

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

PATRICIA VIEIRA ABRAHAM

A RELEVÂNCIA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM AÇÕES NO
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO 1994 - 2009

FLORIANÓPOLIS, 2010

PATRICIA VIEIRA ABRAHAM

A RELEVÂNCIA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM AÇÕES NO
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO 1994 - 2009

Monografia submetida ao curso de Ciências
Econômicas da Universidade Federal de Santa
Catarina, como requisito obrigatório para a
obtenção do grau de Bacharelado.

Orientador: Prof. Dr. Ricardo José Araújo
Oliveira

FLORIANÓPOLIS, 2010

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 9,5 à acadêmica Patrícia Vieira Abraham na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Ricardo José Araújo Oliveira

Prof. Msc. Marco Antonio Oliveira Vieira Goulart

Prof. Dr. Newton Carneiro A. da Costa Júnior

Dedico este trabalho à minha mãe, Valdea, que não mediu esforços para proporcionar-me o direito e a oportunidade de estudar, desde os primeiros anos do ensino básico ao ensino superior que agora concluo.

AGRADECIMENTOS

A Deus, pela vida e pelas forças necessárias ao cumprimento desta jornada;

A toda sociedade brasileira, que contribui para a manutenção de uma universidade pública, gratuita e de qualidade, como a UFSC;

À minha família, em especial ao meu irmão André e à minha mãe Valdea, que foram alicerces ao longo desta jornada, e à minha sobrinha Luiza pelos sorrisos e alegria contagiantes.

Aos professores do Departamento de Ciências Econômicas, que no decorrer desta caminhada nos transmitiram conhecimentos e compartilharam histórias e experiências de vida;

Aos professores Dr. Ricardo José Araújo Oliveira e Msc. Marco Antonio Oliveira Vieira Goulart que me orientaram e muito contribuíram para o desenvolvimento desta monografia;

Agradeço as amigas Aline Freitas Amorim, Clarice e Cleri Borges de Miranda, Jaqueline Claudete Pinheiro e Márcia Maria Duarte, por sua companhia e carinho durante os primeiros anos em Florianópolis;

À Aline Freitas Amorim agradeço, também pela revisão desta monografia. Qualquer erro que persista, entretanto, é de minha inteira responsabilidade;

Agradeço aos amigos que, presencial ou virtualmente, estiveram comigo durante os anos de faculdade;

A todos os colegas que comigo caminharam e que se tornaram amigos ao longo desta jornada o meu agradecimento;

Se alguns colegas tornaram-se amigos, um amigo tornou-se AMOR. Agradeço, por seu apoio e carinho, a Lucas de Medeiros Machado, companheiro de todas as horas durante a faculdade, e que ao final dela torna-se companheiro eterno em minha vida.

“... a bolsa não é jogo, é investimento a longo prazo... ao lado de dezenas de milhares de especuladores devem existir milhões de investidores...”

Delfim Netto
Folha de São Paulo, 16/04/1972

RESUMO

Os Fundos de Investimento são instrumentos financeiros que desempenham um importante papel na captação e alocação de recursos do mercado financeiro. Segmentados em categorias, os Fundos de Investimento permitem ao investidor usufruir das vantagens da gestão profissional dos recursos, o que tem estimulado o aumento do número de fundos e de patrimônio administrado. No Brasil, isto vem ocorrendo especialmente após a estabilização monetária e abertura econômica. O presente trabalho buscou identificar a relevância da categoria Fundos de Ações para os Fundos de Investimento, e para o mercado de capitais brasileiro, especialmente após a implantação do Plano Real. Para tanto, apresentou-se embasamento teórico a respeito dos Fundos de Investimento, o que permitiu a delimitação do objeto de estudo: os Fundos de Ações. Apresentou-se uma perspectiva histórica do surgimento e evolução dos fundos no país para a compreensão de seu relacionamento com o mercado de capitais e suas condições no período anterior ao espaço temporal analisado. Para qualificar a participação dos fundos de ações, a indústria de fundos do país foi caracterizada, apresentando os dados de seu crescimento nos últimos anos. Verificou-se que a categoria Fundo de Ações aumentou sua participação no valor de mercado da Bovespa indicando a popularização dos fundos de investimento, além do aumento da participação dos Fundos de Investimento no volume negociado em detrimento da participação direta das instituições financeiras. Por fim, este trabalho permitiu concluir que no decorrer dos anos após a implantação do Plano Real, o cenário econômico foi bastante favorável à expansão da indústria de Fundos de Investimento e, por conseguinte, dos Fundos de Ações.

Palavras-Chave: Fundos de Investimento, Fundos de Ações, Mercado de Capitais

ABRAHAM, Patrícia Vieira. **A Relevância dos Fundos de Investimento em Ações no Mercado de Capitais Brasileiro 1994 – 2009**. Florianópolis: Monografia (Bacharelado em Ciências Econômicas) – Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, 2010.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBID: Associação Nacional dos Bancos de Investimento

ANBIMA: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais

ANDIMA: Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

BACEN: Banco Central do Brasil

BDR: *Brazilian Depositary Receipts*

BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo

BNDE: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico

CBLC: Companhia Brasileira de liquidação e Custódia

CDI: Certificado de Depósito Interbancário

CNM: Conselho Monetário Nacional

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

FAC de FITVM: Fundos de Aplicação em Cotas de FITVM

FITVM: Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários

IBrX: Índice Brasil

IBOVESPA: Índice da Bolsa de Valores de São Paulo

ICI: *Investment Company Institute*

PAEG: Plano de Ação Econômica do Governo

SELIC: Sistema Especial de Liquidação e de Custódia

SI-ANBID: Sistema de Informações ANBID

SUMOC: Superintendência da Moeda e Crédito

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Patrimônio Total da Indústria Mundial de Fundos	56
Tabela 2: Número de Contas por Categoria – Distribuição %	59
Tabela 3: Captação Líquida dos Fundos de Investimento	61
Tabela 4: Distribuição e Patrimônio Líquido dos Fundos de Ações – 2009	71
Tabela 5: Crescimento dos Fundos de Ações e do Valor de Mercado das Ações Bovespa	76

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Patrimônio da Indústria Mundial de Fundos	55
Gráfico 2: Crescimento da Indústria de Fundos	57
Gráfico 3: Evolução do Número de Fundos	59
Gráfico 4: Evolução do Patrimônio Líquido da Indústria de Fundos.....	60
Gráfico 5: Captação Bruta: Fundos <i>versus</i> Poupança (Variação Bruta do PL).....	62
Gráfico 6: Distribuição do PL por Categoria	63
Gráfico 7: Distribuição de patrimônio por Categoria da Indústria Mundial de Fundos.....	64
Gráfico 8: Patrimônio Líquido na Indústria de Fundos Brasileira	70
Gráfico 9: Fundos de Ações Patrimônio Líquido.....	72
Gráfico 10: Rentabilidade Fundo de Ações e Índice Bovespa	73
Gráfico 11: Evolução no Volume Negociado pelos Fundos de Investimentos na BOVESPA	74
Gráfico 12: Participação no Volume Negociado na Bovespa	75
Gráfico 13: Relação entre Patrimônio dos Fundos e Valor de Mercado das Ações BOVESPA.	76

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1: Classificação dos Fundos segundo a ANBID	31
Figura 2: Classificação da Categoria Fundos de Ações	68

SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS	v
RESUMO	vii
LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS	viii
LISTA DE TABELAS	ix
LISTA DE GRÁFICOS	x
LISTA DE ILUSTRAÇÕES	xi
1 INTRODUÇÃO	14
1.1 Tema e Problema	14
1.2 Objetivos	16
1.2.1 Objetivo Geral	16
1.2.2 Objetivos Específicos	16
1.3 Justificativa	17
1.4 Metodologia	18
2 REFERENCIAL TEÓRICO	19
2.1 Mercado de Capitais	19
2.1.1 Espécies de Títulos e Valores Mobiliários	20
2.1.2 Classificação do Mercado de Capitais	22
2.1.2 Participantes do Mercado de Capitais	24
2.2 Fundos de Investimento	26
2.2.1 Espécies de Fundos de Investimento	27
2.2.2 Classificação dos Fundos de Investimento	28
2.2.3 Estrutura da Indústria de Fundos	36
2.2.4 Aspectos Operacionais dos Fundos de Investimento	38
3 EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS E SURGIMENTO DOS FUNDOS NO BRASIL	41
3.1 Crescino: o primeiro fundo de investimento brasileiro	42
3.2 A Reforma do Sistema Financeiro Nacional	43
3.2.1 A Lei do Mercado de Capitais	45

3.3 Fundos Fiscais	47
3.4 Evolução dos Fundos de Investimento na Década de 1980	49
3.5 Evolução dos Fundos de Investimento na Década de 1990	50
3.6 Evolução dos Fundos de Investimento na Década de 2000	52
4 PANORAMA ATUAL DA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO	54
4.1 A Indústria Mundial de Fundos	54
4.2 Panorama Atual da Indústria Brasileira de Fundos	58
4.2.1 Crescimento dos Fundos de Investimento	58
4.2.2 Distribuição Percentual do Patrimônio Líquido da Indústria de Fundos	62
4.2.3 Desempenho das Categorias de Fundos de Investimento	64
5 FUNDOS DE AÇÕES NO BRASIL: DESEMPENHO NO PERÍODO PÓS-PLANO REAL	69
5.1 Impactos do Plano Real sobre a Indústria de Fundos	69
5.2 Evolução dos Fundos de Ações no Período Pós-Real	71
5.3 Rentabilidade dos Fundos de Ações	72
5.4 Evolução da Participação em Volume Negociado na BOVESPA	73
5.6 Participação dos Fundos de Ações no Valor de Mercado da Bovespa	75
CONSIDERAÇÕES FINAIS	78
REFERÊNCIAS	82
ANEXOS	85

1 INTRODUÇÃO

1.1 Tema e Problema

O mercado de capitais, ou mercado de valores mobiliários, constitui uma importante fonte de financiamento para o investimento das empresas, pois permite o fluxo de capital, de quem poupa para quem necessita de recursos para investimento produtivo. A função primordial do mercado de capitais é aproximar agentes poupadores, os que têm excesso de recursos, mas não têm oportunidade de investi-los em atividades produtivas, e agentes deficitários, ou seja, aqueles que necessitam de recursos para investimento produtivo. (NÓBREGA; *et al.*, [s.d.]

Os agentes interessados em investir em valores mobiliários podem agir individual ou coletivamente. Entre as formas coletivas de investimento encontram-se os Fundos de Investimento, os quais constituem uma forma de reunir recursos de investidores individuais que desejam a rentabilização do capital aplicado através da aquisição de uma carteira de títulos ou valores mobiliários. Os Fundos de Investimento permitem que os pequenos investidores tenham acesso ao mercado de capitais contando com custos mais baixos e administração profissional. Além disso, os fundos tornam possível a diversificação dos investimentos, através da aplicação em suas diferentes classes, visando diluir o risco e aumentar o potencial de retorno.

Segundo dispõe o Art. 2º da Instrução CVM No. 409/2004, os Fundos de Investimento são conceituados como "uma comunhão de recursos constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em títulos e valores mobiliários, bem como em quaisquer outros ativos disponíveis no mercado financeiro e de capitais". (CVM, 2004)

Os Fundos de Investimentos constituem categoria bastante ampla onde se encontram, conforme classificação da ANBID¹, outras sete categorias, a saber: Fundo de Curto Prazo, Fundo Referenciado, Fundo de Renda Fixa, Fundo Cambial, Fundo de Dívida Externa, Fundo Multimercado e Fundo de Ações.

¹ A ANBID é a Associação Nacional dos Bancos de Investimento, que em outubro de 2009 uniu-se a ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro, para constituir a AMBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais.

A categoria Fundo de Ações, para qual se volta este estudo, refere-se aos fundos que devem possuir, no mínimo, 67% da carteira em ações à vista, bônus ou recibos de subscrição, certificados de depósito de ações, cotas de fundos de ações, cotas dos fundos de índice de ações ou *Brazilian Depositary Receipt*. Dentro desta categoria, conforme classificação da ANBID, ainda é possível diferenciar os fundos de acordo com a estratégia de investimentos, assim têm-se os Fundos de Ações Ibovespa, Fundos de Ações IBrX, Fundos de Ações Setoriais, Fundos de Ações Privatização FGTS – Livre, Fundos de Ações *Small Caps*, Fundos de Ações Dividendos, Fundos de Ações Sustentabilidade/Governança, Fundos de Ações Livre e Fundos Fechados de Ações. (ANBID, 2009)

No Brasil, esta forma de aplicação vem alcançando grande notoriedade nos últimos anos, especialmente após a implementação do Plano Real. O crescimento da indústria de fundos no Brasil é perceptível quando são analisados o volume de recursos aplicados através desta modalidade de investimento, o número de fundos e além disso, o crescente número de profissionais e instituições gestoras de recursos.

No âmbito mundial, em 2006, o Brasil já figurava entre os 15 maiores no ranking mundial de Fundos de Investimento, saltando para a 6ª posição em 2009. Segundo dados da ANBIMA, em dezembro de 2009, havia no Brasil 8.926 Fundos de Investimento, e a indústria somava patrimônio total de R\$ 1,4 trilhões. Os Fundos de Ações são responsáveis por 11,9% deste patrimônio líquido. (ANBIMA, 2009)

A relevância dos Fundos de Investimento para o mercado de capitais emerge da grande quantidade de recursos que estes administram, da maior liquidez que fornecem aos mercados em que participam e da exigência de uma maior transparência das empresas (KLAPPER et. al., 2004). Ou seja, o desenvolvimento dos fundos, enquanto intermediários financeiros exercem impacto sobre o mercado de capitais.

O tema proposto para este estudo tem como base de análise o setor de investimentos, voltando-se para os Fundos de Investimentos e analisando particularmente o tipo Fundo de Ações. A elaboração da temática tem como finalidade a análise da relevância dos Fundos de Investimento em ações para o mercado de capitais brasileiro, no período que compreende os anos de 1994 a 2009, período no qual apresentou aumento significativo em termos de patrimônio líquido, número de cotistas e número de fundos.

O presente trabalho de monografia divide-se em cinco capítulos além desta introdução que compõe o primeiro capítulo. No segundo capítulo é feita a abordagem teórica necessária a compreensão do tema e delimitação do objeto de estudo, apresentando assim as principais características e classificações dos Fundos de Investimento. O terceiro capítulo

apresenta uma perspectiva histórica do surgimento da indústria de Fundos de Investimento no país, contextualizando-o junto ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. O capítulo seguinte reserva-se a caracterização da indústria de fundos no país através da apresentação de um panorama atual do setor. O capítulo cinco remete-se aos fundos de ações e a descrição de seu desempenho durante o período pós-Real. Os capítulos quatro e cinco baseiam-se em dados consultados, por meio do sistema de informações da ANBID, instituição responsável pela auto-regulação dos fundos no país. O capítulo derradeiro, como de praxe, está reservado às considerações finais.

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo geral deste estudo é identificar a relevância dos Fundos de Investimento em ações para o mercado de capitais brasileiro, com ênfase no período compreendido entre os anos de 1994 a 2009.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Apresentar síntese da evolução do mercado de capitais, e histórico dos Fundos de Investimento no Brasil;
- Caracterizar a indústria de Fundos de Investimento no Brasil;
- Situar o Brasil dentro da indústria mundial de fundos.
- Analisar a evolução da indústria de fundos brasileira no período pós-real;
- Avaliar a participação da categoria Fundos de Ações na indústria de Fundos de Investimento no período pós-Real.

1.3 Justificativa

O mercado de capitais brasileiro vem demonstrando nos últimos anos grande crescimento e importância para o cenário econômico do país. Deste modo, torna-se fundamental a compreensão dos mecanismos de investimento neste mercado. Os Fundos de Investimento apresentam-se como importantes instrumentos de acesso ao mercado de capitais, ao passo que permitem ao investidor uma redução de riscos em virtude de gestão profissional da carteira de ativos, e ao mesmo tempo dos benefícios da economia de escala que os fundos proporcionam, dada a diluição dos custos entre os vários cotistas.

Além disso, os Fundos de Investimento envolvem a administração de grandes volumes de recursos, o que representa uma contribuição para o mercado de capitais, por ampliar o fluxo de negócios. Nesse sentido os Fundos de Ações têm relação ainda mais direta com o mercado de capitais, por negociarem ativos mobiliários, negociados em bolsa de valores.

A opção pela categoria Fundos de Ações, como objeto deste estudo, se dá em virtude de sua relação direta com o surgimento da indústria de Fundos de Investimento no país. Desde o surgimento, esta categoria sofreu diversas alterações, voltando a destacar-se após a estabilização monetária induzida pela introdução do Plano Real em 1994. Assim, para compreender a relação entre a indústria de Fundos de Investimento e o mercado de capitais é fundamental examinar a trajetória dos Fundos de Ações.

O interesse por esta categoria de fundos justifica-se em virtude do bom desempenho que mercado de capitais vem apresentando nos últimos anos, que serve como impulso a popularização e desenvolvimento dos fundos de ações. Um cenário macroeconômico estável é favorável ao investimento em ativos de renda variável, assim, os fundos de ações tendem a destacar-se dentre as outras categorias da indústria de fundos.

1.4 Metodologia

Esta pesquisa, quanto ao objetivo, é classificada como descritiva visto que procura estabelecer relação entre as variáveis mencionadas no objetivo geral do estudo, a saber, Fundos de Ações e o mercado de capitais brasileiro. As pesquisas descritivas visam descobrir a existência de associações entre variáveis, e algumas delas ampliam este objetivo e pretendem determinar a natureza da relação existente entre as variáveis. Neste caso, a pesquisa descritiva aproxima-se da pesquisa explicativa, pois identifica fatores que contribuem para a ocorrência dos fenômenos. (GIL, 2007, p.42)

Quanto ao método de abordagem, o estudo apresentará análises quantitativas e qualitativas, ao passo que buscará a identificação de associação entre as variáveis utilizando métodos indutivos, apresentando dados por meio de gráficos, tabelas e relações matemáticas entre variáveis.

Os dados necessários à realização desta pesquisa foram coletados por meio de acesso ao sistema de informações da ANBID (SI-ANBID), disponibilizado através de CD-ROM por esta instituição. Além disto, foram executadas diversas consultas aos sítios eletrônicos de instituições como CVM, Banco Central do Brasil, ANBID, ANDIMA, e AMBIMA.

Para a realização desta pesquisa foram efetuadas consultas em fontes bibliográficas, como livros, dissertações, artigos e revistas especializadas, e pesquisa documental quando necessário foram acessadas as instruções normativas, resoluções e leis que tratam do assunto pertinente ao estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Mercado de Capitais

O mercado de capitais é o segmento do mercado financeiro que inclui instituições e instrumentos para a negociação de títulos e valores mobiliários, viabilizando a capitalização das empresas e proporcionando liquidez aos títulos emitidos por elas. (PINHEIRO, 2009) Para a consolidação do mercado de capitais é necessária a existência de agentes poupadores e agentes deficitários interessados em negociar tais títulos mobiliários. Os agentes poupadores, com excesso de recursos, desejam aplicá-lo a fim de auferir rendimentos, e por isso, se dispõem a comprar títulos no mercado de ações, enquanto os deficitários necessitam de recursos para investimento produtivo e por isso emitem títulos de seu capital, as ações, ou de dívidas emitidas, as debêntures.

No mercado de capitais, segundo Cavalcante Filho, Misumi e Rudge (2005) são negociados:

títulos representativos do capital de empresas (ações) ou de empréstimos tomados, via mercado, por empresas (debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição ou commercial papers) que permitem a circulação para custear o desenvolvimento econômico. Assim, uma empresa não precisará ficar restrita a sua geração de lucros (eventualmente insuficiente para suas necessidades) ou novos aportes de seus acionistas (limitando ao patrimônio destes) para financiar seus planos de investimentos, podendo captar recursos junto a novos investidores.

Assaf Neto (1999) afirma que o mercado de capitais tem papel relevante no processo de desenvolvimento econômico, em virtude de sua função de intermediador entre os agentes deficitários e agentes poupadores. A aproximação entre estes agentes permite o aproveitamento dos recursos excedentes e promove o aumento da produtividade da economia.

Entre os fatores que tornam o mercado de capitais fundamental ao desenvolvimento econômico Pinheiro (2009) destaca o aumento das alternativas de financiamento para as empresas; a redução do custo global de financiamentos; a diversificação e distribuição do risco entre os aplicadores e a democratização do acesso ao capital.

2.1.1 Espécies de Títulos e Valores Mobiliários

Os títulos e valores mobiliários, segundo Lameira (2003), constituem os instrumentos por meio dos quais as sociedades anônimas de capital aberto oferecem aos investidores em contrapartida aos recursos que serão incorporados a estrutura financeira da empresa. Os principais títulos e valores mobiliários são abordados nas seções seguintes.

2.1.1.1 Ações

As ações são títulos de renda variável, que representam a menor parte do capital de uma empresa. Castro (1979) define ações como sendo “títulos representativos do capital social que conferem direitos de participação na sociedade anônima”.

O investimento em ações confere ao investidor alguns direitos e benefícios. Pinheiro (2009) destaca o direito à participação sobre os lucros da empresa, direito à informação; direito de preferência na subscrição de ações em aumento de capital; direito a voto (nos caso de ações ordinárias); direito a requerer a convocação e o adiamento de assembleias gerais.

Assaf Neto (1999) divide as vantagens outorgadas aos detentores de ações em quatro tipos, a saber:

- a) **Dividendos:** dizem respeito aos resultados da empresa, visto que ao fim do exercício social deve ser distribuído aos acionistas frações dos lucros gerados pela empresa no período. Os dividendos são distribuídos a partir do lucro líquido do exercício, quer dizer, após pagamento de impostos.
- b) **Bonificação:** refere-se à emissão e distribuição aos acionistas de novas ações, em quantidade proporcional ao capital aplicado. Essas emissões de novas ações acontecem em função do aumento de capital das empresas por meio de incorporação de reservas.
- c) **Valorização:** diz respeito ao benefício advindo da elevação do valor de mercado da empresa, e conseqüente, das ações representativas de seu capital. A valorização das ações dependerá das oscilações do preço de mercado do

ativo, que é influenciado diretamente pela conjuntura do mercado e desempenho econômico-financeiro da empresa.

- d) Direitos de subscrição: acionistas detêm ainda direitos de subscrição, quer dizer, devem ser previamente consultados quando da decisão de aumentos de capital.

2.1.1.2 Debêntures

As debêntures constituem ativos representativos da dívida de uma empresa. Castro (1979) define as debêntures como “títulos de crédito emitidos por sociedades anônimas, visando o financiamento de capital fixo ou de giro”. A emissão de debêntures tem a finalidade de captar recursos, de médio e longo prazo, destinados ao financiamento de atividades produtivas ou de investimento.

Pinheiro (2009) explica que os portadores de debêntures são detentores de um título de crédito contra a companhia, de acordo com as condições estabelecidas na escritura da debênture. Entre os benefícios do detentor de uma debênture, destaca-se a preferência quanto ao recebimento do capital aplicado. A garantia das debêntures emitidas pelas sociedades anônimas podem ser seus respectivos ativos ou outras importâncias. Os direitos e remunerações oriundos da posse de uma debênture são juros, participação nos lucros e prêmios de reembolso. (ASSAF NETO, 1999)

Quanto à possibilidade de conversibilidade ou não em ações, as debêntures podem ser classificadas em *conversíveis em ações*, *não conversíveis* ou *simples e debêntures permutáveis*. (PINHEIRO, 2009) Quando ocorre a conversão, as debêntures passam a apresentar as mesmas características das ações.

2.1.1.3 Commercial Papers

O *commercial paper* é apresentado por Assaf Neto (1999), como sendo uma “nota promissória de curto prazo emitida por uma sociedade tomadora de recursos para financiar

seu capital de giro”. Fortuna (2008) amplia a definição afirmando que *commercial papers* “são emitidas por instituições não-financeiras, sem garantia real, podendo ser garantido por fiança bancária, negociável em mercado secundário e com data de vencimento certa”.

O objetivo da emissão de *commercial papers* é a captação de recursos para o capital de giro das empresas, visto que o título é negociado no mercado, constituindo-se importante fonte de financiamento e alternativa ao sistema bancário. As principais vantagens da emissão de *commercial papers* em relação aos empréstimos convencionais, referem-se aos custos financeiros reduzidos e a agilidade no procedimento. (ASSAF NETO, 1999)

2.1.2 Classificação do Mercado de Capitais

Lameira (2003) descreve como modalidades operacionais do mercado de capitais, o mercado à vista de ações, mercado futuro, mercado a termo e mercado de opções. As operações do mercado de capitais, de maneira geral, podem ser efetuadas à vista e a prazo. As modalidades mercado futuro, mercado a termo e mercado de opções, apresentadas por Lameira (2003) são categorias de negociação a prazo.

As características das modalidades operacionais do mercado de capitais serão abordadas nas seções seguintes.

2.1.2.1 Mercado à Vista

O mercado à vista de ações compreende as negociações envolvendo quantidades de ações para liquidação imediata a um preço determinado em pregão. Pinheiro (2009, p. 317) define da seguinte forma:

O mercado à vista é onde se realizam as operações de compra e venda de ações emitidas pelas empresas abertas e admitidas à negociação na Bovespa, com prazo de liquidação física e financeira fixado nos regulamentos e procedimentos operacionais da Câmara de Liquidação.

Nas operações realizadas no mercado à vista a liquidação física das ações se dá em dois dias, enquanto a liquidação financeira ocorre em três dias. (FORTUNA, 2008)

2.1.2.2 Mercado a Termo

O mercado a termo é uma modalidade de negócio a prazo, que envolve as operações de ações com prazos diferidos. Pinheiro (2009) explica que uma operação a termo constitui compra ou a venda de uma determinada quantidade de ações, a um preço previamente estabelecido, para liquidação em prazo determinado, sinalizando a existência de um contrato entre os negociantes.

O preço a termo de ação será superior ao valor a vista da mesma, pois a ele será acrescido valor referente aos juros da operação. Os juros são fixados no mercado, e acordo com o prazo do contrato. (PINHEIRO, 2009)

Diferentemente das negociações no mercado à vista, no mercado a termo é necessário depósito de garantia para efetuar operações a termo. Essas garantias podem ser prestadas em duas modalidades, a saber: *cobertura* ou *margem*. A cobertura, segundo Pinheiro (2009) diz respeito a um depósito de ações feito junto a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), enquanto a *margem* é um depósito de valor, com o intuito de minimizar o risco da operação. O valor da margem é calculado de acordo com o preço à vista e o preço a termo dos títulos envolvidos na operação.

2.1.2.3 Mercado de Opções

Enquanto no mercado à vista o objeto da negociação é a ação, no mercado de opções são negociados direitos sobre as ações. “Opções são, assim, direitos de uma parte comprar ou vender a outra, até determinada data, certa quantidade de ações-objeto a um preço preestabelecido.” (PINHEIRO, 2009, p. 350)

A opção pode ser de compra ou de venda, ou seja, o comprador de uma opção de compra terá direito de compra sobre determinada ação, em determinada data e em quantidade estabelecida previamente. O mesmo ocorre ao detentor de uma opção de venda de uma ação, quer dizer, quando o investidor adquire opções de venda ele adquire, na verdade, o direito de vender uma determinada quantidade de ações em data predeterminada.

Em contrapartida aos direitos adquiridos, o comprador da opção, chamado de titular, pagará um preço, o prêmio, ao lançador da opção. (FORTUNA, 2008) “O prêmio é resultado das forças de oferta e procura e varia de acordo com a variação do preço da ação no mercado à vista.” (FORTUNA, 2008, 124)

2.1.2.4 Mercado Futuro

O mercado futuro refere-se às negociações de ações com datas de liquidação futura. Pinheiro (2009, p. 346) define como mercado futuro aquele que

(...) compreende a compra e venda de ações a um preço acordado entre as partes, para o vencimento em data específica previamente definida e autorizada. O mercado futuro representa um aperfeiçoamento do mercado a termo, permitindo ambos os participantes de uma transação reverter sua posição, antes da data de vencimento.

Fortuna (2008) trata o mercado futuro como um aperfeiçoamento do mercado a termo, uma vez que permite aos envolvidos a reversão da operação antes da data do vencimento. O preço do contrato futuro não é fixo, e oscila diariamente, por influência das negociações ocorridas no mercado.

2.1.2 Participantes do Mercado de Capitais

Pinheiro (2009) classifica os participantes do mercado de capitais em dois grupos, a saber: aqueles que normatizam e aqueles que operacionalizam. No mercado de capitais brasileiro, fazem parte do grupo que normatiza a Comissão de Valores Mobiliários e a Bolsa de Valores. No segundo grupo, o autor elenca:

- Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários
- Investidores Pessoas Físicas
- Investidores Pessoas Jurídicas não-institucionalizados
- Investidores institucionais
- Agentes Autônomos de Investimento

- Sociedades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários
- Bancos Múltiplos e de Investimento
- Companhias de Capital Aberto

2.1.2.1 Os Investidores

Os investidores do mercado de capitais podem ser classificados em individuais e institucionais. Os investidores individuais, também chamados de particulares, são aqueles que participam diretamente do mercado de capitais, negociando títulos em nome próprio (individualmente). Os investidores institucionais são as pessoas jurídicas que movimentam recursos representando uma instituição. (PINHEIRO, 2009)

2.1.2.1 Investidores Institucionais

Os investidores institucionais, geralmente, são responsáveis pela movimentação de grandes volumes de recursos no mercado financeiro e assim são considerados participantes importantes do mercado de capitais.

Fazem parte do grupo dos investidores institucionais as sociedades seguradoras, entidades de previdência privadas, sociedades de capitalização, clubes de investimento em ações, os fundos externos de investimento e os fundos mútuos de investimento.

Os fundos mútuos de investimento, também denominados Fundos de Investimento, é uma categoria ampla que incluem, dentre outras, a classe fundo de investimento em ações que constituem o objeto deste estudo. As características e classificação, bem como, outros aspectos conceituais dos Fundos de Investimento, serão abordadas na segunda parte desta revisão teórica.

2.2 Fundos de Investimento

Os Fundos de Investimento, considerados investidores institucionais, reúnem capital de diversos investidores no intuito de operar no mercado de capitais. Pinheiro (2009) define-os como entidades financeiras que concentram capitais de inúmeros indivíduos para aplicação em carteiras diversificadas de títulos e valores mobiliários.

Assim:

Fundos de investimento são entidades jurídicas independentes que captam dinheiro de investidores mediante emissão de cotas e utilizam esse capital na aquisição de ativos financeiros. Como consequência, seus participantes são os proprietários diretos do fundo, e indiretamente também possuem os ativos que o fundo adquiriu. (SHARPE et al. *apud* ODA, 2000).

A Comissão de Valores Mobiliários, a quem cabe a fiscalização dos Fundos de Investimento, apresenta este instrumento de investimento como “uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros”. (CVM, INSTRUÇÃO 409/2004, Art. 2º)

Os Fundos de Investimento

são constituídos sob a forma de condomínio aberto e representam a reunião de recursos de poupança, destinados à aplicação em carteira diversificada de títulos e valores mobiliários, com o objetivo de propiciar a seus condôminos valorização de cotas a um custo global mais baixo, ao mesmo tempo em que tais recursos se constituem em fonte de recursos para investimento em capital permanente para as empresas. (MELLAGI FILHO, 1995, p. 33)

Cavalcante e Rudge (1998) alertam que os fundos são instrumentos de investimento coletivo, e assim usufruem da conveniência da aplicação em condições técnicas mais favoráveis do que as que seriam possíveis para cada um de seus participantes se esses operassem por conta própria no mercado financeiro. “Os fundos agem em nome de uma coletividade, substituindo grande número de investidores, e oferecendo as vantagens decorrentes desta concentração”. (CAVALCANTE E RUDGE, 1998)

Alves Junior (2003, p. 113) diz que

os Fundos de Investimento agrupam, em regime de condomínio, diversos investidores que visam extrair economias da agregação de capitais para fazer aplicações financeiras. Os cotistas de Fundos de Investimento, em tese, são poupadores que não se satisfazem com aplicações financeiras em depósitos. São orientados por uma perspectiva de aplicação de suas poupanças em carteiras, mas não crêem em sua capacidade de administrá-las eficientemente. Por isso, optam pelo serviço de administração profissional dos Fundos de Investimento.

Ao se tornar cotista de um fundo, o investidor está indiretamente adquirindo ativos que compõem o portfólio do fundo. Os fundos apresentam algumas vantagens em relação aos investidores individuais. Fortuna (2008) destaca, dentre os principais benefícios dos Fundos de Investimento, a gestão profissional dos recursos, a diversificação dos ativos, baixo custo e liquidez.

Os recursos aplicados pelos investidores nos fundos podem ser investidos em valores mobiliários diversos, como títulos de renda fixa, títulos de renda variável, *commodities*, e mercado de índices. Quanto à composição da carteira, a classificação dos fundos define quais espécies de ativos podem compor a carteira de investimentos do mesmo.

2.2.1 Espécies de Fundos de Investimento

2.2.1.1 Abertos e Fechados

Os Fundos de Investimentos do ponto de vista jurídico, explica Pinheiro (2009), podem ser classificados como abertos ou fechados.

O fundo pode ser constituído sob a forma de condomínio aberto, em que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas a qualquer tempo, ou fechado, em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo. (CVM, INSTRUÇÃO 409/2004, Art. 5 °)

Denomina-se fundo aberto, aquele que emite cotas ilimitadamente, admite investidores em geral, tem prazo indeterminado e não possui limite de capital. Os investidores que aplicam em fundos abertos podem resgatar parte ou totalidade de seu capital a qualquer momento, junto ao administrador.

Os fundos fechados são constituídos com um número limitado de cotas e nestes fundos as cotas não são resgatáveis, sendo, portanto, negociadas em bolsa ou mercado de balcão organizado, a semelhança do que acontece com as ações.

2.2.1.2 Renda Fixa e Renda Variável

No que diz respeito aos ativos financeiros em que investem, os Fundos de Investimentos podem ser de renda fixa ou variável. Os fundos de renda fixa têm seu patrimônio aplicado majoritariamente em ativos financeiros com taxa de retorno fixa, podendo, em parcela menor, aplicar em ativos de renda variável. (FORTUNA, 2008)

Segundo Fortuna (2008), os fundos de renda variável são aqueles que a composição é, em maior parte, de ativos com taxa de retorno variável, como por exemplo, as ações e outros títulos mobiliários. Os fundos de renda variável podem ser de duas espécies:

- FITVM- Fundo de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários;
- FAC de FITVM – Fundo de Aplicação em Cotas de Fundos e Títulos e Valores Mobiliários.

Além desta perspectiva, há outras formas de classificação dos Fundos de Investimento, no tocante aos ativos financeiros que participam da composição de suas respectivas carteiras. Neste âmbito, há duas classificações importantes a serem destacadas: a classificação da CVM, e a Classificação da ANBID. As características destas classificações serão apresentadas nas seções seguintes.

2.2.2 Classificação dos Fundos de Investimento

2.2.2.1 A Classificação da CVM

A Comissão de Valores Mobiliários, nos termos da Instrução 409/2004, de acordo com os ativos que compõem sua carteira, classifica os Fundos de Investimento em fundos de Curto Prazo; Referenciados; de Renda Fixa; de Ações; Cambial; de Dívida externa e Multimercado.

Os Fundos de Curto Prazo, segundo Fortuna (2008), devem aplicar seus recursos exclusivamente em títulos públicos federais prefixados, ou indexados à taxa SELIC ou a outra taxa de juros; ou em títulos indexados a índices de preços, com prazo máximo de vencimento

de até 375 dias. Aos Fundos de Curto Prazo, é permitida a realização de operações com derivativos, desde que seja para a proteção da carteira de ativos do fundo.

Os Fundos Referenciados, diz Fortuna (2008), tem sua rentabilidade comparada a um indicador de desempenho, ou seja, um *benchmark*. No caso dos Fundos Referenciados, a denominação do fundo indicará o *benchmark* a ser perseguido.

Fortuna (2008) explica, que os Fundos de Renda Fixa, de Ações e Cambial caracterizam-se de acordo com o fator de risco associado a sua carteira. No caso dos Fundos de Renda Fixa, o fator de risco associado a sua carteira é a variação da taxa de juros doméstica (EIRIZIK; *et al.*, 2008). Assim, os Fundos de Renda Fixa devem possuir, no mínimo, 80% da carteira, diretamente ou sintetizados via derivativos, em ativos de renda fixa.

No caso dos Fundos Cambiais o principal fator de risco associado a sua carteira é a taxa de câmbio. Os Fundos Cambiais, alerta Fortuna (2008), devem possuir 80% de sua carteira, investidos em ativos vinculados a taxa de câmbio.

O fator de risco associado aos Fundos de Ações é a variação do preço das ações negociadas em bolsa de valores. (EIRIZIK; *et al.*, 2008) Os fundos enquadrados nesta categoria, descreve Fortuna (2008, p.479)

devem possuir 67% de sua carteira em ações, *units* (recibos de ações), bônus ou recibos de subscrição de ações, certificados de depósitos de ações, cotas de fundos de ações e cotas de fundos de índice de ações e BDRs nos níveis II e III, desde que tais títulos sejam admitidos à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado.

Fortuna (2008) explica que o patrimônio líquido dos Fundos de Ações que exceder 67% poderá ser aplicado em outros ativos financeiros, desde que, respeitados os limites por emissor de títulos e considerados os limites de concentração por modalidade de ativo financeiro estabelecidos pela CVM por meio das Instruções n. 409/2004 e 450/2007.

Aos fundos de Dívida Externa é obrigatório o investimento de, no mínimo, 80% da carteira em ativos representativos da dívida externa de responsabilidade da União, sendo possível a aplicação de até 20% do patrimônio líquido do fundo em outros títulos de crédito transacionados no mercado internacional. (FORTUNA, 2008)

Os Fundos de Investimento classificados sob a categoria Multimercado têm política de investimentos associados a distintos fatores de risco, e sem a obrigatoriedade de concentração em “qualquer fator em especial ou em fatores diferentes das demais classes de ativos previstas na classificação dos Fundos de Investimento”. (FORTUNA, 2008, p. 481)

Além dos fundos ora apresentados, há os Fundos para Investidores Qualificados, em que os investidores por conhecerem amplamente o mercado assumem maiores níveis de

risco. (EIRIZIK; *et al.*, 2008) As instituições financeiras, as companhias seguradoras, sociedades de capitalização, e as entidades abertas e fechadas de previdência complementar, são apontadas como investidores qualificados. (CVM, INSTRUÇÃO 409/2004, Art. 94)

2.2.2.3 A Classificação da ANBID

Em conformidade com as normas da CVM, a ANBID - instituição responsável pela auto-regulação dos fundos - elaborou a classificação destes instrumentos de investimentos, de acordo com a composição da carteira e riscos a que estão expostos.

A classificação dos fundos pela ANBID surge com o objetivo de comparar diferentes fundos pertencentes a uma mesma categoria. Assim, a classificação é um instrumento que permite ao investidor optar por uma alternativa de investimento, que se adapte ao seu perfil de risco, através da análise do prospecto de cada fundo, tendo em vista os objetivos e composição das carteiras, e considerando ainda os valores das respectivas taxas de administração. (FORTUNA, 2008, p.508)

A classificação da ANBID estrutura-se em sete eixos principais, a saber:

- Fundos de Investimento;
- Fundos de Previdência
- Fundos Off-Shore.
- Fundos de Investimento em Direitos Creditórios
- Fundos de Investimento Imobiliário
- Fundos de Índice
- Fundos de Participações (*Private Equity*)



Figura 1: Classificação dos Fundos segundo a ANBID - Fonte: ANBID, 2009

A ANBID, por meio da Deliberação Nº. 39, apresenta que os Fundos de Investimento são os fundos regulamentados pela INSTRUÇÃO CVM 409/2004. O eixo dos Fundos de Investimento encontra-se dividido em sete categorias, conforme exposto na figura 1.² As categorias inclusas no eixo Fundos de Investimento são: Curto Prazo, Referenciados, Renda Fixa, Multimercados, Investimento no Exterior, Ações e Cambial. (ANBID, 2009) Dentro de cada categoria, os fundos foram segmentados ainda, de acordo com o ativo em que investem e aos riscos que se expõem. Assim, cada categoria encontra-se dividida em tipos de Fundos de Investimento, conforme veremos nas próximas seções.

2.2.2.3.1 Fundos de Curto Prazo

Os Fundos da categoria Curto Prazo diferenciam-se em dois tipos: Fundos de Curto Prazo e Fundos de Curto Prazo Aplicação Automática.

O tipo Curto Prazo refere-se aqueles fundos que

buscam retorno através de investimentos em títulos indexados à CDI/Selic ou em papéis prefixados, desde que indexados e/ou sintetizados para CDI/Selic; de emissão do Tesouro Nacional (TN) e/ou do BACEN; com prazo máximo a decorrer de 375 dias e prazo médio da carteira de, no máximo, 60 dias. É permitida, também, a realização de Operações Compromissadas, desde que: sejam indexadas à CDI/Selic; lastreadas em títulos do TN ou do BACEN e

² A Classificação da ANBID, apresentada na Deliberação Nº 39 desta instituição, pode ser vista completa nos anexos desta monografia.

com contraparte classificada como baixo risco de crédito. No caso específico da contraparte ser o BACEN é permitida a operação prefixada com prazo máximo de 7 dias, desde que corresponda a períodos de feriados prolongados; ou de 60 dias, desde que indexada à CDI/Selic. (ANBID, 2009,[n.d])

O tipo Curto Prazo Aplicação Automática refere-se aqueles fundos que

buscam retorno através de investimentos em títulos indexados à CDI/Selic ou em papéis prefixados, desde que indexados e/ou sintetizados para CDI/Selic; de emissão do Tesouro Nacional (TN) e/ou do BACEN; com prazo máximo a decorrer de 375 dias e prazo médio da carteira de, no máximo, 60 dias. É permitida, também, a realização de Operações Compromissadas, desde que sejam indexadas à CDI/Selic; lastreadas em títulos do TN ou do BACEN e com contraparte classificada como baixo risco de crédito. No caso específico da contraparte ser o BACEN é permitida a operação prefixada com prazo máximo de 7 dias, desde que corresponda a períodos de feriados prolongados; ou de 60 dias, desde que indexada à CDI/Selic. Adicionalmente estes fundos mantêm obrigatoriamente aplicação e resgate automáticos de forma a remunerar saldo remanescente em conta corrente. (ANBID, 2009,[n.d])

2.2.2.3.2 Fundos Referenciados

A categoria Fundos Referenciados, recebe esta denominação por conta de sua principal característica, a existência de vínculo entre a rentabilidade e um referencial predeterminado. Há nesta categoria, dois tipos de fundos:

Referenciados DI: Fundos que objetivam investir, no mínimo, Fundos que objetivam investir, no mínimo, 95% do valor de sua carteira em títulos ou operações que busquem acompanhar as variações do CDI ou SELIC, estando também sujeitos às oscilações decorrentes do ágio/deságio dos títulos em relação a estes parâmetros de referência. O montante não aplicado em operações que busquem acompanhar as variações destes parâmetros de referência, devem ser aplicados somente em operações permitidas para os Fundos Curto Prazo. Estes fundos seguem as disposições do artigo 94 da Instrução CVM 409.

Referenciados Outros: Fundos que objetivam investir, no mínimo, 95% do valor de sua carteira em títulos ou operações que busquem acompanhar as variações de um parâmetro de referência diferente daqueles definidos no item 2.1 acima, estando também sujeitos às oscilações decorrentes do ágio/deságio dos títulos em relação ao seu parâmetro de referência. O montante não aplicado em operações que busquem acompanhar as variações do parâmetro de referência, devem ser aplicados somente em operações permitidas para os Fundos Curto Prazo. Estes fundos seguem as disposições do artigo 94 da Instrução CVM 409. Nesta categoria não são permitidos como parâmetros de referência moedas estrangeiros ou mercado acionário. (ANBID, 2009, [n.d])

2.2.2.3.3 Fundos de Renda Fixa

Esta categoria de Fundos de Investimento admite dois tipos de fundos, os Fundos de Renda Fixa, e os Fundos de Renda Fixa Médio e Alto Risco.

Os Fundos do tipo Renda Fixa

buscam retorno por meio de investimentos em ativos de renda fixa (sendo aceito títulos sintetizados através do uso de derivativos), admitindo-se estratégias que impliquem em risco de juros do mercado doméstico e risco de índice de preço. Excluem-se estratégias que impliquem em risco de moeda estrangeira ou de renda variável. Devem manter, no mínimo, 80% de sua carteira em títulos públicos federais ou ativos com baixo risco de crédito. (ANBID, 2009, [n.d])

Os Fundos do tipo Renda Fixa Médio e Alto Risco

buscam retorno por meio de investimentos em ativos de renda fixa, podendo manter mais de 20% da sua carteira em títulos de médio e alto risco de crédito (sendo aceito títulos sintetizados através do uso de derivativos), incluindo-se estratégias que impliquem em risco de juros do mercado doméstico e risco de índice de preço. Excluem-se estratégias que impliquem em risco de moeda estrangeira ou de renda variável. (ANBID, 2009, [n.d])

2.2.2.3.4 Fundos Multimercados

A categoria dos Fundos Multimercados inclui aqueles Fundos de Investimento que investem em classes diversas de ativos, desde ativos de renda variável até ativos de renda fixa, sem intervalos predeterminados para alocação de ativos. Esta categoria é uma das mais amplas abrangendo os tipos: Multimercados Macro; Multimercados Trading; Multimercados Multiestratégia; Multimercados Multigestor; Multimercados Juros e Moedas; Multimercados Estratégia Específica; Long and Short - Neutro; e Long and Short - Direcional.

2.2.2.3.5 Fundos de Investimento no Exterior

Esta categoria refere-se aos fundos que “têm como objetivo investir preponderantemente em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União.” (ANBID, 2009)

2.2.2.3.6 Fundos Cambiais

Os Fundos Cambiais, segundo ANBID, são aqueles que aplicam sua carteira em, pelo menos, 80% de ativos relacionados à moeda estrangeira. A moeda estrangeira pode ser de dois tipos: Dólar ou Euro. “O montante não aplicado em ativos relacionados direta ou indiretamente ao dólar deve ser aplicado somente em títulos e operações de Renda Fixa (pré ou pós-fixadas a CDI/ SELIC).” (ANBID, 2009, [n.d])

2.2.2.3.7 Fundos de Ações

A categoria Fundo de Ações compõe o objeto deste estudo. Conforme classificação da ANBID, os Fundos de Ações estão obrigados a investir, no mínimo, 67% da carteira em ações à vista, bônus ou recibos de subscrição, certificados de depósito de ações, cotas de fundos de ações, ou cotas dos fundos de índice de ações, ou ainda, *Brazilian Depositary Receipts- BDR's* classificados como nível II e III, desde que sejam negociáveis em bolsa de valores. Assim, a categoria caracteriza-se por investir majoritariamente em ativos de renda variável.

São tipos de Fundos de Ações:

- Fundos de Ações IBOVESPA Indexado: Este tipo de fundo tem como objetivo de investimento, acompanhar o comportamento do Ibovespa, e não admite alavancagem³.
- Fundos de Ações IBOVESPA Ativo: Este tipo de fundo tem como objetivo superar o desempenho do IBOVESPA, e para isso admite alavancagem.
- Fundos de Ações IBrX Indexado: Este tipo de fundo tem como objetivo de investimento acompanhar o comportamento dos índices IBrX ou IBrX 50.
- Fundos de Ações IBrX Ativo: Este tipo de fundo tem como objetivo superar o desempenho dos índices IBrX ou IBrX 50.
- Fundos de Ações Setoriais: Estes fundos têm a sua política de investimento voltada a um mesmo setor da economia, ou seja, aplicam seus recursos em ações de empresas pertencentes a um mesmo setor econômico. Entre os Fundos de Ações Setoriais encontram-se os Setoriais Telecomunicações, Setoriais Energia, Setoriais Livre, Setoriais Privatização.
- Fundos de Ações *Small Caps*: É características deste tipo de fundo o investimento, de no mínimo, 90% da carteira de ativos em ações de empresas que não estejam incluídas entre as 25 maiores participações do IBrX, o que significa investimento em empresas com baixa e média capitalização de mercado.
- Fundos de Ações Dividendos: Este tipo de fundo de ações investe somente em ações de empresas que apresentem histórico de *dividend yield* consistente.
- Fundos de Ações Sustentabilidade/Governança: Os Fundos do tipo Ações Sustentabilidade/Governança, investem somente em ações de empresas com bons índices de governança corporativa, ou que, se destacam em responsabilidade empresarial no longo prazo.

³ O termo alavancagem refere-se à obtenção de recursos junto a terceiros para realização de operações. Na prática, quanto o fundo atua alavancando ele está investindo mais do que realmente possui em seu patrimônio.

- Fundo de Ações Livre: Os Fundos de Ações Livre incluem os fundos abertos, que investem em ações, e que não têm obrigatoriedade de intervalo predeterminado para aplicações.
- Fundos Fechado de Ações: Caracterizam-se por constituírem condomínios fechados de investimento.
(ANBID, 2009)

2.2.3 Estrutura da Indústria de Fundos

2.2.3.1 Administrador de Fundos

O administrador é a instituição responsável pelos serviços referentes a constituição do fundo, bem como ao seu funcionamento e manutenção. De acordo com Eirizik; *et al.* (2008) é permitido ao administrador de Fundos de Investimento a contratação de terceiros, desde que, devidamente habilitados e autorizados, para a execução de alguns dos serviços a ele atribuídos.

Entre os serviços passivos de terceirização a CVM destaca:

- I – a gestão da carteira do fundo;
- II – a consultoria de investimentos;
- III – as atividades de tesouraria, de controle e processamento dos títulos e valores mobiliários;
- IV – a distribuição de cotas;
- V – a escrituração da emissão e resgate de cotas;
- VI – custódia de títulos e valores mobiliários e demais ativos financeiros; e
- VII – classificação de risco por agência especializada constituída no País.⁴

(CVM, INSTRUÇÃO 409/2004, Art. 56)

As demais atividades relacionadas ao fundo devem ser prestadas exclusivamente pelo administrador. Entre as atribuições exclusivas do administrador, em geral, atividades gerenciais e operacionais, a CVM (INSTRUÇÃO 409/2004, Art. 65) destaca a manutenção

⁴ Inciso VII com redação dada pela Instrução CVM nº 411, de 26 de novembro de 2004.

dos registros de cotistas, pareceres dos auditores e registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do fundo; elaboração e prestação de informações, bem como, a divulgação de pareceres contábeis e de auditores; e a fiscalização dos serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo. Além destas atribuições, constitui responsabilidade do administrador a contratação obrigatória de auditor independente e devidamente registrado na CVM para a inspeção dos relatórios contábeis dos fundos. (CVM, INSTRUÇÃO 409/2004)

2.2.3.2 Gestor de Fundos

A gestão do fundo está relacionada às negociações de ativos financeiros que compõem o patrimônio do fundo.

Gestão da carteira do fundo é a gestão profissional, conforme estabelecido no seu regulamento, dos títulos e valores mobiliários dela integrantes, desempenhada por pessoa natural ou jurídica credenciada como administradora de carteira de valores mobiliários pela CVM, tendo o gestor poderes para negociar, em nome do fundo de investimento, os referidos títulos e valores mobiliários. (CVM, INSTRUÇÃO 409/2004, Art. 56)

Ao gestor cabem as decisões, incluindo as negociações e operacionalização, de compra e venda de títulos e valores mobiliários, ou quaisquer outros ativos que integrem a carteira do fundo. (ANBID, 2006) As decisões do gestor, entretanto, deverão seguir a política de investimento e ao objetivo do fundo, devidamente identificados no regulamento e prospecto do mesmo.

A política de investimento do fundo, expressa no regulamento, indica dentre outros as faixas de alocação de ativos, limites de concentração, e critérios para seleção de ativos. (ANBID, 2006)

2.2.3.3 Distribuidor de Fundos

O distribuidor é a instituição intermediária incumbida da responsabilidade de distribuição das cotas de um determinado fundo de investimento. A atividade de distribuição de cotas de Fundos de Investimento poderá ser exercida somente por membro do sistema de

distribuição de valores mobiliários. (EIRIZIK; *et al.*, 2008) Fazem parte do sistema de distribuição de valores mobiliários os agentes citados na Lei n. 6.385 de 1976, entre outros, os agentes autônomos de investimento e as sociedades que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão.

Entre as atribuições do distribuidor estão o cadastro e identificação do investidor, fornecimento do prospecto, regulamentos e termos de adesão, bem como a prestação de informações e esclarecimentos pertinentes a adesão ao fundo.

2.2.3.4 Custodiante

Custódia, de acordo com parágrafo único do artigo 24 da Lei n. 6.385 de 1976, refere-se ao serviço de depósito de valores mobiliários sob a guarda de instituição depositária. A custódia de títulos e valores mobiliários somente poderá ser exercida por instituições financeiras e entidades de compensação e liquidação. (EIRIZIK; *et al.*, 2008)

Em síntese, a entidade custodiante é responsável pela liquidação financeira das operações do fundo, guarda dos ativos e administração de proventos, como dividendos, juros sobre o capital próprio e bonificações.

2.2.4 Aspectos Operacionais dos Fundos de Investimento

2.2.4.1 Patrimônio Líquido e Cotas

O montante aplicado pelos investidores compõe o patrimônio do fundo, que será empregado na aquisição de ativos financeiros, visando a valorização dos recursos aplicados. O patrimônio líquido do fundo, por sua vez, constitui-se do somatório do saldo disponível com o valor da carteira e valores a receber, após dedução das exigibilidades. (FORTUNA, 2008)

O patrimônio líquido de um fundo de investimento é dividido em frações ideais denominadas cotas, e por isso os investidores são chamados de cotistas. O valor das cotas é apurado, diariamente, a partir da divisão do valor do patrimônio líquido pelo número de cotas, e varia de acordo com a oscilação dos preços dos ativos que integram a carteira do fundo, ou seja, de acordo com a valorização do patrimônio líquido.

A cota confere iguais direitos e obrigações aos cotistas. Os direitos conferidos ao cotista podem ser de ordem, quando referentes à participação em assembleias de cotista, e direitos patrimoniais, quando referentes ao direito de resgate de valores e participação de lucros auferidos pelo fundo, nos limites de suas cotas. (EIRIZIK *et al.*, 2008)

2.2.4.2 Remuneração dos Administradores

A remuneração dos administradores de Fundos de Investimento se dá por meio da taxa de administração, e em casos especiais também pela taxa de performance. A taxa de administração incide percentualmente sobre o patrimônio líquido do fundo sendo provisionada diariamente.

A taxa de performance, quando existir, estará expressamente indicada no regulamento do clube. Esta taxa é atrelada a uma meta de resultados a serem atingidos pelo fundo. Caso, a meta previamente definida seja atingida e/ou superada, de acordo com norma vigente no regulamento, é cobrada a taxa de performance.

Para a cobrança de taxa de performance, ou desempenho, observam-se os seguintes critérios:

- I – vinculação a um parâmetro de referência compatível com a política de investimento do fundo e com os títulos que efetivamente a componham;
- II – vedação da vinculação da taxa de performance a percentuais inferiores a 100% do parâmetro de referência;
- III – cobrança por período, no mínimo, semestral; e
- IV – cobrança após a dedução de todas as despesas, inclusive da taxa de administração. (CVM, INSTRUÇÃO 409/2004, Art. 62)

Além das taxas de administração e de performance, é facultativo aos fundos a cobrança de taxas de ingresso e saída.

2.2.4.3 Regulamento e Prospecto

O prospecto, segundo Eirizik *et al.* (2008), é o documento que consolida os objetivos da criação do fundo, e apresenta informações relevantes ao investidor, no que diz respeito à política de investimentos e riscos.

Dentre as informações apresentadas no prospecto de um fundo de investimento, destacam-se a política de investimento e faixas de alocação de ativos, bem como, a discriminação do processo de análise e seleção dos mesmos; a especificação de taxas a serem cobradas; a relação das prestadoras de serviços do fundo; as condições para resgate de cotas; a política de divulgação de informações e política relativa ao exercício de direito de voto em assembleias gerais. (FORTUNA, 2008)

O regulamento, de acordo com a CVM (INSTRUÇÃO 409/2004, Art. 41), deverá conter informações condizentes ao funcionamento do fundo. Entre estas informações incluem-se: qualificação do administrador do fundo; qualificação do custodiante; especificação se o fundo é aberto ou fechado; valor da taxa de administração e percentual para alocação de ativos.

3 EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS E SURGIMENTO DOS FUNDOS NO BRASIL

Apesar de já existirem corretores e Bolsa de Valores no Brasil desde o século XIX, só a partir da década de 1960, por meio das reformas institucionais do sistema financeiro, é que o mercado de capitais começa a auferir importância na economia do país. (ANDREZO E LIMA, 2002) Além da reforma institucional do sistema financeiro, a promulgação de uma série de leis, com vistas à normatização do setor, foi fundamental à organização e fortalecimento do mercado de capitais brasileiro.

Dentre outras iniciativas para o fortalecimento do mercado de capitais foram adotadas medidas de apoio a indústria de Fundos de Investimento, visando a canalização de recursos de poupança para o financiamento empresarial, e a popularização do investimento em valores mobiliários.

A indústria de Fundos de Investimento, tal como concebida, fazia parte de um amplo programa de reformas institucionais do sistema financeiro, que visava, através do fortalecimento do mercado de capitais, o desenvolvimento de instrumentos voltados para o financiamento de médio e longo prazo das empresas. (ALVES JUNIOR, 2003 p.08)

O presente capítulo apresenta o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, a fim de compreender o contexto em que surge no país a indústria de Fundos de Investimento. Não obstante, o primeiro fundo de investimento ter surgido no Brasil na década de 1950, somente após as reformas do sistema financeiro e do mercado de capitais, é que a indústria de fundos começa a desenvolver-se com maior intensidade no país.

Para tanto, nas próximas seções serão abordadas as características do primeiro fundo de investimento brasileiro, e discutidos os principais aspectos da reforma do sistema financeiro nacional, bem como, os incentivos governamentais para o fortalecimento do mercado de capitais e que exerceram impacto direto sobre o desenvolvimento dos Fundos de Investimento no Brasil. Além disto, o capítulo apresenta uma perspectiva histórica da evolução dos fundos de investimento nas décadas seguintes à reforma.

3.1 Crescinco: o primeiro fundo de investimento brasileiro

A história dos Fundos de Investimento no Brasil tem início em 1957 com o fundo de ações Crescinco. O Fundo Crescinco foi criado por iniciativa da IBEC, *Internacional Basic Economic Corporation*, fundada pelos irmãos Rockefeller, em 1952. (COSTA, 2007) O Fundo Crescinco investia basicamente em ações e debêntures e, podia apresentar até 20% do patrimônio investido em ações de companhias estrangeiras, com subsidiárias no Brasil. (GRADILONE, 2007)

O surgimento dos Fundos de Investimento relaciona-se diretamente a euforia desenvolvimentista presente no país com o início do governo de Jucelino Kubitschek. O Crescinco era visto como importante fonte de financiamento e instrumento para a captação de recursos privados para a industrialização nacional. (ARRAES; OLIVEIRA, 2007)

O Fundo Crescinco, como era chamado, nasceu porque seus administradores enxergaram no Brasil oportunidades semelhantes às aquelas que administradores holandeses, ingleses e franceses viram no fim do século XIX: grandes projetos que necessitavam de financiamento. O Crescinco era um fundo de ações e um instrumento valioso naquele momento para captar recursos privados para a industrialização nacional.

(ARRAES; OLIVEIRA, 2007, p. 99)

Apesar de o momento econômico do país propiciar o aparecimento do mercado financeiro, impulsionado por grande expansão da indústria, a ausência de ambiente institucional, através de leis e organizações, que regulassem o sistema financeiro foram empecilhos ao desenvolvimento do mercado de capitais e continuidade do crescimento dos Fundos de Investimento, que começavam a surgir no país. Este cenário foi o propulsor das reformas institucionais da década de 1960. (COSTA, 2007)

Após o Crescinco, outros fundos surgiram, entre eles o DELTEC e o Valeria, mas somente após a reforma do sistema financeiro nacional e dos incentivos fiscais instituídos através do DL 157 é que os Fundos de Investimento começam a ganhar destaque na economia e no mercado de capitais brasileiro.

3.2 A Reforma do Sistema Financeiro Nacional

O sistema financeiro nacional começa a estruturar-se nos moldes atuais, a partir de 1964, com as reformas institucionais realizadas concomitantemente à política de estabilização do Plano de Ação Estratégica do Governo (PAEG). As reformas institucionais promovidas no período de 1964-1966 faziam parte de um plano de ação do governo que buscava reverter a situação de *estagflação* e superar a crise econômica enfrentada pelo país. No que diz respeito à reforma do sistema financeiro brasileiro, um dos objetivos principais era o fortalecimento do mercado de capitais.

O sistema financeiro brasileiro, antes da execução da reforma, era composto por quatro tipos de instituições: bancos comerciais privados e financeiros, caixas econômicas federais e estaduais e bancos públicos. Aos bancos comerciais era designada a atuação na provisão de capital de giro para empresas, enquanto as caixas econômicas atuavam no crédito imobiliário. Os bancos públicos, tendo como principais representantes o Banco do Brasil e o BNDE, eram os únicos que intermediavam a prazos mais longos. (HERMANN, 2005)

Configurava dentre os principais objetivos da reforma do sistema financeiro, a institucionalização de canais de financiamento, especialmente de longo prazo, para o setor privado e conseqüente fortalecimento do mercado de capitais. A expectativa com a reforma, era de criar condições para mobilizar um fluxo de recursos de poupança para a capitalização empresarial. (MACARINI, 2008) Para o desenvolvimento dos mecanismos propulsores da capitalização industrial era necessária a institucionalização do sistema financeiro e estímulo a formação de poupança através do mercado de capitais.

Por meio da reforma, buscava-se dotar o sistema financeiro brasileiro de mecanismos capazes de sustentar o processo de industrialização já em curso, de forma não-inflacionária. Durante Plano de Metas havia ficado nítida a precariedade do sistema de financiamento brasileiro. O vultoso plano de Jucelino Kubitschek, que visava investimentos nas áreas de infraestrutura e manufatureiro, teve como principal fonte de financiamento a emissão de moeda, incentivos fiscais ou parafiscais e o capital externo. A emissão de moeda, desvinculada de recursos sob a forma de poupança financeira, tornava-se fonte do processo inflacionário, uma vez que os recursos novos criados pelo governo não retornavam ao sistema financeiro sob a forma de poupança, mas de depósitos à vista. (HERMANN, 2005)

A primeira etapa da reforma referia-se a reorganização do funcionamento do

mercado monetário, o que foi feito através da criação do BACEN e do Conselho Monetário Nacional. Antes da criação destes órgãos, as funções do Banco Central eram divididas entre a SUMOC e o Banco do Brasil. Na nova estrutura do sistema financeira nacional, o BACEN passou a ser o executor da política monetária nacional, enquanto o CNM tornou-se o órgão responsável pelas funções normativa e reguladora do sistema financeiro brasileiro. (RESENDE, 1990)

No que tange ao financiamento, a reforma seguiu o modelo vigente nos Estados Unidos, em que, as instituições financeiras atuam em distintos seguimentos do mercado, e cabe aos bancos de investimento o papel de prover financiamento de longo prazo através da intermediação e colocação de títulos no mercado de capitais. (HERMANN, 2005)

O SFB após as Reformas de 1964-1967	
Tipo de Instituição	Área de Atuação
Conselho Monetário Nacional (CMN)	Criado em 1964, em substituição à Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), com a função normativa e reguladora do sistema financeiro.
Banco Central do Brasil (BACEN)	Criado em 1964, como executor das políticas monetária e financeira do sistema financeiro.
Banco do Brasil (BB)	Banco comercial e agente financeiro do governo, especialmente em linhas de crédito de médio e longo prazo, para exportações e agricultura.
Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE)	Criado em 1952 para atuar no financiamento seletivo de longo prazo para a indústria e infra-estrutura.
Bancos de Desenvolvimento (BD) regionais e Estaduais	Atuação semelhante à do BNDE, mas em âmbito regional/estadual.
Bancos Comerciais	Crédito de curto e médio prazos (capital de giro).
Bancos de Investimento	Regulamentados em 1966, para atuarem no segmento de crédito de longo prazo e no mercado primário de ações (operações de subscrição).
Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento	Instituições não-bancárias, conhecidas como “financeiras”, voltadas ao financiamento direto ao consumidor (curto e médio prazos).
Sistema Financeiro de Habitação (SFH)	Criado em 1964, tendo o Banco Nacional de Habitação (BNH) como instituição central, e composto ainda pela Caixa Econômica Federal (CEF), caixas econômicas estaduais, sociedades de crédito imobiliário e associações de poupança e empréstimo (APE).
Corretoras e Distribuidoras de Valores	Mercados primário e secundário de ações.

Quadro 1: O SFB após as reformas de 1964 – Fonte: HERMANN, 2005, p. 77

Seguindo este modelo, de segmentação de atividades no sistema financeiro, foram criadas instituições voltadas para classes de ativos com instrumentos financeiros específicos. (ALVES JUNIOR, 2003) A nova estrutura do sistema financeiro brasileiro (SFB) é apresentada no quadro 1.

Além do âmbito institucional, na década de 1960 foram editadas leis, decretos e resoluções que contribuíram para o desenvolvimento do sistema financeiro brasileiro. Entre as quais se destacam a Lei da Reforma Bancária (Lei 4595/64), Lei do Mercado de Capitais (Lei 4728/65) , a Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6404/76) e a Lei 4.537/64, que instituiu a correção monetária. O Decreto-Lei 157/67 também foi considerado vital ao mercado de capitais, em virtude dos incentivos fiscais para o investimento em ações.

3.2.1 A Lei do Mercado de Capitais

A etapa que segue a reforma do sistema financeiro nacional incluía o estabelecimento de regras para o funcionamento do mercado de capitais, identificando e propiciando as condições de acesso das instituições financeiras e empresas interessadas no financiamento direto aos recursos de longo prazo. Entre as leis e resoluções editadas para este fim destaca-se a Lei do Mercado de Capitais.

As inovações básicas da lei do mercado de capitais residem na introdução da cláusula de correção monetária em quase todas as operações das sociedades de capital aberto, companhias e bancos de investimento, corretoras e distribuidoras de valores, bem como do caráter dos instrumentos principais do mercado de capitais (ações e obrigações endossáveis, debêntures conversíveis etc. (TAVARES, 1975)

A Lei do Mercado de Capitais, Lei n. 4.728/1965, foi fundamental para a estruturação do sistema financeira nacional, dada a proposição principal de organização do mercado de capitais, após a deturpação ocorrida durante o processo inflacionário. (ANDREZO; LIMA, 2002). Entre os objetivos básicos da Lei do Mercado de Capitais eram citados o estabelecimento de um padrão de conduta para os participantes do mercado de capitais, a criação de novas instituições, bem como o fortalecimento das existentes, e por fim a concessão de incentivos às empresas que abrissem seu capital. (ALVES JUNIOR, 2003)

Para alcançar os objetivos a que se propunha a Lei do Mercado de Capitais, delegou novas funções ao Banco Central e ao Conselho Monetário Nacional. Assim, o

Conselho Monetário foi incumbido de disciplinar o mercado de capitais, enquanto que ao Banco Central foram delegadas as responsabilidades pela regulamentação e fiscalização. Ambas as instituições exerceriam as suas atribuições com a finalidade de:

- I. Facilitar o acesso do público a informações sobre os títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado e sobre as sociedades que os emitirem;
- II. Proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos e valores mobiliários
- III. Evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta, ou preço de títulos e valores mobiliários distribuídos no mercado;
- IV. Assegurar a observância de práticas comerciais equitativas por todos aqueles que exerçam profissionalmente, funções de intermediação na distribuição ou negociação de títulos e valores mobiliários;
- V. Disciplinar a utilização do crédito no mercado de títulos ou valores mobiliários;
- VI. Regular o exercício da atividade corretora de títulos mobiliários e de câmbio. (ANDREZO e LIMA, 2002, p. 57)

Entre as competências do Conselho Monetário Nacional, após as reformas, para fixar normas gerais destaca-se aquelas referentes à organização, funcionamento e fiscalização de atividades das bolsas de valores, subscrição para revenda, distribuição ou intermediação de títulos e valores mobiliários, e registro no BACEN de sociedades anônimas e de emissão de títulos e valores mobiliários. (ANDREZO; LIMA, 2002)

No que diz respeito às novas atribuições do Banco Central, Andrezo e Lima (2002) destacam a competência para autorizar e fiscalizar o funcionamento de bolsas de valores, sociedades corretoras de valores e sociedades de investimento.

A Lei do Mercado de Capitais foi responsável também por uma série de estímulos, visando o fortalecimento deste mercado, através da ampliação dos benefícios e vantagens às empresas que abrissem seu capital. Entre os benefícios concedidos por esta lei destaca-se: a) a isenção do imposto de renda adicional de 5% incidente sobre a distribuição de lucros; b) a permissão para que as pessoas físicas pagassem 15% de imposto de renda sobre os ganhos de dividendos oriundos das companhias abertas, enquanto que, no caso de companhias fechadas a alíquota seria de 25%; e c) e os abatimentos sobre a renda tributável para os indivíduos que subscrevessem as suas ações. (DIAS, 2008)

3.3 Fundos Fiscais

Entre os incentivos para o desenvolvimento do mercado de capitais complementares a reforma do sistema financeiro nacional, destaca-se a regulamentação dos Fundos de Investimento, em especial, a constituição de fundos fiscais que ficariam conhecidos como fundos 157.

O instrumento que continua sendo a base para o mercado, para o incentivo ao investimento em ações, é o Decreto-Lei 157, que teve um efeito de propagação muito grande no sentido de educar as instituições financeiras, o investidor e as próprias autoridades sobre o potencial do mercado de ações. (COSTA, 2007, p. 120)

O Decreto Lei nº 157 se tratava de uma opção dada aos contribuintes de utilizar parte do imposto devido, quando da Declaração do Imposto de Renda, para a aquisição de cotas de fundos administrados por instituições financeiras de livre escolha do investidor. Com os fundos fiscais, o imposto de renda seria transformado em um dos principais instrumentos de estímulo aos investimentos e ao fortalecimento das empresas, uma vez que os contribuintes tinham a alternativa de destinar parte do imposto de renda que deveriam recolher aos cofres públicos ao investimento no mercado e capitais. (ANDREZO; LIMA, 2002)

A intenção por trás da criação dos fundos era gerar recursos, através da aquisição de ações e debêntures nos mercados primários, para a capitalização de empresas. É importante lembrar que as empresas brasileiras, atravessaram uma etapa recessiva particularmente severa e encontraram dificuldades para obter recursos destinados até mesmo ao capital de giro. Até então, (...) os mercados de capitais tinham pouca expressão e a fonte de financiamento das empresas era o crédito de curto prazo dos bancos. (ALVES JUNIOR, 2003, p.16)

Deste modo, o apoio aos fundos fiscais tinha por intuito proporcionar novas fontes de financiamento e de capital de giro para as empresas, e simultaneamente estimular a abertura de capital dessas empresas para fomentar o crescimento do mercado de capitais. Além disso, defende SÁ (1979), os fundos fiscais tinham caráter pedagógico, uma vez que procuravam incentivar a aplicação em títulos e valores mobiliários e visavam contribuir para a formação de uma “base institucional, mediante a criação de um investidor estruturado e com propósitos voltados para investimentos e resultados a médio e longo prazo”. (SÁ, 1979, p.163)

Os fundos fiscais foram criados com o intuito de investir recursos em novas ações, mas, já em julho de 1979, foram autorizados a operar no mercado secundário através da

compra de ações negociadas em bolsa. As políticas de aplicações dos recursos dos fundos 157 estabeleciam obrigatoriedade de os fundos fiscais investirem seus recursos em ações de empresas que, mediante subscrição pública disponibilizassem no mercado ações representativas de aumento de capital ou colocar no mercado de debêntures conversíveis em ações de prazo mínimo de três anos, devendo os atuais acionistas subscrever 20% do valor da emissão. Além de uma destas condições, era obrigatória a alienação de imóveis em valor que, correspondessem no mínimo a 15% do capital social. (ALVES JUNIOR, 2003)

A política de investimento dos fundos fiscais visava aumentar a canalização de recursos para a capitalização das empresas, sem, no entanto, provocar aumento excessivo do preço das ações e também conforme relata o autor indicava a preocupação com as atividades do mercado secundário, “visando fortalecer o mercado de capitais evitando o surgimento de distorções que pudessem comprometê-lo”. (ALVES JUNIOR, 2003, p. 17)

Em 1968, ano seguinte a criação dos fundos fiscais, por meio do Decreto- Lei n. 403, os fundos foram obrigados a aplicar 2/3 dos seus recursos no mercado primário, sendo esta obrigação revertida nos anos seguintes para a liberdade de aplicar até 2/3 no mercado secundário. De acordo com DIAS (2008), este foi um período de aperfeiçoamento e regulamentação deste instrumento financeiro. Nos anos seguintes, foi determinada compulsória a aplicação de, no mínimo, 20% dos recursos do patrimônio dos fundos fiscais em ações de sociedades anônimas de pequeno e médio porte, sendo este limite elevado para 25% em 1971.

Nos anos 1970, surgem novas regras para estruturar o mercado financeiro nacional, dado o devido destaque a legislação sobre os fundos mútuos de investimento, considerados importantes investidores institucionais. (ANDREZO; LIMA, 2002) Nesta década

os fundos diversificaram a sua carteira, sendo autorizados a aplicar 40% dos seus recursos em ações na bolsa com a exigência de serem ações oriundas de empresas nacionais. A proposta passava pela perspectiva de motivar financeiramente as empresas, pois, uma vez aquecido o mercado secundário – a bolsa –, o mercado primário ficaria estimulado e lançaria novas ações, o que impulsionaria novas empresas a abrirem o seu capital. Esse fator é relevante para a propagação das ações nesse mercado, porém existiu o risco de concentrar as negociações num número pequeno de empresas, não homogeneizando os recursos para a maioria delas. (DIAS, 2008, p. 80)

É através das modificações no arcabouço institucional dos fundos fiscais, em síntese a maior flexibilidade na gestão dos recursos, que aproxima os fundos 157 do caráter dos fundos mútuos de investimento, e evidencia o abandono das características iniciais dos fundos, no que dizia respeito à capitalização das empresas.

Alves Junior (2003) explana que essa maior liberdade para alocação de recursos em carteira, traria ao mercado de capitais as vantagens oriundas do volume de recursos canalizados para as bolsas, com destaque a atração de mais recursos destinados ao financiamento de médio e longo prazo das empresas e o fortalecimento das bolsas como opção de alocação de recursos para o investidor. Em síntese, a maior liberdade da alocação dos recursos e gestão da carteira de ativos, impulsionaria maiores níveis de rentabilidade e, conseqüentemente, atrairia novos interessados em aplicar, e aumentar o volume de recursos disponíveis à capitalização das empresas.

Em 5 de junho de 1985, através da Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 1023, os fundos 157 então existentes, foram transformados ou incorporados em Fundos Mútuos de Investimento em Ações, atualmente denominados Fundos de Investimento.

3.4 Evolução dos Fundos de Investimento na Década de 1980

A década de 1980, denominada por muitos autores “a década perdida”, foi marcada por sucessivas tentativas de controle da inflação. Este período da história econômica brasileira caracterizou-se essencialmente pela elevação dos juros, redução dos níveis de atividade econômica e pelos efeitos da crise da dívida, além do constante combate à inflação exteriorizado através dos planos econômicos Cruzado, Bresser e Verão.

Nos anos 80, especialmente depois da moratória mexicana de 1982, que marca o início da crise da dívida, a inflação atinge níveis muito mais elevados, a dívida pública – externa e interna - mantém-se em trajetória ascendente e a taxa de crescimento do PIB passa a oscilar mais em torno de uma média muito baixa, ainda mais quando colocada de encontro ao retrospecto recente do crescimento econômico brasileiro. Em consequência desse acúmulo de desequilíbrios macroeconômicos e, a despeito das medidas de combate da inflação, de natureza heterodoxa e ortodoxa, o vigor da aceleração do nível geral de preços tornou as operações de open *market* uma alternativa cada vez mais atraente para parcelas crescentes do público e do sistema bancário. Através dessas operações, os agentes econômicos procuravam preservar da corrosão inflacionária não somente seus recursos de poupança, mas também seus saldos transacionais. (ALVES JUNIOR, 2003, p.34)

Os altos níveis inflacionários da década de 1980 associados a elevadas taxas de juros, proporcionaram ganhos de curto prazo aos investidores do mercado financeiro

brasileiro, uma vez que os riscos em operações de longo prazo são ampliados em períodos inflacionários. (DIAS, 2008)

O combate à inflação afeta o mercado financeiro diretamente, pelo virtual tabelamento das taxas de juros, via aplicação do redutor e via prefixação da correção monetária, e pelo controle quantitativo do crédito do volume do crédito a ser concedido e lastreado em recursos de captação voluntária. (COSTA, 2007, p. 203)

No início dos anos 1980 os fundos de renda fixa começam a se desenvolver alavancando uma fase de expansão e de retomada de crescimento para o setor de Fundos de Investimento. (BRITO; NEVES, 1984) Este período marca o processo de desenvolvimento contínuo de instrumentos financeiros, como os Fundos de Investimentos que adquirem maior sofisticação, diversidade e volume.

A indústria de fundos de renda fixa tem como marco histórico o ano de 1985 em que são editadas as resoluções 1.022 e 1.023 estabelecendo normas e classificação dos Fundos de Investimento. Segundo ALVES JUNIOR (2003), a resolução 1.022 estabelecia a regulamentação para os fundos mútuos de investimento, enquanto a resolução 1.023 do Banco Central determinava a transformação ou incorporação dos fundos fiscais em fundos mútuos de ações. A resolução 1.022 que tratava da nova regulamentação para os Fundos de Investimento, classificou os fundos em duas categorias distintas, a saber: fundos mútuos de ações, com obrigação de investimento mínimo de 70% da carteira de ativos em ações, e fundos mútuos de renda fixa.

Em 1987, a competência dos fundos de ações é transferida para a CVM. Até então, a responsabilidade da fiscalização era restrita ao Banco Central.

3.5 Evolução dos Fundos de Investimento na Década de 1990

Os anos de 1990 caracterizam-se principalmente pela contenção do processo inflacionário, por meio do Plano Real; pelos processos de privatização que representaram uma redução da participação do Estado na execução e exploração de atividades econômicas; e finalmente, pela abertura da economia brasileira. (ANDREZO; LIMA, 2002) As transformações que marcaram a economia brasileira nesta década exerceram influências importantes sobre o mercado financeiro e de capitais, inclusive sobre a indústria de Fundos de Investimentos, que neste período sofreram diversas alterações em sua estrutura e regulação.

Especialmente após 1994, a partir da estabilização alcançada com o Plano Real, a indústria de fundos cresce e adquire importância na economia nacional, tanto como instrumento de poupança, quanto como “um mecanismo provedor de recursos para o setor produtivo e para o governo no financiamento e alongamento da dívida pública do país.” (ARRAES; OLIVEIRA, 2007, p. 91)

Alves Junior (2003) distingue nesta década duas importantes reformas realizadas na estrutura indústria de Fundos de Investimento. A primeira delas, realizada em janeiro de 1991, como medida do plano Collor II, demonstra o reconhecimento da importância macroeconômica do setor, enquanto a segunda reforma, realizada em 1995, provoca alterações significativas na estrutura da indústria de Fundos de Investimento.

A reforma financeira, realizada no âmbito do plano Collor II, extinguiu as aplicações *overnight* para pessoas físicas e jurídicas não-financeiras, a BTN e a BTNf e a criava os fundos de aplicações financeiras, os chamados FAFs. Segundo COSTA, 1994 esta reforma era uma tentativa de ampliar a eficácia da política monetária através do alongamento voluntário dos prazos de aplicação, o que seria obtido por meio da aplicação de taxas diferenciadas para as aplicações de curto prazo, que a partir de então se concentravam nos FAFs.

Alves Junior (2002) explica que com a extinção das operações de *overnight* os FAFs passam a ter o monopólio das operações de curto prazo, e por sua vez, aplicam os recursos em ativos de prazos mais longos.

A importância da reforma na indústria de Fundos de Investimento do governo Collor situava-se no reconhecimento oficial de que a indústria de fundos passou a funcionar como um elemento de descontrole da emissão de ativos líquidos. Trata-se de um desvirtuamento do plano original. Voltada inicialmente para o financiamento do capital de giro das empresas e para o fortalecimento do mercado de capitais, a indústria situava-se no bojo da reforma do sistema financeiro dos anos sessenta. Essa, por sua vez, tinha como função desenvolver mecanismos de financiamento de longo prazo, de origem privada, através do mercado de capitais, visando simultaneamente: (a) a estabilidade de preços, uma vez que representaria uma redução de pressão sobre os recursos orçamentários; e (b) o *funding* estável das empresas, o que lhes permitiria investir mais sem que sua fragilidade financeira se elevasse. ALVES JUNIOR (2002, p. 48)

Alves Junior (2002) destaca que a reforma financeira, entretanto, não foi capaz de promover a recondução da indústria de fundos às suas funções originais e tão pouco de criar condições para a estabilização e fortalecimento da estrutura de financiamento de longo prazo, dada a característica dos FAFs de proporcionar liquidez diária, e assim, não impulsionando ou promovendo o alongamento das aplicações financeiras.

A segunda reforma da indústria de fundos, promovida em 1995, pela Resolução 2.183 do Conselho Monetário Nacional, procurava por meio de uma nova estrutura institucional, promover um alongamento nos prazos das aplicações e maior liberdade na composição das carteiras dos fundos. Através desta reforma, os FAFs foram extintos e substituídos pelos Fundos de Investimento Financeiros, FIFs. Além disso, foram criados os fundos de aplicação em cotas de FIFs, os FACs de FIFs.

Dessa maneira, esperava aumentar o prazo de vencimento da dívida do governo, obrigando os fundos a recolherem, compulsoriamente, 40% dos recursos aplicados com vencimento inferior ao prazo de 30 dias e 5% dos recursos para os vencimentos inferiores a 60 dias. Dessa forma, a autoridade monetária esperava diminuir a quantidade de moeda em circulação na economia. Esse foi um período proveitoso para os fundos de renda fixa devido às altas taxas de juros e pela liberdade dada aos FIFs de comporem as suas carteiras de forma flexível. (DIAS, 2008, p. 86)

No final da década de 1990 e início dos anos 2000, novas alterações na indústria de fundos foram executadas com vistas à ampliação de liberdade aos Fundos de Investimento, a fim de proporcionar o fortalecimento do setor. Entre as medidas para reestruturar o setor dos Fundos de Investimento encontravam-se:

- i) Estabelecer a possibilidade de liquidez diária desde o primeiro dia de aplicação;
- ii) Extinção da segmentação por prazos, com fim do compulsório sobre os FIF-CP e FIF 30 dias;
- iii) Cobrança de IOF regressivo sobre aplicações até 30 dias para estimular o alongamento das aplicações financeiras.

(ALVES JUNIOR, 2003, p. 64)

A partir deste conjunto de modificações, os fundos passam a ser segmentados de acordo com seus atributos de liquidez e política de investimento. Nos casos dos fundos de renda variável, em 1999 por determinação da CVM eles passaram a ser denominados Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários (FITVM), e a terem, obrigatoriamente, 51% de sua carteira aplicada em renda variável. (ALVES JUNIOR, 2003)

3.6 Evolução dos Fundos de Investimento na Década de 2000

Os anos 2000 foram marcados por importantes mudanças institucionais na estrutura da indústria de Fundos de Investimento. A primeira mudança ocorrida nesta década diz respeito à transferência da regulação e supervisão dos Fundos de Investimento do Banco

Central para a Comissão de Valores Mobiliários. Em 2002, a CVM tornou-se a única instituição reguladora e fiscalizadora dos Fundos de Investimento.

Em 2002, o Banco Central e a CVM estabeleceram através de circulares e instruções as orientações para a padronização da forma de realização da marcação a mercado que é a obrigatoriedade dos Fundos de Investimento de contabilizar diariamente todos os ativos integrantes de suas carteiras e pelos preços de negociação em mercado. Assim, foram estabelecidos os critérios de registro e avaliação contábil dos títulos, valores mobiliários e derivativos financeiros que integrem o portfólio de ativos dos Fundos de Investimento, Fundos de Investimento em cotas de Fundos de Investimento, Fundos de Investimento no exterior, fundos exclusivos e fundos de aposentadoria programada individual. (FORTUNA, 2008)

Em 2004, a CVM editou a Instrução 409, que definiu regras para a constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos Fundos de Investimento. A Instrução 409 definiu critérios para a segmentação dos Fundos de Investimento, e foi suplementada com a Instrução 450, de 2007, que dentre outros fatores regulamentou os investimentos no exterior

4 PANORAMA ATUAL DA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

A indústria brasileira de Fundos de Investimento abrangeu, em agosto, de 2010 9.462 Fundos de Investimento, com um patrimônio líquido de R\$ 1,4 trilhões destacando-se entre as maiores indústrias de fundos do mundo. (ANBIMA, 2010) Segundo dados do ICI (2010), a indústria brasileira de fundos encerrou o ano de 2009 como a sexta maior do mundo.

Este capítulo apresenta um retrato da indústria de Fundos de Investimento no Brasil, traçando suas principais características e particularidades e situando a participação brasileira na indústria mundial.

4.1 A Indústria Mundial de Fundos

O patrimônio mundial da indústria de Fundos de Investimento é bastante concentrado. Nas Américas, conforme gráfico 1, está 54,86% do patrimônio total do setor, em especial nos Estados Unidos que corresponde a 48% da indústria mundial de fundos. Em 2009, o patrimônio líquido dos Fundos de Investimentos europeus totalizou US\$ 7,5 trilhões, o que representa 32,86% da indústria mundial de Fundos de Investimento.

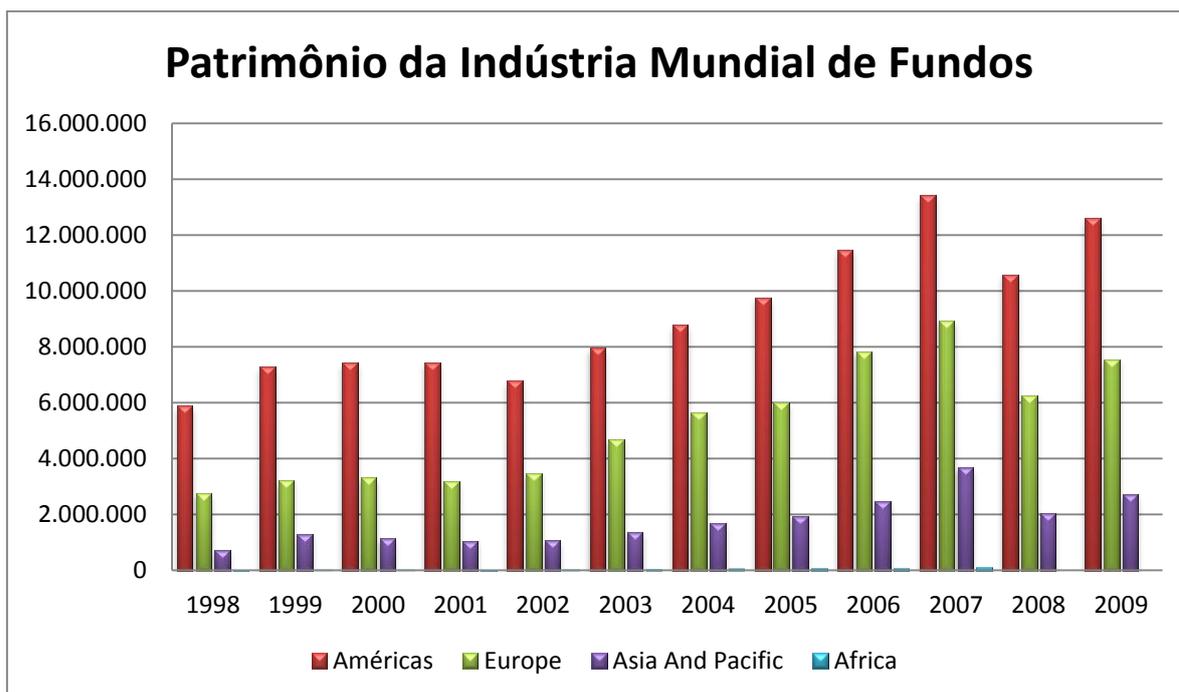


Gráfico 1: Patrimônio da Indústria Mundial de Fundos - Fonte: ICI – Fact Book

As seis maiores indústrias de Fundos de Investimento, segundo ranking do ICI (2010), concentram 78,66% do patrimônio total da indústria. O primeiro deles são os Estados Unidos, seguido por Luxemburgo, França, Austrália, Irlanda, e Brasil. A participação do Brasil na indústria mundial de fundos, em dezembro de 2009, era de 3,41% do patrimônio total do setor. Na tabela 1, se vê a evolução do patrimônio da indústria mundial de fundos conforme classificação do ICI (*Investment Company Institute*). Nesse cenário, o Brasil desponta como um dos destaques da indústria mundial de fundos, saindo do 13º lugar no ranking mundial, em 2005, para o 6º lugar em 2009.

O período analisado na tabela 1 demonstra o potencial de crescimento da indústria de fundos brasileira. Em 1998, o patrimônio total da indústria era de US\$ 118,7 Bilhões, e em 2009 o patrimônio líquido do setor alcança US\$ 783,9 bilhões. Em 2009, houve crescimento de 63,6%, em relação ao ano anterior em que sofrera as consequências da crise financeira internacional.

Tabela 1: Patrimônio Total da Indústria Mundial de Fundos

Patrimônio Total da Indústria Mundial de Fundos (US\$ milhões)												
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
World	9.343.272	11.762.345	11.871.028	11.654.866	11.324.129	14.036.330	16.152.936	17.757.311	21.807.505	26.130.686	18.919.014	22.964.267
Américas	5.867.187	7.264.471	7.424.112	7.433.106	6.776.289	7.957.560	8.780.593	9.750.205	11.469.062	13.422.271	10.580.945	12.597.242
Brazil	118.687	117.758	148.538	148.189	96.729	171.596	220.586	302.927	418.771	615.365	479.321	783.970
Unites States	5.525.209	6.846.339	6.964.634	6.974.913	6.390.358	7.402.420	8.095.082	8.891.108	10.396.508	12.000.645	9.602.605	11.120.726
Europe	2.743.228	3.203.402	3.296.016	3.167.965	3.463.000	4.682.836	5.640.452	6.002.261	7.803.906	8.934.864	6.231.116	7.545.531
Luxembourg	508.441	661.084	747.117	758.72	803.869	1.104.112	1.396.131	1.635.785	2.188.278	2.685.065	1.860.763	2.293.973
France	626.154	656.132	721.973	713.378	845.147	1.148.446	1.370.954	1.362.671	1.769.258	1.989.690	1.591.082	1.805.641
Irlanda	50.337	95.174	137.024	191.84	250.116	360.425	467.620	546.242	855.011	951.371	720.486	860.515
Asia And Pacific	720.697	1.276.238	1.133.979	1.039.236	1.063.857	1.361.473	1.677.887	1.939.251	2.456.511	3.678.330	2.037.536	2.715.233
Australia	44.124	371.207	341.955	334.016	356.304	518.411	635.073	700.068	864.254	1.192.992	841.133	1.198.838
Africa	12.160	18.235	16.921	14.561	20.983	34.460	54.006	65.594	78.026	95.221	69.417	106.261

Fonte: ICI Fact Book, 2003, 2009.

Durante o período analisado o Brasil apresenta crescimento superior ao crescimento mundial, em praticamente todos os anos da série, enquanto os Estados Unidos apresenta crescimento inferior ao crescimento mundial. Essa relação demonstra que a principal indústria mundial de fundos cresce em ritmo mais lento, em virtude de seu elevado grau de amadurecimento. Outros países, especialmente o Brasil, apresentam elevado crescimento do setor demonstrando a relevância dessas novas indústrias de fundos para a indústria mundial.

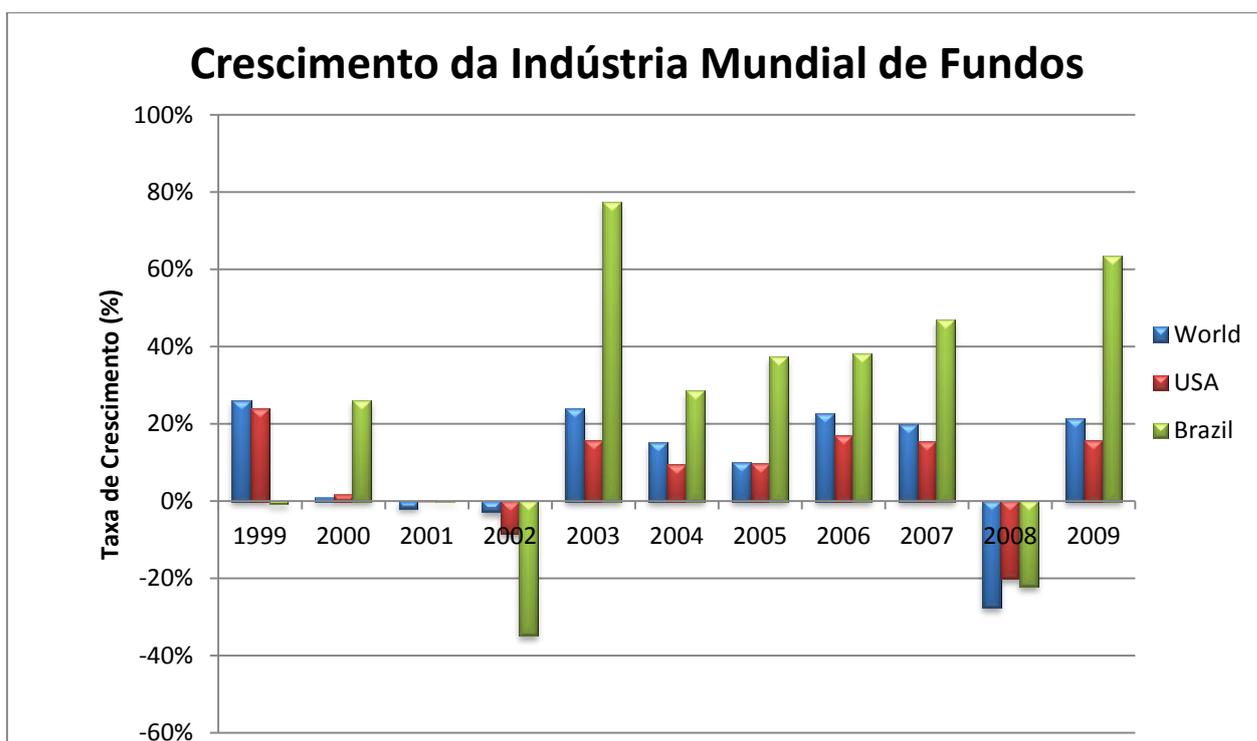


Gráfico 2: Crescimento da Indústria de Fundos - Fonte: Fact Book

Em 2008, a indústria mundial de fundos sentiu o reflexo da crise financeira internacional, encerrando o ano com redução equivalente a 28% de seu patrimônio. No Brasil, a queda no ano foi de 22%. No ano seguinte, a indústria brasileira de fundos apresentou forte recuperação, com crescimento de 63,8% do patrimônio líquido total da indústria, enquanto a recuperação da indústria mundial foi de apenas 21,38%.

A taxa média de crescimento da indústria brasileira no período foi de 23,64%, enquanto que a taxa de crescimento da indústria mundial foi de 9,77%, e os Estados Unidos, grande potência do setor de fundos apresentou crescimento médio de apenas 7,33%. Os dados indicam o fortalecimento da indústria brasileira de fundos, que vem nos últimos anos destacando-se em âmbito mundial em virtude do amadurecimento do setor. A evolução institucional dos fundos permitiu oferecer aos investidores fundos com diferentes perfis e

estratégias de investimento, o que contribuiu para o amadurecimento do setor e fortalecimento dos fundos como instrumento canalizador de poupança, ampliando volume de recursos captado para negociação bursátil.

4.2 Panorama Atual da Indústria Brasileira de Fundos

4.2.1 Crescimento dos Fundos de Investimento

O crescimento dos Fundos de Investimento no Brasil torna-se bastante aparente quando são analisadas a evolução do número de fundos, a ampliação de patrimônio dos Fundos de Investimento e o avanço da captação líquida dos Fundos de Investimento em virtude de sua capacidade de captar poupança.

4.2.1.1 Crescimento do Número de Fundos de Investimento

O aumento no número de Fundos de Investimento no país, que saltou de 924 em 1994 para 9.688 em agosto de 2010 (ANBIMA, 2010), é um forte indício do crescimento da indústria de fundos brasileira. A taxa de crescimento médio dos fundos de investimento no período, entre 1994 e 2009, foi de 19,06% indicando a consistência do crescimento dos fundos. O gráfico 3 apresenta a evolução do número de fundos no período.

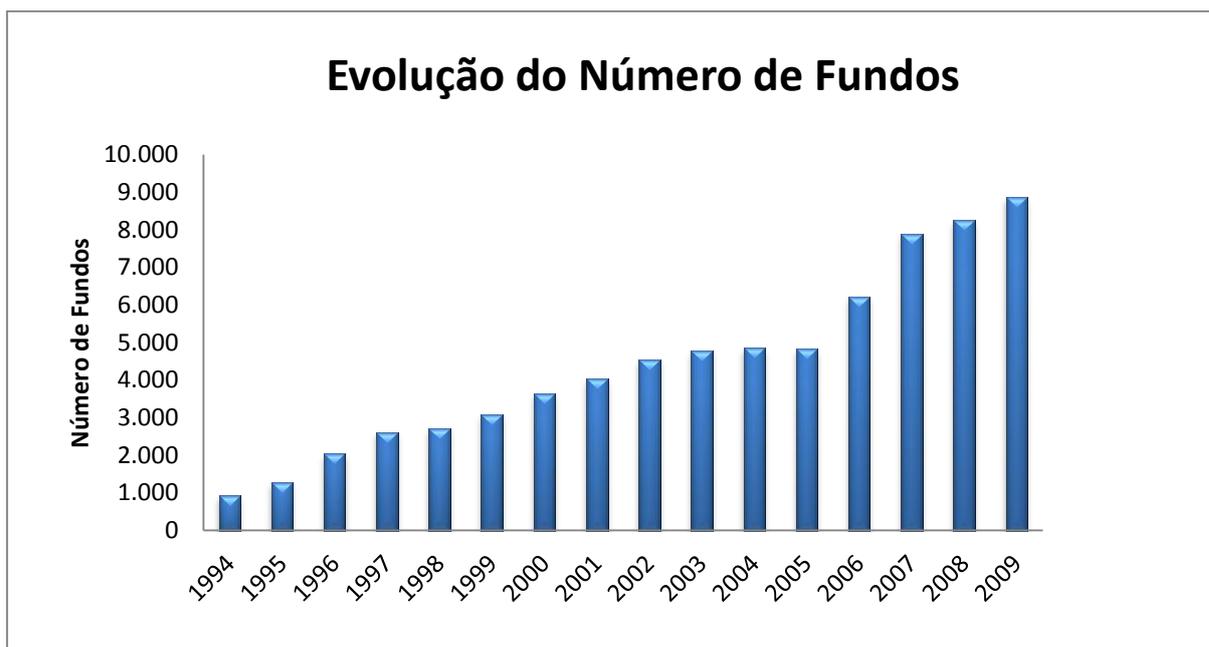


Gráfico 3: Evolução do Número de Fundos – Fonte: ANBIMA

O crescimento do número de fundos contribui também para o aumento do número de participantes na indústria de fundos, que em agosto de 2010, já contabiliza 10,1 milhões de contas (ANBID, 2010). A tabela 2 apresenta a distribuição percentual destas contas entre as categorias de Fundos de Investimentos no período de 2005 a 2009.

Tabela 2: Número de Contas por Categoria – Distribuição %

Número de Contas por Categoria %					
	2005	2006	2007	2008	2009
Ações	37	39,2	46	50,5	47,1
Multimercados	2,1	3,9	5,5	3,9	5,1
Referenciado DI + Curto Prazo	29,6	27,9	23,4	23,9	25,3
Renda Fixa	24,3	22,7	19,2	15,6	16,2
Outros	7	6,3	5,8	6,1	6,3

Fonte: ANBIMA, 2010

Percebe-se que ocorre aumento da concentração de contas na categoria ações que em 2005 apresentava 37% das contas da indústria de fundos nacional e em 2009 já apresenta 47,1%, o que equivale a um crescimento de aproximadamente 10 p.p. no que diz respeito ao total de contas cadastradas em Fundos de Investimentos nesse período. O elevado percentual de contas na categoria ações pode ser apontado como reflexo da incorporação dos fundos fiscais (fundos 157) em fundos de ações.

Nos Fundos de Renda Fixa percebe-se uma redução gradativa de participação no que diz respeito ao total de contas no período, seguindo uma tendência de redução de

participação no total da indústria. Essa redução da participação em número de contas tende a aproximar o país do padrão internacional, em que predominam os Fundos de Ações.

4.2.1.2 Evolução do Patrimônio Líquido

A indústria de Fundos de Investimento no Brasil vem apresentando expressivo crescimento de patrimônio líquido nos últimos anos, especialmente após 1994, quando ocorre a implantação do Plano Real.



Gráfico 4: Evolução do Patrimônio Líquido da Indústria de Fundos – Fonte: ANBIMA

Percebe-se no gráfico 4, que o patrimônio líquido dos fundos apresenta crescimento sustentado, demonstrando o fortalecimento do setor a partir de 1994. Os Fundos de Investimento brasileiros vêm acumulando elevações patrimoniais sucessivas.

Exceto o decréscimo ocorrido em 2002 e em 2008, o que se percebe é um crescimento contínuo do patrimônio líquido da indústria de fundos no país. O recrudescimento ocorrido em 2002 é reflexo do cenário político e econômico, que se encontrava instável principalmente por influência das eleições presidenciais. Em 2008, o cenário negativo deve-se a crise financeira internacional.

4.2.1.3 Captação Líquida dos Fundos de Investimento

O crescimento da importância dos Fundos de Investimento pode ser verificado através do aumento do montante de recursos destinados a essas aplicações, superando inclusive, os depósitos em caderneta de poupança.

Tabela 3: Captação Líquida dos Fundos de Investimento

Captação Líquida dos Fundos de Investimento - R\$ (milhões)					
Tipos	2005	2006	2007	2008	2009
Curto Prazo	-6.162,65	558,03	1.204,60	4.302,45	6.983,11
Referenciado DI	14.849,54	-5200,56	-16900,6	-4996,02	-3900,74
Renda Fixa	64993,77	-18690,69	-7714,07	-62.427,46	9.709,41
Multimercados	-66.970,00	58.257,22	30.785,41	-36.471,20	35.287,80
Cambial	-2.327,78	-772,42	-477,94	-146,36	50,61
Dívida Externa	723,40	-561,59	-1.503,96	-496,12	-175,96
Ações	-1.116,33	9.791,11	24.964,70	-10.476,18	839,1
Previdência	8.437,89	15.310,55	9.228,71	13.232,76	23.471,82
FIDC	7.039,31	9.729,00	10.842,76	14.286,73	9.980,03
Participações	0,00	0,00	0,00	27.682,41	8.691,99
Exclusivos Fechados	0,00	0,00	0,00	0,00	774,62
Total Doméstico	19.467,16	68.420,64	50.429,63	-55.508,99	93.288,89

Fonte: ANBIMA

Após o conturbado período de 2008, em que houve resgates no valor de R\$ 55,5 bilhões, reflexo da crise financeira internacional, os Fundos de Investimentos apresentam consistente recuperação no ano de 2009. A captação líquida dos Fundos de Investimentos em 2009 atingiu R\$ 93,3 bilhões, o que corresponde a 8,4% do patrimônio líquido dos fundos no período. (CVM, 2010)

Conforme exposto no gráfico 5, a captação de recursos via fundos tem superado a captação da tradicional caderneta de poupança. A captação bruta dos Fundos de Investimento evidenciou crescimento no período de 2000 a 2009, com exceção novamente, dos anos de 2002 e 2008 em que ocorreu crise nos mercados financeiros. Os dados referentes à captação ressaltam a atuação dos fundos de investimento como instrumento canalizador de poupança, superando inclusive a tradicional caderneta de poupança.

Em 2009, a captação foi superior em 272% maior que em 2000, e representou 24% do patrimônio no ano. Para a comparação, a captação bruta dos fundos é referente à variação do patrimônio líquido, o que significa contabilizar aportes e resgates dos fundos, inclusive a valorização das cotas.

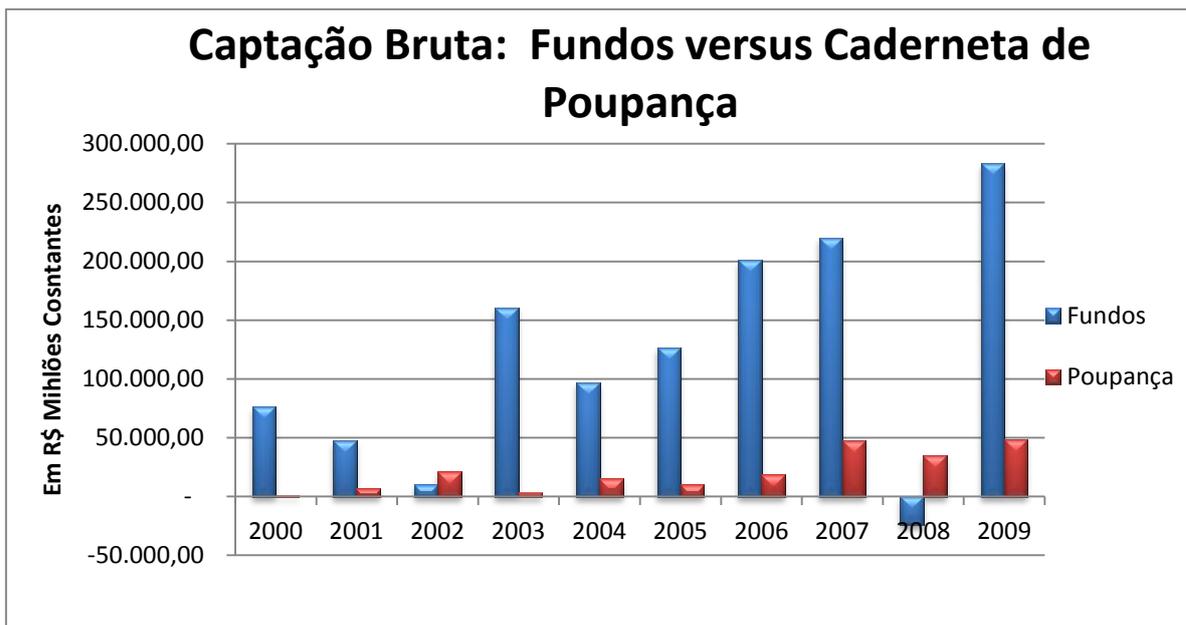


Gráfico 5: Captação Bruta: Fundos *versus* Poupança (Variação Bruta do PL) – Fonte: ANBIMA

4.2.2 Distribuição Percentual do Patrimônio Líquido da Indústria de Fundos

A indústria brasileira de fundos abrange Fundos de Investimentos segmentados conforme o ativo financeiro em que investem primordialmente, conforme descrição da classificação dos fundos apresentada no capítulo II deste estudo. Assim, segundo parâmetros estabelecidos na Instrução CVM nº 409/2004, os Fundos de Investimentos no Brasil distribuem nas categorias Curto Prazo, Referenciados, Renda Fixa, Multimercados, Investimento no Exterior, Ações e Cambial. Além destas categorias pode-se incluir na indústria de Fundos de Investimento os fundos de previdência, fundos de participações, fundos de direitos creditórios e fundos exclusivos.

O gráfico 6 demonstra a distribuição percentual do patrimônio da indústria de fundos por categoria, no período de 2000 a 2009.

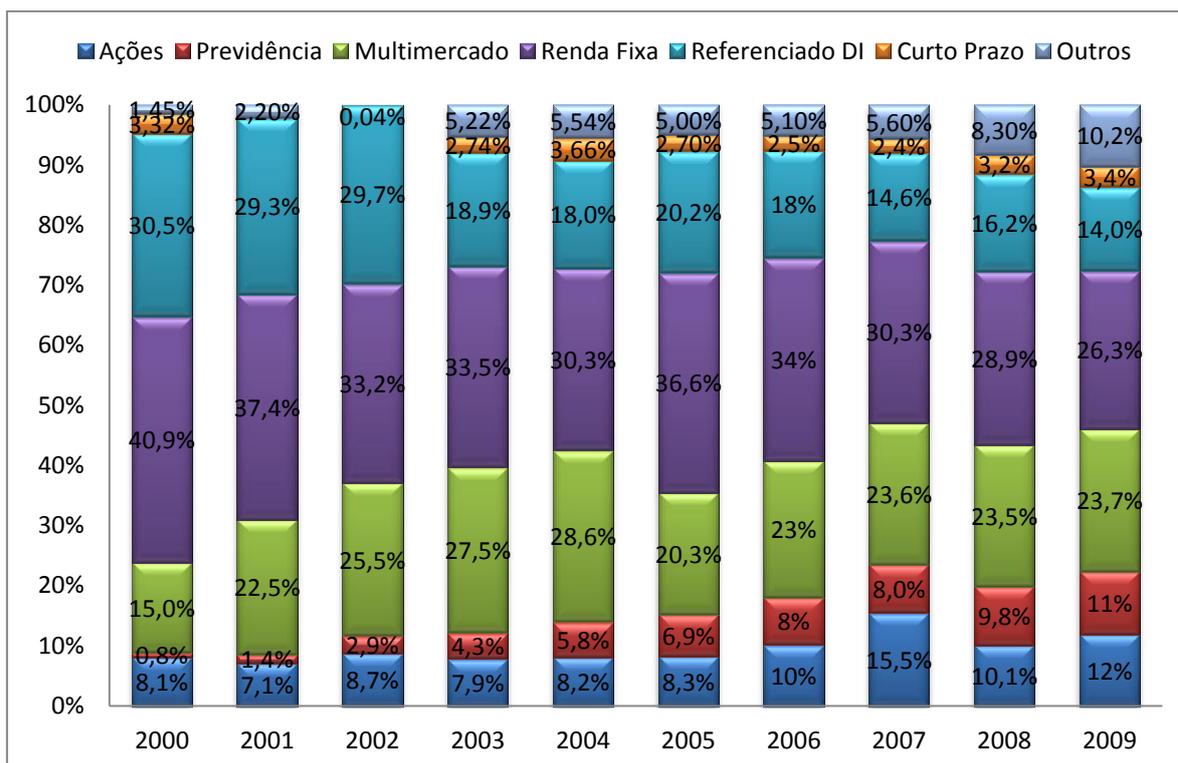


Gráfico 6: Distribuição do PL por Categoria – Fonte: ANBIMA

A partir de 2005, observa-se o aumento da participação relativa da categoria ações, Multimercados e previdência em detrimento das categorias referenciado DI e renda fixa. Um dos movimentos para esta redução de participação da renda fixa está no próprio desenvolvimento institucional do setor de Fundos de Investimento, uma vez que novas categorias de fundos foram criadas para acompanhar a evolução do setor financeiro brasileiro.

Cabe frisar, que os dados apresentados no gráfico 6 consideram os Fundos de Previdência, e neste contexto a categoria Ações encerra 2009 com 12% de participação no total da indústria de fundos. Quando excluídos os Fundos de Previdência e considerados somente o eixo Fundos de Investimento, conforme classificação da ANBID, a categoria Ações corresponde a 14,79% do patrimônio total da Indústria de Fundos de Investimento.

O cenário macroeconômico foi fundamental para esta alteração na distribuição percentual do patrimônio da indústria de fundos. A queda da taxa básica de juros, SELIC, contribuiu reduzindo a rentabilidade e, conseqüentemente, a atratividade dos títulos de renda fixa, propiciando assim um cenário favorável à renda variável. Com a rentabilidade dos Fundos de Renda Fixa, em níveis mais baixos, os investidores buscam alternativas, mesmo que tenham maior fator de risco associado, assim a procura por fundos que investem em renda variável, como Fundos de Ações e Multimercados começa a destacar-se entre as outras categorias.

A redução de participação dos ativos de renda fixa na carteira dos Fundos de Investimento tende a aproximar a indústria brasileira do padrão internacional de distribuição do patrimônio por categorias, em que predominam no patrimônio dos fundos os ativos de renda variável. (ANBIMA, 2010). O gráfico 7 apresenta a distribuição percentual de patrimônio por categoria para a indústria mundial de Fundos de Investimento.



Gráfico 7: Distribuição de patrimônio por Categoria da Indústria Mundial de Fundos – Fonte: ICI Período 3º trimestre 2009

No Brasil, este aumento de participação das ações foi acompanhado, ao mesmo tempo em que contribuiu para que ocorresse, o crescimento do mercado financeiro no país. A criação de um ambiente institucional organizado, que passasse credibilidade ao investidor, acompanhado da estabilidade econômica foram estímulos ao desenvolvimento do mercado de capitais, e conseqüente do crescimento dos fundos de ações.

4.2.3 Desempenho das Categorias de Fundos de Investimento

4.2.3.1 Fundos de Renda Fixa

A categoria Fundos de Renda Fixa abrange, conforme classificação da ANBID, os tipos Renda Fixa e Renda Fixa Média e Alto Risco, ambos associados aos riscos de alavancagem, juros de mercado doméstico, indicadores de crédito e preços.

O patrimônio líquido da categoria fundos de renda fixa, em 2009, totalizou 372,3 bilhões, o que equivale a 33,17% do patrimônio líquido da indústria brasileira de fundos. Na categoria renda fixa encontram-se 15,84% dos fundos da indústria brasileira, ou seja, 1.247 Fundos de Investimento.⁵ O crescimento médio da categoria Renda Fixa no período de 2001 a 2009 foi de 16%, tendo acumulado no período um crescimento de 191%. (SI-ANBID, 2010)

Em 2009, o tipo Renda Fixa Média e Alto Risco representou apenas 6,09% do patrimônio líquido da categoria, enquanto os demais 93,91% ficaram a cargo do tipo Renda Fixa, que representam maioria também no que diz respeito ao número de fundos da categoria, totalizando 90,3% dos fundos. (SI-ANBID, 2010)

4.2.3.2 Fundos de Curto Prazo

Os Fundos de Curto Prazo dividem-se nos tipos Curto Prazo e Curto Prazo-Aplicação Automática. Esta categoria representou 4,27% do patrimônio total da indústria brasileira de Fundos de Investimento em 2009, o que equivale a R\$ 47,8 bilhões, sendo estes recursos distribuídos majoritariamente no tipo curto prazo. (SI-ANBID, 2010)

No período de 2003 a 2009 a categoria apresentou crescimento acumulado de aproximadamente 161%, com crescimento anual médio em torno de 22,2%. (SI-ANBID, 2010)

4.2.3.3 Fundos Multimercado

A categoria de fundos Multimercado abrange, segundo classificação da ANBID, 10 tipos de Fundos de Investimento a saber: Multimercados Macro, Multimercados Trading, Multimercados Multiestratégia, Multimercados Multigestor, Multimercados Juros e Moedas, Multimercados Estratégia Específica, Balanceado, Capital Protegido, Long and Short – Neutro e Long and Short – Direcional.

⁵ Os cálculos apresentados nesta seção referem-se aos fundos enquadrados na Instrução CVM 409/2004.

Em 2009, os fundos Multimercados (analisado dentro do universo de fundos da Instrução CVM 409,) apresentam R\$ 336,7 bilhões de patrimônio líquido, equivalente a 29,9% do patrimônio líquido da indústria, e 57,7% do número de fundos com 4.543 fundos. A categoria Multimercados tem apresentado expressivo crescimento nos últimos anos, tendo alcançado crescimento médio de 25% durante o período de 2001 a 2009. Neste período o crescimento total foi de 335%. (SI-ANBID)

Em dezembro de 1995, ano em que foram criados, os Multimercados mesmo em cenário de juros elevados, já representavam 13% da indústria de Fundos de Investimento no Brasil. O grande desenvolvimento desta categoria ocorre a partir de 2001 com a redução dos níveis de juros da taxa SELIC. Atualmente, esta categoria é responsável por 29,9% da indústria brasileira de fundos, quando analisamos somente os fundos inclusos na INSTRUÇÃO CVM 401.

Dentro da categoria Multimercados, destaca-se o tipo Multimercado Multiestratégia que corresponde a 45,5% do patrimônio da categoria, seguido do tipo Multimercado Macro com 23,79% do patrimônio dos fundos Multimercados. O tipo Multiestratégia, além de apresentar elevada participação percentual no patrimônio líquido da categoria, destaca-se no número de fundos. Este tipo de fundo reúne 2.173 fundos o que equivale a 47,83% dos fundos da categoria Multimercados. (SI-ANBID, 2010)

4.2.3.4 Fundos Cambiais

Os fundos Cambiais recebem esta denominação em virtude de seus riscos estarem associados a uma moeda de referência. A categoria dos fundos Cambiais inclui os tipos Cambial Dólar e Cambial Euro. A participação relativa desta categoria na indústria de fundos é bastante reduzida, e vem apresentando perdas sucessivas no período de 2005 a 2009, tendo representando apenas 0,06% do patrimônio da indústria brasileira de fundos em 2009.

4.2.3.5 Fundos Referenciados

A categoria Referenciados abrange dois tipos de Fundos de Investimento, a saber: Referenciado DI e Referenciado Outros.

O tipo Referenciado DI é o que mais se destaca na categoria, tendo sido responsável, em 2009, por 17,65% do patrimônio líquido dos Fundos de Investimento, e por 5,93% do número de fundos de investimento. Em 2009, o patrimônio líquido da categoria Referenciado encerrou o ano em R\$ 198.578,740, 53, distribuídos em 475 Fundos de Investimento.

O crescimento desta categoria, no período de 2001 a 2009, foi de aproximadamente 81,97%, com crescimento anual médio em torno de 8,36%. (SI-ANBID, 2010)

4.2.3.6 Fundos de Investimento no Exterior

A categoria Fundos de Investimento no Exterior diz respeito àqueles fundos que têm seu risco associado a títulos da dívida externa e a taxa de câmbio. Em 2009, a categoria apresentou patrimônio líquido de R\$ 430.465, 25 distribuído em 18 fundos, o que representa uma participação relativa de apenas 0,04% no total dos Fundos de Investimentos no país.

Esta categoria, a exemplo do que ocorre com a categoria de Fundos Cambiais, vem reduzindo seu patrimônio através de perdas sucessivas nos últimos anos. Entre 2006 e 2009, houve perdas num total aproximado de 81,3% com taxa de recrudescimento médio de 36,7%. No entanto, ao se estender o período de análise para de 2000 a 2009 vê-se uma taxa de crescimento de médio de 44,41%, em virtude principalmente de um crescimento sobrecomum ocorrido em 2004, em que a categoria atingiu o crescimento de 478,22%.

4.2.3.7 Fundos de Ações

A categoria Fundo de Ações abrange, segundo classificação da ANBID (ANBID, 2009), 14 tipos de fundos diferenciados conforme o ativo em que investem, a saber: Ações IBOVESPA Indexado, Ações IBOVESPA ativo, Ações IBrX Indexado, Ações IBrX Ativo, Ações Setoriais Telecomunicações, Ações Setoriais Energia, Ações Setoriais Livre, Ações Setoriais Privatização Petrobrás, Ações Privatizações Petrobrás, Ações Privatizações FGTS-Livre, Ações *Small Caps*, Ações Dividendos, Ações Sustentabilidade/Governança, Ações Livre e Fundos Fechados de Ações.



Figura 2: Classificação da Categoria Fundos de Ações - Fonte: ANBID, 2009

Em 2009, a categoria apresentou patrimônio líquido de R\$166.023.530,09, o que equivale a uma participação de 14,79% no patrimônio da indústria brasileira de Fundos de Investimento. (SI-ANBID, 2010) Em número de fundos, a categoria ações representa 17,94% da indústria de fundos do Brasil.

O próximo capítulo deste estudo dedica-se a análise da categoria Ações, durante o período que se estende de 1994 a 2009, tratando assim de diversos aspectos da evolução e relevância dos Fundos de Ações para a indústria de Fundos de Investimento e para o mercado de capitais brasileiro.

5 FUNDOS DE AÇÕES NO BRASIL: DESEMPENHO NO PERÍODO PÓS-PLANO REAL

O objetivo geral deste capítulo é descrever o desenvolvimento dos Fundos de Ações, mensurando o seu desempenho, a fim de, identificar a relevância desta categoria para a indústria de Fundos de Investimento, e em especial, para o mercado de capitais brasileiro, com ênfase no período compreendido entre os anos de 1994 a 2009.

5.1 Impactos do Plano Real sobre a Indústria de Fundos

A indústria de Fundos de Investimento, conforme já visto, surge no Brasil no âmbito das reformas institucionais no período de 1964 a 1966, como alternativa para o financiamento de capital de giro das empresas privadas, e estratégia para o fortalecimento do mercado de capitais. Para tanto, os chamados fundos mútuos e os fundos fiscais eram obrigados ao investimento em ações e debêntures. O cenário macroeconômico, no entanto, não permitiu o sucesso da indústria de Fundos de Investimento naquele período, e acontecimentos como a crise da bolsa, em 1971, e o primeiro choque do petróleo em 1974, refletiram diretamente sobre o desempenho dos fundos no Brasil. (ALVES JUNIOR, 2003)

Apesar do cenário incerto, quanto ao futuro da economia, e das elevadas taxas de juros, a recuperação da indústria de fundos começa a ser percebida na década de 1980. Alves Junior (2003) explica que apesar de paradoxal, esta recuperação acontece em virtude da transformação que ocorre com o perfil dos Fundos de Investimento no Brasil. O cenário econômico, influenciado por níveis elevados de taxas de juros, favorece o investimento em debêntures, títulos de renda fixa.

A partir de 1984, os fundos são oficialmente segmentados em Fundos de Renda Fixa e Fundos de Ações. Assim, emerge no Brasil, uma indústria de fundos baseada em fundos com perfil de investimento em renda fixa, em detrimento, dos fundos de ações que voltariam a se destacar somente alguns anos depois, a partir da estabilização da economia e do próprio amadurecimento do mercado de capitais brasileiro.

O gráfico 8 apresenta o expressivo crescimento da participação percentual dos fundos de renda fixa no patrimônio líquido da indústria de Fundos de Investimento no Brasil, no período de 1984 até 1992, quando esta participação começa a reduzir-se em virtude do crescimento da participação dos Fundos de Ações e de outras categorias de fundos, criadas no decorrer da década de 1990.

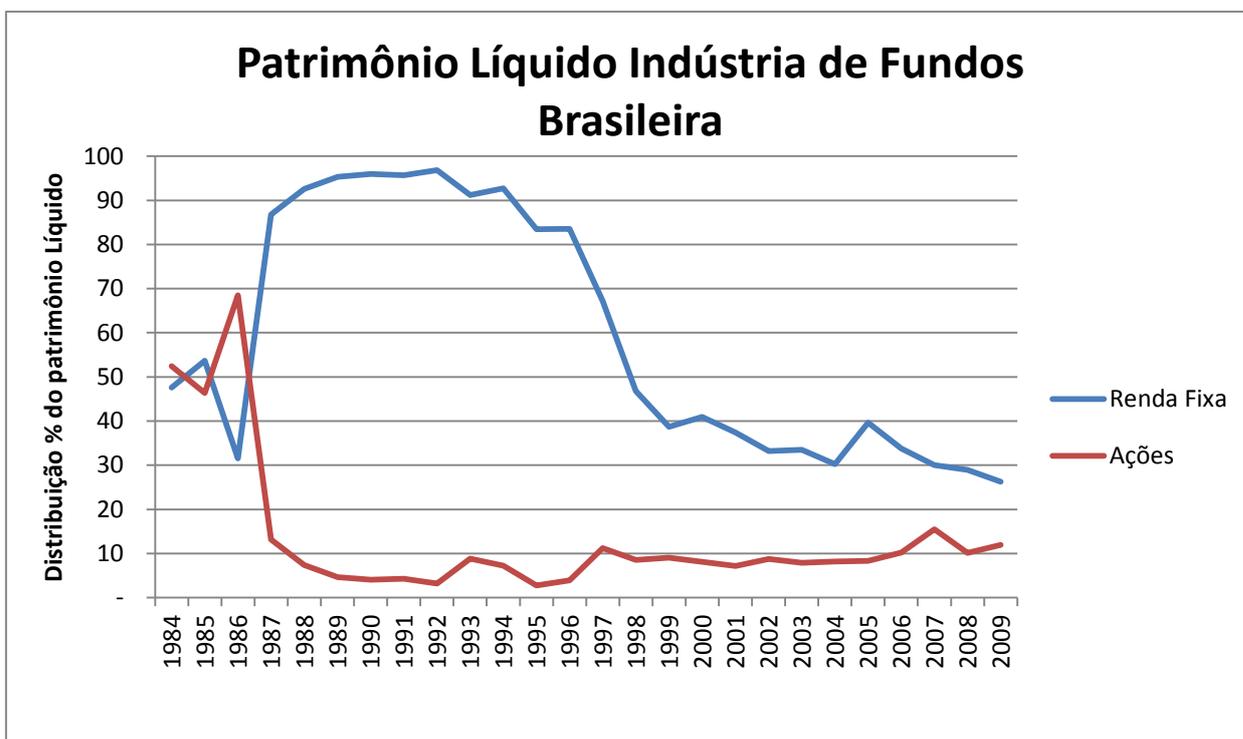


Gráfico 8: Patrimônio Líquido na Indústria de Fundos Brasileira– Fonte: ANBIMA

A partir de 1994, com a implantação do Plano Real, e as alterações no cenário macroeconômico a configuração da indústria de fundos começa a ser reflexo de um cenário que pode se chamar de estável. Acompanhando as mudanças do quadro macroeconômico brasileiro, a indústria de Fundos de Investimento sofreu grande evolução institucional desde a implantação do Plano Real.

Alves Junior (2003) aponta que esta evolução institucional esteve pautada em três eixos, os quais se referem a liberdade das aplicações, a liquidez das cotas e regras de remuneração e a transparência. Na seção seguinte, quando apresentado a evolução do patrimônio dos fundos de ações, torna-se evidente que a evolução institucional, fragmentou as categorias de fundos, criando diferentes tipos de fundos e ampliando a complexidade deste produto financeiro de modo a oportunizar o investidor a adequação de seu perfil de investimento ao fundo apropriado.

5.2 Evolução dos Fundos de Ações no Período Pós-Real

Os fundos de ações respondem atualmente por 14,79% do total do patrimônio dos Fundos de Investimento⁶. Dentro da Categoria ANBID de Fundo de Ações, a distribuição segundo o Tipo de fundo era a seguinte, em 30 de dezembro de 2009:

Tabela 4: Distribuição e Patrimônio Líquido dos Fundos de Ações– 2009

TIPO ANBID	Patrimônio Líquido		Quantidade	
	PL R\$	%	Número	%
Ações Dividendos	3.571.609,92	2,15%	29	2,05%
Ações IBOVESPA Ativo	18.454.081,55	11,12%	351	24,86%
Ações IBOVESPA Indexado	2.558.630,62	1,54%	25	1,77%
Ações IBrX Ativo	13.565.670,97	8,17%	142	10,06%
Ações IBrX Indexado	1.366.770,39	0,82%	16	1,13%
Ações Livre	32.726.845,75	19,71%	575	40,72%
Ações Privatização FGTS - Livre	40.415,80	0,02%	7	0,50%
Ações Set. Priv. Petrobras - FGTS	7.472.532,90	4,50%	44	3,12%
Ações Set. Priv. Petrobras-Rec Próprios	6.303.579,86	3,80%	12	0,85%
Ações Set. Priv. Vale - FGTS	5.744.832,28	3,46%	39	2,76%
Ações Set. Vale - Rec. Próprios	6.883.258,71	4,15%	12	0,85%
Ações Setoriais Energia	3.222.463,13	1,94%	5	0,35%
Ações Setoriais Livre	3.820.493,41	2,30%	78	5,52%
Ações Setoriais Telecomunicações	36.493,46	0,02%	2	0,14%
Ações <i>Small Caps</i>	1.902.902,02	1,15%	35	2,48%
Ações Sustentabilidade/Governança	1.657.952,54	1,00%	28	1,98%
Fundos Fechados de Ações	56.694.996,78	34,15%	12	0,85%
Total Fundo de Ações	166.023.530,09	100,00%	1412	100,00%

FONTE: SI-ANBID

No período de 1994 a 2009, os fundos de ações apresentam crescimento expressivo de patrimônio líquido, partindo de R\$ 3,6 milhões e tendo atingido no último ano o patrimônio total de R\$ 166,023 bilhões. A única oportunidade em que os fundos apresentam redução do patrimônio se deu em 2008, o que está relacionado à crise financeira internacional.

⁶ Neste caso, estão sendo considerados somente os fundos regulados através da INSTRUÇÃO CVM 409/2004.

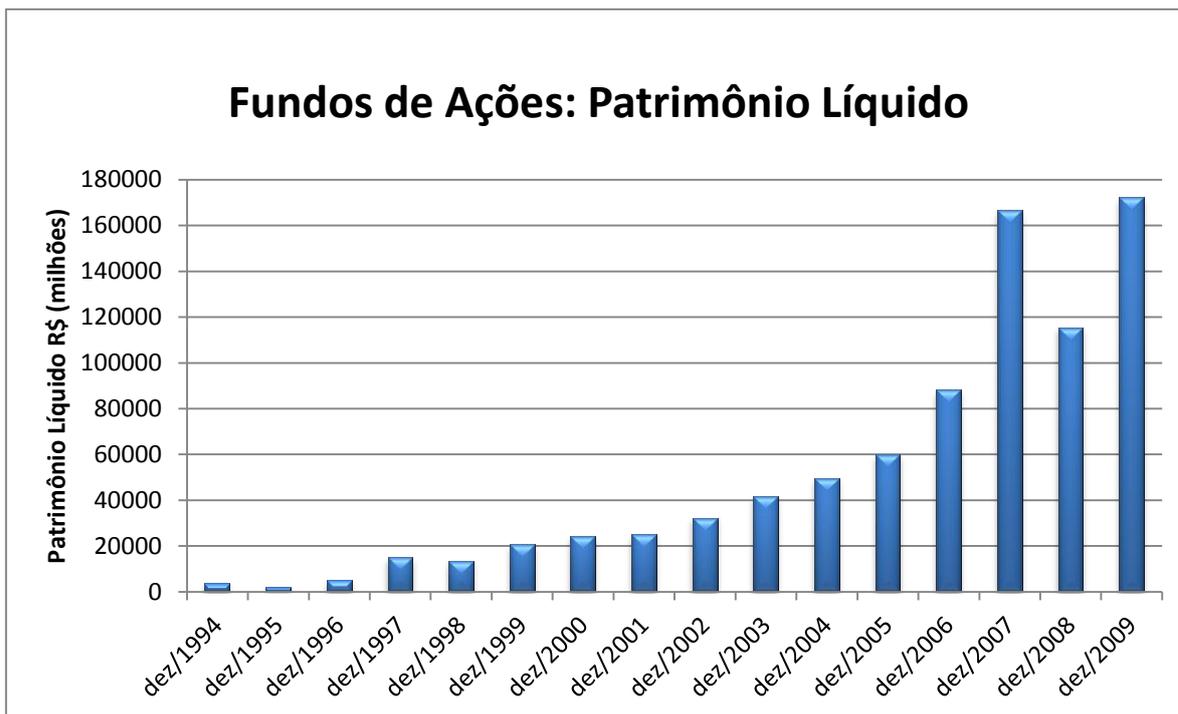


Gráfico 9: Fundos de Ações Patrimônio Líquido - Fonte: BCB-DEPEC

5.3 Rentabilidade dos Fundos de Ações

No que diz respeito à rentabilidade, os fundos de ações têm comportamento cíclico acompanhando as oscilações da bolsa de valores, devido a reações decorrentes de crises econômicas. Os Fundos de Ações sofrem influências diretas do desempenho da bolsa de valores, isso porque em períodos de quedas nas bolsas de valores, o investidor tende a ficar receoso e procurar alternativas que substituam os fundos de ações. Assim, para o crescimento dos fundos de ações é necessário o fortalecimento do mercado.

Como se pode observar no gráfico 10, a rentabilidade acumulada anual dos Fundos de Ações no período pós-real acompanhou a rentabilidade do IBOVESPA, com oscilações menos acentuadas. Em anos de crises, como 1998 e 2002, as variações negativas da carteira hipotética do índice foram maiores que a variação da rentabilidade dos fundos, enquanto em anos pós-crise (1999 e 2003,) foi a vez do índice apresentar variação positiva acima dos fundos. Provavelmente esse movimento dos fundos demonstra a preferência dos gestores por carteiras mais sólidas e buscando rendimentos auferidos por meio de análises fundamentalistas.

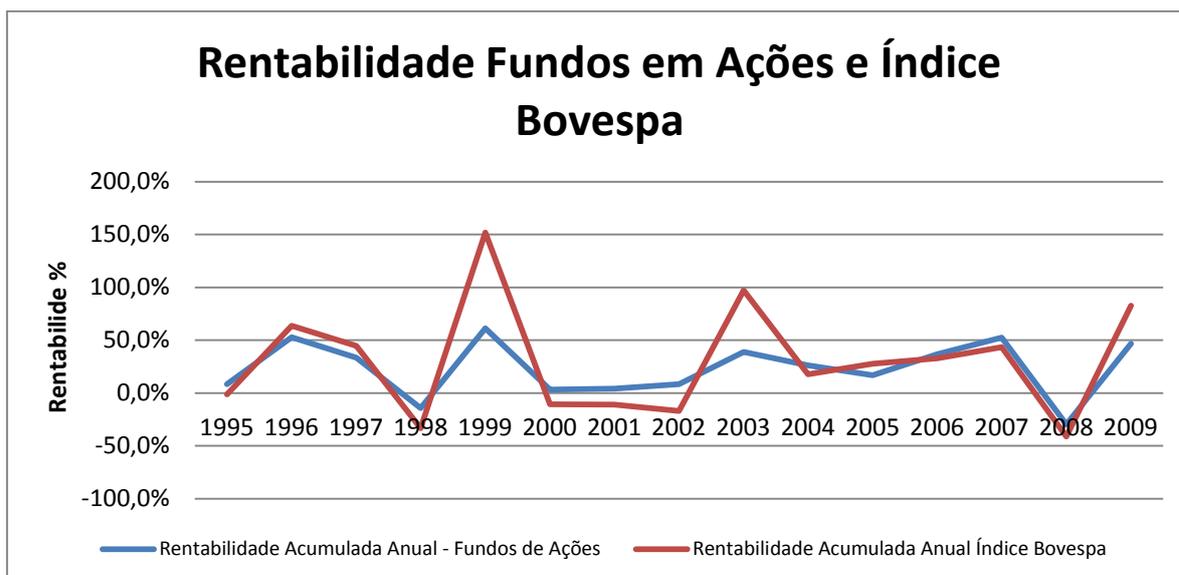


Gráfico 10: Rentabilidade Fundo de Ações e Índice Bovespa – Fonte: BOVESPA e BCB-DEPEC

Dentro da categoria Fundo de Ações destacam-se os tipos Ações IBOVESPA Ativo, que busca superar o desempenho do índice; e o tipo Ações Livre que não têm intervalos predeterminados para aplicação de seu patrimônio. O tipo IBOVESPA ativo, em 2009, representou 11,12% do patrimônio da categoria, e 24,86% do número total de Fundos de Ações. O tipo Ações Livre representou no mesmo ano 19,71% do patrimônio e 40,72% do número total de fundos.

No que diz respeito à rentabilidade esses dois tipos tem comportamento distintos, o que reflete suas estratégias de investimento. O tipo IBOVESPA ativo tem mostrado nos últimos anos rentabilidade muito próxima a da carteira hipotética do mercado. O tipo Ações Livre consegue superar o índice em alguns anos, principalmente em momentos de queda, mas não acompanha as elevadas rentabilidades do IBOVESPA nos anos momento de recuperação, como é o caso do ano de 2009, que o indicador apresenta rentabilidade de 82,6% e o tipo Ações Livre atinge apenas 46,6%.

5.4 Evolução da Participação em Volume Negociado na BOVESPA

A análise da participação da indústria de fundos em volume negociado na BOVESPA permite avaliar sua magnitude e importância para o mercado de capitais. Os investidores institucionais representaram 28,28% no volume negociado na Bovespa em 2009,

e essa participação vem apresentando crescimento. Especialmente após a implantação do Plano Real, a BOVESPA sofreu transformações em termos de volume de negociação e na participação percentual atribuída aos diversos agentes que atuam no mercado financeiro.

Assim, conforme observado no gráfico 10, conclui-se que os Fundos de Investimento que em 1998 eram responsáveis por apresentavam 14,3% do volume total negociado na BOVESPA, em 2009 já representavam 24,4%. Em volume financeiro, este crescimento representa um salto de R\$ 37,89 bilhões em 1998 para R\$ 631,95 bilhões em 2009.

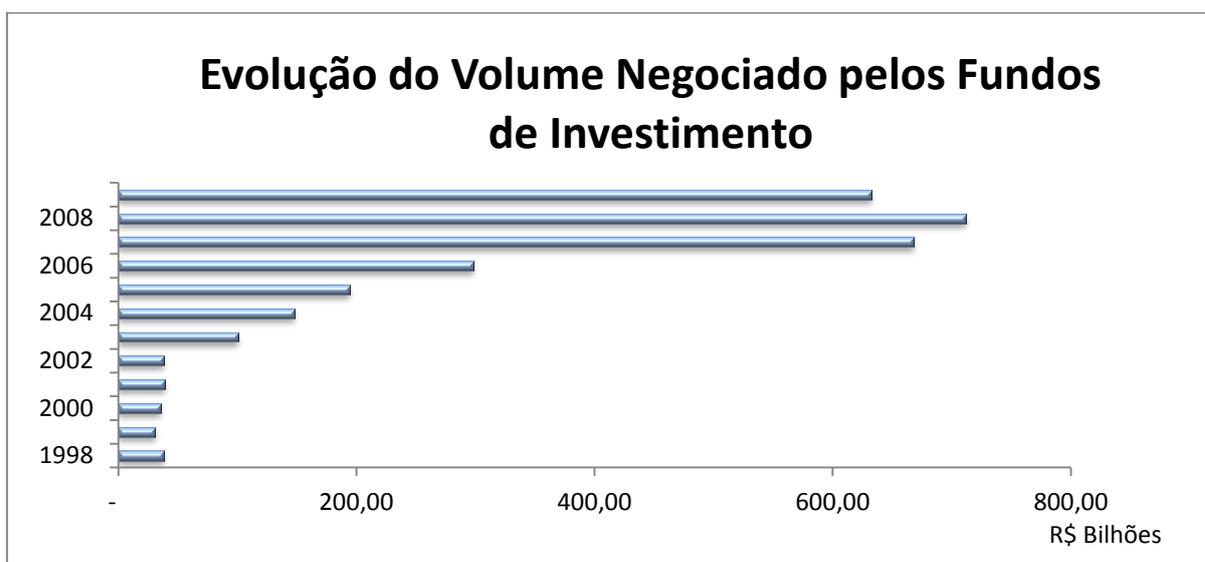


Gráfico 11: Evolução no Volume Negociado pelos Fundos de Investimentos na BOVESPA - Fonte: BOVESPA

Os Fundos de Investimento têm aumentado sua participação no volume total negociado na bolsa de valores, conforme apresentado no gráfico 11. Apesar de referir-se a totalidade dos Fundos de Investimento, a análise desta relação sugere que os fundos de ações vêm aumentando sua participação, visto que dentre as categorias que investem majoritariamente em ativos negociáveis em bolsa encontram-se as categorias Ações, e Multimercado.

Na comparação do crescimento no volume negociado na Bovespa pelos fundos e por outros agentes temos a queda da participação das instituições financeiras. Em contrapartida, observa-se a ampliação da participação dos investidores institucionais e em especial dos Fundos de Investimentos. Isso demonstra que as instituições financeiras passaram a negociar indiretamente na Bovespa, por meio dos fundos, diminuindo os custos e riscos para seus investimentos diluindo-os entre os cotistas.

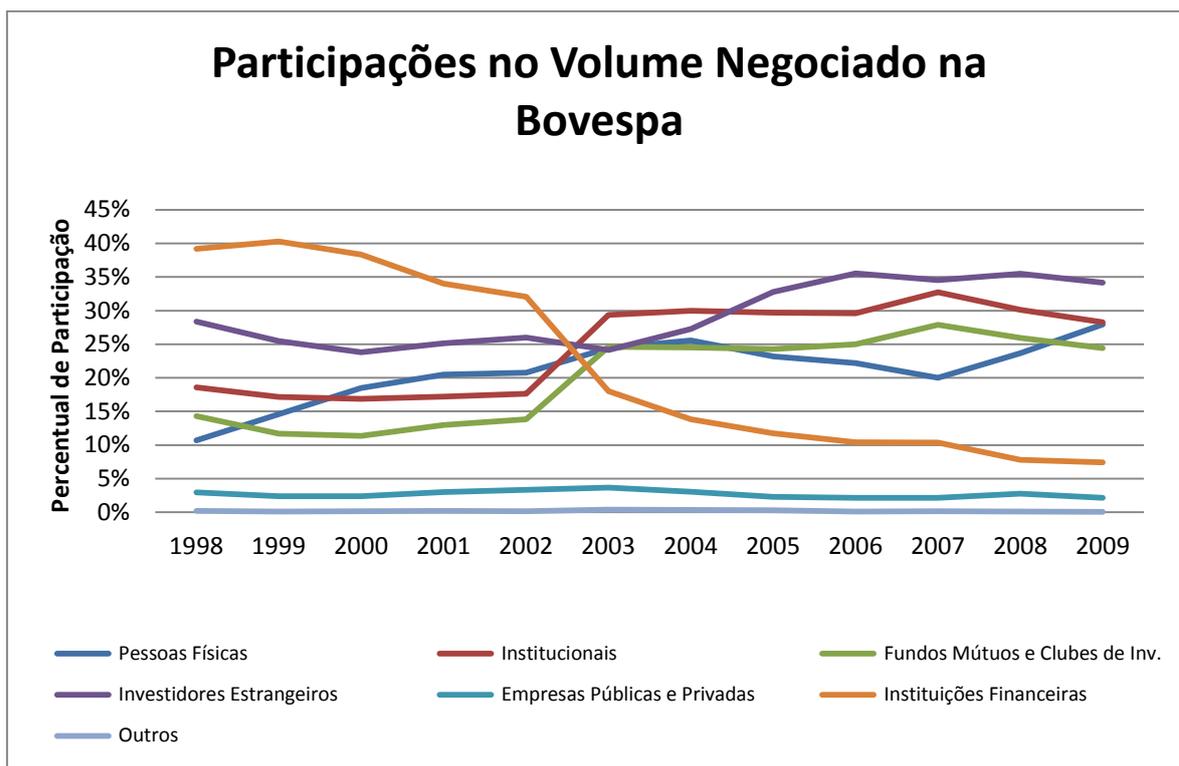


Gráfico 12: Participação no Volume Negociado na Bovespa - Fonte: BOVESPA

5.6 Participação dos Fundos de Ações no Valor de Mercado da Bovespa

Em 2009, o saldo dos Fundos de Ações era de R\$ 172,235 bilhões enquanto o valor de mercado das ações negociadas na BOVESPA totalizavam R\$ 2.335 bilhões o que significa que os fundos de ações detinham uma participação de 7,38% do valor total de mercado da BOVESPA.

Os dados disponíveis permitem concluir que, no período pós-Real a participação dos Fundos de Ações no valor de mercado das ações da BOVESPA cresceu 6,03 p.p, conforme observado no gráfico 13. Exceto os períodos de crises conjunturais nos mercados financeiros, a razão entre patrimônio líquido dos fundos de ações e valor de mercado das ações da Bovespa é crescente. Assim podemos concluir que os Fundos de Ações acompanharam o crescimento do mercado de capitais brasileiro nos últimos anos.

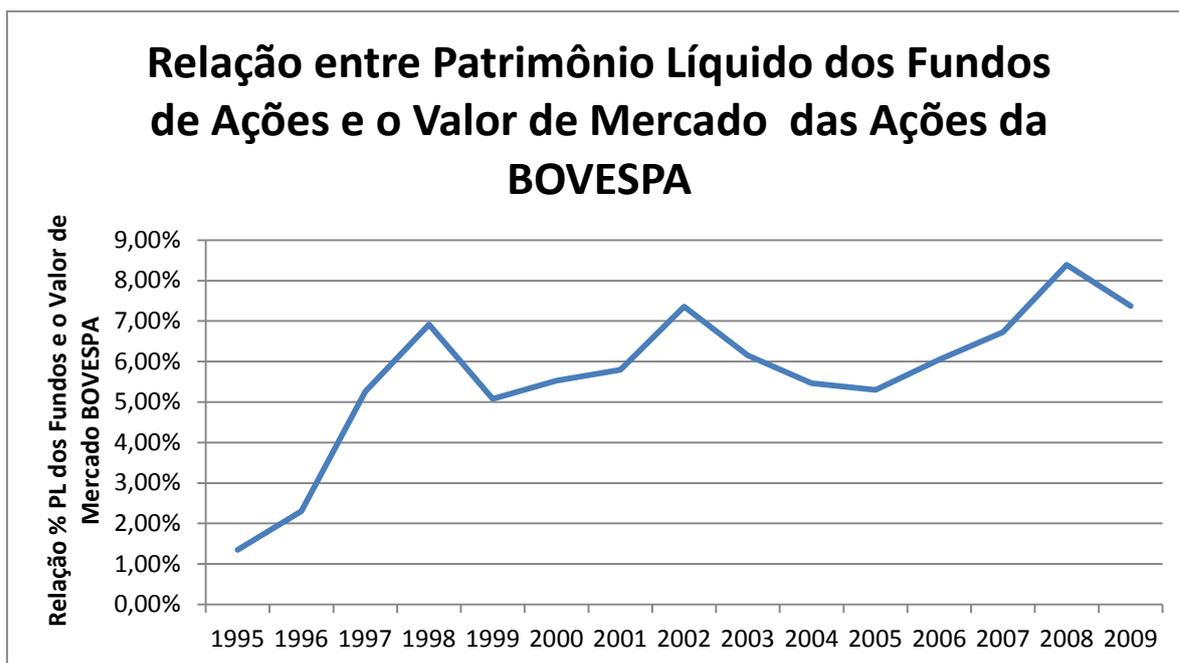


Gráfico 13: Relação entre Patrimônio dos Fundos e Valor de Mercado das Ações BOVESPA - Fonte: BCB e BOVESPA.

A tabela 05 apresenta os valores resultantes da razão estabelecida entre as variáveis destacadas no gráfico anterior, ou seja, o patrimônio líquido dos Fundos de Ações e o valor de mercado das ações da Bovespa.

Tabela 5: Crescimento dos Fundos de Ações e do Valor de Mercado das Ações Bovespa

Crescimento dos Fundos de Ações e do Valor de Mercado das Ações Bovespa			
	Valor de Mercado Bovespa (a)	PL Fundos em Ações (b)	(b/a)
1995	148,00	1,99	1,34%
1996	225,00	5,17	2,30%
1997	285,00	15,00	5,26%
1998	194,00	13,41	6,91%
1999	409,00	20,78	5,08%
2000	441,00	24,38	5,53%
2001	430,00	24,93	5,80%
2002	438,00	32,22	7,36%
2003	677,00	41,67	6,15%
2004	905,00	49,49	5,47%
2005	1.129,00	59,88	5,30%
2006	1.458,00	88,16	6,05%
2007	2.478,00	166,67	6,73%
2008	1.375,00	115,34	8,39%
2009	2.335,00	172,24	7,38%

Fonte: BOVESPA e BCB/DEPEC – (a) e (b) em R\$ bilhões.

Conforme exposto na tabela 5, a relação entre o patrimônio líquido dos Fundos de Ações e o valor de mercado das ações cresceu de 1,3% para 7,38, o que sugere que tenha havido transferência do investimento direto em ações para o investimento via fundos.

Com estas observações podemos concluir que a categoria Fundos de Ações é de fundamental importância para a indústria de Fundos de Investimentos do país, bem como para o mercado de capitais brasileiro. Essa importância advém do fato dos fundos de ações movimentarem grande volume de recursos e servirem de instrumento de acesso ao mercado de capitais.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo procurou avaliar a importância dos Fundos de Ações para a indústria de Fundos de Investimento e para o mercado de capitais brasileiro, no período de 1994 a 2009, em que a economia do país reflete as consequências da estabilização econômica induzida pela introdução do Plano Real.

Os Fundos de Investimento reúnem diversos investidores dispostos, coletivamente, aplicar seus recursos em ativos financeiros visando rentabilizar o capital aplicado, e usufruir de vantagens resultantes da economia de escala que os fundos proporcionam, ou seja, a redução de custos e a possibilidade de redução dos riscos em virtude de gestão profissional da carteira de ativos.

No intuito de verificar a relevância dos Fundos de Ações para o mercado de capitais brasileiro, este trabalho buscou em princípio, apresentar um embasamento teórico a respeito dos Fundos de Investimento, e, por conseguinte, uma perspectiva histórica do desenvolvimento deste instrumento financeiro dentro do mercado de capitais brasileiro. Assim, iniciou-se este estudo com uma revisão teórica abrangendo duas variáveis principais: o Mercado de capitais e os Fundos de investimentos.

A compreensão conceitual dos Fundos de Investimento é de fundamental importância para delimitação do objeto deste estudo, que são os Fundos de Ações. A indústria de Fundos de Investimento é bastante ampla e diversificada, sendo segmentada em categorias conforme os ativos financeiros em que investem, e em tipos, de acordo com os riscos a que se expõem, sendo regulados pela Comissão de Valores Mobiliários, através da Instrução CVM 409 de 2004, e auto-regulados pela ANBID através do Código de Auto-Regulação dos Fundos de Investimento. A categoria Fundo de Ações, de que trata esta monografia, investe prioritariamente em ativos de renda variável, ou seja, ações, bônus de subscrição, certificados depósito de ações ou *BDR's*, desde que seja possível a negociação em bolsa de valores destes ativos.

Os Fundos de Ações foram responsáveis pela introdução da indústria de fundos no Brasil. Isso porque quando surgiram, por volta de 1957, estes instrumentos de investimento haviam sido concebidos como um meio de compras de ativos financeiros, negociados em bolsa de valores, e que, portanto, seriam fontes de financiamento de médio e longo prazo para investimentos, ao mesmo tempo, em que contribuiriam para o fortalecimento do mercado de

capitais no país. A instabilidade macroeconômica a partir de meados dos anos 1970, e as crises subsequentes não permitiram que os fundos atuassem do modo previsto.

Em 1984, após um período conturbado para ativos de renda variável, foram instituídos oficialmente no país os Fundos de Renda Fixa, que acabaram tornando-se mais atrativos para os investidores do que os Fundos de Ações, em virtude do contexto macroeconômico que o país enfrentava, principalmente na década de 1980 e início dos anos 1990. A instabilidade associada às altas taxas de juros do período tornava os Fundos de Renda Fixa uma alternativa mais segura e de rendimentos elevados. Assim, o investidor dava preferência a esse tipo de investimento em detrimento dos Fundos de Ações.

A partir de meados da década de 1990, com a estabilização econômica proeminente, a indústria de fundos começa a desenvolver-se ampliando a participação dos fundos de renda variável, em detrimento dos fundos de renda fixa. A introdução do Plano Real acompanhado da abertura econômica transforma o cenário macroeconômico do país, controlando o processo inflacionário, propiciando a tão almejada estabilidade monetária e redução das taxas de juros. Com a estabilidade, o mercado de capitais do país se fortalece, mostrando-se como alternativa de investimento. Neste contexto, os Fundos de Ações tornam-se um instrumento de acesso ao mercado de capitais.

Assim, os Fundos de Ações começam a ganhar novamente destaque dentro do cenário dos Fundos de Investimento. Este estudo apresentou a perspectiva histórica de desenvolvimento da indústria de Fundos de Investimento para contextualizar o cenário dos Fundos de Ações no período pós-Plano Real, que se inicia em 1994.

No período de que trata este trabalho, a indústria de Fundos de Investimento sofreu grande evolução institucional e de regulação. Assim, os fundos foram sendo segmentados, e a indústria ganhou volume e representatividade em âmbito nacional e internacional. A indústria mundial de Fundos de Investimento merece destaque, em virtude, do grande volume de recursos que administra e da liquidez que proporciona aos mercados financeiros. A participação brasileira em níveis mundiais começa a destacar-se e já consta como a 6ª maior indústria de Fundos de Investimento, quando mensurado o patrimônio líquido da indústria.

O crescimento da importância dos Fundos de Investimento, nos últimos anos, em especial no período de análise deste estudo, se comprova quando analisado o montante de recursos destinados a essas aplicações. Os Fundos de Investimento destacam-se como alternativa de aplicação de recursos em detrimento a tradicional caderneta de poupança, e desponta como um instrumento de acumulação de poupança.

A indústria brasileira de fundos movimenta grande volume de recursos distribuídos em categorias diversas, com destaque as categorias Multimercado, Renda Fixa e Ações no que diz respeito ao patrimônio administrado e participação de cotistas. Nos últimos anos torna-se evidente o crescimento das categorias Multimercado e Ações, em detrimento dos Fundos de Renda Fixa e Referenciados, indicando provavelmente uma aproximação a tendência mundial de investimento em fundos, em que os Fundos de Ações se destacam na distribuição de patrimônio líquido por categoria.

Os Fundos de Ações acompanham o crescimento da indústria de Fundos de Investimento e refletem as conseqüências da evolução institucional ocorrida ao longo das últimas décadas. No período analisado, a indústria de fundos sofreu duas grandes reformas institucionais que provocaram alterações na classificação e segmentação dos fundos de modo a ampliar o número de produtos oferecidos e diferenciá-los de acordo com os riscos a que se expõem para garantir eficiência na gestão dos recursos do investidor.

Assim, os Fundos de Ações passaram a compartilhar as atenções do investidor, principalmente, com os Fundos Multimercados e Referenciados, além dos já tradicionais concorrentes Fundos de Renda Fixa. Os Fundos de Ações, em 2009, correspondem a 14,79% do total de Fundos de Investimento contra 33,17% de participação da categoria Renda Fixa, e 29,99% dos Fundos Multimercados.

No período de 1994 a 2009, os Fundos de Ações apresentaram crescimento, aproveitando-se do momento favorável ao investimento em ativos de renda variável. O patrimônio líquido da categoria saltou de R\$ 3,6 bilhões para R\$ 166 bilhões, e houve crescimento também no número de fundos atingindo 1.412 em 2009 e representando 17,94% de participação no total de contas da indústria de fundos.

A relevância dos Fundos de Ações para mercado de capitais está relacionada ao patrimônio que administra, bem como ao volume de ativos que movimenta através de negociação bursátil. A participação dos fundos de ações no valor de mercado da Bovespa cresceu de 1,34% para 7,38% o que sugere que tenha ocorrido uma transferência de investimento direto em ações para o investimento por meio de fundos. No que diz respeito ao volume de ativos negociados na Bovespa, neste caso incluindo todos os fundos de investimento, ocorre o crescimento de participação desta classe de investidores em detrimento da participação direta das instituições financeiras, o que pode indicar também uma preferência destas instituições pela utilização dos fundos como intermediários financeiros, utilizando-se de sua capacidade de diluição de custos e riscos.

A expansão da indústria de fundos, e em especial, o crescimento dos Fundos de Ações evidenciam que os investidores vêem a gestão profissional dos recursos como alternativa viável e rentável de investimento, em virtude, de agregar valor, por ser feita principalmente de forma ativa. Enquanto instrumento de alocação de poupança, os fundos tem papel relevante, pois se apresentam como opções de investimento, e proporcionam recursos que contribuem para o desenvolvimento do mercado de capitais e da economia do país.

O crescimento das categorias de Fundos, e dos Fundos de Ações, permite conjecturar perspectivas de ampliação e fortalecimento da indústria de Fundos de Investimento no país. A expansão da indústria revela desafios condizentes às questões regulatórias do setor, ampliando as necessidades de proteção ao investidor e de organização regulação da indústria de Fundos de Investimento. Assim, cresce a atuação da CVM e de associações como ANBID, ANBIMA e ANDIMA que atuam no sentido de auto-regular atividades do mercado financeiro aumentando a credibilidade dos produtos oferecidos aos investidores e impulsionando o crescimento deste setor.

O desempenho da indústria de fundos, e claro, dos Fundos de Ações, está vinculado diretamente ao cenário macroeconômico. Deste modo, percebe-se que a estabilização monetária foi, de fato, o grande propulsor da indústria de fundos, pois ampliou as perspectivas de investimentos dos brasileiros, que se permitiram encontrar alternativas para alocação de poupança em substituição a caderneta de poupança, e aos tradicionais ativos tangíveis, como terrenos e imóveis.

Assim, diante da perspectiva de crescimento econômico e manutenção da estabilidade monetária, sem grandes oscilações da taxa básica de juros, é possível pressupor um futuro promissor para a indústria de Fundos de Investimento no país, em especial, aos Fundos de Ações como consequência da maturação do mercado de capitais brasileiro.

REFERÊNCIAS

ALVES JUNIOR, Antonio. **Fundos Mútuos de Investimento no Brasil: A Expansão da Indústria nos anos 1990 e perspectivas para o futuro.** CEPAL, LC/BRS/R.143, Novembro 2003.

ARRAES, Ronaldo A.; OLIVEIRA, Sérgio Luiz C. de. Fundos de Investimento e a Dívida Pública Brasileira no Período Pós-Real. **Revista Planejamento e Políticas Públicas.** v. 30, jun a dez de 2007. p. 91-114.

ANBID – ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Disponível em: < <http://www.anbid.com.br/CalandraRedirect/?temp=0&proj=anbid&pub=T&db=>>. Acesso em: 20 de abril de 2010.

ANBID – Associação dos Bancos de Investimentos - **DELIBERAÇÃO N. 39**, 2009. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/institucional/CalandraRedirect/?temp=5&proj=ANBID&pub=T&comp=sec_FUNDOS_DE_INVESTIMENTO&db=CalSQL2000&docid=4EBDDD76E9B84E3C83256E3000620AF9>. Acesso em: 20 de abril de 2010.

ANBID – Associação dos Bancos de Investimentos - **Código de Auto-Regulação ANBID para os Fundos de Investimento**, 2006. Disponível em: <www.anbid.com.br/institucional/documentos.../fundos/.../codigo.pdf >. Acesso em: 03 de agosto de 2010.

ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais.** São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro.** São Paulo: Atlas, 1999.

BRASIL. Lei n. 6.385 de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: < <http://www6.senado.gov.br/legislacao/ListaTextoIntegral.action?id=100028>>. Acesso em: 03 de agosto de 2010.

Banco Central – **Banco de Dados do Sistema Gerenciador de Séries Temporais.** Disponível em: <www.bc.gov.br>. Acesso em 09 Novembro de 2010.

CASTRO, Hélio Oliveira Portocarrero de (org.). **Introdução ao Mercado de Capitais.** Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

CAVALCANTE FILHO, F. S.; MISUMI, J. Y.; RUDGE, L. F. **Mercado de capitais: o que é, como funciona**. 5. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

CAVALCANTE, Francisco; RUDGE, Luiz Fernando. **Mercado de Capitais**. Belo Horizonte: CNBV, 1998. 279 p.

COSTA, Roberto Teixeira da. **Mercado de Capitais: uma trajetória de 50 anos**. São Paulo: Imprensa Oficial de Estado de São Paulo, 2007.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários – Disponível em <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 20 de abril de 2010.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários - **Instrução N. 409, 2004**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento. Disponível em <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 20 de abril de 2010.

EIRIZIK, Nelson. *et al.* **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FERNANDES, Antônio Alberto Grossi. **O Sistema Financeiro Nacional Comentado: Instituições Supervisoras e Operadoras do SFN & Políticas Econômicas, Operações Financeiras e Administração de Risco**. São Paulo: Saraiva, 2006.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. Rio de Janeiro: Qualitmark, 2008. Ed 17.

GRADILONE, Claudio. Fincando as Bases. **Revista Capital Aberto: Especial Fundos de Investimento 50 anos de História**. São Paulo: Capital Aberto, Ano 4, 2007. p. 10-16.

HERMANN, Jennifer. Reformas, Endividamento Externo e o “Milagre” Econômico. In: GIANBIAGI, Fábio *et. al.* (orgs.). **Economia Brasileira Contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. **Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2003.

KLAPPER, Leora; SULLA, Victor, VITTAS, Dimitri. The development of mutual funds around the world. **Emerging Markets Review**, v.5, n. 1, p.1-38. March 2004.

MACARINI, João Pedro. Um aspecto da política econômica do “Milagre Brasileiro”: A política de mercado de capitais e a bolha especulativa 1969-1971. **Revista Estatística Econômica**. São Paulo: [n. d.] vol. 58, jan a mar 2008, p. 151-172.

MELLAGI FILHO, Armando. **Mercado Financeiro e de Capitais**: uma Introdução. São Paulo: Atlas, 1995.

MELLAGI FILHO, Armando; ISHIKAWA, Sérgio. **Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Atlas, 2000.

NÓBREGA, Maílson da; [et a.] O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves que se defronta no Brasil. In: **Estudos para o desenvolvimento do mercado de capitais**. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em 20 de abril de 2010.

ODA, André Luiz. **Análise da persistência de performance dos fundos de ações brasileiros no período 1995-1998**. 2000. 151 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2000.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais**: Fundamentos e Técnicas. São Paulo: Atlas, 2009. 5ª. ed.

REZENDE, André Lara. Estabilização e Reforma. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). **A ordem do Progresso**: Cem Anos de Política Econômica Republicana. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990.

SÁ, Geraldo Tosta de. **Investimentos no Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Editora ao livro Técnico (Bolsa de Valores do Rio de Janeiro), 1979. (Coleção Bolsa de Valores).

SHARPE, W. F. *Mutual Fund Performance*. Journal of Business. v. 39, p. 119-138, 1966.

SI-ANBID – Sistema de Informações da Associação Nacional do Bando de Investimentos – **Banco de Dados dos Fundos de Investimento**. São Paulo: 2010, CD-ROM

ANEXOS - CLASSIFICAÇÃO ANBID

CLASSIFICAÇÃO ANBID		
Categoria ANBID	Tipo ANBID	Riscos
Curto Prazo	Curto Prazo	DI/SELIC
	Aplicação Automática	
Referenciados	Referenciado DI	Indicador de Referência
	Referenciado Outros	
Renda Fixa	Renda Fixa	Juros Mercado Doméstico+ Crédito+Ind. Preços + Alavancagem
	Renda Fixa Média e Alto Risco	
Multimercados	<i>Long and Short</i> – Neutro	Renda Variável + Alavancagem
	<i>Long and Short</i> – Direcional	Renda Variável + Alavancagem
	Multimercados Macro	Diversas Classes de Ativos + Alavancagem
	Multimercados Trading	
	Multimercados Multiestratégia	
	Multimercados Multigestor	
	Multimercados Juros e Moedas	
	Multimercados Estratégia Específica	
	Balanceado	Diversas Classes de Ativos
Capital Protegido		
Investimento no Exterior	Investimento no Exterior	Títulos da Dívida Externa e Taxa de Câmbio
Ações	Ações IBOVESPA Indexado	Índice de Referência
	Ações IBOVESPA Ativo	Índice de Referência + Alavancagem
	Ações IBrX Indexado	Índice de Referência
	Ações IBrX Ativo	Índice de Referência + Alavancagem
	Ações Setoriais Telecomunicações	Renda Variável
	Ações Setoriais Energia	
	Ações Setoriais Livre	
	Ações Setoriais Privatização Petrobrás – FGTS	
	Ações Setoriais Privatização Petrobrás - Recursos Próprios	
	Ações Privatizações FGTS – Livre	
	Ações <i>Small Caps</i>	
	Ações Dividendos	
	Ações Sustentabilidade/Governança	
	Ações Livre	Renda Variável + Alavancagem
	Fundos Fechados de Ações	Renda Variável
Cambial	Cambial Dólar	Moeda de Referência
	Cambial Euro	

FONTE: ANBID - DELIBERAÇÃO N. 39 de 03/03/2009