



1290004065

TCC/UNICAMP  
An88a  
IE



UNICAMP

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
Instituto de Economia

**CEDOC - IE - UNICAMP**

**Alocação internacional de ativos dos investidores  
institucionais de 1994 a 2008.**

Helder Ulisses Antoniazi

Monografia apresentada ao Instituto de  
Economia da Universidade Estadual de  
Campinas, como requisito parcial para a  
obtenção do título de Bacharel em Ciências  
Econômicas, sob a orientação do Prof. Dr.  
Marcos Antonio Macedo Cintra.

Campinas, 23 de junho de 2009

TCC/UNICAMP  
An88a  
1290004065/IE

**CEDOC - IE - UNICAMP**

**Resumo:** A partir da década de 1990, a gestão do estoque de riqueza dos investidores institucionais, teve um forte desenvolvimento, implicando em mudanças nas estratégias de investimento. O aumento da concorrência entre estas instituições forçou-os a alocar parte cada vez maior em ativos que pudessem maximizar o retorno em menor tempo. Desta forma, seus portfólios ficaram expostos a riscos mais elevados. Esta redução de aversão ao risco já foi observada na hipótese da instabilidade financeira de Minsky, segundo a qual “a estabilidade é desestabilizante”, ou seja, ao longo do ciclo econômico, os agentes tendem a buscar ativos mais arriscados. A partir desta perspectiva, este trabalho procura discutir o desenvolvimento desses agentes no período de 1994 até 2008 à luz da Hipótese de Instabilidade Financeira de Minsky.

**Palavras-Chave:** Investidores Institucionais, Alocação de Ativos, Volatilidade, Minsky, Hipótese da Instabilidade Financeira.

# Agradecimentos

Muitas pessoas foram importantes na construção deste trabalho. Em primeiro lugar meus pais, Adenir e Sônia, que me apoiaram nas adversidades diárias da compatibilização de uma vida de estudos e trabalho. Meu irmão Kleber, por também estar sempre disponível quando precisei.

Agradeço também todos os professores do Instituto de Economia da Unicamp, que contribuíram para a minha formação, em especial para aqueles que tive o prazer de ser aluno, enriquecendo e amadurecendo meu conhecimento. Especialmente, agradeço meu orientador Marcos Antonio Macedo Cintra, pela orientação na construção do tema, pelo fornecimento dos textos, pelo profissionalismo, paciência, estímulo e atenção às minhas dificuldades. Sem sua ajuda a realização deste trabalho não teria sido possível.

Agradeço também os colegas de trabalho da BM&FBovespa, sempre prestativos, o que facilitou compatibilizar o trabalho com os estudos. Agradeço especialmente o Leandro, colega de trabalho que me auxiliou na construção desta versão final, com dicas substanciais e a Raquel, que me incentivou e forneceu outras fontes complementares para meu estudo.

Não posso deixar de reconhecer a enorme gratidão que tenho pelos meus sogros Samir e Maria Eugênia e minha cunhada Flávia por terem me acolhido e apoiado em São Paulo, e colocado no mundo a Paula. Agradeço a esta incrível mulher pelo seu companheirismo, suporte, incentivo e carinho, fundamentais para ter superar o desafio posto por este estudo.

# Sumário

1. Introdução .....	5
2. Minsky e o “capitalismo administrador de dinheiro” .....	8
2.1. Classificando os Investidores Institucionais .....	14
2.1.1. Os investidores institucionais baseados no mercado.....	14
2.1.1.1. Fundos <i>Hedge</i> .....	15
2.1.1.2. Fundos de investimento .....	15
2.1.2. Os investidores institucionais previdenciários .....	16
2.1.2.1. Fundos de pensão privados .....	16
2.1.2.2. Seguradoras .....	17
2.2. O desenvolvimento da gestão especializada .....	17
3. Estratégias, riscos e impactos nos mercados financeiros.....	32
4. Considerações finais.....	39
5. Referências bibliográficas .....	41
6. Anexos .....	44

# 1. Introdução

No mercado financeiro internacional contemporâneo, alguns atores têm ganhado importância na gestão da riqueza, em detrimento de outros intermediários financeiros. A maioria dos ativos financeiros das economias mundiais, sobretudo a norte-americana, tem sido administrada de forma profissionalizada por instituições especializadas, os chamados investidores institucionais.

A partir do momento que estes gestores se mostraram eficientes em efetuar ganhos de capital, as famílias foram atraídas por estas novas formas de poupança. Para Cerqueira (2000, p.1),

“O crescimento do mercado de capitais é sempre associado à institucionalização da poupança. Assim, a concentração das poupanças individuais em fundos coletivos acabou determinando uma redução do papel dos bancos e a crescente participação dos investidores institucionais no financiamento da economia”

Trabalho divulgado pela Organização das Nações Unidas (ONU, 2007) confirma essa tendência mundial: “o crescimento demográfico somado a crescente sofisticação dos instrumentos financeiros e mudanças nos arranjos institucionais de muitos países levaram ao aumento da presença destes agentes nos mercados financeiros”. A ONU revela que o aumento da poupança das famílias está sendo direcionado principalmente para estes gestores.

A crescente importância dos investidores institucionais mudou significativamente as condições de operação do sistema financeiro, como ressalta Carvalho et al. (2000). Por um lado, eles estão se tornando muito importantes nos mercados financeiros globais, uma vez que seus patrimônios geridos vêm alcançando rapidamente àqueles do sistema bancário. Por outro lado, suas negociações no mercado financeiro podem ser fontes de instabilidade nos mercados globais como confirma a ONU (2007).

As negociações que envolvem a gestão profissionalizada da riqueza têm como objetivo principal a “maximização do valor dos investimentos efetuados pelos cotistas”, como destaca Cintra (1997, p.10). É por meio dos ganhos de capital que os ativos dos investidores institucionais crescem. Se, de um lado, os ganhos elevam o patrimônio administrado pelos fundos, de outro, a rentabilidade atrai demais poupadores para se tornarem novos cotistas.

Contudo, esta atitude tem diminuído a percepção de risco destes agentes. A proporção investida em ativos alternativos tem crescido em detrimento dos investimentos em títulos de renda fixa, que carregam um risco menor. Dessa forma, a Hipótese de Instabilidade

Financeira formulada por Hyman Minsky nos fornece o arcabouço teórico exato para a explicação tanto do comportamento dos agentes como para a eclosão de crises na economia.

Mudanças institucionais fortalecem esta tendência. Instituições tradicionalmente conservadoras, como os fundos de pensão estão oferecendo planos de previdência nos moldes dos contratos de fundo mútuos. A “promessa” deixa de ser um benefício futuro definido, para ser proporcional a rentabilidade da carteira do fundo. Desta maneira os gestores transferem o risco para o indivíduo poupador, permitindo a exposição da carteira em ativos mais arriscados que aumentem os ganhos de capital, portanto os benefícios futuros dos poupadores. Na classificação de Minsky, os agentes vão corroendo suas margens de seguranças, – passando de *hedge* para especulativo e no auge do ciclo, para Ponzi – fato que se configura como *causa causans* da instabilidade. Ou seja, a instabilidade é gerada endogenamente.

Estas mudanças institucionais seguiram o processo de desregulamentação financeira que reduziu ou removeu algumas limitações dos setores de gestão de riqueza, abrindo caminho para a busca de oportunidades e expansão de investimentos em mercados mais rentáveis, por meio da diversificação de portfólio dos investidores. Como explica Cintra (1997, p. 14):

“... a liberalização e a desregulamentação monetária e financeira dos Estados Unidos potencializaram o processo (...) de institucionalização da poupança...”

Este estudo tem por objetivo discutir a evolução da gestão institucional da riqueza internacional à luz da teoria de Minsky. Acredita-se que as alocações de portfólio, advindas de estratégias de investimento cada vez mais agressivas, tenderam a selecionar ativos com maiores volatilidades e riscos mais elevados, que podem gerar instabilidade financeira nos mercados. Serão discutidos quais os principais fatores que contribuíram para esta tendência.

A segunda seção apresenta o modelo de fragilidade financeira de Hyman Minsky, que fundamenta, no plano teórico, a análise desenvolvida no presente trabalho. Partiremos principalmente do estudo de seus intérpretes para que possamos demonstrar a importância que a Hipótese de Instabilidade Financeira exhibe, e sobretudo, a relevância que o estudo dos ciclos econômicos, resultantes de tal hipótese, tem para a avaliação comportamental dos investidores institucionais. Trataremos do arcabouço teórico que nos dá luz para explicar por que na fase de expansão do ciclo econômico, a percepção dos agentes econômicos quanto ao risco se reduz.

A terceira seção define brevemente quem são os investidores institucionais, como surgiram e se desenvolveram. Será descrito como estas transformações financeiras afetaram

as alocações de investimento destes agentes e provocaram modificações na gestão dos patrimônios daquelas instituições.

Trataremos de estudar como os processos de desregulamentação financeira dos mercados, das mudanças institucionais nos investidores e da busca pela maximização da taxa de retorno sobre o capital investido incentivaram o comportamento menos avesso ao risco na alocação de ativos. Articularemos os principais argumentos que justificam a tendência analisada.

A quarta seção elucida como o risco e a volatilidade podem ser observados nas carteiras destes gestores. Será argumentado que os investidores institucionais podem estar estimulando a volatilidade nos mercados e tolerando um risco superior em suas carteiras, algumas vezes provocado por eles mesmos. O aumento da presença dos investidores institucionais nos mercados acionários aumentou a volatilidade do preço das ações, dado o aumento na quantidade e no volume das negociações.

Portanto, as transformações nos mercados mundiais acabaram por incentivar a “institucionalização das poupanças”, que encontrou no aumento da fragilização dos mercados financeiros, seu aspecto contraditório.

As informações analisadas reúnem quatro grandes regiões financeiras de destaque: os Estados Unidos (EUA), o Reino Unido, o Japão e a Zona do Euro (Eurozona). Por questões metodológicas, neste trabalho farão parte da Zona do Euro quinze países: Alemanha, Áustria, Bélgica, Chipre, Eslovênia, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Malta, Países Baixos e Portugal.

O principal fator que determinou esta disposição de informações é a maneira utilizada pelas próprias entidades oficiais. Enquanto a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) disponibiliza os dados separados por países, o Banco Central Europeu dá a possibilidade de unir os países da Zona do Euro. Como definido pela OCDE (2003), os dados nacionais tratam das instituições que residem na região estudada tendo algum interesse no território, incluindo entidades locais ou estrangeiras que operam e são regulados no mercado doméstico.

## 2. Minsky e o “capitalismo administrador de dinheiro”

Hyman P. Minsky, um dos mais importantes representantes da escola pós-keynesiana, estudou com profundidade a dinâmica financeira e estabeleceu a relação entre as estruturas financeiras e as flutuações econômicas. À sua teoria deu o nome de Hipótese da Instabilidade Financeira, na qual postula que a instabilidade é gerada de maneira endógena ao sistema. Nesta seção partiremos, principalmente do estudo de seus intérpretes para que possamos demonstrar a importância que a Hipótese da Instabilidade Financeira exibe, e sobretudo, a relevância que o estudo dos ciclos econômicos, resultantes de tal hipótese, tem para a avaliação comportamental dos investidores institucionais (a ser estudado na próxima seção).

De acordo com Papadimitriou (2004, p.15)

*“It is a theory of business cycles connecting financial conditions of firms and markets to investment and in which coordination failures exist”*

Para Minsky, uma economia que se caracterize pela sofisticação, complexidade e contínua evolução, a qual deu o nome de “Paradigma de Wall Street” (se opondo ao “Paradigma da feira de aldeia”, no qual se julga a moeda e as relações financeiras como secundárias em uma economia de troca) está marcada pela alternância de períodos de euforia com os de pânico. Seu argumento é que o próprio comportamento dos agentes gera esses distúrbios. Como coloca Deos (1997, p. 30), “o que vemos, em outras palavras, é como o modelo relaciona a instabilidade macroeconômica à teoria financeira do investimento”.

Minsky inicia a Hipótese da Instabilidade Financeira com a teoria financeira do investimento, que perpassa pela teoria da decisão de portfólio. Para ele, cada agente é caracterizado por seu portfólio e o rendimento pode advir tanto de ativos de capital como financeiros. Aliás, “[no] comportamento das expectativas de rentabilidade dos ativos (Q), prevalece em Minsky a idéia de que estas são altamente subjetivas. (...) Ao longo do ciclo, e especialmente em sua fase descendente, as expectativas são passíveis de revisão brusca” (Lourenço, 1999, p.19).

Uma característica relevante para a decisão do portfólio é que Minsky introduz um custo de manutenção a todos os tipos de ativos, o qual pode ser entendido como “compromisso de pagamento exigido do passivo que ‘carrega’ (ou seja, financia) qualquer ativo” (Deos, 1997, p. 33). Além disso, a escolha da carteira perpassa pela escolha da composição entre ativos com diversos graus de liquidez e mais importante, que essa escolha está cercada por condições de incerteza. Com isso, o autor relaciona investimento ao financiamento, o que se mostrará a base para sua teoria endógena de ciclos e crises.

Dessa forma, é preciso que os agentes compatibilizem o retorno esperado do ativo com o custo contratual do passivo; é com esse fato que Minsky criará a taxonomia para o comportamento dos agentes.

Adentrando na teoria da determinação do investimento, observamos que ela baseia-se na análise do modelo de dois preços, o preço para ativos de capital e preço para produtos correntes. Os preços dos produtos correntes são decorrentes dos fatores de produção próprias da economia (custos de salários dos empregados etc.). Já os preços dos ativos de capital são dados pela capacidade de gerar lucros por meio de sua utilização. Por isso, o empresário que visa lucro irá investir somente se o preço de demanda de um bem de capital superar seu preço de oferta, determinando, assim, o volume de investimento de uma economia. Este, por sua vez, é crucial para a determinação do montante de lucro auferido e distribuído. “Por isso, na decisão de investir e financiar o investimento, tanto o empresário como o ‘banqueiro’ estão especulando a respeito do comportamento futuro do fluxo-de-caixa da firma – que é, em última instância, a fonte de pagamento da dívida – e do mercado financeiro, ao qual se recorrerá caso haja necessidade de refinanciar os débitos” (Deos, 1997, p. 35).

Posto isso, falaremos das taxonomias das estruturas financeiras dos agentes. As três posturas enunciadas por Minsky são: a) *hedge*, na qual se espera que os fluxos de entrada casem com os fluxos de saída em cada período, não havendo, portanto, descasamento de prazos; b) especulativa, em que os agentes devem postergar suas obrigações, pois espera-se que os fluxos de entrada durante alguns períodos devam apenas cobrir a taxa de juros; c) *Ponzi*, na qual o fluxo de entrada esperado não é suficiente para cobrir a taxa de juros, o que significa o agente deve emitir dívidas para que no fim de cada período consiga capitalizar os juros (ou terá de vender ativos), por conseguinte, a dificuldade aqui é que o descolamento de prazos entre ativos e passivos acontece para todos os períodos.

Essas estruturas nos dão o grau de fragilidade financeira de cada agente e, o peso que cada postura tem no sistema é que determina a instabilidade em que se encontra a economia. Ou seja, caso a economia seja marcadamente dominada pelas estruturas especulativa ou Ponzi, ela estará mais vulnerável à instabilidade. A segunda das posturas confere potencial de instabilidade à economia, pois se um agente que anteriormente se encontrava nessa posição pode passar à Ponzi, se, *ceteris paribus*, quando refinanciar sua dívida, encarar taxa de juros mais elevadas ou não encontrar mais disponibilidade no mercado de crédito, por exemplo.

A questão que se faz relevante a partir de então é o que determina a predominância de uma postura e quais são os motivos que levam a uma possível reversão do *status quo*.

No momento de expansão do ciclo, observa-se que os agentes passam a julgar suas margens de segurança excessivas, junto a isso há a expectativa de que o futuro será virtuoso, então eles se predispõem a tomar mais riscos, o que acaba por corroer as estruturas de endividamento. A menor aversão ao risco vai levando os agentes da postura *hedge* para a especulativa e, desta para a Ponzi.

A expansão abre espaço para as inovações financeiras que buscam abocanhar qualquer nova oportunidade de lucro (podendo se tornar fato gerador de bolhas especulativas), ou seja, “o financiamento da demanda de investimento por meio de novas técnicas significa a geração de demanda acima daquela permitida pelo existente estado de tranquilidade” (Minsky, 1986<sup>a</sup>, p. 178 *apud* Ferreira, 1998). Voltaremos a esse ponto no que tange à sua contribuição para um novo estágio de capitalismo.

O sistema se encontra deveras fragilizado quando essa corrosão se reflete na maior concentração na terceira e mais alavancada das estruturas, a Ponzi. Isto é, no estágio de euforia, o cumprimento dos compromissos levará a uma alteração na disposição a emprestar e a tomar emprestado, ou seja, banqueiros e clientes mudarão suas expectativas em relação a sua capacidade de pagamento e com elas virá uma mudança no portfólio ao aceitar maior alavancagem e ativos menos líquidos. Isso ainda levará, possivelmente, a uma inflação nos preços dos ativos. É aqui que Minsky cria seu aforismo de que a estabilidade é desestabilizante.

Entretanto os bancos não chancelam progressivamente a maior alavancagem, pelo contrário, “o simples aumento da relação recursos emprestados/recursos internos de seus clientes aumenta o grau de risco de novas aplicações que ampliem sua exposição, o que tende a levar as instituições financeiras a posições mais conservadoras – refletindo em maiores taxas de juros, prazos de pagamentos mais reduzidos etc.” (Colistete, 1989, p.9).

Inicia-se um período de aumento da incerteza, de maior preferência pela liquidez e de reavaliação das informações. Observa-se uma queda no nível de investimento, fazendo cair os lucros. Esta, por sua vez, trará dificuldades para saldar as dívidas e levará os agentes a se desfazerem de seus ativos para fazer frente às obrigações. Este é o momento de inflexão do ciclo, “o fim do *boom* se anuncia quando a percepção de maior risco por parte do sistema financeiro faz aumentar a taxa de juros. Desde que o futuro é incerto, um evento não previsto pode ocorrer repentinamente, como a quebra de uma grande companhia ou banco, fazendo com que expectativas otimistas que se desenvolveram durante o *boom* sejam submetidas à revisão significativa” (Santos, 2005, p.10). O que se segue é um processo de deflação dos ativos, que reforça ainda mais o momento de baixa do ciclo.

Como coloca Minsky (1982, p. 131 *apud* Ferreira, 1998):

“supomos que dois tipos de períodos podem ser distinguidos: um no qual crenças são mantidas com confiança em relação à probabilidade de estados alternativos da natureza ocorrerem dentro de algum horizonte de tempo; e um segundo no qual tais crenças são muito inseguras... Durante este segundo período, quando a denominada incerteza de ordem superior está presente, baixos valores relativos são atribuídos a ativos cujo valor nominal depende do desempenho da economia [refere-se a ativos de capital, ações, ativos financeiros]. Em períodos de incerteza de ordem superior, ver-se-á portfólios mudando para ativos que oferecem proteção contra grandes declínios nos valores nominais [basicamente moeda e títulos públicos]. Embora flexibilidade seja quase frequentemente uma virtude, o prêmio sobre ativos que permitem flexibilidade será maior em tais períodos de incerteza de ordem superior”.

Passado o momento de pânico, marcado por falências, deflação de ativos, rearranjos institucionais, a estabilidade volta a aparecer e assim se engendrarão novas condições para outra possível reversão do ciclo. Como coloca Lourenço (1999, p. 37), “Com o tempo, os movimentos tendem a amortecer e infletir, dando lugar ao aparecimento de tendências cumulativas em sentido contrário. O resultado é um sistema eminentemente cíclico. [Ademais,] a inflexão que marca a passagem de um movimento cumulativo de caráter expansionista para um de características recessivas tende a ser relativamente mais brusca que a inflexão em sentido contrário”.

Vale ressaltar aqui – embora não seja o escopo do presente trabalho – que Minsky vê duas instituições, o *Big Government* e o *Big Bank*, como amortecedoras da crise. Para ele, o *Big Government* deve incorrer em déficit para tentar sustentar a demanda agregada. Entretanto, acredita que sozinho não mitigará os efeitos da crise, precisando do *Big Bank* em sua função de prestador de última instância, salvando aquelas instituições que correm risco de falência, impedindo a deflação dos ativos e reduzindo os *defaults*. Adiciona ainda à segunda instituição a tarefa de exercer um papel cerceador, de modo a coibir que as posturas especulativas e Ponzi voltem a dominar o cenário econômico.

Por fim, é importante ressaltar no desenvolvimento teórico de Minsky, que o autor assistiu, nos anos 1990, a consolidação do que chamou de “*money manager capitalism*”, fato esse em que “as inovações se tornam armas permanentes na concorrência entre as instituições financeiras” (Lourenço, 2006, p. 450), assim como, “os proprietários imediatos de uma proporção muito grande dos passivos das empresas – especialmente das maiores empresas – são instituições que gerenciam o dinheiro no interesse de um grupo de titulares. As principais

instituições gestoras do dinheiro são fundos de pensão, fundos mútuos e os departamentos de negócios dos bancos (...)” (Minsky, 1992, p. 28 *apud* Lourenço, 2006).

Diante disso, a Hipótese da Instabilidade Financeira encara, modernamente, novas fontes para o financiamento dos investimentos que não apenas os oriundos dos bancos comerciais.

Esse “capitalismo administrador de dinheiro” emergiu após a Segunda Guerra Mundial. Em parte, se configurou como o resultado da evolução de práticas financeiras dirigidas à especulação – aspecto central na Hipótese de Instabilidade Financeira (Whalen, 1997). Para Wray & Tymoigne (2008), o “*money manager capitalism*” é “*a much more unstable version of modern capitalism*” (p. 19).

Nas palavras de Minsky (1996, p.3), “*Characteristics of money manager capitalism are:*

- *almost all business is organized as corporation*
- *dominant proportions of liabilities of corporations are held either by financial institutions, such as banks and insurance companies, or by*
- *mutual and pension funds*
- *the intrusion of a new layer of intermediation, the pension and mutual funds, into the financial structure is prevalent*
- *funds are bound only by contract as to what assets they can own and what activities they can engage in*
- *the stated aim of fund managers is to maximize the value of the investments of the holders of liabilities*
- *the performance of a fund and of fund managers is measured by the total return on assets, a combination of dividends and interest*
- *received and appreciation in per share value”*

O outro motivo pelo qual Minsky cunha esse nome para o novo estágio do capitalismo se deve ao fato de que ele é “*also partly a product of institutional innovations that dramatically altered the control of corporate equities and bonds: as the label “money manager” capitalism suggests, central to this new stage are institutions that manage large portfolios of financial instruments*” (Whalen, 1997, p. 522). Ademais, o objetivo precípua dos “*money managers*” é a maximização do valor investido.

Minsky ainda observa que nesse novo estágio há mais espaços para fusões, aquisições, como para as operações “*leveraged buyouts*” e, ele é internacional tanto para as contribuições recebidas pelos fundos como para os ativos detidos.

Dois dos pontos mais importantes desse novo estágio do capitalismo tratam das conseqüências de tal desenvolvimento: a) houve uma intensificação da incerteza tanto no investimento como na produção; b) os administradores das empresas, hoje em dia, estão muito mais sujeitos às pressões exercidas pelos acionistas para que as ações se valorizem (já que a meta é a máxima valorização dos ativos). Em outras palavras, antes os administradores tinham mais independência dos acionistas para gerir as corporações, ao dar mais ênfase na preocupação com a saúde financeira das empresas. Os administradores atuais são pressionados pelas lógicas de curto prazo de valorização da ação, como se esse fosse o grande objetivo das empresas. Ou seja, “*the main purpose of those who controlled corporations was no longer making profits from production and trade but rather to assure that the liabilities of the corporations were fully priced in the financial market*” (Noland, 2001).

Neste novo estágio do capitalismo surgiram os investidores institucionais, novos agentes financeiros que transformaram o cenário econômico global. O crescente volume de ativos geridos impactou nas estratégias de alocação de ativos dessas instituições, daí deriva a importância de seu estudo. A seguir, definiremos esses novos atores mundiais, seu desenvolvimento nos principais mercados de administração de riqueza e como o aumento da sua importância afeta não só a dinâmica dos preços dos ativos como também a estabilidade dos mercados financeiros.

Os investidores institucionais são definidos como instituições financeiras especializadas em administrar poupanças coletivas tendo um objetivo específico em termos de risco e retorno. Têm sua origem no interesse de formar um *pool* de investidores que possam ter rendimentos melhores sob a gestão mais eficiente de profissionais do mercado.

O berço desses atores globais foi a economia norte-americana. Segundo o Investment Company Institute (2009), oficialmente o primeiro fundo mútuo foi instituído 1924 em Boston, Estados Unidos. Porém, eles alcançaram maior destaque mundial no *money manager capitalism*:

“... o *money manager capitalism* introduz um novo padrão de intermediação e de gestão de riqueza na estrutura do sistema financeiro americano” (Minsky, 1992 *apud* Cintra 1997, p. 10).

Esse novo estágio é associado a “institucionalização da poupança” que tem elevado a presença dos investidores institucionais nos mercados financeiros. Segundo Blommestein e

Funke (1998), muitos fatores têm sido cruciais para impulsionar esse crescimento e se faz importante destacar quatro deles: o envelhecimento da população, que produz uma demanda crescente pela gestão profissionalizada da riqueza; o progresso tecnológico que aumentou a capacidade do setor de serviços financeiros de processar maiores volumes de informações e gerir capitais rapidamente a custos reduzidos; a desregulamentação do sistema bancário e dos mercados de capitais desde 1980, a qual aumentou a competição entre bancos e outras instituições financeiras e aboliu as restrições aos fluxos de capitais internacionais e; por fim, a redução da demanda por depósitos bancários que foram substituídos por formas de poupança mais orientadas pelo desempenho e com maiores benefícios fiscais.

## ***2.1. Classificando os Investidores Institucionais***

Os tipos de investidores institucionais podem ser separados de acordo com sua orientação para investimento. O estudo de Camara (2004) classifica os investidores institucionais em duas categorias: investidores baseados no mercado<sup>1</sup> e investidores previdenciários<sup>2</sup>. Há, todavia, outros tipos de investidores institucionais que não serão considerados neste trabalho, uma vez que seu volume de ativos não é representante; as empresas de Capital de Risco (*Venture Capital*), as empresas de *Private Equity* e as Fundações do chamado “Terceiro Setor”.

### **2.1.1. Os investidores institucionais baseados no mercado**

São motivados principalmente pela maximização do lucro financeiro, como explica Freitas (1997). Para atrair recursos das famílias, eles se esforçam para oferecer retornos maiores que os ativos de renda fixa. As estratégias de alocação para tal objetivo divergem consideravelmente, mas todas têm em comum uma exposição maior em investimentos mais arriscados.

---

<sup>1</sup> Traduzido do original “*market-driven investors*”.

<sup>2</sup> Traduzido do original “*multilateral investors*”, que tem o sentido de constituir fundos previdenciários.

### 2.1.1.1. Fundos *Hedge*

Cintra (1997) explica que estes fundos se originaram como fundos mútuos que utilizavam diversas estratégias para proteger (*hedging*) o capital investido contra a excessiva volatilidade de preços. Inicialmente, foram constituídos com o objetivo de proteger o capital investido, como ressaltou George Soros<sup>3</sup>, utilizando-se de operações *hedge* (de minimização de risco e proteção do portfólio), para que seu patrimônio não fosse reduzido com as oscilações do mercado. Entretanto, tornaram-se mais especulativos, dado que compunham maior parcela de seus ativos por ações, títulos de dívida menos líquidos e outros ativos de risco mais elevado.

Seus ativos são administrados ativamente, isto é, os gestores utilizam estratégias de gestão próprias, sem *benchmark* definido pelo mercado. As estratégias envolvem negócios em Bolsas de Valores, mercadorias, derivativos, moedas, entre outros. Utilizam-se técnicas como arbitragem, *long/short* (operações compradas e vendidas casadas) e direcional (baseada em análises econômico-financeiras), todas orientadas para o desempenho dos ativos no curto prazo. Em muitos fundos o resgate de cotas é mais rígido e possui permanência mínima do recurso aplicado, já que ao utilizarem de alavancagem, possuem descasamento de prazos de vencimento entre ativos e passivos.

### 2.1.1.2. Fundos de investimento

Os fundos de investimento concentram a poupança individual de pessoas através de companhias de investimento (*asset managements* independentes ou de bancos, *boutiques* de investimento). Esses fundos investem, basicamente, em ativos de renda fixa e ações. São mais flexíveis quanto ao resgate de cotas, principalmente quando são fundos abertos.

A maioria dos tipos de fundos mútuos é aberta, isto é, os indivíduos podem aplicar e resgatar seus recursos a qualquer momento. Uma vez que os fundos abertos têm alta liquidez, suas performances acabam sendo prejudicadas, como revela Camara (2004). Não obstante, este autor considera como fundos de investimento somente os fundos mútuos abertos e fundos do *money market*, na definição do Investment Company Institute.

Fundos podem ser ativamente ou passivamente administrados. De acordo com Railo (2000), o primeiro tipo emprega gestores que compram, segundo critérios próprios, ativos

---

<sup>3</sup> Fala publicada na matéria “*Soros says hedge funds forgot cardinal rule*” (de Isabelle Clary) no jornal Pension & Investments em 13 de novembro de 2008. Disponível em: [www.pionline.com](http://www.pionline.com)

subvalorizados para vendê-los com lucro posteriormente. Já os fundos passivos, não são baseados em expectativas de valorização de ativos, mas acompanham os movimentos do mercado (*benchmarking*), como os fundos indexados, que seguem o desempenho de um índice de ativos preestabelecido, como o S&P 500, Ibovespa, o EMBA+, entre outros.

## **2.1.2. Os investidores institucionais previdenciários**

Na maioria das vezes estão associados a empresas e sindicatos, mas podem também ser independentes ou ligados a uma instituição bancária. Tem como principal objetivo concentrar recursos por meio de contribuições de indivíduos que desejam obter um benefício futuro.

### **2.1.2.1. Fundos de pensão privados**

Os fundos de pensão privados pressupõem a constituição de reservas que serão capitalizadas e caracterizam-se por serem de filiação facultativa. Podem ser autônomos quando geridos por uma entidade gestora ou vinculados a organizações privadas, principalmente empresas, sindicatos ou associações de classe. Neste caso, os recursos dos funcionários de empresas ou membros do sindicato e associações são unidos para investir diretamente nas principais categorias de ativos: títulos de dívida privada ou pública, ações, depósitos e através de outros fundos, detendo suas cotas.

Segundo o Bank of International Settlements (BIS, 2007), os planos de pensão podem ser divididos em dois tipos: benefício definido (BD) e contribuição definida (CD). No primeiro, o contrato define previamente a contribuição do patrocinador, que depende de fatores como anos de serviço e previsão dos benefícios futuros. Freitas (1996) explica que neste plano, o risco de insolvência é assumido integralmente pela empresa patrocinadora. Já nos planos CD, o patrocinador se compromete a pagar uma proporção fixa do salário e o valor da aposentadoria irá variar de acordo com a contribuição e o desempenho do fundo. Neste caso, o risco é assumido pelo trabalhador. De acordo com o BIS (2007), os planos BD são a grande maioria nos países estudados.

Desde a constituição destes fundos, as leis que regulavam este setor nos países estudados foram eliminando as restrições e reduzindo limites. Nos últimos anos, além de investirem em fundos mútuos, os fundos de pensão de alguns países investiram pequena parte

de seus recursos em fundos *hedge*, o que ameaçou seu o propósito básico: garantir segurança, transparência e integridade do capital.

### **2.1.2.2. Seguradoras**

Apesar de os seguros também concentrarem recursos, assegurar, essencialmente, tem o significado de garantir e não de lucrar. Em virtude disto a grande maioria das companhias de seguro não é guiada pelas oportunidades do mercado como são os fundos de investimento. Nos últimos anos, algumas seguradoras como o American International Group (AIG), ampliaram a exposição em ativos mais arriscados, uma vez que seus prêmios são maiores. Quando comparados aos fundos de pensão, as seguradoras são menos exigentes quanto ao desempenho da carteira, com exceção de alguns casos, como na França onde seguradoras oferecem planos previdenciários (como os fundos de pensão). Neste caso são oferecidos pelas seguradoras contratos de aposentadoria nos mesmos moldes dos fundos de pensão. Muitas companhias de seguro de vida fornecem planos de aposentadoria para as famílias e, portanto tem estruturas semelhantes aos fundos de pensão, segundo o BIS (2007).

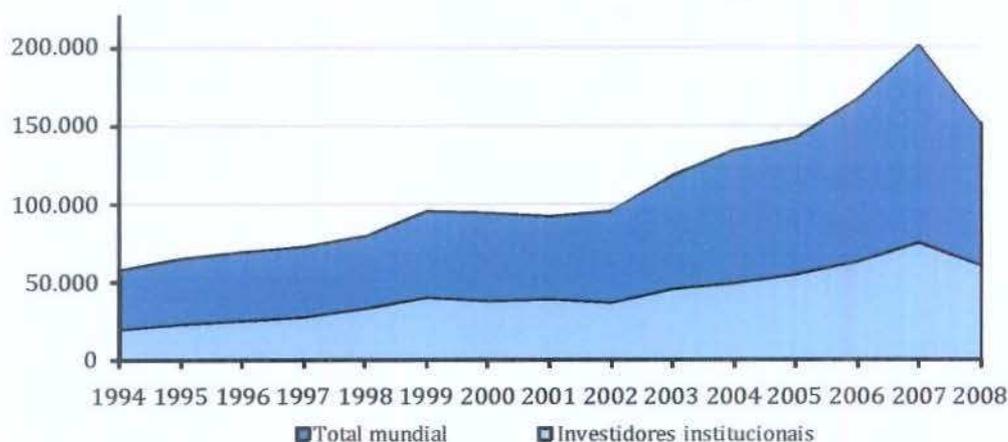
Os ativos dos seguros de vida, acidente e doença, bem como os seguros de não-vida (propriedades e eventualidades) e também das resseguradoras são considerados estatisticamente, neste trabalho, como ativos de seguradoras.

## ***2.2. O desenvolvimento da gestão especializada***

O desenvolvimento dos investidores institucionais na economia global deu-se de forma avançada nos quinze anos estudados. No Gráfico 1, observa-se o ciclo de expansão dos ativos financeiros destas instituições. Segundo informações da OCDE, da International Financial Services London (IFLS) e da McKinsey, sua taxa média de crescimento foi de 10,7% a.a. entre o período de 1994 a 2007, ligeiramente superior a taxa de crescimento dos ativos financeiros mundiais, os quais se elevaram a uma média de 10% a.a. Isto confirma o fato de que estes investidores vêm ocupando o lugar de outras instituições financeiras como administradores da riqueza global. No Gráfico 1, podemos ainda comparar o volume de ativos dos investidores institucionais em relação à totalidade de ativos financeiros globais.

Segundo informações da OCDE, Hedge Fund Research (HFR) e IFSL<sup>4</sup>, o volume de ativos administrados em todo mundo pelos investidores institucionais se elevou de US\$ 20,3 trilhões em 1994 para a máxima histórica de US\$ 76,2 trilhões em 2007. Tal volume representou respectivamente 35% e 37,9% do total de ativos financeiros geridos nos mercados mundiais<sup>5</sup> e 218% e 370% do PIB mundial, segundo dados do Fundo Monetário Internacional (FMI)<sup>6</sup>. O que nos leva a entender a importância de estudarmos o desenvolvimento deste setor, que têm cada vez mais impactado o funcionamento dos mercados financeiros.

Gráfico 1. Estoque de ativos financeiros globais



Fonte: IFSL, OCDE, HFR, McKinsey. Elaboração própria.

Nota: Comparam-se todos os ativos financeiros mundiais com os detidos pelos investidores institucionais no mundo todo: fundos mútuos, *hedge*, de pensão, seguradoras. Até 1999 inclui fundações, *private equity*, *venture capital* e outros.

O patrimônio dos investidores institucionais das quatro regiões analisadas neste trabalho (Estados Unidos, Eurozona, Japão e Reino Unido) passou de US\$ 16,2 trilhões em 1994, para mais de US\$ 55 trilhões em 2007. Segundo dados da IFSL (2008), o total de ativos dos fundos de investimento das regiões analisadas alcançou US\$ 21 trilhões; das seguradoras, US\$ 18,1 trilhões; dos fundos de pensão, US\$ 15,9 trilhões.

No entanto, a importância relativa dos investidores institucionais se alterou fortemente ao longo dos anos estudados em todos os países. Segundo dados da OCDE e da IFSL<sup>7</sup>, os fundos de investimento continuam a ser o investidor institucional mais expressivo

<sup>4</sup> Os dados da OCDE (2003) englobam 1994 a 2000. A Hedge Fund Research (2008) publica anualmente uma pesquisa com as informações do setor de *hedge funds*. E o IFSL possui informações sobre os investidores institucionais até 2007 por meio da publicação CBS Fund Management (2008). Detalhes no Anexo A.

<sup>5</sup> Fonte: McKinsey (2008)

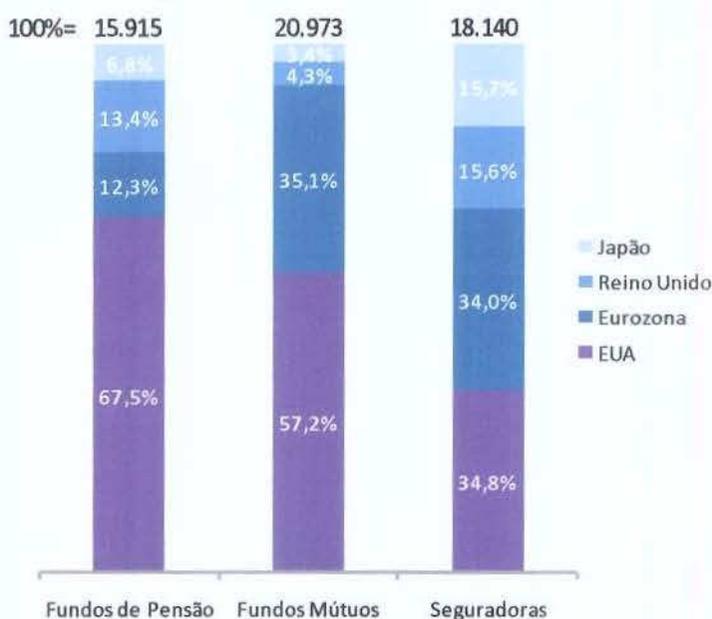
<sup>6</sup> Disponível em [www.imf.org](http://www.imf.org)

<sup>7</sup> As estimativas utilizaram informações das bases de dados da OCDE e International Financial Services London (IFSL), disponíveis no Anexo B.

nas regiões estudadas, representando 38% em 2007, contra 24% em 1994. As seguradoras, por sua vez, perderam espaço, declinando de 41% em 1994 para 33% em 2007. Os fundos de pensão também reduziram seu peso nessas economias, passando de 35% em 1994 para 29% em 2007.

Quando comparamos a importância das regiões na administração global de ativos vemos que, em 2007, no setor de fundos de pensão, os Estados Unidos controlavam 67,5% dos ativos em 2007, mais de cinco vezes acima do segundo lugar, o Reino Unido com 13,4%, como pode ser observado no abaixo (Gráfico 2).

**Gráfico 2. Distribuição geográfica dos investidores institucionais estudados em 2007**



Fonte: IFSL, OCDE, Hedge Fund Research, McKinsey. Elaboração própria.

Nota: Valores em dólar. Conversão de moeda utilizou a cotação do câmbio no último dia útil de 2007.

Os Estados Unidos também dominam o mercado de seguradoras nas regiões analisadas, com 34,8%, um pouco acima do volume administrado na Eurozona (34%). O Japão e o Reino Unido dividem proporções praticamente idênticas na gestão de ativos de seguradoras, com 15,7% e 15,6%, respectivamente. Já os fundos de investimento norte-americanos gerem 57,2% dos ativos dos fundos de investimento das regiões estudadas, seguidos pela Zona do Euro com 35,1%, depois pelos britânicos com 4,3% e por último o Japão com 3,4%.

Segundo estimativas<sup>8</sup>, houve um rápido crescimento dos fundos de investimento nas regiões estudadas, aproximadamente 436% de 1994 a 2007. Essa taxa foi muito superior à

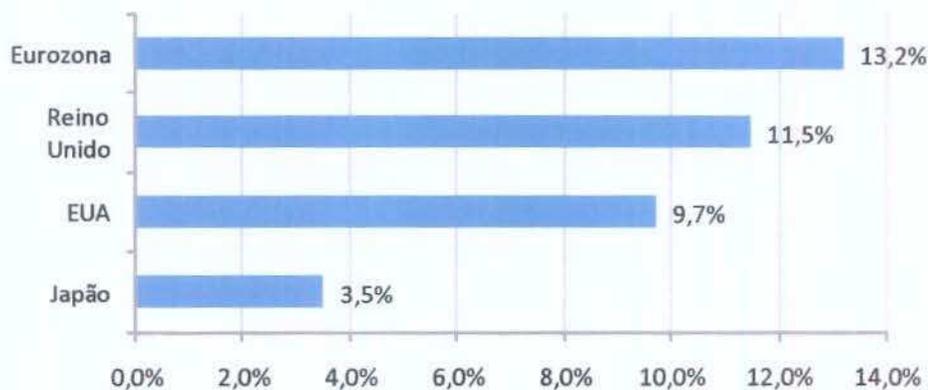
<sup>8</sup> As estimativas utilizaram informações das bases de dados da OCDE e International Financial Services London (IFSL), disponíveis no Anexo B.

taxa de crescimento dos fundos de pensão e das seguradoras durante o mesmo período, 182% e 172%, respectivamente.

O Gráfico 3 mostra a taxa de crescimento do estoque de ativos financeiros em cada região analisada. Os ativos dos investidores institucionais norte-americanos sempre superaram os ativos das demais regiões. Segundo dados da OCDE e do Banco Central Europeu<sup>9</sup>, seus ativos correspondem a mais da metade dos ativos mundiais, visto que é o país onde as transformações econômicas e financeiras foram mais intensas, propiciando maior “institucionalização da poupança”. Contudo, ao longo dos anos estudados, o estoque de ativos financeiros dos investidores institucionais das demais regiões cresceu em ritmo superior, diminuindo a participação americana, a qual passou de 53,8% dos ativos analisados em 1994, para 52,8% em 2007.

Como pode ser visto no abaixo (Gráfico 3), a Zona do Euro teve a maior taxa média de crescimento entre 1994 e 2007, com 13,2% a.a, seguido pelo Reino Unido (11,5%) e depois os Estados Unidos com 9,7% a.a. O Japão perdeu a tradicional posição, detida até 2003<sup>10</sup>, de terceiro maior volume administrado, visto que sua taxa de crescimento anual média foi muito pequena, apenas 3,5% a.a.

**Gráfico 3. Taxa anual média de crescimento do total de ativos dos investidores (a) nas regiões estudadas de 1994 a 2007 (b)**



Fonte: IFSL, OCDE, Hedge Fund Research, McKinsey. Elaboração própria.

Nota: (a) Não inclui fundos *hedge*.

(b) Foram utilizados os anos de 1994 e 2007 pois compreende o período onde há informação para todas as regiões.

<sup>9</sup> Ver Anexo B.

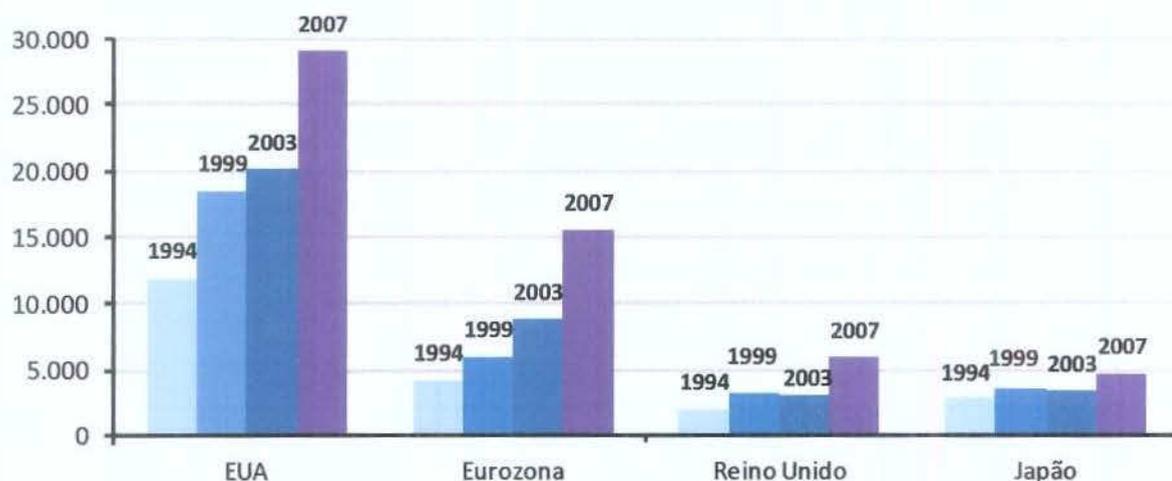
<sup>10</sup> Ver Anexo A.

Os investidores institucionais japoneses tiveram o menor crescimento do volume de ativos. Em 1994 totalizavam US\$ 3 trilhões, segundo a OCDE<sup>11</sup>. Contudo, com a crise asiática, seus ativos se reduziram de US\$ 2,9 trilhões em 1996 para US\$ 2,5 trilhões em 1997. Como sugerido anteriormente, a Eurozona estava crescendo a ritmos superiores aos demais. Como vemos no Gráfico 4, a Zona do Euro e os Estados Unidos possuem os maiores volumes administrados. Em 2007, geriam US\$ 15,6 trilhões e US\$ 28,9 trilhões, respectivamente, mostrando-se muito acima dos demais.

---

<sup>11</sup> Ver Anexo A.

Gráfico 4. Estoque de ativos financeiros dos investidores institucionais estudados



Fonte: IFSL, OCDE, Hedge Fund Research, McKinsey. Elaboração própria.

Nota: Não inclui fundos *hedge*.

Podemos observar na Tabela 1 que alguns tipos de investidores foram ganhando espaço nestas economias em detrimento de outros.

Tabela 1. Participação relativa dos ativos dos investidores institucionais por região

	1994			2007		
	Seguradoras	Fundos de Pensão	Fundos Mútuos	Seguradoras	Fundos de Pensão	Fundos Mútuos
EUA	29,1%	46,2%	24,7%	21,7%	37,0%	41,3%
Eurozona	52,0%	9,5%	38,4%	39,8%	12,6%	47,5%
Reino Unido	45,3%	45,4%	9,3%	48,3%	36,3%	15,3%
Japão	62,9%	22,4%	14,7%	61,2%	23,4%	15,4%

Fonte: IFSL, OCDE, Hedge Fund Research, McKinsey. Elaboração própria.

Em 1994, os fundos de pensão prevaleciam nos Estados Unidos com 46,2% dos ativos norte-americanos. Entretanto em 2007, os fundos mútuos já haviam se tornado os maiores gestores de ativos na região com 41,3% dos ativos, fato observado também na Eurozona, ao ocuparem o lugar das seguradoras que detinham em 2007, 39,8% contra 47,5% dos fundos mútuos. Na economia norte-americana, as seguradoras perderam importância reduzindo sua presença de 29,1% em 1994 para 21,7% em 2007. No Reino Unido, porém, a participação das seguradoras elevou-se 45,3% para 48,3% no mesmo período. Na Eurozona, o setor de fundos de pensão aumentou sua presença de 9,5% dos ativos administrados em 1994 para 12,6% em 2007. No Japão as proporções continuaram praticamente estáveis, os fundos mútuos não se desenvolveram tanto quanto nos demais países, dado que a economia japonesa apresentava baixas taxas de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB).

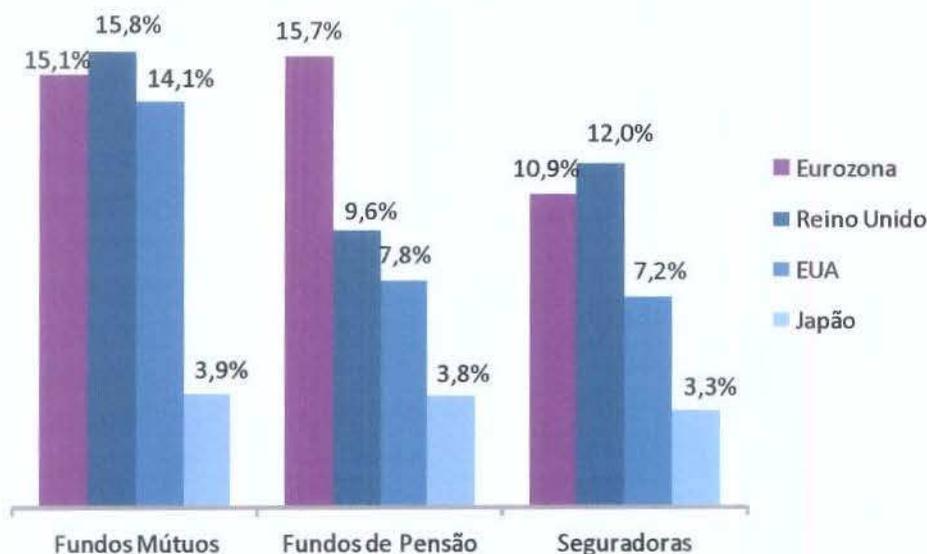
Posto isso, Menkhoff (2002) evidencia que o crescimento dos investidores institucionais foi motivado por lucros privados. Como também afirma Cintra (1997, p.181), “seus objetivos são puramente financeiros e concentrados na valorização trimestral e anual de seus portfólios”. Para os “administradores de dinheiro”, o mais importante é o bom desempenho no curto prazo, uma vez que seus empregos e comissões dependem disso, como observa Freitas (1996, p.91). Suas performances são avaliadas no curto prazo mediante os relatórios de administração, publicados mensalmente ou trimestralmente para os beneficiários. Portanto, para atrair recursos adicionais devem almejar um excelente desempenho.

É por causa de seus desempenhos que estas instituições aumentaram sua importância. Assim como outros agentes econômicos analisados por Fisher (1933), os investidores institucionais puderam elevar seus rendimentos à medida que surgiam novas oportunidades de investimento altamente lucrativas por meio de novos instrumentos financeiros e abertura de novos mercados, que ocorreram no desenvolvimento do capitalismo. Algumas transformações foram fundamentais para o desenvolvimento da gestão institucional do estoque de riqueza, a saber: a liberalização e a desregulamentação dos mercados de capitais e o relaxamento das regras que limitavam os investimentos.

O Gráfico 5 expõe o crescimento de cada tipo de investidor institucional nas economias estudadas, o que se deu de maneira distinta pelas particularidades nacionais. Vemos que uma mesma categoria de investidor institucional tem participações diferentes em cada mercado das regiões analisadas, como foi evidenciado na Tabela 1. Segundo Chan (2007), esta peculiaridade pode ser explicada, em parte, pelos sistemas regulatórios das economias.

Vale destacar as taxas de crescimentos de cada tipo de investidor institucional durante os anos estudados. Os fundos mútuos foram os que mais se destacaram. Eles têm crescido de forma acelerada nos últimos anos. O Gráfico 5 mostra que suas taxas de crescimento foram superiores aos demais investidores, com exceção dos europeus. Podemos ainda apreender do Gráfico 5, que a taxa anual média de crescimento dos fundos mútuos europeus foi de 15,1% a.a., de 1994 a 2007, dos britânicos 15,8%, dos americanos 14,1% e dos japoneses 3,9%. Estas taxas se deram também, pelo fato de os fundos mútuos terem tornado-se veículos de investimento dos fundos de pensão e seguradoras, como será abordado mais adiante. Vale destacar a taxa de 15,7% das seguradoras na Eurozona, ocasionada pelo aumento da oferta de planos de aposentadoria.

Gráfico 5. Taxa anual média de crescimento por tipo de investidor institucional de 1994 a 2007



Fonte: IFSL, OCDE, Hedge Fund Research, McKinsey. Elaboração própria.

Nota: O gráfico limita até o ano de 2007, pois compreende o período onde há informação disponível para todas as regiões.

Bloomestein e Funke (1998) explicam que no Japão o mercado de investimento institucional era muito regulado. Os investimentos permitidos se concentravam em títulos domésticos de renda fixa de alta qualidade enquanto que os demais eram limitados por regras muito específicas na alocação de portfólio. Os autores relatam que, a partir de abril de 1998, o governo tomou diversas medidas para a desregulamentação do setor. Contudo, podemos observar que isto não impulsionou tanto o crescimento das instituições no Japão como dos demais países, visto que sua economia desacelerou na década de 1990 – o que afetou o desempenho de sua Bolsa de Valores. De acordo com o BIS (2007, p.10):

*“In Japan the collapse of asset prices and the prolonged stagnation of the economy in the 1990s put severe pressure on profit margins and hence on the credit ratings of insurance companies. This in turn drove Japanese insurance companies to reduce investment risks by holding more government bonds.”*

Já os regulamentos do setor de fundos de pensão variam entre as regiões estudadas. Algumas delas impõem restrições quantitativas na composição do portfólio, enquanto outras, como os Estados Unidos e o Reino Unido, seguem a lei *prudent man rule*<sup>12</sup>. Segundo o FMI (2004), esta lei exige dos gestores a tomada de decisões de investimento baseadas em o que é conhecido como melhores práticas entre investidores institucionais prudentes. O afrouxamento destes limites, bem como a liberalização financeira trouxeram maior

<sup>12</sup> Segundo Freitas (1996), a regra de prudência definida pelo Employee Retirement Income Security Act (ERISA) requer que o fiduciário dos fundos administre os cursos com as mesmas cautela, prudência, diligência e sabedoria que uma pessoa prudente teria em situação similar.

mobilidade para os investimentos de portfólio internacionais e reduziram os custos de transação dos investidores.

A OCDE (2009) confirma que a alocação de ativos pode ser afetada por limites quantitativos de portfólio. Em alguns países o aumento do investimento em ações e ativos externos durante a última década foi conduzido não somente pela performance dos mercados mundiais, mas também por um relaxamento das restrições de investimento. A citada restrição é mais freqüente em ativos estrangeiros e ações.

Na Europa Continental e no Japão os investimentos dos fundos de pensão são mais limitados que nos Estados Unidos e Reino Unido. No contexto da crescente liberalização dos mercados, houve uma tendência ao aumento dos limites em países das regiões analisadas, acompanhado por elevação na parcela alocada destes ativos por parte dos fundos de pensão.

**Tabela 2. Limites e Alocação de Ativos dos Fundos de Pensão em países selecionados**  
(em porcentagem do total de ativos)

	Ações						Ativos Externos					
	Limite			Alocado			Limite			Alocado		
	1994	2003	2007	1994	2003	2007	1994	2003	2007	1994	2003	2007
Alemanha	20	30	35	21	33	35	4	20	30	3	7	20
Bélgica	85	-	P	22	35	49	-	-	P	36	51	51
Estados Unidos	P	P	P	45	64	67	P	P	P	9	7	15
Holanda	-	-	70	27	44	40	-	-	-	22	72	82
Itália	P	P	P	22	29	32	-	5	-	-	0	-
Japão	30	30	-	23	28	29	30	30	-	12	23	30
Reino Unido	P	P	P	70	57	32	P	P	P	26	23	35

Fonte: FMI (2004), p. 131, Freitas (1996) p. 64, OECD (2009). Elaboração própria

Nota: "P" indica que se aplica a "prudent man rule". Alocação de ações na Holanda inclui ativos externos. Segundo o FMI, em 2003 na Alemanha, o limite de investimento em ativos externos se dividia em 10% para ações e 10% para bônus.

Bloomestein e Funke (1998) afirmam que a inflação baixa e rendimentos menores ainda durante a década de 1990 forçaram os investidores institucionais a tomar riscos adicionais para melhorar seus retornos. Grandes investidores japoneses geralmente preferem investir em ativos externos tomando um risco cambial mais limitado a enfrentar risco de crédito ao investir em bônus corporativos. A Tabela 2 mostra que os fundos de pensão aumentaram os investimentos não só em ativos externos como em ações.

Podemos ver que alguns países da Eurozona também têm aumentado sua alocação em ações e ativos externos. A partir da constituição da Zona do Euro em 1998, houve maior liberalização financeira nos países signatários. Assim sendo, vemos que o limite de investimento em ativos externos, por exemplo, na Alemanha aumentou de 4% do patrimônio

em 1994 para 20% em 2003 e 30% em 2007. Os limites de investimentos em ações também seguiram a tendência, ampliando de 20% em 1994, para 30% em 2003 e 35% em 2007, acompanhado pelo aumento no investimento que saiu de 21% da carteira dos fundos em 1994 para 35% em 2007. A Itália, por sua vez, apesar de não impor regulamentos restritivos, viu seus fundos ampliarem os investimentos em ações de 22% em 1994 para 32% em 2007.

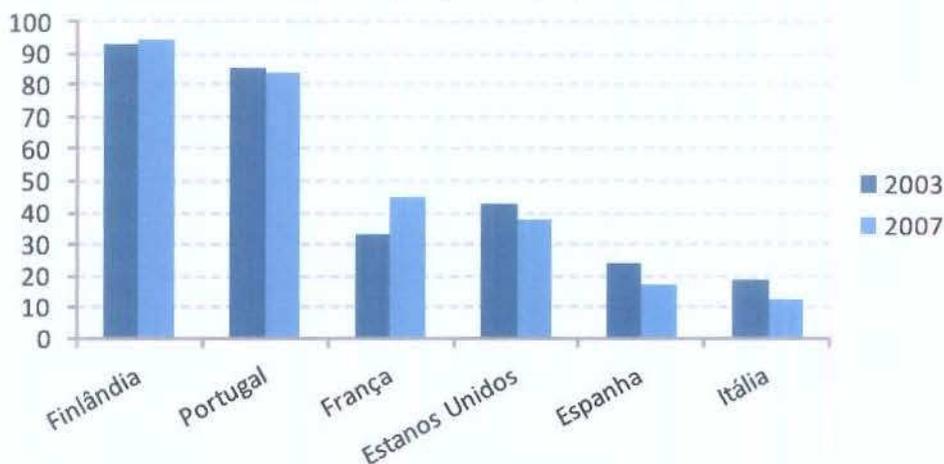
No caso dos Estados Unidos, não há imposição de limites. A alocação em ações e ativos externos vem aumentando ao longo do período analisado. Em 1994, os fundos de pensão norte-americanos alocavam 45% de seus portfólios em ações e 9% em ativos externos (somado ações e bônus emitidos em outros países). Em 2007, elevaram para 67% e 15%, respectivamente. Investimentos em ativos externos por parte dos fundos de pensão são comumente realizados por meio de fundos mútuos e fundos *hedge*, detendo suas cotas.

Apesar de também seguir o “*prudent man rule*”, o Reino Unido é uma exceção na tendência observada. Segundo o BIS (2007), tradicionalmente os fundos de pensão britânicos têm grande exposição a ações, com um portfólio na proporção média de 60% para ações e 40% para bônus. Entretanto, há uma propensão a reduzir o peso das ações na carteira, como pode ser observado na Tabela 2, que passou de 70% em 1995, para 57% em 2003 e 32% em 2007. O BIS esclarece que esta mudança está ligada com a adoção de estratégias de *Liability Driven Investment (LDI)*, ou seja, investimentos orientados ao passivo que tem por objetivo buscar ativos (normalmente títulos de dívida pública) com maturidade próxima ao vencimento dos contratos de aposentadoria.

As seguradoras, por sua vez, segundo o FMI (2005), mantêm uma propensão para ativos domésticos mais elevada que os demais investidores institucionais, devido também a fatores regulatórios.

Ao mesmo tempo, outro fator tem aumentado a exposição dos fundos de pensão para investimentos agressivos: a troca de planos de benefício definido para contribuição definida. Segundo o BIS (2007), tradicionalmente, sistemas de previdência foram projetados como planos com benefício definido. O plano de contribuição definida representava um papel limitado e era tipicamente oferecido para pequenos empregadores. O Gráfico 6 mostra que, em muitos países, os planos BD são maioria, porém em outros está ocorrendo uma mudança gradual para planos CD. Em alguns dos países analisados, planos CD possuem a maioria dos ativos financeiros do setor de fundos de pensão.

Gráfico 6. Ativos dos planos de BD em proporção ao total dos fundos de pensão (em porcentagem)



Fonte: OECD (2009). OECD Global Pension Statistics. Disponível em: <http://stats.oecd.org>.  
Elaboração própria

Como pode ser observado no Gráfico 6, os planos norte-americanos de benefício definido se reduziram fortemente em favor dos planos de contribuição definida. Segundo a OCDE (2009)<sup>13</sup>, nos Estados Unidos, os ativos dos planos BD encolheram 22 pontos percentuais, de 60% do total de ativos dos fundos de pensão privados em 1985 para 38,1% em 2007. Podemos perceber no mesmo gráfico, a ocorrência de tendência similar na Itália e Espanha. Na Itália, por exemplo, a parcela de ativos destes planos reduziu de 18,4% em 2003 para 12,1% em 2007. Este deslocamento foi ocasionado por um decreto italiano que fechou todos os planos de benefício definido para novos entrantes. Na Espanha, do total de ativos dos fundos de pensão, 98,7% são detidos por planos de contribuição definida, conforme dados da OCDE (2009). Já na Grécia, eles contemplam a totalidade dos planos.

Em geral, a tendência para planos de contribuição se deu pela maior mobilidade que possuem. Nestes planos há portabilidade dos recursos dos trabalhadores, ou seja, ao mudarem de empresa, podem transferir a aposentadoria para outra instituição que ofereça o mesmo tipo de plano. Além disso, planos de CD melhoram a transparência dos fundos de pensão. Ao contrário dos planos de contribuição definida, os planos de benefício definido além de não serem portáveis, penalizavam o trabalhador que possuía pouco tempo de serviço.

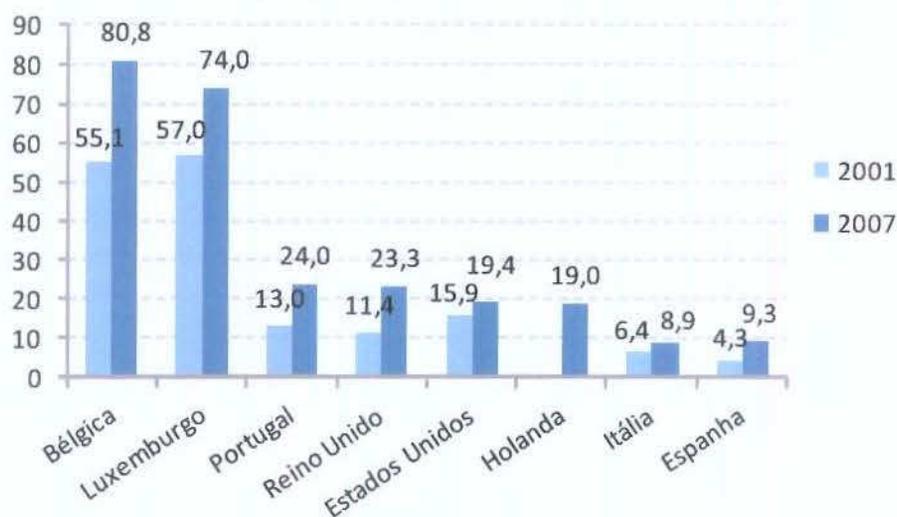
Para Bloomestein (1998), a mudança dos planos de aposentadoria de benefício definido para contribuição definida exerceu um papel importante nos Estados Unidos ao gerar demanda para novos produtos financeiros, mudar as estratégias de alocação e ampliar a

<sup>13</sup> Ver Anexo C

procura de serviços de gestão de riqueza. A crescente popularidade dos fundos mútuos entre os investimentos dos fundos de pensão também decorre da transferência de planos.

Como mostra o Gráfico 7, Bélgica e Luxemburgo têm grande proporção de seu patrimônio em cotas de fundos mútuos, 80,8% e 74%, respectivamente em 2007. Por outro lado, em 2007, na Espanha e Itália, menos de 10% da carteira estava em fundos mútuos, e em Portugal, Reino Unido e Holanda menos de 25%. Mesmo assim, os fundos de pensão dos países europeus vêm investindo de forma acelerada em fundos mútuos, como afirma a OCDE (2009).

**Gráfico 7. Investimentos dos fundos de pensão em fundos mútuos**  
(em porcentagem do total de ativos)



Fonte: OECD (2009). Elaboração própria

Nota: (a) O ano de 2001 para Luxemburgo contém informação de 2005.

(b) Informações de 2001 para Holanda não estão disponíveis.

Informações complementares no Global Pension Statistics<sup>14</sup> da OCDE revelam que os fundos de pensão portugueses mantinham em 1999, 7,9% do patrimônio em fundos mútuos. Vemos no Gráfico 7 que essa proporção passou para 13% em 2001 e 24% em 2007. Nos Estados Unidos em 1994, a parcela investida era de 6,1%, que cresceu para 15,9% em 2001 então para 19,4% em 2007.

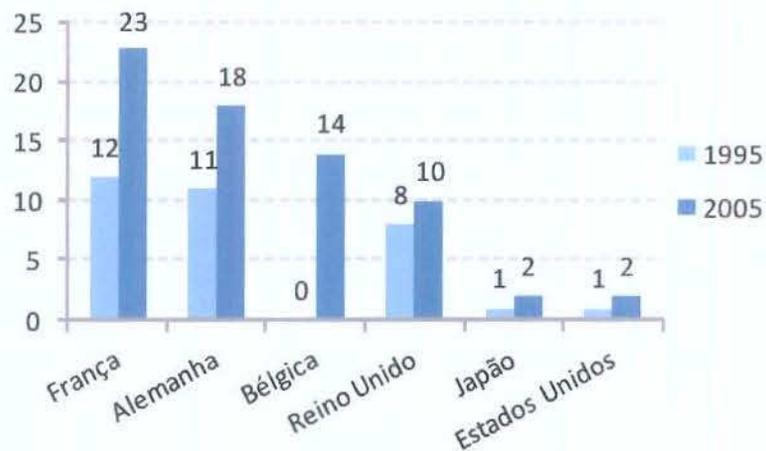
Complementando o Gráfico 7, informações do BIS (2007) mostram que em 1995, investimentos em fundos mútuos correspondiam a 20% dos ativos dos fundos de pensão na Alemanha, passando para 33% em 2005.

Nas companhias de seguro, por sua vez, também há crescente participação em quotas de fundos mútuos como mostra o Gráfico 8. De acordo com o BIS (2007), este fato está

<sup>14</sup> Ver Anexo D.

relacionado também com as vantagens tributárias e a maior eficiência adquirida ao investir por meio de companhias de investimento.

Gráfico 8. Investimentos das seguradoras em fundos mútuos  
(em porcentagem do total de ativos)



Fonte: BIS (2007) pag 6. Elaboração própria

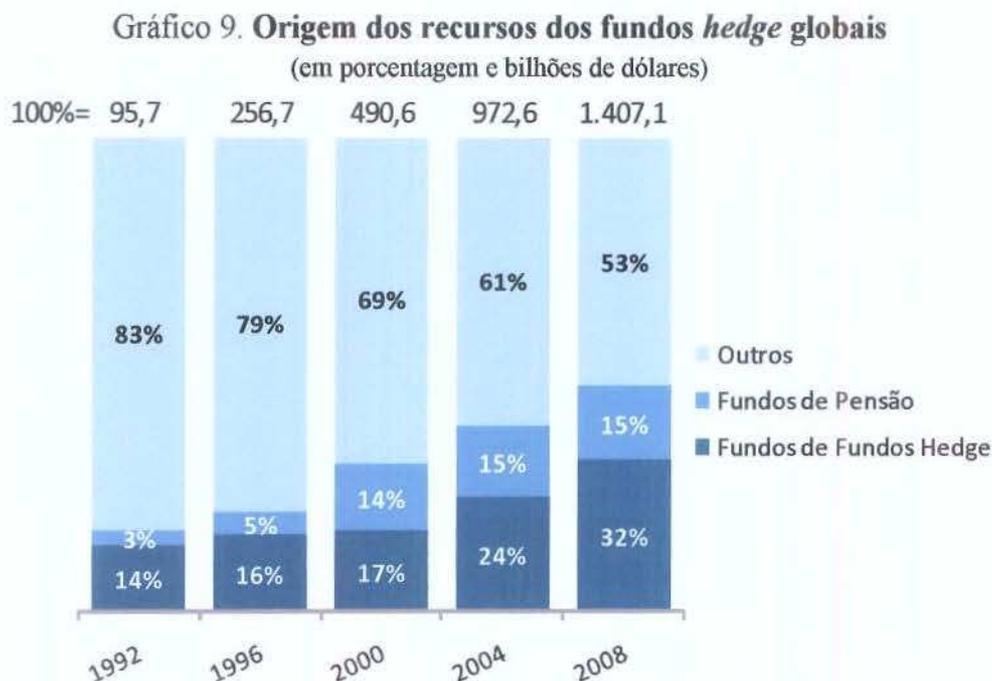
Se comparadas aos fundos de pensão, as seguradoras alocam proporcionalmente menos em investimentos de alto desempenho como os fundos mútuos e *hedge*, se concentrando principalmente em títulos de renda fixa (BIS, 2007).

Simultaneamente à tendência observada acima na indústria de fundos mútuos, a expansão da indústria de fundos *hedge* também foi apoiada por alocações adicionais de outros investidores institucionais (principalmente fundos de pensão e fundos mútuos). Cintra (1997) afirma que os fundos *hedge* são menos regulamentados que os demais investidores institucionais, permitindo assim maior flexibilidade nas opções de investimentos, o que pode envolver riscos mais elevados.

De acordo com o FMI (2004, p.125) *“the search for ‘alternative’ investments has reflected a general dissatisfaction with traditional ‘benchmark-based’ portfolio management amid poor performance of global markets in recent years”*. Na mesma direção vai o BIS (2007, p.7) ao afirmar que *“they invest in these alternative assets for several reasons, such as to enhance returns, to obtain a better diversification of their investment portfolios and/or to hedge against inflation risk”*.

No passado, estes fundos eram usados, sobretudo, para alocar recursos de indivíduos. Entretanto, no período estudado as fontes de recursos se diversificaram e se espalharam para investidores de menor renda por meio dos fundos de pensão e fundos de investimento em

cotas de fundos *hedge* (fundos mútuos), que em 2008, correspondiam a quase metade do total de recursos fornecido aos fundos *hedge*, como mostra o Gráfico 9.



Fonte: Hedge Fund Research, Hennessee Group LLC apud CBS Hedge Fund 2009 (disponível em [www.ifls.co.uk](http://www.ifls.co.uk)). Elaboração própria.

Nota: “Outros” inclui recursos dos indivíduos, corporações e fundações.

Nota-se que os investidores institucionais têm ganhado importância como fonte de recursos para os fundos *hedge*. A crescente alocação em investimentos “alternativos” intensificou o crescimento destes fundos, como foi observado anteriormente. Segundo informações do Hennessee Group<sup>15</sup> em 1992, os indivíduos detinham 81% dos recursos aplicados nos fundos *hedge*, enquanto os investidores institucionais eram responsáveis por apenas 17%. Em 2008, essa proporção passou para 30% e 47%, respectivamente.

De acordo com dados do Hedge Fund Research<sup>16</sup>, ativos sob tutela destes fundos, ainda que pequenos quando comparados a outros investidores institucionais, cresceram de US\$ 95,7 bilhões em 1992 para US\$ 1,9 trilhões no fim do 2007, um crescimento de 1.852%. Porém, a crise mundial de 2008 reduziu o montante para US\$ 1,4 trilhões, uma queda de 24,7% em relação ao ano anterior.

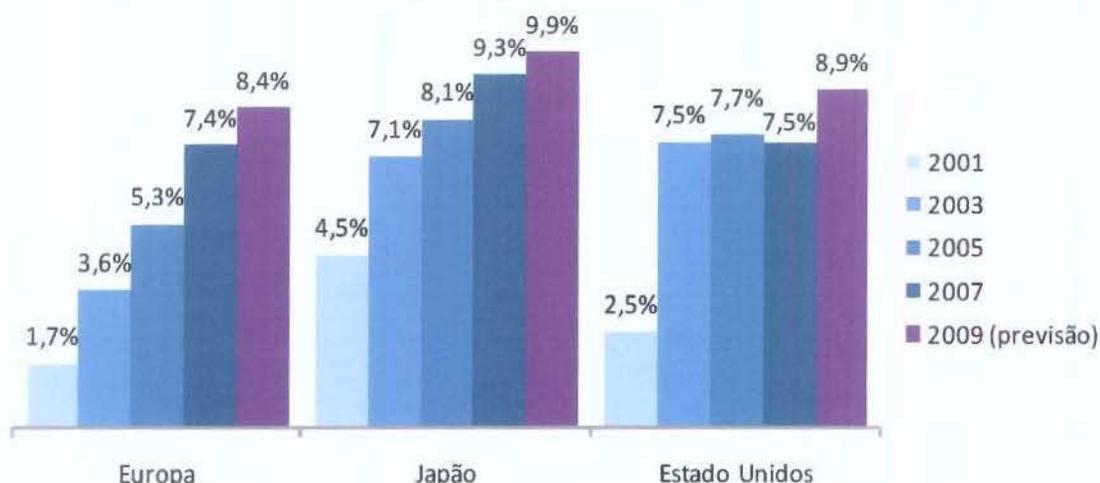
Informações do Russell Investment Group revelam que apesar de os investidores institucionais terem se tornado 47% da fonte de recursos dos fundos *hedge*, nos Estados

<sup>15</sup> Ver Anexo E, Tabela E.1

<sup>16</sup> Ver Anexo E, Tabela E.2

Unidos, Japão e Europa eles investem menos de 10% dos seus patrimônios nestes fundos como podemos observar no Gráfico 10.

Gráfico 10. Investimentos institucionais alocados em cotas de fundos *hedge* (em porcentagem do total de ativos)



Fonte: The 2007-2008 Russell Survey on Alternative Investing. Elaboração própria.

Nota: Devido à falta de informações do setor, não é possível separar o Reino Unido e a Eurozona da Europa e cada tipo de investidor institucional.

Desde 2001, os fundos *hedge* tornaram-se populares, principalmente no Japão, que superou em todos os anos a alocação dos investidores institucionais das outras regiões. Enquanto que em 2001, a Europa e os Estados Unidos alocavam, respectivamente, 1,7% e 2,5% em fundos *hedge*, os investidores japoneses alocavam 4,5%. Uma vez que os investidores institucionais americanos possuem mais da metade dos ativos financeiros do setor institucional, o montante equivalente a 7,5% alocado em 2007 supera o montante dos demais países. Por esta razão, são os maiores investidores nestes fundos e concentram o mercado em seu território (69% dos ativos dos fundos *hedge* globais em 2008, segundo estimativas da IFLS<sup>17</sup>).

Podemos notar que a gestão institucional da riqueza se desenvolveu e aumentou sua importância nos mercados financeiros. Novas instituições como os fundos *hedge* cresceram e atraíram recursos globalmente não só de fundos mútuos, como também de instituições tradicionalmente conservadoras, como os fundos de pensão, interligando todo o setor institucional.

<sup>17</sup> “Chart 4: Management location of global hedge fund assets” em CBS Hedge Funds 2009. Disponível em [www.ifls.co.uk](http://www.ifls.co.uk)

### 3. Estratégias, riscos e impactos nos mercados financeiros

Esta seção procura introduzir elementos para se entender como os investidores institucionais decidem alocar seus ativos e como essas decisões tem o potencial de afetar a estabilidade financeira.

De acordo com Chan (2007), as estratégias de alocação de ativos diferem entre os países e os diversos investidores institucionais dadas as peculiaridades dos sistemas regulatórios das economias em que atuam, como foi sugerido na seção anterior. As estratégias de alocação, por sua vez, impõem uma dinâmica particular no preço dos ativos.

Uma vez que estas técnicas envolvem mudanças frequentes na composição dos patrimônios dos fundos, elas podem afetar o funcionamento dos mercados financeiros. Como afirma Cintra (1997, p.48):

“Como mobilizam volumes de recursos de grande magnitude, uma realocação dos ativos de seus portfólios pode desencadear fortes impactos sobre os preços. Assim, o movimento dessas grandes massas de dinheiro pelos administradores profissionais de carteira, cujas decisões são extremamente ágeis, está intimamente ligado às oscilações do mercado... Esse tipo de administração de elevados volumes de recursos contribui para acentuar fortemente a volatilidade dos mercados em que estão operando”.

O objetivo comum das distintas estratégias dos investidores institucionais, em geral, é alcançar a melhor combinação entre risco e retorno em um portfólio de ativos, como explica a Teoria Moderna de Portfólio de Markowitz<sup>18</sup>. Segundo Tomi (2000), um portfólio típico contém ações, títulos de dívida, moedas e outros ativos como derivativos, ouro e imóveis.

O FMI (2004) alega que os fundos de pensão e seguradoras são investidores pelo quais as decisões de investimento utilizam a *strategic asset allocation* – que determina uma ampla distribuição de portfólio entre ações, bônus e outros ativos – como também *tactical asset allocation* que envolve desvios das categorias básicas de ativos para explorar oportunidades de retorno de curto prazo.

A transição dos planos de benefício definido para contribuição definida, por um lado favoreceu a tendência analisada anteriormente, mas, por outro, transferiu os riscos do investimento nestes ativos das instituições para as famílias. Variações nos preços serão refletidas no patrimônio do fundo e proporcionalmente no benefício final do indivíduo. A capacidade dos planos de benefício definido de diluir o risco ao longo do tempo desaparece e o pagamento da aposentadoria pelo plano está sujeito a maior variabilidade.

---

<sup>18</sup> Maiores detalhes da teoria em Markowitz, Harry M. "Portfolio Selection". *Journal of Finance* Vol. 7 No. 1: 1952

De acordo com o BIS (2007), a alocação de ativos nas seguradoras e nos fundos de pensão de planos BD carrega um risco diferente dos fundos mútuos, *hedge* e de pensão de planos CD. Nos dois primeiros, o risco é carregado pelo administrador dos recursos, uma vez que os benefícios futuros são previamente definidos em contrato. Nos outros, o risco é diretamente carregado pelo indivíduo poupador, dado que a maximização da taxa de retorno pode envolver ativos mais arriscados, com isso, as famílias estão tornando-se crescentemente expostas aos mercados financeiros (BIS, 2007).

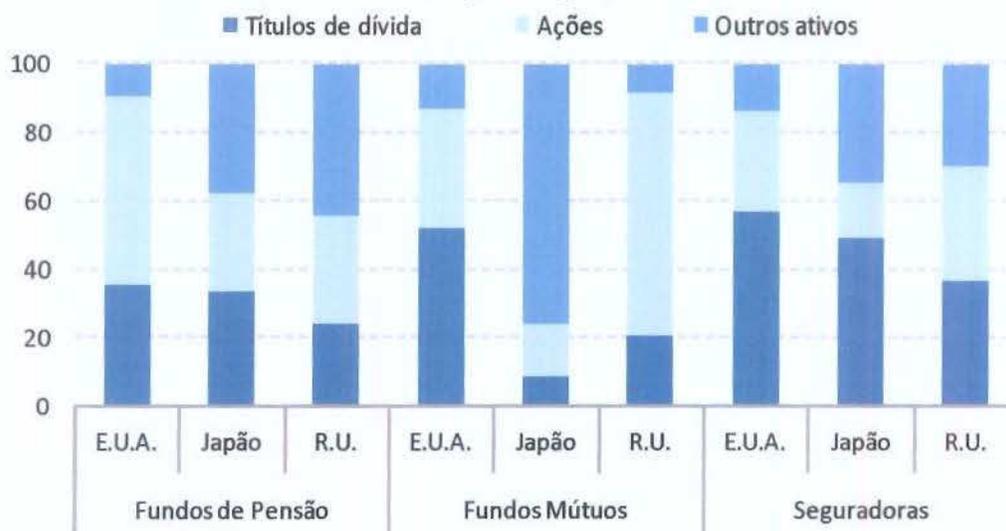
Por esta razão, o BIS ressalta que nos planos de previdência de benefício definido é o patrocinador (a empresa ou associação) que determina a estratégia de alocação. Não obstante, nos planos de contribuição definida a estratégia é determinada pelo beneficiário (empregado). Assim sendo, o objetivo para estes planos é o de maximizar a expectativa de retorno do portfólio para um dado nível de risco. O FMI (2004) argumenta que isto implica em investir mais em ações e ativos externos do que fundos que oferecem o plano de benefício definido.

A Tabela 2 mostra que até 2007, os fundos de pensão aumentaram seu apetite por ações durante os anos analisados, tendência observada também nas companhias de seguro e fundos mútuos, segundo informações da Institutional Investors Statistics, OCDE.

Por sua vez, as companhias de seguro mantêm proporções mais elevadas em ativos de renda fixa do que os demais investidores institucionais, como pode ser observado no Gráfico 11. No entanto, a alocação mudou ao longo dos anos, aumentando os investimentos em ações e em fundos mútuos, como explicado anteriormente.

Vale ressaltar que em 2008, devido às crises das Bolsas de Valores mundiais, houve uma reversão na alocação dos investidores segundo informações da OCDE Institutional Investors Statistics. Por esta razão, a alocação dos investidores norte-americanos sofreu forte elevação dos investimentos em títulos de dívida pública, mais seguros, em detrimento das ações. Mais da metade dos ativos das seguradoras e fundos mútuos estão alocados em títulos de dívida, como mostra o Gráfico 11.

Gráfico 11. Alocação de ativos dos investidores institucionais das regiões analisadas (em porcentagem)



Fonte: OCDE Institutional Investors Statistics. Disponível em: <http://stats.oecd.org>. Elaboração própria. Nota: Informações mais recentes correspondem ao ano de 2008 para os Estados Unidos (E.U.A.), 2007 para o Reino Unido (R.U.) e 2006 para o Japão.

O FMI (2005) revela ainda uma tendência de convergência mundial na estratégia dos fundos de pensão e das companhias de seguro em alocar parte considerável do patrimônio em títulos de dívida. Podemos observar, no Gráfico 11, que as proporções alocadas em títulos de dívida nos países estão relativamente próximas, porém nos fundos de pensão não são elevadas. Nestes investidores a alocação corresponde em média a um terço do portfólio.

Nos últimos anos do estudo, muitos investidores globais em busca de altos lucros mudaram suas estratégias de investimento, mostrando grande interesse por investimentos alternativos. Segundo Whalen (2009), ativos como as hipotecas securitizadas, que culminaram na crise de 2008, foram adquiridas em peso pelos fundos *hedge*. Como explica McCulley (2009), as agências de *rating* têm papel fundamental neste processo. Os principais investidores institucionais são restritos por seus estatutos a comprarem ativos de baixa qualidade. As hipotecas *subprime* só foram crescentemente adquiridas quando tais agências classificaram-nas como de boa qualidade (*investment-grade*).

Os fundos *hedge*, por sua vez, dado seus desempenhos notáveis tornaram-se atrativos para os demais investidores institucionais que visavam diversificar suas carteiras. Entretanto, como explica Stulz (2007), este investimento por incorrer em riscos elevados, deflacionar fortemente os preços e derramar as perdas para outros investidores:

*"Hedge funds rely on their ability to move out of trades quickly when prices turn against them, which raises an issue of liquidity risk. If too many funds have set up the same trades, they may not all be able to exit their positions at the same time. In that case, two adverse developments can ensue: prices may have to overreact and liquidity may fall sharply. With low liquidity,*

*hedge funds that rely on trading quickly to control their risks cannot do so. Hence, such hedge funds become more risky, which increases threats to financial institutions and can lead to further overreaction in prices as financial institutions have to reduce their positions as well"* (p. 188).

Stewart (2007) explica que nem todos fundos *hedge* são necessariamente arriscados. Em verdade, a falta de transparência da gestão destes fundos torna o nível do risco e o tipo de exposição no mercado difíceis de estimar, ainda mais com a frequente mudança de alocação. A falta de transparência tem ainda permitido que operações fraudulentas ocorressem nestes fundos. Apesar de pequenas se comparadas com toda a indústria, podem acelerar a deterioração dos mercados, como aconteceu no caso da gestora Maddoff Investment Securities LLC.

Por outro lado, se há permanência mínima nestes fundos ou custos elevados de resgates antecipados, fundos de pensão encontram dificuldades para livrarem-se destes investimentos quando surgem problemas.

Os investimentos institucionais em fundos *hedge* também estão expostos a outro tipo muito conhecido de risco, a volatilidade de preços. Esta acarreta no desvio da média dos retornos obtidos no passado (Railo, 2000).

Um fator que pode elevar a volatilidade nos mercados é a visão de curto prazo dos investidores institucionais (principalmente fundos de pensão, fundos mútuos e fundos *hedge*). Como explicado anteriormente, o bom desempenho dos administradores na gestão dos recursos é o que dá continuidade aos fundos e resulta nas vultosas comissões que recebem. Freitas (1996) salienta que os cotistas e os beneficiários dos fundos de pensão são informados sobre os rendimentos em relatórios trimestrais e semestrais, que utilizam para comparar com um *benchmark index*. Esta constante avaliação de curto prazo resulta em pressões sobre os gestores para a obtenção de retornos acima da média do mercado, de modo que satisfaça os clientes nesse breve período. Igualmente pressionados pela concorrência com outros gestores, acabam fortemente impelidos a mudar qualquer estratégia de investimento que apresente insucesso momentâneo, independente de qualquer expectativa de sucesso futuro, como explica Menkhoff (2002).

Freitas (1996) ressalta que esta visão de curto prazo tem como consequência uma queda no prazo médio de permanência de uma mesma ação na carteira. A autora explica que houve grande redução deste prazo: de sete anos no início dos anos 1960 para menos de dois anos no início dos anos 1990. Ao mesmo tempo, aumentou o *turnover* (rotatividade) no mercado acionário. Segundo Bauman et alli (2005), os fundos mútuos venderam 88% de seus

portfólio de ações da Bolsa de Valores de Nova York (NYSE) dentro de um ano após a compra e os fundos de pensão privados venderam 70%.

Como consequência, os fundos de pensão influenciam o comportamento dos mercados de capitais. Por isso, eles não são considerados agentes econômicos neutros, como explica Freitas (1996), “eles mobilizam volumes expressivos de recursos cuja alocação não é neutra em seus efeitos sobre o desempenho da economia, tanto no curto como no longo prazo” (1996, p.91).

As mudanças nas estratégias, por outro lado, prejudicam o uso de informações privadas do gestor para a maximização do retorno. De acordo com Menkhoff (2002), uma estratégia que tenha resultado inferior ao mercado no curto prazo é substituída por outra que siga a direção atual do mercado. Com isso, muitos gestores, inclusive alguns que utilizam estratégias *market-neutral* – que não seguem nenhum *benchmark* e obtêm lucros independentes das oscilações dos mercados financeiros – ficam expostos aos riscos dos movimentos de manada (*herding*).

Estes movimentos se caracterizam em imitar o comportamento de outros participantes do mercado, ao invés de se basearem nas próprias informações para gerir os recursos. McCulley (2009) alega que:

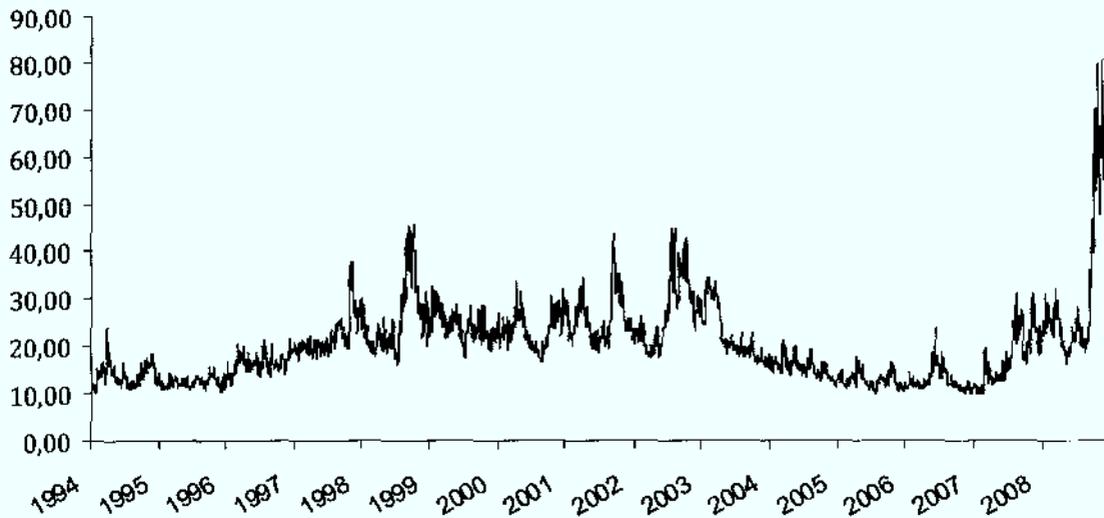
*“The essence of the [Financial Instability] Hypothesis is that stability is destabilizing because capitalists have a herding tendency to extrapolate stability into infinity, putting in place ever-more risky debt structures, up to and including Ponzi units, that undermine stability. The longer people make money by taking risk, the more imprudent they become in risk-taking”* (p.5).

Em concordância, o FMI (2007) defende que estratégias de manada podem se tornar fontes de grande volatilidade e distorção de preços, exacerbando o efeito de choques negativos nos mercados nos quais os investidores institucionais operam. Enquanto os preços sobrevalorizados não se corrigem, gestores que não sigam a manada podem perder clientes à medida que suas estratégias fracassam. Sendo assim, mesmo que os investidores que seguem o mercado suspeitem que os ativos estejam sobrevalorizados, eles sabem que serão “perdoados” se tiverem rendimentos tão ruins quanto o mercado em geral. Em razão disso, os investidores institucionais são incentivados a terem esse comportamento de manada.

Um índice comumente utilizado para mensurar a volatilidade de mercado é o Volatility Index (VIX), que quantifica as expectativas do mercado para a volatilidade de curto prazo do índice do S&P500 da Bolsa de Valores de Nova York. Segundo a Chicago Board

Options Exchange (CBOE), desde sua introdução em 1993, este índice é uma das mais importantes referências para medir o risco nos mercados.

Gráfico 12. Volatilidade do S&P500 de 1994 a 2008  
(em pontos)



Fonte: CBOE. Disponível em: [www.cboe.com/VIX](http://www.cboe.com/VIX). Elaboração própria.

Podemos observar que o comportamento da volatilidade nos mercados acompanha a teoria dos ciclos econômicos de Minsky. Há períodos de baixa volatilidade, como entre 1994 e 1997 e entre 2004 a 2007. Há, entretanto, períodos de alta volatilidade, comumente observados nos momentos de Minsky (*Minsky Moment*), ou seja, nas crises, onde a euforia dá lugar ao pânico.

Em suma, aumentaram os incentivos para os administradores tornarem suas carteiras mais expostas ao risco. Todavia, à medida que estes fatores deslocam os preços dos fundamentos, aumentam as possibilidades de grandes correções nos mercados financeiros, causando grandes prejuízos (Raghuram Rajan, 2005 *apud* Parenteau, 2007).

Por fim, como destaca Wray e Tymoigne (2008), muitas das análises de realizadas durante os *booms* dos mercados apoiavam-se em teorias financeiras ortodoxas modernas incorporadas em modelos complexos baseados em histórico de preços. Estes modelos deduziam que o risco havia sido sistematicamente reduzido e transferido para aqueles mais aptos a carregá-los, as famílias. Entretanto, observando os anos estudados, podemos afirmar que os riscos não foram reduzidos, mas foram subavaliados.

O FMI (2007) destaca ainda, que nos Estados Unidos, as famílias detêm a maior proporção das ações nas Bolsas de Valores, o que, em princípio, pode aumentar a resiliência

do sistema financeiro para suportar crises, mesmo havendo incerteza sobre como as famílias irão reagir à volatilidade dos mercados financeiros.

No mesmo relatório, o FMI argumenta que a estabilidade dos mercados é baseada na diversidade dos comportamentos dos investidores, ou seja, suas estratégias. Contudo, como vimos, estratégias cada vez mais arriscadas e que converjam para uma mesma tendência ampliam os impactos dos investidores institucionais nos mercados financeiros. Isto significa que uma pequena mudança na demanda mundial por algum ativo pode criar bolhas de preços. E visto que os investidores institucionais estão cada vez mais interligados, perdas em um setor podem se generalizar mundialmente para as demais instituições.

## 4. Considerações finais

À medida que a poupança se eleva, cresce a gestão institucional da riqueza. Na fase de expansão do ciclo econômico, a busca dos agentes por lucros leva não só ao surgimento de novos produtos e técnicas de investimento, mas também de instituições financeiras. Os gestores especializados focalizam na maximização do valor dos ativos em detrimento da estabilidade da carteira.

A liberalização amplia as possibilidades de negócios, que por sua vez, estimulam a concorrência na gestão de riqueza e incentivam os investidores institucionais a aumentarem a exposição em ativos com maior rendimento e, portanto, riscos mais elevados. Como Minsky (1992) destaca os administradores de dinheiro têm abandonado uma composição ortodoxa de portfólio contendo ações e bônus de alta qualidade para investir em mercados de instrumentos especializados como hipotecas securitizadas, recebíveis e bônus de baixa qualidade (*junk bonds*), mesmo que isto implique em assumir riscos elevados. Instituições tradicionalmente conservadoras como os fundos de pensão alocam cada vez mais seus recursos em ativos mais arriscados como ações e cotas de fundos *hedge*. Ou seja, agem de acordo com a Hipótese da Instabilidade Financeira, corroendo suas posturas financeiras e engendrando uma possível reversão do ciclo econômico.

Há também, um relaxamento das restrições impostas à política de investimentos dos investidores institucionais que reduzem a possibilidade de suas estratégias incorrerem em riscos excessivos. Na fase ascendente do ciclo econômico a percepção dos agentes econômicos quanto ao risco se reduz, tornando-os agentes excessivamente otimistas. Do mesmo modo, o processo competitivo muda as decisões dos agentes financeiros das conservadoras *hedge finance*, para as arriscadas *speculative finance* e então para as mais arriscadas *Ponzi finance*.

No *money manager capitalism* de Minsky “*the emphasis was upon the quick turn of the speculator, upon trading profits*” (Minsky, 1993 *apud* Noland, 2001). Por esta razão, é cada vez maior a visão de curto prazo dos investidores institucionais, e os movimentos de manada nos mercados, que contribuem para bolhas de preços e volatilidade excessiva nos mercados financeiros.

O crescimento da importância destes investidores amplia o impacto de suas estratégias nos mercados financeiros. Em contrapartida, a redução da importância do investidor individual reduz a resiliência nestes mercados, corroborando para sua fragilidade estrutural.

Assim sendo, o crescimento dos investidores institucionais segue a hipótese de Minsky:

*“Tranquility and success are not self-sustaining states; they induce increases in capital asset prices relative to current output prices and a rise in acceptable debts for any prospective income flow, investment, and profits. These concurrent increases lead to a transformation over time of an initially robust financial structure into a fragile structure” (Minsky, 1978 apud Parenteau, 2007).*

## 5. Referências bibliográficas

BIS. Institutional investors, global savings and asset allocation. **Committee on the Global Financial System Paper**. Basileia, No. 27, 2007

BLOMMESTEIN, Hans J. Pension Funds and Financial Markets. **The OECD Observer** No. 212. Vol. a, 1998. Disponível em: [www.oecdobserver.org](http://www.oecdobserver.org)

BLOMMESTEIN, Hans J.; FUNKE, Norbert. The Rise of the Institutional Investor. **The OECD Observer** No. 212. Vol. a, 1998. Disponível em: [www.oecdobserver.org](http://www.oecdobserver.org)

CAMARA, K. A. D. Alejandro Danao. **Classifying Institutional Investors**. Stanford University, 2004

CARVALHO, Fernando Cardim. **Economia monetária e financeira: teoria e prática**. Editora Campus. Rio de Janeiro, 2000

CERQUEIRA, Sérgio. **Propriedade acionária e institucionalização da Poupança nos EUA**. São Paulo: BOVESPA. 2001

CHAN, L; Suh, J.E.; Santaella, J.A.. How Does Developing Domestic Financial Markets Affect Asset Allocation In Emerging Market Economies? **Committee on the Global Financial System**. Paper No. 27, Basel, 2006.

CINTRA, Marcos A. M. **As Transformações na Estrutura do Sistema Financeiro dos Estados Unidos: a Montagem de um Novo Regime Monetário-financeiro (1980-1995)**. Tese de doutoramento. Campinas. 1997.

COLISTETE, Renato P. **Hyman Minsky: uma visão da instabilidade a partir de Keynes**. Revista de Economia Política, vol. 9, No. 2, abril/junho, 1989.

DEOS, Simone. **A Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky numa Economia de Mercado de Capitais**. Tese de Mestrado, UFRGS, 1997.

FARREL, Diana; Lund, Susan; Skay, Oskar; Atkins, Charles; Pierce, Moira; Mengheringhaus, Jan P. **Mapping the Global Capital Markets: Fifth Annual Report**. McKinsey Global Institute (MGI). São Francisco. 2008. Disponível em: [www.mckinsey.com/mgi](http://www.mckinsey.com/mgi)

FERREIRA, Reynaldo R. **Estruturas financeiras e flutuações econômicas: Stiglitz e Minsky**. Tese de doutoramento, UNICAMP. 1998.

FISHER, Irving. **The Debt-Deflation Theory of Great Depressions**. Econometrica. 1933.

FMI. **Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues**. Washington. Abril de 2004.

FMI. **Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues**. Washington. Setembro de 2005.

FMI. **Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues**. Washington. Abril de 2007.

FREITAS, M. Cristina Penido de. “Os fundos de pensão e o financiamento da infraestrutura”. **Relatório de Pesquisa**. Brasília: IPEA-SEPLAN, 1996 (mimeo).

GABAIX, Xavier; GOPIKRISHNAN, Parameswaran; PLEROU, Vasiliki e STANLEY, H. Eugene. **Institutional Investors and Stock Market Volatility**. NBER Working Paper No. 1172. 2005

HEDGE Fund Reserach, Inc. **Alternative Investment Industry Performance and Trends**. Chicago. 2009. Disponível em: [www.thedeal.com/dealscape/img/HFR%20Media%20Reference%20Guide%202009.04.20.pdf](http://www.thedeal.com/dealscape/img/HFR%20Media%20Reference%20Guide%202009.04.20.pdf)

INVESTMENT Company Institute (ICI). **Mutual Fund Fact Book**. Washington, DC. 2009. Disponível em: [www.icifactbook.org](http://www.icifactbook.org)

INTERNACIONAL Financial Services London (IFSL). CBS Fund Management 2008. **City Business Series**. London. 2008. Disponível em: [www.ifsl.org.uk](http://www.ifsl.org.uk)

LOURENÇO, André L. C. **Minsky, câmbio e “finança direta”**: a hipótese da instabilidade financeira no contexto institucional dos anos 90. Tese de mestrado, UNICAMP. 1999.

LOURENÇO, André L. C. **O pensamento de Hyman P. Minsky: alterações de percurso e atualidade**. Economia e Sociedade, v. 15, No. 3 (28), p. 445-474, dez. 2006.

MCCULLEY, Paul. **The Shadow Banking System and Hyman Minsky’s Economic Journey**. PIMCO. Maio de 2009.

MENKHOFF, Lukas. Institutional Investors: The External Costs of a Successful Innovation **Journal of Economic Issues**, Vol. 36, No. 4. Dezembro de 2002.

MINSKY, Hymann P. **The Financial Instability Hypothesis: A Restatement**. 1978.

MINSKY, Hymann P. Reconstituting the United States’ Financial Structure. **Working Paper No. 69**. The Jerome Levy Economics Institute. New York. January 1992.

MINSKY, Hyman P. **Uncertainty and the institutional structure of capitalist economies**. The Jerome Levy Economics Institute, Working Paper, No. 155, 1996.

NOLAND, Doug. **Financial Arbitrage Capitalism**. The Credit Bubble Bulletin, PrudentBear, 2001.

OCDE. **Institutional Investors: STATISTICAL YEARBOOK (1992-2001)**. Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. Paris. 2003.

OCDE. **Private Pensions Outlook 2008**. Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. Paris. 2009.

ONU. Development in an Ageing World. **World Economic and Social Survey 2007**. United Nations. New York, 2007.

- PAPADIMITRIOU, Dimitri. Introduction: The Financial Fragility Hypothesis: the offspring of 'Induced Investment and Business Cycles'. In: Minsky, H. **Induced Investments and Business Cycles**. 2004.
- PARENTEAU, Robert W. **Financiers Gone Wild: Entering a Minsky Moment**. The Levy Economics Institute. April 19, 2007. Apresentação disponível em: [www.levy.org](http://www.levy.org).
- RAILO, Tomi. **Internacional comparison with focus in Japan: International diversification in portfolio investments of institutional investors**. 2000.
- BAUMAN, W Scott; Miller, Robert E; Veit, E Theodore. Managing Portfolio Turnover: An Empirical Study. **Quarterly Journal of Business and Economics**. Summer, 2005.
- SANTOS, André. L. M. **Fragilidade financeira e restrição no balanço de pagamentos: uma abordagem pós-keynesiana**. Tese de mestrado, UNICAMP. 2005.
- STULZ, René M. Hedge Funds: Past, Present, and Future. **Journal of Economic Perspectives**. Vol.21, No. 2. 2007.
- STEWART, F. "Pension Fund Investment in Hedge Funds", **OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions**, No. 12. 2007.
- ZIMMERMANN, Heinz; DROBETZ, Wolfgang; OERTMANN, Peter. **Global asset allocation: new methods and applications**. John Wiley & Sons, Inc., New Jersey. 2003.
- WHALEN, Charles J. **Money-Manager Capitalism and the End of Shared Prosperity**. *Journal of Economic Issues*, vol. 31, No. 2, p. 517-525, jun. 1997.
- WRAY, Randall. & TYMOIGNE, Éric. **Macroeconomics Meets Hyman P. Minsky: The Financial Theory of Investment**. The Jerome Levy Economics Institute, Working Paper No. 543, 2008.

## 6. Anexos

### Anexo A

Tabela A.1 Estoque de ativos financeiros globais

(em bilhões de dólares)

Ativos Globais	\$Bi	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Investidores institucionais		20.281	23.282	25.628	27.954	33.775	40.556	38.191	38.739	36.626	45.920	49.973	54.905	63.366	76.168	60.768
Total mundial		58.000	65.000	69.000	73.000	80.000	96.000	94.000	92.000	96.000	118.000	134.000	142.000	167.000	196.000	146.000

Fonte: IFSL, OCDE, Hedge Fund Research, McKinsey. Elaboração própria.

Nota: Comparam-se todos os ativos financeiros mundiais com os detidos pelos investidores institucionais no mundo todo: fundos mútuos, *hedge*, de pensão, seguradoras. Até 1999 inclui fundações, *private equity*, *venture capital* e outros.

Tabela A.2 Estoque de ativos financeiros globais por região analisada

(em bilhões de dólares)

Total Ativos	\$Bi	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
EUA		8.736	10.382	11.882	13.993	16.062	18.481	18.520	18.174	17.167	20.075	21.910	23.584	26.616	29.055
Eurozona		3.094	3.679	4.175	4.236	5.447	5.966	5.958	6.018	6.635	8.758	10.460	11.362	13.587	15.487
Reino Unido		1.428	1.760	1.961	2.476	2.793	3.237	2.969	2.696	2.554	3.101	3.824	4.434	5.142	5.850
Japão		2.966	3.217	2.887	2.524	2.878	3.519	3.133	2.684	2.698	3.289	3.577	3.638	3.860	4.636
TOTAL		16.224	19.039	20.905	23.229	27.179	31.202	30.579	29.573	29.054	35.223	39.771	43.017	49.205	55.028

Fonte: IFSL, OCDE Institutional Investors Statistics. Elaboração própria.

**Tabela B.1. Estoque de ativos financeiros dos investidores institucionais por região em 1994**

	Fundos de Pensão	Fundos Mútuos	Seguradoras	TOTAL
\$Bi				
EUA	4.040	2.155	2.541	<b>8.736</b>
Eurozona	295	1.189	1.610	<b>3.094</b>
Reino Unido	648	133	647	<b>1.428</b>
Japão	664	436	1.866	<b>2.966</b>
<b>TOTAIS</b>	<b>5.646</b>	<b>3.913</b>	<b>6.665</b>	<b>16.224</b>
Proporção	34,8%	24,1%	41,1%	100%

Fonte: IFSL, OCDE Institutional Investors Statistics. Elaboração própria.

**Tabela B.2. Estoque de ativos financeiros dos investidores institucionais por região em 2007**

	Fundos de Pensão	Fundos Mútuos	Seguradoras	TOTAL
\$Bi				
EUA	10.747	12.000	6.309	<b>29.055</b>
Eurozona	1.959	7.362	6.166	<b>15.487</b>
Reino Unido	2.127	897	2.826	<b>5.850</b>
Japão	1.083	714	2.839	<b>4.636</b>
<b>TOTAIS</b>	<b>15.915</b>	<b>20.973</b>	<b>18.140</b>	<b>55.028</b>
Proporção	28,9%	38,1%	33,0%	100%

Fonte: IFSL, OCDE Institutional Investors Statistics. Elaboração própria.

Tabela C.1. **Ativos dos planos de BD em proporção ao total dos fundos de pensão**  
(em porcentagem)

Pais	2003	2007
Finlândia	92,9	94,2
Portugal	85,8	83,8
França	33,4	45,0
Estados Unidos	42,4	38,1
Espanha	24,4	16,9
Itália	18,4	12,1

Fonte: OECD (2009). OECD Global Pension Statistics. Disponível em: <http://stats.oecd.org>. Elaboração própria

**Tabela D.1. Investimentos dos fundos de pensão em fundos mútuos**  
(em percentagem do total de ativos)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bélgica	nd	55,1	55,9	71,8	75,2	74,8	78,6	80,8						
Itália	nd	6,4	5,0	9,8	9,2	11,3	11,0	8,9						
Luxemburgo	nd	57,0	74,7	74,0										
Portugal	nd	nd	nd	nd	nd	7,9	11,4	13,0	11,8	20,5	22,4	21,8	21,9	24,0
Espanha	nd	4,3	3,7	6,7	7,5	9,3	10,0	9,3						
Reino Unido	nd	11,4	12,5	16,4	18,0	19,8	19,8	23,3						
Estados Unidos	6,1	8,7	10,1	12,1	13,0	15,4	17,1	15,9	16,7	16,9	17,6	18,0	18,6	19,4

Fonte: OECD Global Pension Statistics. Disponível em: <http://stats.oecd.org>. Elaboração própria

Tabela E.1. **Origem dos recursos dos fundos *hedge* globais**

(em porcentagem do total de recursos)

	Fundos de Fundos <i>Hedge</i>	Fundos de Pensão	Indivíduos	Corporações e Instituições	Fundações e ONGs
1992	14	3	81	0	2
1996	16	5	62	10	7
1997	14	5	61	9	11
1998	18	10	54	10	8
1999	20	12	53	8	7
2000	17	14	54	8	7
2001	20	15	48	9	8
2002	27	15	42	9	7
2003	24	15	44	9	8
2004	24	15	44	9	8
2005	30	12	44	7	7
2006	23	11	40	18	8
2007	31	14	31	12	12
2008	32	15	30	11	12

Fonte: Hennesse Group LLC apud CBS Hedge Fund 2009. Disponível em [www.ifls.co.uk](http://www.ifls.co.uk). Elaboração própria.

Nota: Fundos de Fundos *Hedge* correspondem aos fundos de investimento que aplicam em cotas de fundos *hedge*.

Tabela E.2 **Estoque de ativos financeiros globais dos fundos *hedge***

(em bilhões de dólares)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Fundos <i>Hedge</i>	95,7	167,8	167,4	185,8	256,7	367,6	374,8	456,4	490,6	539,1	625,6	820,0	972,6	1.105,4	1.465,5	1.868,4	1.407,1

Fonte: Hedge Fund Research Industry Report 2008. Disponível em [www.hedgefundresearch.com](http://www.hedgefundresearch.com). Elaboração própria.