (2000:82), esses modelos requerem a identificação do risco, estimativa do seu tamanho, proporção em que será aceito e a construção de estruturas (como modelos estatísticos e matemáticos) para reduzir o risco não desejado.

Devido às dificuldades para se realizar o cálculo estatístico das relações entre os ativos de uma carteira, Markowitz desenvolveu juntamente com Willian Sharpe, com quem dividiu o prêmio Nobel de 1990, um método de comparação entre a variância de cada papel com relação ao mercado como um todo, expresso pelos índices de mercado. Segundo Bernstein (1997:258), Sharpe mais tarde baseou-se nessa técnica para construir seu Modelo de Determinação de Preço de Bens de Capital - CAPM, o qual analisa como os ativos financeiros seriam avaliados se todos os investidores seguissem à risca as recomendações de Markowitz para a formação de carteiras.

Além do método do CAPM, Damondaran (2000:69-80) aponta outros modelos de risco: o modelo de Precificação da Arbitragem – APM, que incorpora além da análise estatística a avaliação de fundamentos econômicos; também os chamados modelos Multifatoriais, em que os fatores de risco são ajustados segundo análise subjetiva da economia e os modelos de Regressão, em que os riscos de um ativo são a base para análise do risco de mercado. No entanto, o próprio autor assinala que a evidência acumulada demonstra que o método do CAPM ainda é a “maneira mais eficaz de tratar o risco em finanças modernas” (Damondaran, 2000:76).

Seguindo o processo de investimento, após o estabelecimento do perfil e objetivos do investidor, dentro do entendimento dos riscos, a teoria de investimentos aponta que a alocação de ativos, ou seja, a escolha de quais tipos de ativos (ações, títulos, imóveis, metais, etc.) que atendem as características de cada investidor é a decisão mais importante que os gestores de recursos e investidores encontram.

Na análise de Damodaran (2000:155), a alocação de ativos pode ser dividida basicamente em 2 categorias. Inicialmente sendo a tomada de decisão sobre qual a política a ser adotada, ou seja, como no parágrafo anterior, quais os tipos de ativos que devem compor a carteira do investidor e a suas respectivas participações, e, em seguida, a alocação tática, que seria a reavaliação e ajuste constante de acordo com os resultados apresentados pela carteira, porém sem se desviar da política de alocação inicialmente adotada.

Dentro de um trabalho profissional, esta alocação é realizada em cima das informações dos modelos de risco vistos anteriormente. E é também o início da aplicação do conceito de diversificação pregado por Markowitz.

Da mesma forma que a alocação, a seleção dos ativos dentro de cada categoria de ativos, como por exemplo, a escolha das ações que compõem a parcela da carteira correspondente a ações, também assume importância. Quando efetuado de maneira correta do ponto de vista do risco, a seleção de ativos diversificada reduz o risco específico.

Com o estabelecimento da estratégia inicial para o investimento, as etapas adjacentes são a execução desta estratégia, o acompanhamento e a administração do risco através da utilização de derivativos quando possível e necessário (através de negócios no mercado futuro e a termo, e também com opções).

Para Arnott (2000:243), os custos de transação “podem explicar por que os administradores financeiros ativos têm desempenho inferior ao mercado”. Porém este ponto da execução e acompanhamento da estratégia pré-definida é que os gestores de recursos colocam como um dos maiores fatores para a sua contratação. Pois como administram um volume de recursos combinado de vários investidores, o que é

normalmente superior a um investidor comum, estes conseguem obter economias de escala na execução dos negócios, como por exemplo descontos de corretagem, e também economias no acompanhamento e gestão de risco dos recursos administrados, o que exige sistemas de informação contratados, treinamento e sistemas específicos de gestão de risco.

Completando o processo, a avaliação de desempenho é o ponto decisivo para a verificação da verdadeira eficiência dos investimentos realizados. Como o próprio processo de investimento é relativamente recente, a elaboração de critérios e métodos para a avaliação de desempenho, etapa posterior à realização do investimento, é ainda mais recente e também está em desenvolvimento. Atualmente, a avaliação de desempenho segundo a teoria de finanças apresenta vários métodos de análise, os quais associam nas avaliações essencialmente o valor obtido como retorno, relacionado aos riscos que foram assumidos para a obtenção deste, e o intervalo de tempo base para a realização da análise.

De acordo com Jacob (2000:323-345), as avaliações de desempenho também tiveram seu impulso com as idéias de associação de risco e retorno proposto por Markowitz, as quais geraram medidas de desempenho ajustadas pelo risco, como indicadores de referência, dando assim uma medida para a comparação e avaliação do desempenho de uma carteira de investimentos. Nesse sentido, os indicadores mais conhecidos são o coeficiente de Sharpe, Treynor e o alfa de Jensen.

Buscando identificar mais especificamente quais as decisões de um investidor ou gestor de recursos que tiveram impacto no retorno do investimento, em 1972, Eugene Fama propôs que como método de análise de desempenho fosse realizada a seleção dos pontos em que o investidor ultrapassou seu índice de mercado, identificando quais as bases de sua decisão nestes momentos e buscando correlacionar isso com decisões ativas tomadas.

CAPITULO 3 - A ESTRUTURA DO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO

Para o entendimento do papel atual e das atividades desenvolvidas pelos gestores de recursos financeiros de terceiros no Brasil é necessária uma análise da formação do mercado financeiro brasileiro, buscando apontar os principais pontos de referência com relação a esta atividade.

Inicialmente apresentamos neste capítulo um histórico da formação do sistema financeiro brasileiro e da criação e uso de alternativas de investimento financeiro, caracterizadas como formas de aplicação de recursos de forma remunerada disponíveis aos poupadores pelo sistema financeiro.

O foco da análise é aprofundado na década de 90, período de tempo de análise dos objetivos do trabalho, e também de maior crescimento das atividades das empresas de gestão.

3.1 O Início da Atividade Bancária no Brasil

A história da gestão de investimentos no Brasil tem sua gênese na formação e evolução dos bancos comerciais brasileiros.

O primeiro banco em funcionamento que se tem notícia no Brasil é do final do período colonial, com a instalação do Banco do Brasil em 1808. Na época do Império que começa a se formar a atividade bancária com mais empresas, quando aqui se instalaram representações de bancos estrangeiros que intermediavam o comércio internacional e foram criados bancos regionais em alguns estados do Nordeste e no Rio de Janeiro, bem como nasceu o Banco do Brasil. Em virtude da pequena atividade financeira da época, visto que o país ainda tinha um perfil colonial, data de 1853 a primeira legislação bancária brasileira, o decreto nº 2.711, que criou bancos para operar com depósitos, descontos e emissões. A partir disso surgiram vários bancos regionais.

Procurando estimular o crescimento da economia, em 1888 Rui Barbosa estabelece nova lei bancária autorizando que bancos privados emitam moeda juntamente com o Tesouro. Segundo Ferreira, isso gerou a criação de empresas fantasmas para receber o dinheiro fácil e uma crise especulativa com títulos privados que acabou com a quebra de 17 bancos, como também da nascente bolsa de negociação de títulos de São Paulo, criada um ano antes, num episódio conhecido como a crise do encilhamento. Com essa dolorosa experiência, a emissão de moeda volta ao poder do estado, através do tesouro e também emergiu em 1895 a atual bolsa de valores de São Paulo.

De acordo com Ferreira (2000:37), em 1907 existiam no Brasil cerca de 27 bancos nacionais, 5 estrangeiros e incontáveis bancos de caráter regional, ou mesmo municipal. Nesse tempo, as dificuldades econômicas que a economia brasileira enfrentava com as flutuações do preço do café no mercado internacional e a ausência de fiscalização acarretavam muitos problemas bancários no início do século.

Com os primeiros sinais de desenvolvimento da atividade industrial no país, na década de 20 o governo começou a procurar meios para dar mais controle e segurança ao sistema financeiro de então. As primeiras medidas foram a exigência de capital mínimo para o estabelecimento de uma instituição bancária e também a criação de uma carteira de redesconto pelo Banco do Brasil, com o objetivo de auxiliar outros bancos em dificuldades de caixa. Além disso, o banco também assumiu a compensação de cheques.

Para investidores, os bancos de então ofereciam como principais modalidades de investimento financeiro o depósito a prazo (entre 60 e 180 dias) e a subscrições de bônus, as quais competiam com os títulos públicos e notas promissórias negociadas pelos corretores oficiais de títulos públicos.

No entanto, segundo Ferreira (2000:59), para investidores de 1930, num país em que a urbanização ainda estava nos seus primeiros passos, “confiar dinheiro à guarda de terceiros ainda era algo restrito a uma pequena elite do país”. As frequentes crises financeiras do Brasil, juntamente com a pouca regulamentação da indústria bancária afugentavam a população dos bancos.

As críticas sobre a necessidade de melhor estruturação do sistema já existiam naquela época. Conforme cita Sochaczewski (1993:25), em 1931, um enviado dos credores ingleses, Sir Otto Niemeyer, diretor da casa Rotschild, sugeriu a criação de um Banco Central independente, separando as atividades governamentais e do tesouro, das atividades do Banco do Brasil.

Em 1933, o governo estabeleceu uma referência bastante duradoura para os investimentos quando sancionou o decreto-lei 22.026 criando a lei da usura, a qual limitava o juro pago pelas instituições bancárias a seus depositantes em 12% ao ano. Modificações a esta lei só aconteceram em 1964, com a reforma bancária de então.

Entre 1930 e 1945 o sistema bancário brasileiro cresceu, especialmente durante a segunda guerra, período em que o número de bancos passou de 277 para 476 (Sochaczewski, 1993:26). Ao final da guerra, o Banco do Brasil estava consolidado como o principal banco comercial, e também controlava o sistema bancário através da Carteira de Redesconto e como agente financeiro do governo. No mesmo ano de 1945, o governo cria a Superintendência da Moeda e do Crédito – SUMOC, com o objetivo desta coordenar a política monetária e estabelecer as bases para a criação de um banco central no país.

Segundo Sochaczewski (1993:29), mesmo com a expansão da atividade bancária até a década de 50, persistiam as dificuldades envolvidas na captação de poupanças privadas através do sistema financeiro. Isso se devia ao descrédito que o mercado tinha sobre os títulos do governo e a pouca organização do mercado de bolsa de valores da época, e principalmente, pela distribuição de renda altamente concentrada e pela conseqüente concentração de poupanças, o que não gerava a necessidade de um sistema mais elaborado de transferência entre poupanças e investimentos.

Um exemplo disso é que em 1948 só existiam 12 companhias com ações negociadas em bolsa. Os motivos apresentados por Sochaczewski (1993:31) são parecidos com os de hoje: mercado comprador pequeno, inexistência de instituições financeiras aptas a realizar subscrição, estrutura familiar das empresas e a existência de inflação que desviava as poupanças para o mercado imobiliário, onde já havia a crença de proteção contra a inflação.

Buscando criar alternativas de crédito à industrialização em expansão, o qual não estava sendo atendido pelos bancos comerciais da época, em 1952, o governo cria o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico – BNDE, que mais tarde foi acrescentado como também voltado para o desenvolvimento Social, tornando BNDES.

Nessa década de 50 a inflação começou a tomar corpo. Como alternativa de investimento surgem as chamadas contas correntes populares, voltadas para pequenos depositantes e que pagavam juros (mesmo que limitados pela lei da usura).

Ainda com relação ao problema da inexistência de intermediários no sistema financeiro que ligassem poupadores e investidores, o próprio mercado buscou alternativa com o estabelecimento das Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento, conhecidas como financeiras, que surgiram em 1946 como uma forma de organização de empresas não-bancárias (constituídas como sociedades em que os poupadores formam o capital da mesma). No entanto, somente no final da década de 50 que as financeiras começaram a ter uma participação mais expressiva como agentes de crédito. Isso ao uso de uma forma de captação alternativa à venda de cotas de participação nas financeiras, a letra de câmbio.

Conforme Sochaczewski (1993:255), a letra de câmbio já existia desde 1908, sendo utilizada nas transações de comércio exterior e caindo em desuso progressivo pelo mercado. O que as financeiras fizeram foi utilizar a letra de câmbio como título de crédito negociado com deságio sobre o seu valor de face (com garantias e coobrigação da financeira), em que taxa de desconto (teoricamente não definido como juro pela lei da usura) cobria a perda inflacionária da época. Com isso a letra de câmbio tornou-se uma das principais formas de investimento no final da década de 50 e início da década de 60, atraindo investidores que não mais deixavam o seu dinheiro em contas de depósito remunerado ou outros títulos que tinham a limitação de ganho em 12% ao ano imposta pela lei da usura, abaixo da inflação na época.

Outra alternativa de investimento financeiro fora do sistema financeiro que ganhou espaço no início da década de 60 foi o mercado de notas promissórias, emitidas diretamente pelas empresas que necessitavam de recursos e que tinham como forma de

rentabilidade o mesmo mecanismo de “deságio” das letras de câmbio, e dessa forma não burlavam a lei da usura.

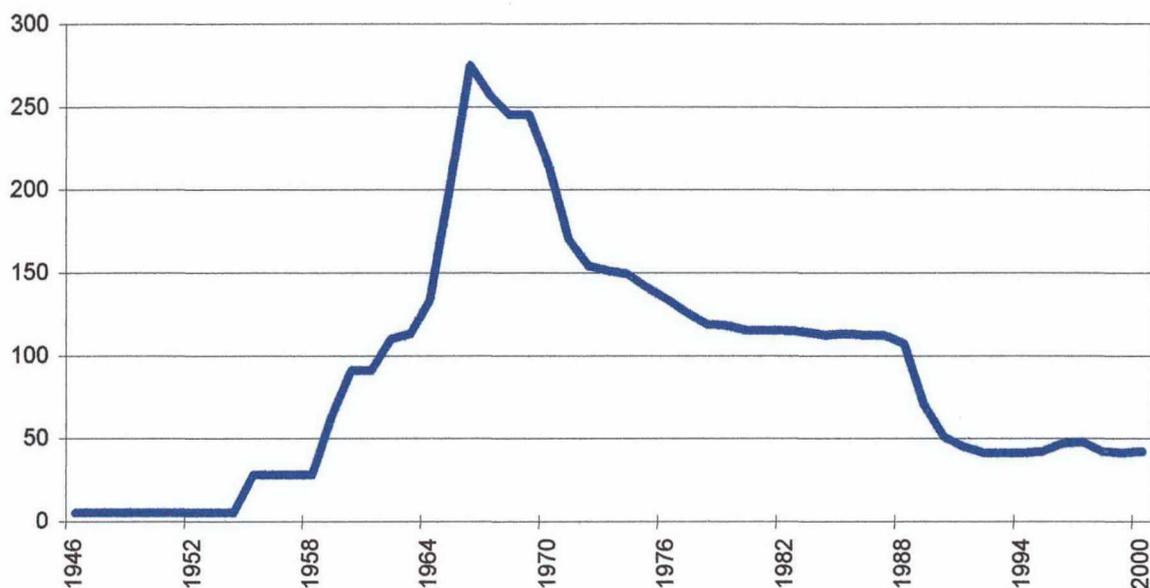
As letras de câmbio e notas promissórias tiveram grande aceitação pelos investidores como alternativa de investimento financeiro no início da década de 60, sendo negociadas ativamente nas bolsas de valores. Nesse ponto, é interessante observar que a própria estrutura cartorial da bolsa naquele tempo também não estimulava o crescimento da captação de recursos para investimentos de longo prazo. A bolsa era formada pelos corretores de títulos públicos, cargo hereditário nomeado pelo presidente, que fora constituído em 1890, juntamente com a própria bolsa de valores, e tinha uma renda garantida, devido a obrigatoriedade de intermediação nas operações de câmbio, não existindo organização ou incentivos voltados para a abertura de capital pelas empresas.

Com relação as notas promissórias, estas tiveram queda de emissão a partir de meados da década de 60, quando o governo criou a obrigação de intermediação dessas emissões através de instituição financeira autorizada para executar este tipo de operação, e foram virtualmente liquidadas em 1969 quando o governo também obrigou o registro em cartório, acompanhado da cobrança de tributos sobre a sua emissão.

Já as letras de câmbio têm uso até hoje, embora bastante reduzido, visto que com o advento da reforma bancária de 1964, as próprias empresas financeiras também foram incentivadas a se tornarem bancos de investimento ou se especializarem em nichos de mercado como o crédito pessoal.

Como podemos observar no gráfico 01, o número de empresas financeiras teve crescimento acentuado atingindo seu ápice em meados da década de 60. Depois disso, a permissão que o governo deu aos grupos de 5 ou mais financeiras se tornarem um banco de investimento e a concorrência na captação de recursos pelas letras de câmbio frente ao certificado de depósito bancário fez com que o número de empresas se reduzisse até os patamares atuais.

Gráfico 1
Número de Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento no Brasil
Evolução desde a criação em 1946 até o final do ano 2000



Fonte: Banco Central

Ainda com relação às financeiras, através do gráfico pode-se notar também a queda acentuada do número de empresas dessa natureza após o ano de 1988, em que houve uma nova mudança na lei bancária após as reformas de 1964, e se permitiu a absorção das atividades das financeiras pelos bancos comerciais.

3.2 A Reforma Bancária de 1964 e 1965

A partir de 1964, quando o governo já estava sobre a égide do poder militar, começou uma mudança profunda reorganização do sistema financeiro brasileiro. A idéia inicial era criar instituições e reformular as existentes com o intuito de cobrir as diversas necessidades financeiras na economia, de forma segmentada e especializada, permitindo a captação de fundos dispersos na economia.

Essas mudanças foram efetuadas basicamente através da edição da lei da correção monetária, lei 4.397, de 10/07/1964, da instituição de lei de reforma bancária, lei 4.595, de 31/12/1964, e da lei da reforma do mercado de capitais, lei 4.728, de 14/07/ 1965.

De forma seqüencial, inicialmente o governo permitiu aos bancos comerciais remunerarem depósitos a prazo com a garantia da recém criada correção monetária. O que na prática, de acordo com Sochaczewski (1993:307), foi a liberação dos juros acima da lei da usura, pois a partir disso foi permitido a cobrança de acima de 12% ao ano, desde que os juros reais (descontando-se a correção monetária), não ultrapassassem esta taxa.

Até que o mercado se adaptasse à nova realidade, que era uma espécie de taxa pós-fixada, foi estabelecida a criação temporária de correção prefixada, que continua existindo até hoje, o certificado de depósito bancário – CDB, que na época se tornou um importante concorrente das letras de câmbio emitidas pelas financeiras.

Com a lei da reforma bancária o sistema financeiro foi reformulado, sendo criado o Banco Central, o título federal de 3 anos (a Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional – ORTN), que deu origem ao mercado de títulos públicos no Brasil, conhecido em todo mundo como *open market*. Também foi criado o Sistema Financeiro da Habitação, juntamente com o Banco Nacional da Habitação – BNH e seus instrumentos de captação de recursos: as letras imobiliárias e a caderneta de poupança, ambos contando com a correção monetária. Houve ainda uma ampla reforma fiscal e tributária com vista à diminuição da inflação.

Já com relação a reforma do mercado de capitais, o governo tentou através desta estabelecer uma estrutura de empresas especializadas para incentivar a captação de poupanças de longo prazo. Em vista disso, regulamentou e organizou o sistema de bolsa de valores, instituindo as corretoras de valores e distribuidoras de valores (tirando de cena a pessoa física do corretor de títulos públicos), bem como criou também o banco de investimento. Além disso, o governo buscou recuperar o uso das debêntures como fonte de crédito de longo prazo.

Na mesma reforma, os bancos de investimento tiveram a permissão para a constituição e gestão de fundos de investimentos, pessoa jurídica independente do banco

de investimento, composta por grupos abertos de investidores, tal como num condomínio de investidores que delegam as atividades ligadas à administração de seus recursos financeiros ao banco de investimento (incluindo aí a escolha e acompanhamento dos investimentos, denominado gestão de investimentos). Conforme Sochaczewski (1993:313), o objetivo da criação dos fundos de investimento foi dar maior demanda ao mercado secundário de ações e maior liquidez ao mercado de emissões de títulos privados.

No entanto, somente em 1967, com o apoio do setor público, através do decreto-lei 157, que permitia que os contribuintes do imposto de renda deduzissem um percentual do imposto de renda devido destinando este valor para compra de cotas de fundos de investimentos voltados para compra de ações, que os fundos ganharam uma certa projeção, ficando conhecidos nesta modalidade como fundos fiscais 157.

Estabelecidas as bases de uma nova organização do sistema financeiro, em 1966 o governo eliminou os juros sobre depósitos à vista, o que foi substituído pelos outros ativos financeiros lançados pelo novo sistema.

Segundo Costa (1999:284), mesmo com a intenção inicial do governo em desvincular as instituições com atividades relacionadas ao sistema de crédito com as instituições voltadas para o sistema de títulos e valores mobiliários, o que aconteceu na verdade foi a constituição dos chamados conglomerados financeiros, onde os bancos privados de então constituíram bancos de investimento, corretoras ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários, podendo assim operar em todos os segmentos.

Ainda conforme Costa (1999:292), embora o governo tenha criado instituições especializadas no Mercado de Capitais para tentar abrir canais para o crédito voltado para investimentos na expansão da atividade produtiva, o financiamento de longo prazo aconteceu efetivamente através de repasses de créditos subsidiados disponíveis por agência de desenvolvimento e programas do governo, como o Finame.

No período de forte crescimento econômico do início da década de 70 até mesmo o governo passou incentivar a concentração, através da Comissão de Fusão e Incorporação de Empresas – Cofie (Bulhões, 1993:40), criada pelo Decreto 1.182, de julho de 1971, que foi acrescida de benefícios fiscais nos decretos 1.337 e 1.346, de 1974 (Costa, 1999:285),

devido à necessidade urgente de novas fusões e aquisições demonstrada com a quebra de um importante banco da época, o banco Halles.

O resultado disso é que conforme Ferreira (2000:109), dos 336 bancos existentes em 1964, restaram 106 em 1976.

No rastro do impacto que a crise internacional do petróleo provocou no mercado financeiro mundial em 1974, cujos efeitos foram bastante sentidos na queda do mercado de ações brasileiro neste ano, em dezembro de 1976, o governo editou a lei 6.385, criando uma autarquia para a fiscalização do sistema de mercado de capitais, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, entidade que ficou com a responsabilidade de fiscalização e estímulo ao mercado de capitais no Brasil.

A partir dessas bases, até meados a década de 80 manteve-se a tendência de concentração do sistema sob a forma de conglomerados financeiros, até mesmo como alternativa de sobrevivência do próprio sistema frente ao recrudescimento da crise econômica do estado brasileiro, o qual combinava crises cambiais com a dificuldade constante de financiamento da dívida pública e a convivência com a inflação crescente.

De acordo com estudo do Dieese (2000:25), essa concentração possibilitou que o setor bancário nacional, pelo menos com relação aos grandes bancos de varejo, caracterizasse por uma certa homogeneidade, atuando em todo país com os mesmo produtos e serviços oferecidos nos grandes centros financeiros, algo muito difícil em qualquer setor econômico.

3.3 Início do Processo Atual de Reestruturação dos Bancos

Pode-se dizer que o processo de reestruturação dos bancos está ligado a três momentos marcantes da recente história econômica brasileira: o Plano Cruzado (1986), os Planos Collor I e II (1990/91) e o Plano Real (1994). Ou seja, os planos econômicos de estabilização tiveram grandes repercussões dentro dos bancos, provocando sucessivos ajustes no sistema financeiro.

O ano de 1986 foi o marco histórico no processo de reestruturação do setor bancário no Brasil. Com a adoção do Plano Cruzado, em fevereiro daquele ano, o governo tentou atacar de frente a questão inflacionária, atingindo, assim, os ganhos obtidos pelos bancos com a inflação - uma das principais fontes de suas receitas.

Segundo Bulhões (1993:44), o Plano Cruzado fez com que os bancos iniciassem um processo de ajuste do sistema financeiro, visando, num primeiro momento, cortar custos (através da redução de agências e com o começo do processo de informatização) em paralelo com a melhora da oferta de serviços.

Num cenário até então de inflação em alta, as alternativas de investimento financeiro ofertados pelos bancos estavam focadas no curto prazo, buscando atender as necessidades mais procuradas pelos clientes: a defesa do poder de compra e a liquidez. Em vista disso, as inovações lançadas na época foram os fundos de investimento de curto prazo ao portador e as contas remuneradas, ambos com lastro em títulos da dívida pública.

No que tange a gestão de investimentos, em 1987, através da Resolução 1.248, o governo autorizou que as corretoras e distribuidoras de valores também pudessem constituir e administrar fundos de investimento (Ogasavara, 1987:52).

Em 1988, com o advento da nova constituição, o governo buscou racionalizar a organização do sistema financeiro, desmontando o sistema em que haviam vários conglomerados financeiros constituídos com várias empresas bancárias e não-bancárias (no entanto com o mesmo controlador) através da possibilidade destes constituírem bancos múltiplos, com carteiras especializadas. Isso fez com que o número de instituições participantes do sistema financeiro tivesse uma grande redução, ao passo que várias pequenas corretoras tornaram-se bancos múltiplos, elevando as possibilidades de negócios. No entanto, conforme observa Bulhões (1993:42) não houve uma alteração da estrutura do setor, os conglomerados deram lugar aos bancos múltiplos de grande porte.

A reforma bancária de 1988 também foi uma espécie de reconhecimento oficial sobre os erros da estratégia de segmentação do sistema financeiro implantada na reforma bancária de 1964/65.

No início da década de 90, já na era Collor, duas inovações importantes foram realizadas no âmbito dos investimentos financeiros: a criação dos fundos de aplicação financeira como uma diferenciação dos fundos de renda fixa de então, e a constituição de mecanismos legais que permitiriam ao investidor estrangeiro aplicar em ativos no Brasil, os chamados anexos de investimento.

O plano Collor II extinguiu as contas remuneradas e as aplicações de curtíssimo prazo, o *overnight*. Instituiu em contrapartida o Fundo de Aplicações Financeiras - FAF, conhecido como Fundão (que tinha a mesma remuneração do *overnight*, porém sobre qualquer valor aplicado) e que se tornou uma alternativa de investimento padronizada entre as instituições financeiras (Bulhões, 1993. pag. 45).

Frente a isso, para atender à necessidade do mercado os bancos inovaram com novos produtos, como a caderneta de poupança com datas múltiplas e o incentivo para aplicações no fundo de *commodities*³, trabalhado com base na experiência do fundo de renda fixa comum.

Esse cenário de ganhos com a inflação e de aplicações no curto prazo veio mudar radicalmente no segundo semestre de 1994, com a implantação do Plano Real.

A redução dos níveis inflacionários e a maior abertura da economia, com o incremento das importações, além de exigir o desenvolvimento de produtos e serviços ágeis, revelou o grau de ineficiência de alguns setores domésticos, quer industrial ou comercial, com baixa lucratividade e deseconomias de toda ordem, que passou a refletir-se na incapacidade de honrar os empréstimos concedidos pelos bancos. Além disso, a política

³ Segundo dados do Banco Central (1993:46) o fundo de investimento em *commodities* foi criado no início da década de 90 para captação de recursos financeiros com a aplicação vinculada a ativos do setor rural e agroindustrial, tido com um dos principais mercados em que se negociam *commodities*. (mercadoria padronizada negociada por vários agentes, por exemplo: a soja e seu farelo, o café, o petróleo, a energia elétrica).

Desde o seu surgimento, os fundos em geral tinham restrições quanto ao tipo de ativos aceitos para constituir a sua carteira de investimentos, sendo permitido basicamente a aplicação em títulos públicos, ou então, no caso de fundos de ações, grande parte da carteira sempre deveria ser composta por ações. Como o fundo de investimento em *Commodities* tinha a permissão de aplicação em uma gama variada de ativos (ações, ouro, títulos públicos e privados, e ainda negócios no mercado futuro de ativos agrícolas), sem seguir uma composição padronizada, este foi o meio encontrado para gestores de bancos conseguirem ganhos diferenciados da concorrência. Até 1995, quando houve uma reordenação dos tipos de fundos permitidos no mercado financeiro, o fundo de *commodities* foi a alternativa para o investidor de médio e longo prazo frente à poupança e o depósito a prazo, além, é claro, do fundo de ações.

monetária restritiva, praticada a partir da implementação do Plano Real, contribuiu para gerar as dificuldades em empréstimos enfrentadas por alguns setores da economia.

Esses fatos, conjugados com o desaparecimento dos ganhos inerentes ao processo inflacionário, até então apropriados pelo segmento financeiro, evidenciaram a fragilidade de algumas de suas instituições, as quais mostraram-se incapazes de promover os ajustes necessários para sua sobrevivência num ambiente com inflação controlada.

Uma idéia da importância da inflação para os bancos está nos dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE (1999), que apontam no período de 1990 a 1993 receitas inflacionárias contabilizadas pelas instituições financeiras de, em média, de 35% a 40% das receitas totais, percentual que despencou para 0,6%, em 1995.

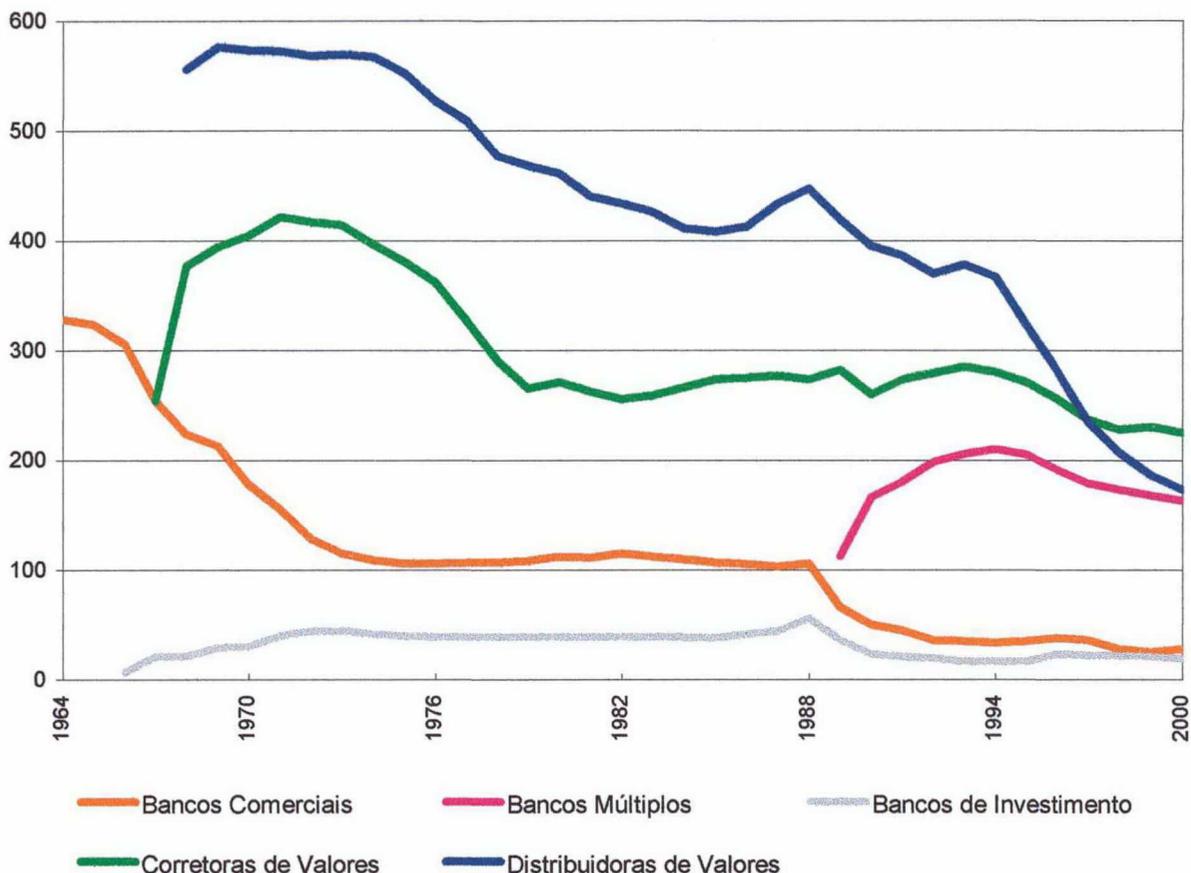
Dada a iminente situação de insolvência de instituições financeiras, o governo tomou medidas no sentido de reestruturar e fortalecer o sistema financeiro. Nesse contexto foram adotadas medidas como a instituição do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro (PROER) e do Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES) e a criação do Fundo Garantidor de Crédito (FGC). Através da medida provisória nº 1.182, de 17.11.95 (atual Lei 9.447, de 14.03.97) foram introduzidas modificações objetivando dar mais poderes ao Banco Central no tratamento de assuntos relacionados com a responsabilidade civil dos acionistas controladores, na adoção de medidas saneadoras de natureza preventiva e na flexibilização de regras para privatizações.

A partir daí ocorreram significativas alterações na estrutura do sistema financeiro, tanto sob o aspecto organizacional quanto operacional. Houve transferências de controle, incorporações, cancelamentos e liquidações fazendo com que o número de instituições financeiras, excetuando-se as cooperativas de crédito, diminuísse consideravelmente nos últimos anos, como se observa a seguir no gráfico 02.

Estes ajustes aconteceram também entre as instituições de mercado de capitais. De acordo com relatório do Banco Central, as distribuidoras destacaram-se como o maior responsável pela tendência de redução do número de instituições financeiras no sistema financeiro, juntamente com as corretoras de valores.

Gráfico 2

Número dos principais tipos de Instituições Financeiras no Brasil
Evolução desde a reforma bancária no ano de 1964 até o final do ano 2000



Fonte: Banco Central do Brasil.

Essa queda do número de corretoras e de distribuidoras de valores tem explicação inicialmente pelo constante aumento de capital mínimo exigido pelo Banco Central para o seu funcionamento, que eliminou as pequenas corretoras e distribuidoras (mais numerosas e menos capitalizadas)⁴. Além disso, o aumento da concorrência no setor tem se traduzido em maiores exigências e encarecimento no custo do serviço prestado, ao passo que as taxas

⁴ As primeiras exigências e mudanças no sentido de aumento do valor de capital mínimo para as instituições financeiras nesta década foram estabelecidas em 1994, quando o BC editou a Resolução 2.099, de 17.08.94, seguindo os preceitos do Acordo da Basileia e associando o patrimônio das instituições financeiras aos riscos de seus ativos. Em 25.06.97 foram acrescidas novas exigências a essa norma sendo que atualmente esse limite é regulado pela Resolução nº 2.607 de 27.05.1999, resolução que novamente aumento os valores mínimos com relação à anterior.

de corretagem também têm diminuído⁵, obrigando as instituições a fundirem-se ou se desligarem da atividade através de seu descredenciamento como instituição financeira junto ao BC.

Ao mesmo tempo, a partir de 1996, ano que o BC começou a autorizar a entrada de bancos estrangeiro no país, o capital estrangeiro passou a se tornar mais presente em termos quantitativos e qualitativos. Em 31 de dezembro de 2000, 37,4% das instituições financeiras tinham participação estrangeira e 25,5% eram controladas por estrangeiros, conforme o quadro 01 a seguir.

Quadro 1

Participação do capital estrangeiro nas Instituições Financeiras no Brasil

	total	% sobre os estrangeiros	% sobre o total do sistema
Sem controle	84	31,8	11,9
Com controle	180	68,2	25,5
Total	264	100,0	37,4

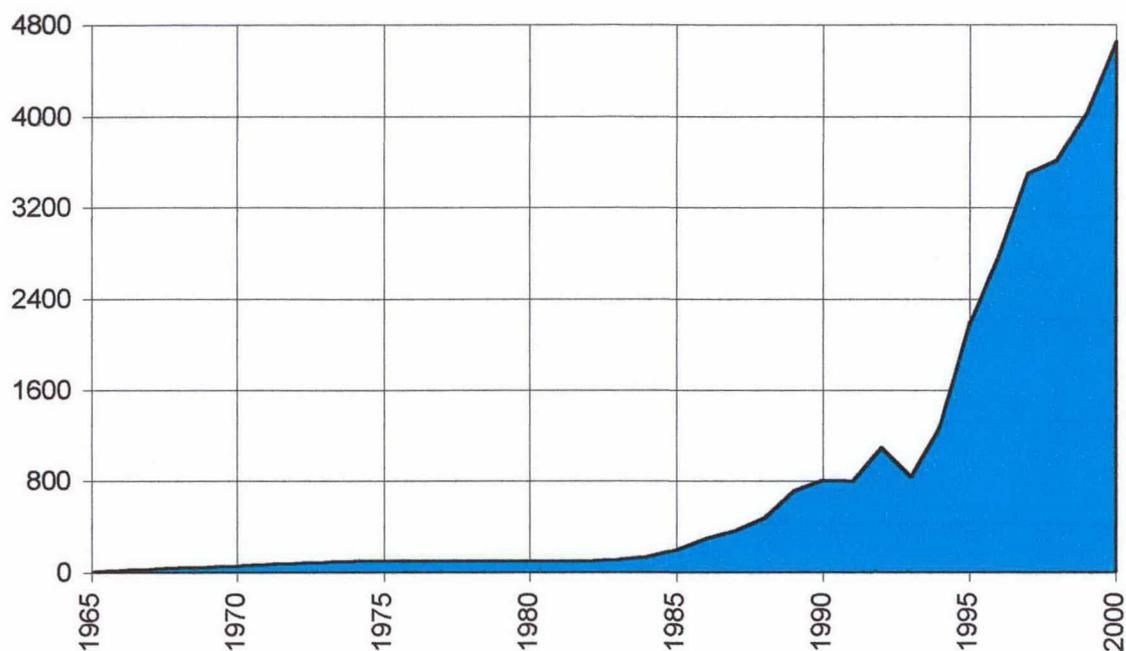
Fonte: Banco Central do Brasil.

Do ponto de vista de alternativas de investimento financeiro, a partir do segundo semestre de 1995 o segmento dos fundos de investimento passou por um reordenamento, com a criação de novas modalidades de fundos, e começou a se formar a tendência de terceirização da administração da carteira de fundos de investimento aliado ao crescimento constante do patrimônio investido nestes.

Desse período até hoje, os fundos de investimento vêm ganhando importância no sistema financeiro na medida que se constituem em indutores de formação da poupança nacional, pois os investidores estão o elegendo como a aplicação financeira mais interessante, como também tem sido auxiliares para a execução da política monetária, devido ao fato de que grande parte das aplicações dos fundos de investimentos estarem direcionadas para títulos públicos.

⁵ Corretoras “puras” resistem diante da forte concorrência. Revista Investidor Institucional, 11/05/2001, ano 5 n. 97.

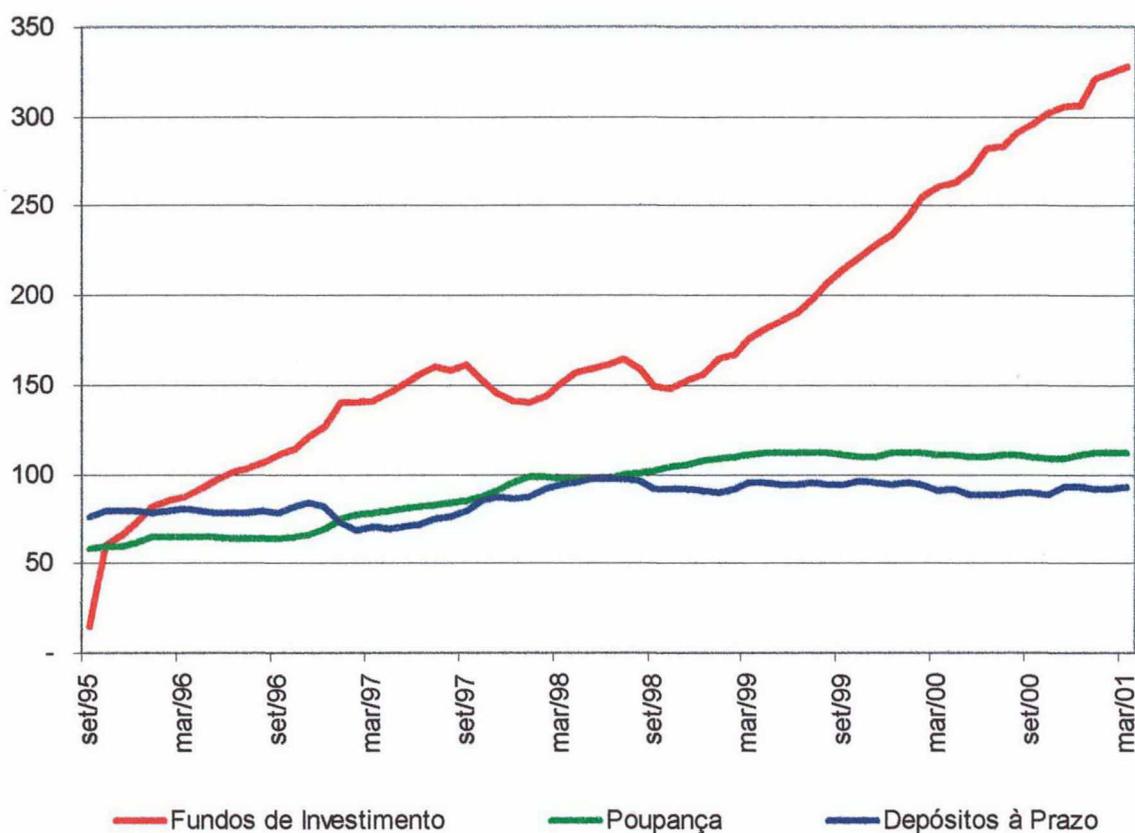
Gráfico 3

**Número de Fundos de Investimento Financeiro em Funcionamento
Evolução desde a criação em 1965 até o final do ano 2000**

Fonte: Banco Central do Brasil.

Como se pode observar no gráfico 03, no início da década de 90 existiam cerca de 800 fundos de investimento, e a partir de 1994, com a implantação do plano real, há o início de uma grande expansão na quantidade de fundos existente, sendo que no final do ano 2000 já existem acima de 4.500 fundos, o que representa um crescimento no número de fundos abertos em torno de 6,5 vezes o número inicial.

Gráfico 4
Patrimônio das principais aplicações financeiras no Brasil
Evolução desde set/1995 até mar/2001
(em R\$ milhões)



Fonte: Banco Central do Brasil.

Conforme apresentado pelo gráfico 04, que apresenta a evolução do volume aplicado nas principais aplicações financeiras disponíveis no Brasil, fica claro que desde do reordenamento dos tipos de fundos de investimento financeiro (na metade do terceiro trimestre de 1995) que há uma preferência dos investidores por este tipo de aplicação.

Com relação à organização do Sistema Financeiro Nacional - SFN, atualmente este está estruturado em dois grandes segmentos. De um lado, estão as instituições bancárias, assim entendidas como o conjunto constituído por bancos comerciais, caixas econômicas, cooperativas de crédito e bancos múltiplos. De outro, estão agrupadas as instituições atuantes nas demais áreas do mercado financeiro: bancos de desenvolvimento, bancos de

investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de arrendamento mercantil, sociedades de crédito imobiliário, companhias hipotecárias, associações de poupança e empréstimos, sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários e corretoras de câmbio e de títulos e valores mobiliários.

De acordo com o Banco Central, ao final de abril de 2001, o Brasil contava com um sistema financeiro com 211 bancos, que atuavam por meio de mais de 16 mil agências e cerca de 15 mil outros postos de atendimento.

A atuação mais firme do Banco Central (ao final de 2000 havia 84 instituições sob regime de intervenção), a abertura aos bancos estrangeiros, o ajuste do setor bancário estatal e o encerramento voluntário de alguns bancos, geraram uma redução de 38,6% no total de instituições do SFN desde a implantação do Plano Real.

Apesar do movimento intenso de mudanças no setor, ainda existem muitas dificuldades a serem vencidas no processo de transformação dos bancos nacionais. Apesar do controle da inflação advindo da implantação do Plano Real, comparativamente com o quadro internacional, a atividade bancária não tem na concessão de crédito sua principal atividade.

Conforme dados do Banco Central, a participação do crédito no sistema financeiro soma cerca de 28% do PIB, o que mostra o grande espaço que ainda existe para o crescimento do setor, dada o baixo uso do banco pelo brasileiro médio. Ao mesmo tempo, a rede de atendimento se expandiu pelo País, mas ainda apresenta uma concentração excessiva, existindo 29,4% dos municípios brasileiros que não contam com agência bancária.

Mesmo com a presença em redes nacionais, de acordo com Carnier (2001:41) apenas 20% da população tem conta bancária (33 milhões de correntistas), contra 71% na Coréia do Sul (32 milhões de correntistas) e 79% nos EUA (192 milhões de correntistas).

Numa análise das tendências dos últimos anos, conforme Dieese (2000:27), no Brasil existem dois processos em curso: de um lado, o crescimento da intermediação financeira e, de outro, experiências de desintermediação financeira. Embora seja

contraditório, a explicação deve ser procurada no fato que, com o fim do período hiperinflacionário, houve um crescimento das operações de créditos por parte dos bancos (a intermediação financeira), que não eram viáveis num período de alta inflação, quando os bancos tinham nos ganhos inflacionários sua principal fonte de recursos e as empresas optavam por um baixo nível de endividamento como estratégia de sobrevivência.

Também nesse caso, porém, há novas operações financeiras através das quais as empresas tentam fugir da captação de recursos junto aos bancos (desintermediação financeira). Cabe ressaltar o papel destacado dos bancos brasileiros na captação de recursos fora de processos de intermediação financeira, em particular o lançamento de títulos no exterior, e os processos de securitização.

CAPITULO 4 - A ATIVIDADE DOS GESTORES DE RECURSOS NO BRASIL

Após a exposição nos capítulos anteriores sobre a teoria que dá embasamento às atividades dos gestores de recursos de terceiros, e em seguida, sobre a formação e atual estrutura do sistema financeiro no Brasil, neste capítulo a atividade das empresas de gestão de recursos de terceiros é detalhada.

4.1 A Origem das Empresas de Gestão de Recursos

A atividade de gestão de recursos de terceiros dentro dos moldes atuais, através de empresas especializadas, começou a aparecer efetivamente no Brasil a partir da segunda metade da década de 90, com a estabilidade econômica advinda da redução da inflação e o crescimento das aplicações em fundos de investimento, e também pela exigência legal de separação da atividade de gestão da carteira própria do administrador da gestão da carteira de recursos de terceiros em 1997.

Isso se deve a vários fatores, relacionados principalmente à formação do sistema financeiro brasileiro e às possibilidades de investimento disponíveis e interessantes para os poupadores.

Ao analisar a formação da estrutura bancária brasileira e dos meios de aplicação financeira que foram efetivamente utilizados pelos poupadores observa-se que em grande parte da história passada o investidor teve uma marcante preferência a aplicações que privilegiassem a liquidez, ou seja, aplicações com a possibilidade de resgate no curto prazo, e com rentabilidades que garantissem ganho acima inflação neste período.

Atitude que também não foi por falta de motivos, pois a instabilidade econômica, os sucessivos planos econômicos e trocas de moeda, ainda conjugados com a inflação constante, quase que obrigavam os investidores a aplicar seus recursos desta forma.

Aliado a isto, o próprio mercado financeiro foi incipiente na criação de alternativas de investimento de médio e longo prazo, ficando restrito ao investimento em ações e debêntures. Os quais também padeciam de maior disseminação no mercado. Nesse cenário, a alternativa de investimento de longo prazo mais utilizado foi o investimento em imóveis.

Com o recuo da inflação após 1994 os profissionais de investimentos já percebem uma alteração de perfil dos investimentos realizados pelos seus clientes. Conforme Alves (1999), está ocorrendo uma mudança no perfil de patrimônio dos investidores, com a diminuição da concentração em imóveis e participações societárias pelo aumento em investimentos financeiros.

Já do ponto de vista de atividade de gestão de recursos, com especialistas em aplicações de recursos no mercado financeiro e métodos voltados para a obtenção dos melhores resultados financeiros, pode-se afirmar que essa atividade nasceu juntamente com os bancos, mas no entanto, era voltada somente para a administração dos recursos destes, o que hoje é conhecido como gestão de tesouraria.

A aplicação desse conhecimento voltada para a gestão de recursos de terceiros de forma institucionalizada legalmente somente foi possibilitada através do estabelecimento dos fundos de investimento, criados em 1965 juntamente com os bancos de investimento, mas que demoraram até a década de 90 para atrair as poupanças dos investidores.

Antes do crescimento dos fundos de investimento, a atividade de gestão de recursos de terceiros estava reduzida à gestão de recursos em renda variável, dentro de um mercado de bolsa de valores reconhecidamente pequeno, sendo exercida através da gestão dos chamados fundos fiscais 157 e carteiras de ações administradas, como também através da gestão de clubes de investimento em ações, criados pelas bolsas de valores em 1984, e regularizados no ano seguinte através da resolução nº 45 da CVM, sendo geridos através das corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, mas que perderam espaço nesta década pelos fundos de investimentos em ações.

Também pode ser citado como origem do segmento de gestão de investimentos o trabalho dos consultores financeiros. Regulamentado a partir de 1985 pela CVM, o trabalho dos consultores de investimento se especializou no investimento do mercado de

ações e gerenciamento de fortunas. Embora não lidando com os recursos dos investidores diretamente, como uma verdadeira gestão de recursos de terceiros, a atividade dos consultores, que registra também crescimento constante, tem como princípio o trabalho dentro da idéia de processo de investimento, avaliando o perfil e objetivos dos clientes, indicando alternativas e sendo avaliado pelos investidores.

Nessa linha, já há algum tempo os bancos estrangeiros oferecem o serviço de consultoria de investimentos para sua reduzida clientela, como continuidade do serviço oferecido pelas suas matrizes, o que é chamado por estes de *Private Banking* e acabou se tornando sinônimo de atendimento personalizado, voltado para clientes com elevado patrimônio. A exemplo disso, desde 1988 o Citibank oferece este tipo de serviço aos seus clientes no Brasil (Ferreira, 2000:103). De acordo com a empresa de consultoria Gemini Consulting (*apud* Camba, 1999), em 1990, existiam apenas três bancos que tinham áreas especializadas em *Private* no Brasil: Citibank, Unibanco e Chase Manhattan (hoje JP Morgan Chase) e no final da década já haviam cerca de 30 instituições financeiras atuando neste segmento.

Atualmente a CVM possui 124 consultores de investimento registrados, entre pessoas físicas e jurídicas. Como existe uma grande afinidade com a atividade de gestão, pode-se dizer que a atividade de consultoria em investimentos financeiros é uma das bases para a atividade de gestão de recursos de terceiros, prova disso é que numerosas empresas independentes que trabalham com gestão de recursos tiveram ou ainda desenvolvem atividades de consultoria em investimentos.

4.2 O Impulso com os Fundos de Investimento Financeiro

A estabilidade econômica advinda do plano real e a crescimento das aplicações nos fundos de investimento financeiro deram início do crescimento da atividade de gestão de recursos de terceiros no Brasil.

Para o entendimento dessa relação entre os efeitos do crescimento da chamada “indústria” dos fundos de investimento sobre a atividade de gestão de recursos é necessário entender o funcionamento dos fundos de investimento.

De forma geral, a própria forma de organização dos fundos de investimento exigiu a constituição de estruturas e profissionais especializados na gestão de recursos de terceiros.

Com relação à forma de organização, desde a sua criação em 1965, como uma espécie de empresa separada da instituição financeira que o originou, os fundos de investimentos tiveram vários aprimoramentos que buscaram dar mais transparência ao seu funcionamento e com isso mais segurança aos investidores.

No âmbito legal, atualmente os fundos de investimentos têm a sua estrutura e fiscalização regulamentada pelo Banco Central, segundo a circular 2.616 de 14/09 de 1995, e pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, através da resolução 302, de maio de 1999. Apesar de existirem algumas sobreposições de atribuições entre as duas instituições, basicamente a separação de atividades define-se com base na composição das carteiras de investimentos dos fundos que aqueles fundos considerados de renda variável, os quais possuem no mínimo 67% de seus ativos investidos no mercado de ações ou imobiliário, são de competência principal da CVM, enquanto que os fundos com outras composições (em grande parte títulos públicos federais combinados ou não com o uso de derivativos financeiros) têm o acompanhamento do Banco Central.

Devido a sua natureza de condomínio, ou então, uma empresa de investimentos, os fundos de investimento têm uma estrutura de funcionamento com atividades internas bastante distintas, que podem ser relacionadas em quatro pontos principais:

- a) Atividade de gestão de recursos. Como a própria denominação dá idéia, refere-se à atividade de gestão de investimentos que compõem a carteira do fundo de investimentos, conforme o processo de investimentos.
- b) Controle contábil e operacional do fundo de investimento. Corresponde a todas atividades relacionadas ao controle e manutenção dos registros contábeis do fundo de investimentos, atividades conhecidas no mercado financeiro como atividades de administração do fundo de investimento, também conhecido como controladoria, ou então, *Back Office*. Estas atividades compreendem por exemplo, ao cálculo das cotas de participação, controle e informações

periódicas das participações dos investidores, atendimento das exigências de informações sobre o fundo para as entidades que fiscalizam e acompanham as atividades do setor, elaboração de relatórios contábeis e manutenção da documentação jurídica do fundo dentro da legislação.

- c) Custódia de ativos. É a atividade de registro e controle sobre a movimentação dos ativos que compõe a carteira do fundo.
- d) Auditoria das atividades do fundo.

No início dos fundos de investimento, todas as atividades acima eram realizadas pela mesma instituição financeira, até mesmo a execução das ordens de negócio era realizada pelos intermediários financeiros, como corretoras e distribuidores de valores pertencentes ao mesmo conglomerado financeiro da instituição financeira constituinte do fundo. Com a evolução dos fundos, a divisão das atividades começou a ganhar corpo, inicialmente como uma forma de organização interna do trabalho de administração de fundos.

A atividade de auditoria nos procedimentos contábeis realizados pelos fundos de investimentos foi a primeira parte da administração geral dos fundos que foi terceirizada sob a obrigação da legislação, de forma semelhante à exigência de auditoria terceirizada exigida para os resultados contábeis das instituições financeiras.

De forma esquemática, o quadro 02 apresenta as atividades realizadas num fundo de investimento juntamente com o tipo de instituição (financeira ou não) que têm autorização pela atual legislação para executar a atividade.

Quadro 2

Estrutura de Administração dos Fundos de Investimento Financeiro

Administração do Fundo			Terceirização Obrigatória
<p>Gestão</p> <p>Atividade de alocação e acompanhamento de ativos de acordo com a política e objetivos do fundo.</p> <p>Pode ser empresa contratada pelo administrador do fundo:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ a empresa especializada em gestão tem de ser credenciada na CVM ✓ não necessita ser intuição financeira. <p>A Responsabilidade principal sobre a gestão é da instituição administradora, mas é dívida com a empresa contratada para gestão.</p>	<p>Controladoria</p> <p>Serviços de controladoria do fundo (controle de clientes, registros contábeis e jurídica, etc.).</p> <p>O administrador pode contratar terceiros para realizar a tarefa:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ a empresa contratada não precisa ser credenciada na CVM ✓ não necessita ser intuição financeira. <p>A Responsabilidade para as entidades regulamentadoras é somente do administrador.</p>	<p>Custódia</p> <p>Serviços de guarda dos ativos do fundo, e liquidação física e financeira.</p> <p>Pode ser empresa contratada pelo administrador do fundo:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ tem de ser credenciada na CVM ✓ É necessário que seja uma instituição financeira. <p>A Responsabilidade principal sobre a gestão é da instituição administradora, mas é dívida com a empresa contratada para custódia.</p>	<p>Auditoria</p> <p>Responsável pela auditoria contábil das atividades realizadas pelo fundo.</p> <p>Deve ser contratada pelo administrador do fundo.</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ é necessário que seja uma instituição de auditoria independente credenciada pela CVM. <p>A Responsabilidade da Auditoria é da empresa contratada.</p>
<p>Atividades complementares que estão em crescimento :</p>			
<p>Gestão de Risco</p> <p>Atividade contratada pelo administrador ou empresa de gestão para auxiliar na avaliação do mercado e das posições dos investimentos.</p>	<p>Rating / Avaliação do Administrador e dos Fundos</p> <p>Avaliação parametrizada (com notas e dados para efeito de comparações) sobre vários itens qualitativos e quantitativos como base em padrões internacionais.</p>		<p>Auditoria de Gestão / Compliance</p> <p>Avaliação externa dos meios e resultados da gestão.</p>

Fontes: CVM e Banco Central, Revista Bovespa e Revista Investidor Institucional.

Com as recentes crises vividas pelo mercado financeiro, em que investidores levantaram suspeitas bem evidentes de uma relação incestuosa entre os administradores das tesourarias dos bancos com os gestores de fundos de investimentos ligados à mesma instituição, no que Fucs (1999:21) resume com a observação de que “na hora do lucro, o dinheiro vai para o banco, no prejuízo, para os cotistas”, ficou expressa a necessidade de separação da atividade de gestão dos fundos de investimento da gestão da tesouraria

(recursos próprios) dos bancos. Em vista disso, a CVM e o Banco Central, através das resoluções nº 2.451, de 27.11.99, e nº 2.486, de 30.04.98, passaram a exigir a segregação total das áreas de gestão de recursos de terceiros das demais atividades das instituições, seguindo o modelo adotado nos EUA, em que a área de gestão atua como empresa totalmente independente, separada até mesmo fisicamente da tesouraria da instituição financeira que está ligada, no que foi convencionado como *Chinese Wall* (muralha da China).

Antes disso, as empresas de gestão de recursos de terceiros eram na sua maioria gestores independentes, não vinculados a instituições financeiras. As poucas empresas de gestão de recursos de terceiros ligadas a grupos financeiros eram na sua maioria empresas de origem estrangeira, onde essa atividade existe há mais de cinquenta anos.

Apesar desse avanço, do ponto de vista prático, Fucs (1999:22) aponta que a separação física não impede o contato e troca de informações, ou então, a realização de negócios em que os gestores prejudiquem os investidores em benefício próprio ou da instituição para qual trabalham. Somente a transparência e ética podem garantir maior lisura dos gestores.

Mas não se pode negar que a obrigatoriedade da segregação da atividade de administração de recursos de terceiros, através da constituição ou contratação de empresa especializada na prestação de serviço de gestão de recursos de terceiros foi o derradeiro impulso para a expansão da atividade de gestão independente de recursos de terceiros no Brasil.

Com a expansão das aplicações em fundos de investimentos, o número de empresas de gestão de recursos também evoluiu rapidamente gerando constantes alterações no perfil do setor.

As primeiras empresas não-financeiras que se tem conhecimento como especializadas na gestão de recursos de terceiros em fundos de investimento financeiro surgiram como gestores de fundos de investimentos em ações, cerca de uma década antes do crescimento impulsionado pelos fundos de investimento. Uma dessas empresas pioneiras foi a Investidor Profissional, que surgiu em 1986 com a união de vários

administradores de renda variável que atuavam no mercado, e por isso se especializou nessa área (Mendes, 1998:23).

Com o reordenamento dos fundos de investimento em 1995, o setor bancário começou a se interessar pela atividade e surgiram novas empresas especializadas em gestão de recursos de terceiros ligadas à instituições financeiras.

Na área de fundos de investimento, inicialmente as empresas de gestão de recursos de terceiros voltaram-se para atender à clientela formada pelos fundos de previdência privada fechados (mais comumente fundos voltados para funcionários de estatais), formando o que se convencionou de fundos de investimento exclusivos, em que só existe um cliente, o próprio fundo de previdência⁶, porém com um volume financeiro significativo aplicado (no mínimo R\$ 5 milhões) e com o perfil de aplicações pré-definido pela fundação.

Além da maior transparência, da possibilidade de ter aplicações com um perfil mais adequado às necessidades e da existência de vários controles, a aplicação em fundos de investimentos exclusivos também teve incentivo com a criação do CPMF, pois muitos investidores que tinham aplicações em carteiras administradas com terceiros (empresas de gestão de recursos e instituições financeiras como corretoras, distribuidoras ou bancos) tiveram um aumento do custo de transação, enquanto que em um fundo de investimento os negócios não têm a tributação do CPMF.

4.3 A Entrada de Empresas de Gestão de Recursos de Origem Estrangeira

Dado a complexidade da administração de investimentos financeiros em contrapartida do quase inexistente *expertise* (experiência) dos profissionais brasileiros na área, no início dessa atividade os bancos privados brasileiros buscaram fazer parcerias com instituições voltadas exclusivamente para administração de recursos, na maioria das vezes, empresas de origem estrangeira, o que de certa forma também trouxe uma maior utilização

⁶ Além dos fundos exclusivos constituídos por fundos de previdência privada, outros tipos de clientes desse tipo de fundos podem ser seguradoras (para aplicação de suas reservas) ou empresas com boa disponibilidade de caixa.

do nome *Asset Management* na denominação corrente do mercado financeiro para esse tipo de empresas, ao invés de sua tradução gestão de recursos de terceiros. Dentre os vários exemplos disso, podemos destacar parcerias como a do Banco Itaú com a empresa norte-americana Bankers Trust, formando a IBT – Itaú Bankers Trust Asset Management em 1986, ou então do Banco Bradesco com a empresa Franklin-Templeton, que formou a Bradesco Templeton Asset Management em 1987, ou do Banco de Crédito Nacional – BDC com a Alliance, formando a BCN Alliance Asset Management.

No entanto, com o crescimento do mercado, pela necessidade de investimento constante e das fusões bancárias que ocorreram nos últimos anos, surgiram situações em que dois concorrentes eram sócios em alguns negócios, ou então, havia uma visão estratégica diferente, e algumas dessas parcerias acabaram sendo desfeitas. Nessa linha, tanto o Banco Itaú quanto o Banco Bradesco compraram as participações dos seus associados nas empresas de gestão de recursos recentemente.

Mas isso não significou um desinteresse de empresas estrangeiras sobre o mercado brasileiro de gestão de recursos de terceiros, pelo contrário. O que as informações e números apresentados freqüentemente pelos profissionais e imprensa especializada apontam é que da mesma forma que houve um avanço da presença de instituições financeiras estrangeiras na atividade bancária a partir de 1996, o segmento de gestão de recursos de terceiros também assiste a um movimento de grande investimento e busca de espaço no mercado por conta de empresas estrangeiras.

Juntamente com a tradicional atuação de bancos estrangeiros como o Lloyds e o Citibank, os quais possuem filiais aqui de suas empresas internacionais de gestão de recursos, a atuação e o crescimento da posição de empresas com controle estrangeiro nesta área está acontecendo principalmente através da aquisição de empresas nacionais já posicionadas no mercado. Os primeiros sinais dessa estratégia apareceram no período inicial de crescimento da atividade no Brasil, entre 1997 e 1998. Já nesse período aconteceram três grandes negócios que espelham o que ainda acontece com freqüência na área. Primeiro o banco norte-americano Nations Bank comprou o Banco Liberal, depois o banco inglês Fleming adquiriu o Banco Graphus (constituindo empresa que também foi vendida na metade do ano 2000 para o banco norte-americano JP Morgan Chase) e na

seqüência o banco Credit Suisse First Boston – CSFB comprou o famoso banco de investimento Garantia.

Ao final de dezembro de 2000, dentre as 80 principais empresas de gestão de recursos no Brasil, as empresas com controle estrangeiro total ou parcial eram 32, administrando por volta de R\$ 100 bilhões, 33% do volume gerido pelas empresas do setor. Sendo que entre as vinte maiores empresas, 11 estavam sobre o controle estrangeiro, com cerca de 30% do volume administrado.

4.4 O Avanço da Transparência nas Atividades

Nos últimos anos, a exigência de transparência no funcionamento dos fundos de investimento está fazendo com que essa divisão de atividades seja representada pela atuação de instituições diferentes em cada uma das partes que compõem os fundos, não somente na gestão e auditoria contábil, criando o que o mercado financeiro denominou “segmentação das atividades”.

A segmentação das atividades tem sido uma das tendências mais evidentes na indústria dos fundos de investimento, mas possui algumas limitações, principalmente na parte jurídica.

Como colocado anteriormente, o exercício da atividade de gestão de recursos não é uma atribuição exclusiva das instituições financeiras, mas há a necessidade do registro do gestor, pessoa física ou jurídica, junto à CVM, de acordo com a instrução 306, de 05 de maio de 1999. Esse processo exige que o gestor comprove a sua capacidade técnica em gerir recursos de terceiros, recebendo a partir disso a autorização da CVM através de credenciamento como Administrador de Carteira de Títulos e Valores Mobiliários. Atualmente a CVM têm registrado ao todo 1.250 prestadores desse serviço, pessoas físicas e jurídicas.

Apesar da separação legal do exercício das atividades de gestão e de administração dos fundos, um aspecto considerado por muitos como inibidor do crescimento dos gestores independentes de recursos é que conforme expresso no artigo nº 51 da instrução 302 da CVM, a instituição que realiza o trabalho de administração de fundos também é solidária

na gestão dos investimentos do fundo, mesmo que contrate outra empresa e não tenha envolvimento direto nessa atividade.

Além da separação de atividades, outro ponto ligado à exigência de maior transparência pelas instituições envolvidas na administração de recursos de terceiros têm sido a obrigatoriedade de dispor informações cada vez mais detalhadas sobre a maneira de divulgação dos resultados e o que é feito com o dinheiro do investidor. Nesse sentido, a CVM e o Banco Central têm evidenciado claramente em seus normativos essa preocupação consolidando a segregação das operações de fundos em relação às atividades das administradoras.

No mesmo caminho, o próprio mercado financeiro têm tido a iniciativa de auto-regulamentação através das suas associações de classe, como a Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto – Andima e a Associação Nacional dos Bancos de Investimento – Anbid. Um exemplo disso é a iniciativa da Anbid com o lançamento no final de 1999 do código de auto-regulação, que busca a padronização da linguagem dos vários tipos de fundos de investimento existentes no mercado brasileiro, independente de serem regulados pelo Banco Central ou CVM.

4.5 O Perfil Atual do Setor de Gestão de Recursos

Devido a formação recente da maioria das empresas na área de gestão de recursos de terceiros, que surgiram em grande número após a obrigatoriedade da segregação das atividades de gestão de recursos próprios das instituições financeiras da gestão de recursos de terceiros, em 1997, existem poucas bases de informação quantitativa sobre a atividade desempenhas pelas empresas do setor.

Essa falta de dados também aponta a evolução recente do setor, sendo que, ainda hoje as instituições que são responsáveis pela fiscalização e organização no âmbito dessa atividade não divulgam dados que demonstrem um perfil oficial do setor. Na verdade, até mesmo atividades regulamentadas como a de consultor de investimentos e administrador de carteira de valores mobiliários, cujo exercício depende de credenciamento na CVM, que

tem relação direta com a atividade de gestão de recursos de terceiros, não possuem uma estatística organizada e divulgada sobre sua evolução histórica e posição atual.

Como alternativa a essa situação, as associações de classe ligadas ao mercado financeiro (que acabaram assumindo a função de entidades auto-reguladoras) e veículos de informação do setor, como as revistas especializadas, têm promovido desde meados da década de 90 a troca periódica de informações entre os participantes do mercado, visando a formação de um perfil do setor de administração de recursos (bem como também das atividades complementares, como empresas de custódia, controladoria, gestão de risco, dentre outras atividades).

Dentre as várias informações coletadas, destaca-se a existência (única) de um ranking das empresas de gestão de recursos de terceiros organizado desde 1997 por uma revista especializada no setor de fundos de pensão fechados, a Revista Investidor Institucional⁷.

Com base nas informações deste veículo, confrontadas com as informações disponíveis pelo Banco Central, estudos de mercado e artigos de outras revistas especializadas, foram elaborados alguns comparativos que dão idéia do perfil atual do setor, e também demonstram o acentuado crescimento da atividade.

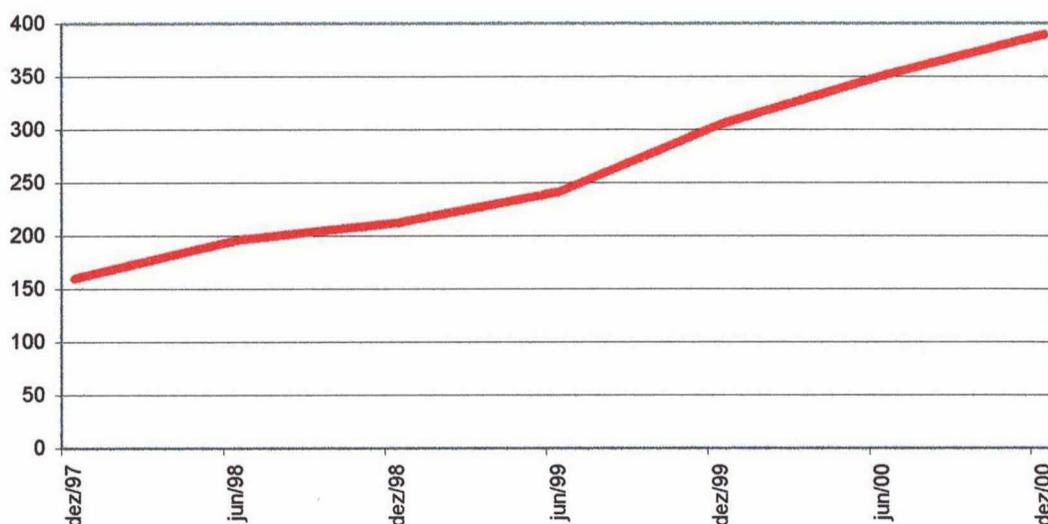
4.5.1 Volume Administrado

Conforme se observa no gráfico 05, entre dezembro de 1997 e dezembro de 2000 os gestores de recursos de terceiros mais do que duplicaram o volume de recursos administrados, o que chega hoje, acima de R\$ 380 bilhões.

⁷ Elaborado a partir do envio espontâneo de informações pelas empresas de gestão de recursos de terceiros, sob a organização da revista, este ranking tem tido periodicidade semestral, e é considerado pelos profissionais do setor (tanto empresas como clientes, em especial os fundos de pensão) como guia para informações sobre as empresas na área de gestão e o seu desempenho junto ao mercado. De certa forma, as próprias instituições que administram recursos buscam dar informações para demonstrar a sua capacidade e sua presença no mercado.

Gráfico 5

Evolução da volume administrado pelas empresas de gestão de recursos de terceiros
Período de dez/97 até dez/2000
(em R\$ milhões)



Fonte: Revista Investidor Institucional.

Esse crescimento acentuado é soma dos recursos das atividades exercidas pelas empresas de gestão de recursos em várias modalidades de serviço. Ao final de 2000, após um período de 5 anos depois da reordenação dos fundos de investimentos em 1995, vários nichos específicos de atuação se consolidaram na atividade de gestão de recursos. Atualmente, considera-se que as empresas de gestão de recursos têm cerca de oito categorias diferentes de serviços de gestão, as quais são especializações de dois serviços básicos: a gestão de fundos de investimentos ou de carteiras administradas.

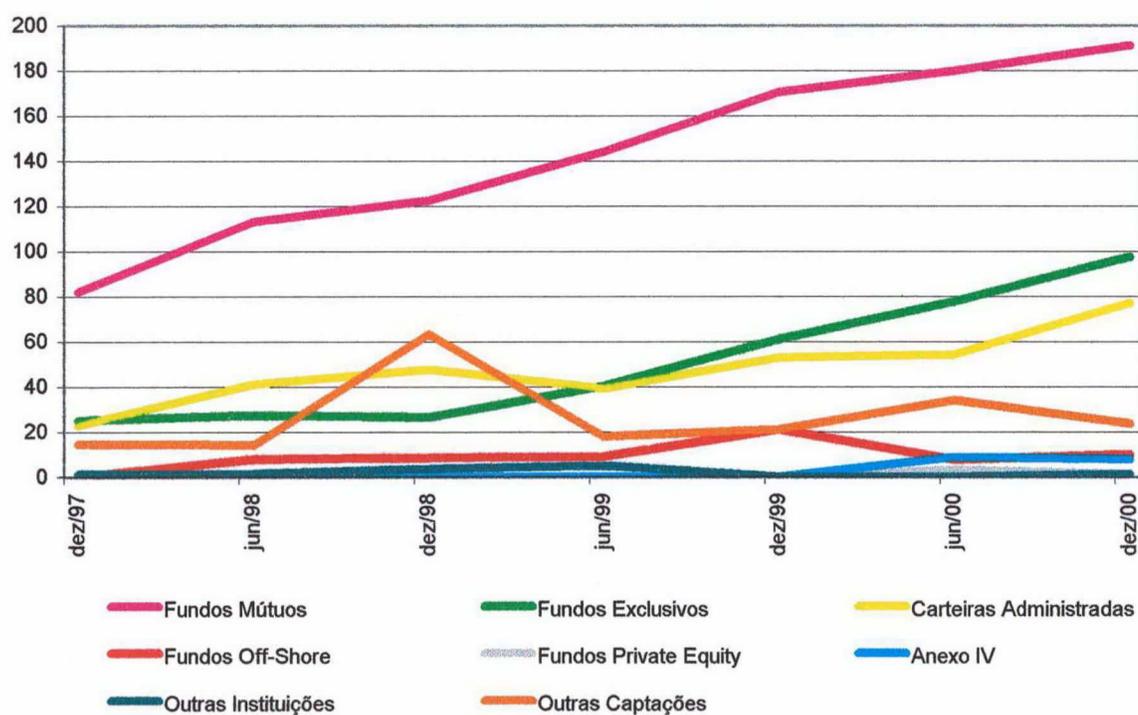
4.5.2 Principais tipos de Aplicações Procuradas

Como se observa no gráfico 06, o segmento de atividade que engloba maior volume administrado até dezembro de 2000, é a gestão de fundos abertos ao público geral, no que se chama de condomínio aberto de cotistas, que tinha na data quase a metade (49%) do volume administrado pelas empresas do setor. A explicação para essa concentração é

simples, os fundos abertos são aqueles que os bancos de varejo ligados as empresas de gestão de recursos de terceiros oferecem aos seus clientes, portanto, contando com uma rede de captação grande. Além disso, essa modalidade também tem sido beneficiada com as taxas de juros altas praticadas pelo governo que tem gerado uma rentabilidade maior dessa aplicação frente a outras concorrentes no mercado de varejo (mais “populares”) como os depósitos a prazo – CDB e a caderneta de poupança.

Em seguida, aparecem os fundos exclusivos, que representavam cerca de 25% do volume administrado pelas empresas de gestão. Como vários executivos do setor apontam, é nesse tipo de aplicação que os fundos de pensão tem concentrado suas aplicações nos últimos anos, e seu crescimento acompanha a expansão do segmento de previdência fechada.

Gráfico 6
Evolução do tipo de aplicação das empresas de gestão de recursos de terceiros
Período de dez/97 até dez/2000
(em R\$ milhões)



Além disso, no gráfico 06 também tem destaque a participação de recursos geridos sob a forma de carteiras administradas, as quais tem o mesmo perfil de cliente alvo que os fundos de investimento exclusivos (ou seja, cliente com grandes recursos e que deseja aplicações personalizadas), é interessante observar que a procura pelos fundos de investimento exclusivo tem registrado um crescimento acima da procura por carteiras administradas.

Outras categorias de serviço de gestão com características diferenciadas e que já possuem destaque são os fundos off-shore, que aplicam em títulos da dívida externa brasileira; o gerenciamento de carteiras de ações pertencentes à investidoras estrangeiras (anexo IV); a captação de aplicações de outras instituições, como bancos que não tenham participação ou interesse na empresa de gestão; e fundos de *private equity*, ou seja, que investem em empresas bem administradas que tem com pouca liquidez no mercado de ações (ou até mesmo que nem possuem ações no mercado aberto) através de compra de participação.

4.5.3 Perfil dos Clientes

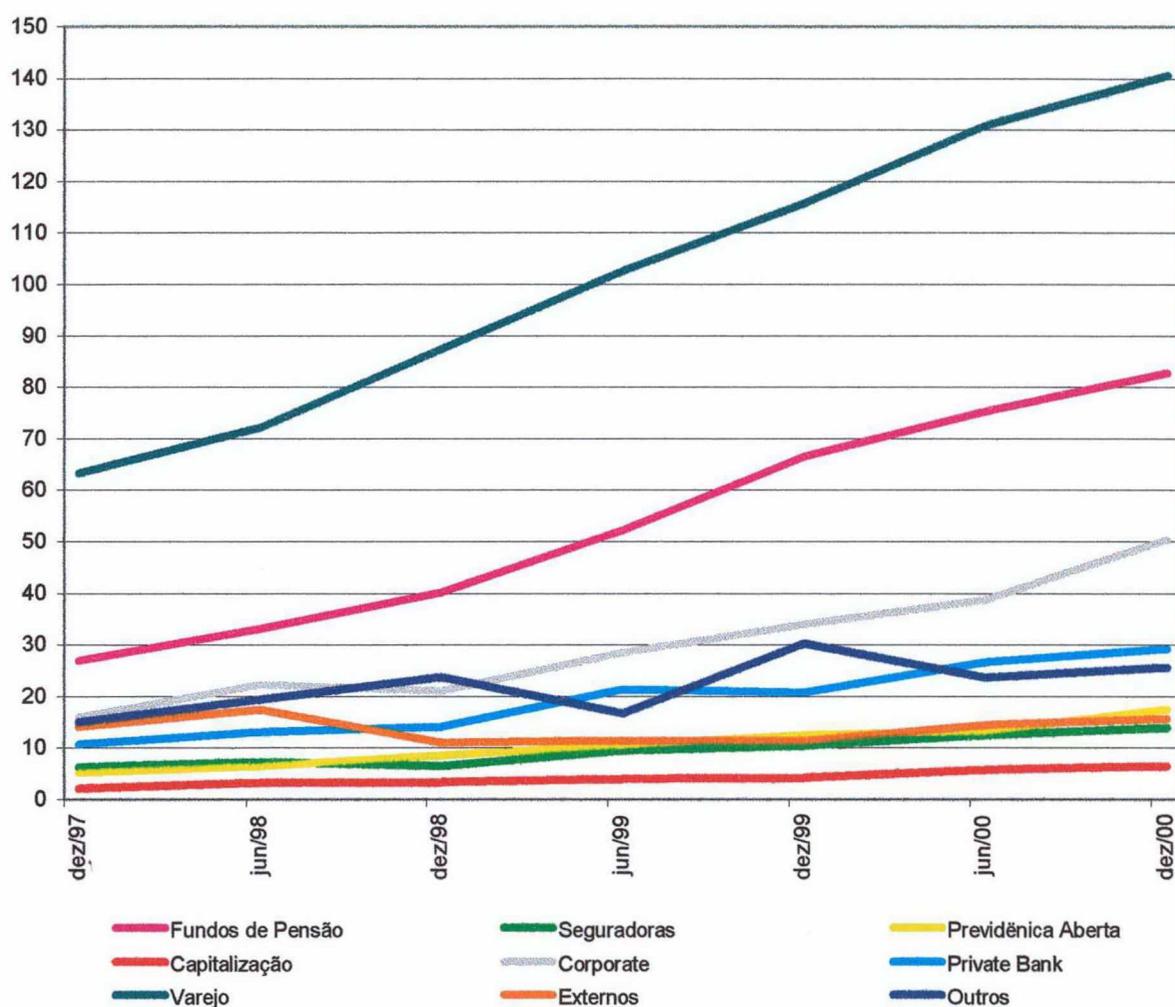
Já com relação ao tipo de cliente das empresas de gestão de recursos de terceiros, o gráfico 07 aponta como principal cliente o segmento varejo, com mais de um terço do volume financeiro (36,1%) administrado pelo setor em dezembro último. Esse volume é representado na sua grande maioria por bancos de varejo que segregaram a atividade de gestão e repassam os recursos captados com seus clientes no banco para sua empresa de gestão de recursos, podendo também ser para outra empresa, como por exemplo uma empresa independente e especializada em determinado tipo de gestão.

Outro cliente importante e de destaque do setor, são os fundos de pensão fechados, como os fundos de pensão e institutos de previdência de estados e municípios, com 21,3% de participação no volume administrado, seguido também pelos recursos administrados com origem em empresas (*corporate*) que somavam em dezembro de 2000 cerca de 13% do valor aplicado por todos os clientes.

Além disso, identificam-se outros tipos de clientes com um volume de aplicações regular junto aos gestores de recursos de terceiros, empresas que recomendam as aplicações através da consultoria de investimentos (*private*) aos seus clientes (7,5%), investidores externos (4,0%) e seguradoras (3,6%),

Gráfico 7

Evolução da captação semestral por tipo de cliente pela empresas de gestão
Período de dez/97 até dez/2000
(em R\$ milhões)



Fonte: Revista Investidor Institucional

Num ambiente de estabilidade econômica os juros em queda obrigam a melhor capacidade de gestão de recursos.

Conforme pesquisa da revista Exame (2000:29), os grandes gestores no Brasil estão voltados para a renda fixa, que concentra 87% do total das aplicações, os fundos de ações respondem por 3,8% do total e outras modalidades pelos 9,2% restantes (cambiais, derivativos, balanceados, etc.).

4.6 Perspectivas para o Setor

O constante crescimento da atividade de gestão de recursos de terceiros nos últimos anos, que dobrou de volume administrado em três anos, chegando a mais de R\$ 350 bilhões de reais, aliado as previsões dos profissionais do setor financeiro e das entidades de previdência apontam para continuidade da expansão das atividades ligadas à gestão de recursos de terceiros, com destaque para serviços e fundos voltados para previdência privada.

Como é uma atividade em constante aperfeiçoamento, em todos os aspectos da atividade de gestão de recursos de terceiros identificam-se tendências de crescimento e mudanças. De forma geral, essas mudanças estão relacionadas ao perfil dos clientes, a estrutura do mercado e das empresas do setor, bem como a adaptação do sistema normativo com a nova realidade do mercado e até mesmo estimulando o mercado, como é o caso da esperada nova legislação de previdência complementar.

Com relação as previsões para o crescimento das aplicações financeiras, apesar da dificuldade que a instabilidade da economia brasileira impõe, a opinião de vários agentes que trabalham no dia-a-dia da área (governo, fundos de pensão, bancos e gestores) converge para a expansão das aplicação das poupanças em ativos gerenciados pelos fundos de investimento.

4.6.1 Crescimento da Previdência

Espera-se um verdadeiro boom da previdência. Os dados do segmento da previdência aberta, regulamentada a partir de 1988, com a criação dos planos de pensão pessoais, como os planos geradores de benefícios livres – PGBL oferecidos por

seguradoras e bancos, que funcionam como se fossem fundos de investimentos, demonstram um crescimento de cerca de 50% ao ano, estando ao final de 2000 com um patrimônio de R\$ 16 bilhões, sendo que se prevê a continuidade desse processo nos próximos anos (Wahl, 2000:56).

Segundo Fuad Noman, presidente da Associação Nacional de Previdência Privada, o PGBL já tem um papel de destaque no mercado de previdência aberta, respondendo no ano de 2000 por 27% das vendas do segmento.

Esse crescimento do PGBL já começa a ameaçar a manutenção da hegemonia dos fundos fechados na área de previdência nos próximos anos. Além da atração exercida sobre as pessoas que estão começando a procura por planos de aposentadoria agora, também está ocorrendo um movimento de liquidação de fundos de pensão fechados com o redirecionamento dos participantes para os planos de PGBL de instituições financeiras. Os motivos desse movimento estão ligados a necessidade da redução de custos e a liquidação de fundos de pensão devido à liquidação das empresas patrocinadoras.

Mesmo com o surgimento da concorrência, o segmento de fundos fechados também tem projeções de crescimento do volume administrado. Já estando entre os principais investidores do mercado brasileiro com um patrimônio de R\$ 170 bilhões, espera-se que o volume aplicado triplique até o final desta década.

Além disso, as limitações à aposentadoria pública e a possibilidade de formação de fundos de pensão estaduais ou municipais devem contribuir para um crescimento forte dos atuais fundos de pensão.

4.6.2 Surgimento de Novas Atividades

Evolução do mercado é rápida, bem como a sua profissionalização. As novas exigências que o próprio mercado têm gerado estão criando novas atividades.

Até mesmo na área de auditoria já surgem empresas oferecendo o serviço de auditoria de gestão dentro de uma avaliação parametrizada (para efeito de comparações), o

chamado *rating* dos fundos de investimentos, ou então, avaliações sobre o profissionalismo de qualquer agente que envolva a administração geral de um fundo (como *rating* da gestão, controladoria ou custódia). Essa idéia de avaliação do profissionalismo é uma complementação da auditoria contábil, procurando avaliar não somente se as normas contábeis foram cumpridas, mas se os procedimentos e políticas realizadas estão de acordo com os limites e objetivos pré-estabelecidos e divulgados pelos fundos de investimentos e instituições que os oferecem.

Apesar de não ser uma exigência legal, na atividade de administração também ganha espaço a função de auditoria interna, com controles formais nos mesmos moldes da auditoria de gestão exigida pelo Banco Central para instituições financeiras⁸, ficando conhecida pelo seu nome no exterior: *Compliance*.

Até mesmo na área de gestão de recursos temos que as empresas de gestão de recursos de terceiros muitas vezes tem “terceirizado” algumas atividades priorizando o processo de tomada de decisão, identificação das necessidades dos clientes e alocação de ativos. Nesse sentido, as atividades terceirizadas por gestores são ligadas principalmente a área de *research* (pesquisa) sobre ativos (como empresas interessantes no mercado de ações) e análise econômica; e também atividades na área de gestão de riscos, a qual está em constante evolução e tem envolvido muito investimento.

4.5.3 Redução do Número de Empresas de Gestão

A concorrência acirrada está gerando uma necessidade de economias de escala (aumento dos volumes administrados) por todas as empresas do setor. Em paralelo assiste-se a queda constante das taxas de administração cobradas e a concentração das empresas de gestão de recursos de terceiros.

Além disso, os fundos de pensão privada fechados (que ainda são os clientes de maior expressão neste mercado), têm demonstrado preferência por empresas de gestão de

⁸ A Resolução nº 2.554 de 24.09.98 do Banco Central estabeleceu a necessidade das instituições financeiras implantarem e implementarem sistemas formais de controle interno, com vista a mensuração e administração do risco total a que está sujeita a instituição.

recursos que administram grandes volumes de recursos ou são ligadas a grandes instituições financeiras, diminuindo o espaço para a atuação das empresas independentes. Um exemplo da perda de espaço pelas empresas menores é a empresa paulista de gestão de recursos Creative, criada em 1997 para administrar recursos de forma independente, chegando ao final de 1998 ao volume administrado de R\$ 25 milhões de dois fundos de pensão. De acordo com Ferreira (1999:17), após a perda desses recursos em virtude do pequeno patrimônio da empresa, o proprietário da Creative decidiu fechar as portas de gestora, tornando-se consultor de investimentos.

Nesse ponto, a opinião de vários gestores sobre o crescimento da área que aponta que a consolidação das empresas de gestão de recursos deve reduzir o número de empresas.

A competição tem forçado a queda das receitas com taxas de administração por parte das empresas. Segundo Grandilone (2000:16), depoimentos de executivos do setor apontam que existem até mesmo empresas cobrando taxas irrisórias apenas para aumentar sua fatia de mercado.

Também já aparecem instituições que estão incorporando a atividade de consultoria de investimentos de clientes muito especiais, o *Private Bank*, nas empresas de gestão de recursos de terceiros, oferecendo assim novas alternativas de renda para a manutenção da empresa.

Frente a isso, no setor existem muitos dirigentes fazendo estimativas sobre do volume ideal de recursos de terceiros administrado para sustentar os custos com toda a estrutura necessária para uma empresa da área que atenda os principais segmentos de atuação. Embora não exista ainda um padrão de empresa, no geral as conclusões são que seria necessário que uma empresa de gestão de recursos de terceiros administra-se um volume em torno de R\$ 2 bilhões para manter a competitividade frente a concorrência.

Esse é um volume alcançado por cerca de trinta empresas no Brasil, sendo que estas concentram 93% do volume dos fundos e carteiras dos fundos de pensão, seguradoras e previdência. Sendo que a maioria das empresas com volume de recursos nesse nível são ligadas à instituições financeiras e possuem a captação via uma rede de varejo.

Embora essas contas de valor mínimo administrado para oferecer lucratividade numa empresa de gestão sejam realizadas com base em receitas originadas basicamente de taxas de administração, as quais vem realmente caindo (em alguns tipos de fundos de renda fixa já estando abaixo de 0,2% ao ano), mas escondem um pouco o verdadeiro volume necessário para uma empresa lucrar no setor, pois existem os fundos especializados, que cobram taxas maiores para administração. A realidade é que para os gestores com volumes considerados pequenos perto do tamanho do mercado, o caminho para a manutenção e crescimento do seu espaço tem sido a especialização e a procura por nichos de mercado.

4.6.4 Especialização como Alternativa para Empresas Independentes

Empresas como a Dynamo Administração de Recursos e Investidor Profissional, especializadas no mercado de capitais, através da administração dos fundos de investimentos em ações de segunda e terceira linha, têm tido sucesso mantendo-se com uma estrutura enxuta e independente.

No mercado de renda fixa, um exemplo disso é a Mercatto Gestão de Recursos, que apostou como forma de diferenciação (num mercado em que os títulos negociados não possuem muitas diferenças) a transparência bem acima da média. Isso foi possível através da segmentação de todas as atividades que acompanham a gestão e contato com o cliente (únicas atividades feitas por profissionais da empresa), das atividades de cunho administrativo, contratando para essas atividades (controladoria, custódia e auditoria) instituições de grande porte e reconhecidas pelo mercado (Luane, 1999).

Somando-se com a estratégia de especialização, de acordo com Bast (1999) os esforços para a conquista de clientes e redução dos custos de manutenção das empresas independentes de gestão de recursos podem envolver também as seguintes alternativas:

- Operação de fundos de investimentos que ao invés de aplicar diretamente no mercado financeiro, atuam comprando cotas dos melhores fundos de investimento do mercado, ou seja, constituição de fundos de aplicação em cotas – FAC. Reduzindo assim boa parte da estrutura de pesquisa, operação

- administrativa e focando na melhor formação da estratégia de investimento para o cliente;
- Associação com portais financeiros de internet de forma a criar um canal barato para movimentação, acompanhamento e venda dos fundos geridos pela empresa;
 - Parcerias com bancos de varejo para distribuição de seus serviços financeiros;
 - Estabelecimento de parcerias com consultores, cooperativas e outras empresas de gestão buscando complementar as especializações (por exemplo, gestor especializado em renda fixa que estabelece parceria com gestor especializado no mercado de renda variável).
 - Uso de estratégias de marketing que explorem a diferenciação, a capacidade técnica e iniciativas voltadas para fidelização de clientes.

Mesmo assim, a tendência pode estar apontando uma repetição do que ocorreu com as instituições especializadas criadas na reforma bancária de 1964/65 em que as empresas que dominaram grande fatia do mercado foram aquelas ligadas à grandes grupos financeiros.

O que pode contrabalançar esse movimento de redução do número de empresas no setor é o constante crescimento dos volumes aplicados, como exposto anteriormente, e que tem gerado novos negócios e especializações na gestão de ativos.

CAPITULO 5 - A ATIVIDADE DOS GESTORES DE RECURSOS NOS EUA

Frente ao posicionamento do segmento bancário de gestão de recursos de terceiros no mercado brasileiro, apresenta-se neste capítulo a formação e como atualmente essa atividade está estruturada no que é considerado o maior mercado de capitais do mundo, os EUA. Mercado que em termos institucionais possui em sua estrutura bastante semelhança com o sistema financeiro brasileiro, podendo ser avaliado como um indicativo de tendências dentro de um cenário em que a estabilidade econômica brasileira perdure.

Para se ter uma idéia do porte da atividade de gestão de recursos de terceiros nos EUA, o volume administrado pelas empresas de gestão através dos fundos mútuos é equivalente ao valor do PIB norte-americano. No Brasil esse valor está próximo de 35% do PIB, o que pode demonstrar um grande espaço para a atividade crescer no país.

A indústria de fundos atualmente é a terceira maior indústria financeira dos EUA, após bancos comerciais e seguros.

5.1 Histórico

A atividade de gestão de recursos de terceiros nos EUA é uma atividade muito antiga, tem suas origens no início do século 19, com truste de investimentos, que iniciou com pouca liberdade de atuação, devendo investir os recursos financeiros em títulos emitidos pelo governo ou com garantia hipotecária. De acordo com Bernstein (1997:248), em 1830, a Suprema Corte do Estado de Massachusetts decidiu, no famoso caso Harvard College, que o truste poderia administrar e investir os recursos livremente, colocando-os no que fosse considerado “prudente”. O truste poderia trocar de ativos e, por exemplo, comprar ações de companhias sólidas, o que até então não era considerado um investimento prudente. Para Prado (1998:50), a essa regra foi a base para o surgimento do primeiro fundo de investimentos, um truste profissional privado, criado em 1924 em Boston, EUA, considerado avô da atual administrador de carteiras.

Até 1970 havia apenas 360 fundos com US\$ 50 bilhões. A partir de então foram criados os fundos de renda fixa de curto prazo em 1972, fundos isentos de impostos em 1979 (que investem basicamente em títulos municipais e estaduais), fundos de ações especializados em setores, fundos de títulos de renda fixa privados, fundos internacionais e outros com os mais diversos objetivos de investimento.

Hoje existem mais de 6.000 fundos mútuos com mais de US\$ 6 trilhões. A maior parte desses fundos está agrupada em empresas de gestão de recursos de terceiros (ao redor de 600), que administram vários tipos de fundos e também oferecem outros tipos de serviços. Segundo o Investment Company Institute – ICI, entidade da associação do setor, de 1970 até o final de 1999, o volume de recursos administrado cresceu 130 vezes.

De acordo com profissionais do mercado, na década de 90 um tipo de fundo especializado que registra bastante crescimento nos EUA é a conta de aposentadoria (que tem vários modelos permitidos na legislação: IRA, Keogh, 401K⁹, 403B), onde não há imposto mas a quantia é limitada e o saque só pode ser feito após certa data. Algo muito semelhante ao PGBL vendido no Brasil. A aplicação desses recursos segue o mesmo critério de eficiência dos outros fundos. Essa diversidade de alternativas de investimentos proporciona produtos financeiros para qualquer combinação de risco (x) retorno demandada pelos investidores.

A aquisição de quotas desses fundos é muito simples, feita da mesma forma que a aquisição de cotas de fundos no mercado financeiro brasileiro, podendo ser feita diretamente com a empresa administradora ou através de bancos ou corretoras. Informações a respeito de rentabilidade, estratégia de investimento (objetivo do fundo), volatilidade, custos de administração e outros podem ser facilmente obtidos com a administradora do fundo ou nas publicações especializadas.

Muitos fundos pagam dividendos periódicos, que podem ser automaticamente reinvestidos, além de terem ganho de capital com a quota. Os principais jornais americanos publicam diariamente o valor líquido (de custos, não de impostos) da quota dos maiores fundos mútuos.

⁹ De acordo com Hida, a denominação deriva da seção 401 do código da receita federal norte-americana.

5.2 Aspectos Legais

Segundo Saunders (2000:33), atualmente os bancos comerciais estão entre as empresas mais regulamentadas da economia americana. Desde a sua criação, as autoridades reguladoras têm imposto numerosas restrições ao âmbito de suas atividades em termos de tipos de produtos e extensão geográfica.

Nos EUA, a legislação foi formada a partir de uma idéia de segmentação de atividades, procurando dar maior segurança ao sistema financeiro através da restrição da atuação das instituições somente no seu segmento, separando as atividades bancárias, atividades de banco de investimentos, gestão de fundos mútuos, seguradoras entre outras instituições.

Embora os principais tipos de instituições do sistema financeiro norte-americano tenham se formado no século 19 ou início do século 20, seja bancos comerciais, bancos de investimento, corretoras, seguradoras, a legislação que regulamenta a área de forma mais efetiva surgiu apenas após crises econômicas e bancárias que ocorreram no início do século 20.

As principais leis que deram as linhas para a consolidação do sistema até a década de 90 foram a Lei McFadden, de 1927, procurava restringir a expansão interestadual dos bancos, e a Lei Glass-Steagall, de 1933, visou separar as atividades de bancos comerciais das atividades de bancos de investimento, limitando os poderes dos bancos comerciais de envolvimento em atividades com títulos e valores mobiliários.

Em 1940, o congresso aprovou a Lei de Assessores de Investimento e a Lei de Companhias de Investimento, regulamentando as atividades de assessoramento nos fundos mútuos, e normas para que não existissem conflitos de interesse entre os administradores de recursos e clientes.

As restrições a formação de conglomerados financeiros foram reforçadas pela Lei da Holding Companies Bancárias de 1956 e por suas emendas em 1970, que limitaram a capacidade de envolvimento em atividades comerciais, de seguro e outros serviços financeiros não bancários pela empresa matriz de um grupo bancário.

Devido ao crescimento e modernização do próprio sistema financeiro e das relações entre as empresas desse mercado e seus clientes, na década de 90 a legislação que segmenta as atividades no sistema financeiro está sendo revista.

Em 1994, a Lei Riegle-Neal acabou com muitas das restrições à expansão interestadual impostas pelas Leis McFadden (1927). Em particular em junho de 1997, as holding Companies bancárias passaram a ter permissão para converter suas subsidiárias bancárias em vários estados em filiais, fazendo assim com que a atividade bancária simultânea em vários estados seja possível pela primeira vez em 70 anos.

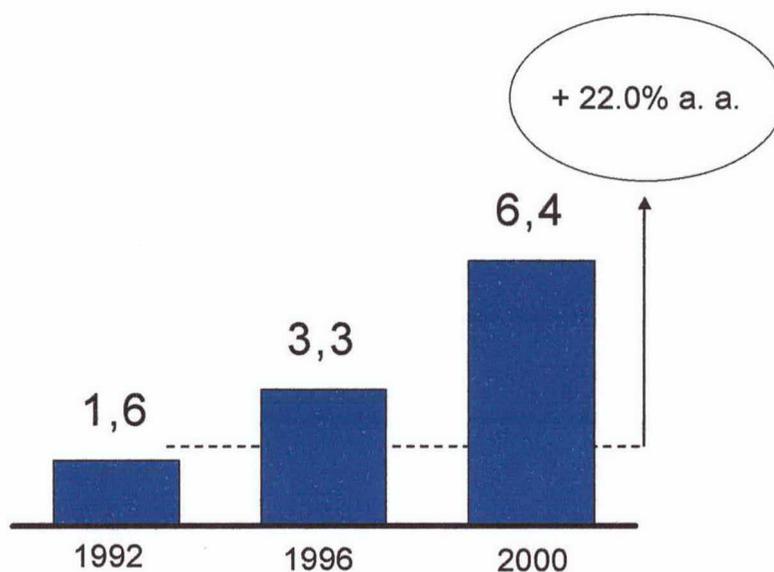
Atualmente, conforme Sauders (2000:23), ao contrário do que ocorre em outros países, nos quais há apenas uma ou duas autoridades reguladoras, os bancos americanos podem estar sujeitos à supervisão e às normas de até quatro autoridades distintas. As principais autoridades reguladoras são a Companhia Federal de Seguro de Depósitos, o Departamento de Controle do Meio Circulante; o Sistema Federal de Reserva e as autoridades reguladoras estaduais.

No caso das empresas de gestão de fundos mútuos, a Securit Exchange Commission – SEC é a principal autoridade reguladora dos fundos mútuos. Especificamente, a Lei de Valores Mobiliários de 1933 exige que um fundo mútuo apresente um pedido de registro na SEC e estabelece regras e procedimentos a respeito do prospecto que o fundo envia aos investidores. Na maioria dos estados existem leis que regulamentam a venda de quotas de fundos mútuos.

5.3 Tendências

Conforme se observa no gráfico 08, na década de 90 houve um grande crescimento do patrimônio aplicado nos fundos mútuos, o que para muitos analistas é movimentada em especial os fundos voltados para aposentadoria, como o 401K.

Gráfico 8
Evolução do volume aplicado em Fundos Mútuos nos EUA
(em US\$ trilhões)



Fonte: Darragh

Analistas apontam que um grande incentivo para o crescimento das aplicações em fundos do tipo 401k nos EUA é que os empregadores perceberam que os empregados dão grande valor ao planos de previdência individuais, e a partir disso, as empresas tem aumentado a possibilidade de auto administração pelo participante, ampliando o leque de fundos mútuos oferecidos aos participantes e incluindo contas nas quais os mesmos possam dar ordens de compra e venda. Um terço dos ativos do setor está atrelado aos planos de aposentadoria, segundo o ICI.

Assim como no Brasil, o segmento de administração de recursos nos EUA também tem observado um movimento de redução do número de empresas, que atualmente estão em torno de 600. Para instituições menores, é uma questão de sobrevivência aliar-se a grandes grupos de envergadura internacional. Para os grandes bancos e seguradoras, a compra dessas administradoras significa agregar valor e rentabilidade ao seu negócio.

Segundo Darragh, as empresas de gestão que desejarem permanecer no mercado de administração de fundos precisam ter “massa crítica”. De acordo com um recente estudo da Price Waterhouse Coopers LLP, com 170 pequenos e médios gestores de recursos, em todo mundo, muitas delas pretendem crescer por meio de expansão própria, joint-ventures ou alianças estratégicas, antes de fazer aquisições ou mesmo vender seu negócio a um player maior.

Além da ameaça de concentração do mercado, existe ainda a concorrência administração pessoal de recursos através da compra direta via internet, que é apontada como um dos desafios para as empresas de gestão de recursos nos EUA, principalmente para aqueles administradores que vem tendo resultados abaixo dos principais índices do mercado. Embora seja uma atividade mais “trabalhosa”, frente ao custo de comissões e taxas de administração muitos investidores têm escolhido por investir por conta própria através de corretoras que operam via internet (Magalhães, 1999:24).

Por outro lado, em vários casos as empresas de menor porte têm mantido seu espaço tendo como atrativo o foco regional e uma postura independente, o que possibilita um contato mais próximo do cliente, especialmente quando são solicitadas reuniões de caráter técnico.

Para Darragh, o mercado de gestão de recursos de terceiros nos EUA cresceu de forma fenomenal na década passada, ajudado por uma alta do mercado, mas nuvens se armam no horizonte. O que está ocorrendo é que, além do desaparecimento dos limites entre setores tradicionais, como os de bancos comerciais e bancos de investimento, a competição está ficando cada vez mais global.

Da parte do governo, a expansão da poupança na forma de fundos mútuos tem gerado uma preocupação crescente com a possibilidade de que a regulamentação bancária existente não seja apropriada para lidar com fundos mútuos comercializados por bancos (com a catastrófica quebra do mercado financeiro na década de 30, os bancos tinham sido banidos dessa atividade).

CONCLUSÃO

O desenvolvimento das empresas de gestão de recursos de terceiros no Brasil tem sido contínuo nos últimos anos. Está ligado ao aperfeiçoamento e inserção do mercado financeiro brasileiro dentro do sistema financeiro internacional.

A queda da inflação e o investimento crescente nos fundos de investimento financeiro foram os principais catalisadores do crescimento das empresas de gestão de recursos no Brasil.

A entrada das empresas estrangeiras de administração de recursos trouxe novos conceitos e modernizou a gestão de recursos no Brasil.

As crises de mercado tiveram o papel de impulsionar a busca por mais transparência na gestão de recursos, bem como também incentivaram a constituição de legislação visando a separação das atividades de gestão de recursos de terceiros da própria gestão de recursos da tesouraria das instituições financeiras.

A queda do número de empresas corretoras e distribuidoras de valores ao passo que o número de empresas de gestão de recursos tem aumentado significativamente demonstra que as instituições voltadas apenas a intermediação estão deixando de ter espaço no mercado.

A tendência nos EUA de canalização crescente das poupanças privadas para os fundos de investimento financeiro também está se confirmando aqui.

Em função da emergência dos fundos de investimento como principal veículo de captação de poupanças privadas, até mesmo em substituição a previdência pública, que a atividade de gestão de recursos de terceiros vem ganhando corpo.

Inicialmente temos o crescimento da atividade voltando-se para os grandes investidores, os investidores institucionais, fundos de pensão e seguradores, e de forma menos especializada, junto aos investidores dos bancos comerciais.

Com o crescimento da preocupação com a aposentadoria e previdência privada já se enxerga a tendência de expansão muito rápida das atividades ligadas à este tipo de investimento.

Há também o surgimento de novos canais de distribuição, como a internet e a distribuição de fundos de investimento por consultores de investimento, o que gera maior concorrência e força que os custos se reduzam.

Apesar do crescimento do volume administrado e da boa perspectiva para que isso continue acontecendo, o número de empresas do setor deve se reduzir nos próximos anos devido à concorrência.

Com isso, o perfil das empresas de gestão de recursos de terceiro está se definindo em dois blocos bem distintos. Um bloco caracterizado por empresas com grande volume de recursos administrado, ligadas a grandes grupos financeiros que possuem estruturas de venda no varejo, e outro bloco formado por empresas voltadas para o atendimento de nichos de mercado, como a prestação de serviços financeiros personalizados, oferecimento de aplicações e operações diferenciadas, caracterizadas como empresas que atuam em áreas de negócio em que o serviço e a experiência na gestão podem ser agregados as taxas cobradas, criando condições para o sustento da estrutura das empresas.

Do ponto de vista da influencia que o crescimento da atividade de gestão de recursos de terceiros sobre o desenvolvimento do país, o que se observa é que ao passo do crescimento dos fundos de investimento e das empresas participantes desse sistema, ainda permanece o problema de ausência de instrumentos ou mecanismo financeiros que permitam a canalização dos recursos intermediada via empresas de gestão de recursos para as atividades produtivas.

Persiste ainda o problema da concentração dos ativos negociados no mercado financeiro sob a forma de títulos públicos. Há uma falta de melhores práticas do mercado

com relação ao mercado de ações e títulos privados, mesmo que em contrapartida a necessidade de recursos de longo prazo é constante numa economia que deseja crescer.

Como alternativa ao investimento em títulos públicos, inicialmente se poderia apontar o investimento em ativos no exterior, mas é muito difícil que isso aconteça, pois criaria mais um meio de saída de recursos do país para fora.

Por trás de tudo isso, ainda permanece o problema observado desde o nascimento da indústria bancária no Brasil, e que na reforma bancária de 1964/65 motivou a instituição de instituições voltadas para o mercado de capitais, que é o problema da necessidade de um sistema financeiro que consiga formar poupanças de longo prazo e financie internamente o crescimento da economia.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRAFICAS

ALVES, F. Private Banking fica mais rico. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 16 set.1999, p. B-3.

ARNOTT, R. Os Custos de Transação. In: BERNSTEIN, Peter; DAMODARAN, Aswath (Orgs.). **Administração de Investimentos**. São Paulo: Bookman, 2000. Cap. 10.

AUMENTAM as aquisições de assets nos Estados Unidos. **Revista Investidor Institucional**, São Paulo, n. 58, p. 30, 23 jun. 1999.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Anual do Banco Central**. Brasília, 1999.

BAST, E. F. Independentes usam a criatividade para atrair os clientes de fundos. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 06 mar. 1999, p. B-2.

BERNSTEIN, Peter. **Desafio aos Deuses**. 6. ed. São Paulo: Campus, 1997, 340 p.

BERNSTEIN, Peter; DAMODARAN, Aswath (Orgs.). **Administração de Investimentos**. São Paulo: Bookman, 2000, 423 p.

BULHÕES, M. S. de. Duas décadas de crescimentos e modernização. **Revista Conjuntura Econômica**, São Paulo, p. 40, jun. 1993.

CAMBA, D. Private Banking cresce 20% no rastro dos milionários. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 09 jun. 1999, p. B-1.

CARNIER, Théo. A batalha pelo ótimo. **Revista Bovespa**, São Paulo, n.77, p.40-41, mar/abr. 2001.

CLARK, R. Medidas Alternativas de Risco. In: BERNSTEIN, Peter; DAMODARAN, Aswath (Orgs.). **Administração de Investimentos**. São Paulo: Bookman, 2000. Cap. 4.

CORRETORAS “puras”resistem diante da forte concorrência. **Revista Investidor Institucional**, n. 97, p. 15,11 maio 2001.

COSTA, Fernando Nogueira da. **Economia Monetária e Financeira: Uma abordagem Pluralista**. São Paulo: Makron, 1999.

DAMODARAN, A. Modelos de Risco. In: BERNSTEIN, Peter; DAMODARAN, Aswath (Orgs.). **Administração de Investimentos**. São Paulo: Bookman, 2000. Cap. 3.

DAMODARAN, Aswath (Orgs.). **Administração de Investimentos**. São Paulo: Bookman, 2000. Cap. 13.

DARRAGH, Olive. Global Trends in Asset Management. In: ENCOTRO NACIONAL DE FUNDOS DE INVESTIMENTO, 2001, Rio de Janeiro. **Anais...**: ANBID [2001]. p. 50 - 67.

DORNBUSCH, Rudiger; FISCHER, Stanley. **Macroeconomia**. 5. ed. Makron: São Paulo, 1991.

ELLIS, R. A Composição do Investimento. In: BERNSTEIN, Peter; DAMODARAN, Aswath (Orgs.). **Administração de Investimentos**. São Paulo: Bookman, 2000. Cap. 1.

EMPREGADORES tornam 401 (K) mais atraentes nos EUA. **Revista Investidor Institucional**, n. 97, p. 12,11 maio 2001.

EXAME: Guia dos melhores fundos de investimentos de 1999, São Paulo: Editora Abril, 2000. Suplemento.

FERREIRA, Alcides. **Citibank no Brasil: 85 anos de história**. São Paulo: Cultura, 2000.

FUCS, J. Muralha ou murinho?. **EXAME**: Guia dos melhores fundos de investimento 1999, São Paulo, p. 20-24, 2000.

GLOBALIZAÇÃO da Economia e a Informatização do Sistema Financeiro. **Boletim DIEESE**, São Paulo, p. 25, set. 1997.

GRANDILONE, C. Todos rumo ao risco. **EXAME**: Guia dos melhores fundos de investimento 2000, São Paulo, p.14-16, 2001.

HIDA, Hilton. O diversificado mercado da aposentadoria particular. *Revista Bovespa*, ano VII, nº 69, nov/dez 1999, pág. 21.

HORA e a vez das pequenas. **Revista Investidor Institucional**, ano IV, nº 94, 16.03.99, pág. 29.

HORA e a vez das pequenas. **Revista Investidor Institucional**, São Paulo, n. 94, p. 29, 16 mar. 1999.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA.- IBGE. Anuário Estatístico: 1997. Brasília, 1998.

JACOB, N. Avaliando o Desempenho do Investimento. In: BERNSTEIN, Peter;

KEYNES, J. M. **A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Abril, 1996 (original de 1936), Cap. 3 (“ ”)

KRITZMAN, M. Risco e Utilidade: O básico. In: BERNSTEIN, Peter; DAMODARAN, Aswath (Orgs.). **Administração de Investimentos**. São Paulo: Bookman, 2000. Cap. 2.

LUANE, K. Pequeno Gestor de recursos inova para sobreviver. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 27 jul. 1999, p. B-1.

MAGALHÃES, L. et al. A trilionária indústria norte-americana. **Revista Bovespa**, n. 68, p. 24, set./out. 1999.

MAGALHÃES, Luciana, HIDA, Hilton. A trilionária indústria norte-americana. **Revista Bovespa**, São Paulo, n. 68, p. 24, set/out. 1999.

MENDES, F. Investidor Profissional foi a primeira independente. **Revista Investidor Institucional**, n. 29, p. 23, 12 abr. 1998.

MISHKIN, Frederic S. **Moeda, Bancos e Mercados Financeiros**. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

NÓBREGA, Mailson da, et al. Mercado de Capitais: Sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil. São Paulo: Tendências, 2000. 55 p.

OGASAVARA, R. S. Evolução dos fundos ao portador. **Revista Conjuntura Econômica**, p. 52, jun. 1987.

PEREIRA, F. Opção por instituições de grande porte. **Revista Investidor Institucional**, São Paulo, n. 53, p. 17, maio, 1999.

PGBL corteja as fundações. **Revista Investidor Institucional**, São Paulo, n. 94, p. 20-21, 16 mar. 2001.

PRADO, J. E. de A. O bom convívio entre investidor e gestor. **Revista Bovespa**, n. 63, p. 50, dez, 1998.

PROCESSO de consolidação das assets já começou. **Revista Investidor Institucional**, n. 75, p. 15, 12 abr., 2000.

SAUNDERS, Anthony. **Administração de Instituições Financeiras**. São Paulo: Atlas, 2000. 663 p.

SOCHACZEWSKI, Antonio Carlos. **Desenvolvimento Econômico e Financeiro no Brasil: 1952-1968**. 1980. Tese (Doutorado em Economia). São Paulo: Trajetória Cultural, 1993.

TRICHES, Divanildo. **Demanda por moeda no Brasil e a casualidade entre as variáveis monetárias e a taxa de inflação: 1972-1987**. 1991. Dissertação (Mestrado em Economia). Brasília: BNDDES, 1992.

VARGA, Gyorgy. **A indústria norte americana de fundos**. Disponível em: <http://www.fce.com.br/gv/agv_fundos_eua.pdf>. Acesso em: 03 fev. 2001.

WAHL, J. Competição acirrada pela gestão de ativos. **Revista Bovespa**, São Paulo, n. 75, p. 56, dez. 2000.