

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
FACULDADE DE ECONOMIA

BRUNO SAAR PAIM

**A ALOCAÇÃO DE ATIVOS EM *PRIVATE BANKING* E A RELAÇÃO
COM A RECENTE QUEDA DA TAXA SELIC EM 2011 E 2012**

Porto Alegre
2013

BRUNO SAAR PAIM

**A ALOCAÇÃO DE ATIVOS EM *PRIVATE BANKING* E A RELAÇÃO
COM A RECENTE QUEDA DA TAXA SELIC EM 2011 E 2012**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), como quesito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Julio Cesar de Oliveira.

Porto Alegre
2013

BRUNO SAAR PAIM

**A ALOCAÇÃO DE ATIVOS EM *PRIVATE BANKING* E A RELAÇÃO
COM A RECENTE QUEDA DA TAXA SELIC EM 2011 E 2012**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), como quesito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovado em: Porto Alegre, _____ de _____ de 2013.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Julio Cesar de Oliveira.
Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS

Prof. Ario Zimmermann
Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS

Prof. Dr. Flávio Tosi Feijó
Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer primeiramente aos meus pais, George e Tania, por proporcionar as condições necessárias para que eu alcançasse mais um objetivo na minha vida.

Agradeço também a minha namorada, Gabriela, pela paciência e incentivo para que pudesse finalizar este trabalho.

A minha família e aos meus amigos que me proporcionaram momentos de descontração e alegria para que pudesse seguir em frente.

Ao meu professor orientador e aos membros da banca por aceitarem participar deste projeto.

RESUMO

O Brasil vem passando por mudanças significativas no âmbito dos investimentos nos últimos anos. O principal acontecimento que caracteriza esta situação é o fato de a taxa básica de juros da economia brasileira, a SELIC, ter atingido o seu menor patamar em Outubro de 2012. Este fato possibilitou o estudo de como os investidores classificados como *Private Banking* estão migrando seus investimentos a fim de obter a melhor relação entre risco e retorno. Deste modo, este trabalho buscou analisar os rumos dos investimentos do setor bancário de *Private Banking* e a relação destes com a recente queda da taxa SELIC. Para a compreensão do objetivo principal serão analisadas as categorias de investimentos mais comuns em nosso sistema financeiro e algumas questões acerca da relação entre risco e retorno, que são os principais balizadores a respeito das mudanças nas carteiras de investimentos. O foco desta pesquisa consiste na investigação através de uma comparação das carteiras de investimentos do setor de *Private Banking* de Dezembro de 2011 e de Dezembro de 2012, divulgadas pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). Ao analisar a decomposição destas carteiras é possível perceber uma migração dos investimentos de renda fixa, os quais estão diminuindo a sua participação proporcional ao todo da carteira, para os investimentos em renda variável e para os fundos de investimentos. Sendo assim, o resultado obtido neste trabalho é que os investidores estão alterando sua relação entre risco e retorno, buscando investimentos diferenciados, como a renda variável e os fundos de investimentos.

Palavras-chave: *Private Banking*. Investimentos Financeiros. Taxa SELIC.

ABSTRACT

Brazil has been undergoing significant changes in investments in recent years. The main event that characterizes this situation is the fact that the basic interest rate of the Brazilian economy, SELIC, reaching its lowest level in October 2012. This fact made the study of how investors classified as Private Banking are migrating their investments in order to obtain the best compromise between risk and return. Thus, this paper seeks to analyze the direction of investment banking at Private Banking and their relationship with the recent drop in the SELIC rate. To understand the main goal will analyze the most common categories of investments in our financial system and some questions about the relationship between risk and return, which are the main hallmarks about the changes in investment portfolios. The focus of this research will be investigated through a comparison of the investment portfolios of the private banking sector in December 2011 and December 2012, published by the Brazilian Association of Financial and Capital (ANBIMA). In analyzing the decomposition of these portfolios is possible to see a migration of fixed-income investments, which are decreasing their proportionate share of the entire portfolio for investments in equities and mutual funds. Therefore, the result obtained in this work is that investors are changing their relationship between risk and return, seeking investments differentiated as equities and investment funds.

Keywords: Private Banking. Financial Investment. SELIC rate.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 -	Organograma do Sistema Financeiro Nacional	16
Figura 2 -	Classificação dos bancos nacionais por renda	20

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 -	<i>Ranking</i> mundial de bancos com ativos sob gerenciamento em <i>Private Banking</i>	21
Tabela 2 -	Posição de ativos sob gerenciamento por classe de ativo	49

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 -	Evolução da Taxa Básica de Juros (SELIC) de 2005 até 2013.....	26
Gráfico 2 -	Risco Sistemico.....	35
Gráfico 3 -	Risco não sistemico.....	35
Gráfico 4 -	Risco total	36
Gráfico 5 -	Evolução dos ativos sob gestão do setor de <i>Private Banking</i>	46
Gráfico 6 -	Evolução de ativos sob gerenciamento por classe de ativo	47
Gráfico 7 -	Evolução da Taxa SELIC – Meta de Janeiro de 2011 até Abril de 2013	48
Gráfico 8 -	Evolução percentual de ativos sob gestão por classe de ativo	49
Gráfico 9 -	Posição de ativos sob gerenciamento em Dezembro de 2012	50
Gráfico 10 -	Posição de ativos sob gerenciamento em Dezembro de 2012	51

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BACEN	Banco Central
BC	Banco Central
BM&F	Bolsa de Mercadorias e Futuros
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CDB	Certificado de Depósito Bancário
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CMN	Conselho Monetário Nacional
COPOM	Comitê de Política Monetária
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliários
FGC	Fundo Garantidor de Crédito
FEBRABAN	Federação Brasileira de Bancos
FMI	Fundo Monetário Internacional
IGP-M	Índice Geral de Preços do Mercado
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
IR	Imposto de Renda
LCI	Letra de Crédito Imobiliário
LFT	Letras Financeiras do Tesouro
LH	Letras Hipotecárias
LTN	Letras do Tesouro Nacional
NTN	Notas do Tesouro Nacional
ON	Ações Ordinárias
PN	Ações Preferenciais
PU	Preço Unitário
RDB	Recibo de Depósito Bancário
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e custódia.
SFN	Sistema Financeiro Nacional

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	14
2.1 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL.....	14
2.2 OS BANCOS:.....	17
2.2.1 Bancos Comerciais.....	17
2.2.2 Bancos de Investimentos	18
2.2.3 Bancos de Desenvolvimento	18
2.2.4 Bancos Múltiplos	19
2.3 O <i>PRIVATE BANKING</i>	20
2.4 POLÍTICAS ECONÔMICAS	22
2.4.1 A Política Cambial.....	23
2.4.2 A Política Fiscal	23
2.4.3 A Política Monetária	24
2.5 SELIC	24
3 INVESTIMENTOS FINANCEIROS	27
3.1 ATIVOS DE RENDA FIXA	27
3.1.1 Certificado de Depósito Bancário (CDB)	28
3.1.2 Títulos Públicos.....	28
3.1.3 Debêntures.....	29
3.1.4 Letras Hipotecárias	30
3.1.5 Notas Promissórias (<i>Comercial Papers</i>)	31
3.2 ATIVOS DE RENDA VARIÁVEL	31
3.3 FUNDOS DE INVESTIMENTOS	33
4 RISCO E RETORNO.....	34
4.1 RISCO DE MERCADO	37
4.2 RISCO DE CRÉDITO.....	37
4.3 RISCO DE LIQUIDEZ	38
4.4 RISCO OPERACIONAL	38
4.5 RISCO LEGAL	39
5 GESTÃO DE INVESTIMENTOS E ALOCAÇÃO DE ATIVOS	42

5.1 GESTÃO DE INVESTIMENTOS	42
5.2 ALOCAÇÃO DE ATIVOS EM <i>PRIVATE BANKING</i>	46
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	53
REFERÊNCIAS	55

1 INTRODUÇÃO

Este trabalho tem por objetivo investigar a alocação de investimentos em ativos dos clientes de *Private Banking*, analisando primeiramente os tipos de investimentos oferecidos pelos bancos brasileiros atualmente, a gestão de riscos e retorno e por fim comparar os investimentos realizados antes e após a que da taxa SELIC entre 2011 e 2012.

O setor de *Private Banking* hoje no Brasil é destinado para investidores qualificados, e que declarem esta condição, que possuam uma quantidade de recursos aplicados em determinada instituição financeira acima de \$ 1.000.000,00 (Um milhão de Dólares). No presente momento (2013) no Brasil, a ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais) classifica um cliente como *Private Banking* aquele no qual possui um valor superior a R\$ 1.000.000,00 (Um milhões de Reais) investido na própria instituição financeira. Já os maiores bancos do Brasil possuem uma classificação diferenciada, alocando neste segmento somente os clientes que possuem acima de R\$ 3.000.000,00 (Três milhões de reais) em investimentos dentro do próprio banco.

Os investidores com este potencial, por terem uma quantia elevada em recursos com liquidez, normalmente são indivíduos que tem a necessidade de uma assessoria mais qualificada. Em outros termos, isto representa assistência contábil, jurídica e principalmente a financeira, no qual são oferecidas taxas mais atrativas, descontos e isenções de tarifas e principalmente alternativas para investimentos que remunerem acima da média dos outros investidores.

O Brasil, principalmente nas últimas décadas, sempre foi um País com uma taxa SELIC muito alta, e acima da média dos outros países. Esta alta taxa de remuneração para ativos de renda fixa e com baixo risco faz com que o País seja atrativo para o capital internacional e, sobretudo para o capital interno, no qual era possível ter uma rentabilidade consideravelmente alta com baixo risco de perda do capital investido. Nos anos de 2011 e 2012, o governo adotou uma medida de queda para a taxa SELIC, que caiu de 12,50% a.a. em Julho de 2011 para 7,25% a.a. em Outubro de 2012, fazendo com que a rentabilidade dos ativos atrelados ao CDI caísse em mais de 30% neste período, segundo o Banco Central (2012).

O trabalho pode ser considerado oportuno, porque os investidores qualificados classificados no setor de *Private Banking* estão sendo obrigados a alterar os seus portfólios de investimentos devido à recente queda da taxa de juros básica no Brasil. Isto faz com que estes investidores busquem novas formas e estratégias de investimentos, fazendo com que as

instituições financeiras tenham a necessidade cada vez maior de oferecer operações estruturadas, com maior rentabilidade e serviços cada vez mais especializados em busca da conquista e fidelização deste seletivo grupo de investidores.

Os investidores com potencial para a segmentação de *Private Banking* estão crescendo a uma taxa de aproximadamente 20% a.a., segundo a ANBIMA (2013), por pelo menos nos últimos três anos. Isto faz com que este setor se torne uma grande parcela de receita para as instituições financeiras, mesmo que sejam indivíduos que busquem serviços e condições diferenciadas.

No segundo capítulo deste trabalho é realizada uma revisão teórica, abordando os principais assuntos básicos para o entendimento do restante da análise. Está exposto o sistema financeiro nacional, direcionado para o setor bancário de *Private Banking*, as políticas econômicas e uma revisão acerca da taxa SELIC.

A seguir, no terceiro capítulo, abordam-se os principais investimentos ofertados para os clientes do setor de *Private Banking*, passando pela análise das principais classificações de ativos de renda fixa, as modalidades de investimentos em renda variável, e os fundos de investimentos.

O quarto capítulo é destinado à relação entre risco e retorno onde é realizada uma descrição dos tipos de riscos relacionados aos investimentos e a relação com o retorno esperado pelos clientes do setor de *Private Banking*.

No quinto, e último, capítulo é apresentada a forma como deve ser elaborada a alocação de ativos para investidores do segmento mais alto das instituições financeiras. É realizada uma análise das carteiras de investimentos do setor de *Private Banking* no ano de 2011 e, devido ao aumento da SELIC, a sua comparação com as carteiras de investimentos no ano de 2012.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

A economia de um País é baseada em diversos processos, entre eles, o financeiro. Este sistema consiste no elo entre todos os outros e, tamanha a sua importância, que uma crise neste pode causar um transtorno na economia real afetando todos os demais setores.

Em uma economia há os agentes superavitários e os agentes deficitários. As necessidades de ambos os lados é que fazem com que haja um sistema, no qual os segundos demandam o capital ofertado pelos primeiros. Entretanto, as características dessa intermediação não dependem somente da magnitude dos déficits e superávits desses agentes econômicos, mas da predisposição destes em financiar ou aplicar seus recursos no mercado financeiro e, ainda, da existência de bases institucionais sólidas para o devido funcionamento deste mercado de intermediação financeira. Neste contexto se enquadra o sistema financeiro, no qual tem por objetivo regular e fiscalizar a fim de propiciar e manter as condições satisfatórias para a manutenção dos fluxos entre investidores e poupadores.

Segundo Assaf Neto (1999), o mercado financeiro engloba intermediações financeiras que podem ser segmentadas em quatro subdivisões, sendo mercado monetário, de crédito, de capitais e mercado cambial.

O mercado monetário é caracterizado pelo ágil e rápido controle da liquidez e taxas básicas de juros, envolvendo operações de curto e curtíssimo prazo. Já o mercado de crédito, é direcionado para o financiamento de ativos permanentes e capital de giro, oferecendo crédito de curto e médio prazo. Os atuantes são, basicamente, Bancos Centrais e Sociedades Financeiras. Como exemplo de operação de mercado de capitais, que é caracterizado por operações de médio e longo prazo e de prazo indeterminado, pode-se citar as ações. As operações de troca de moedas conforme as necessidades da prática de comércio internacional caracterizam o mercado cambial.

O funcionamento efetivo das relações entre poupadores e tomadores é realizado por instituições financeiras, públicas e privadas, que compõe o sistema financeiro nacional (SFN), que tem como órgão normativo máximo, o Conselho Monetário Nacional (CMN) (ASSAF NETO, 1999).

Segundo Fortuna:

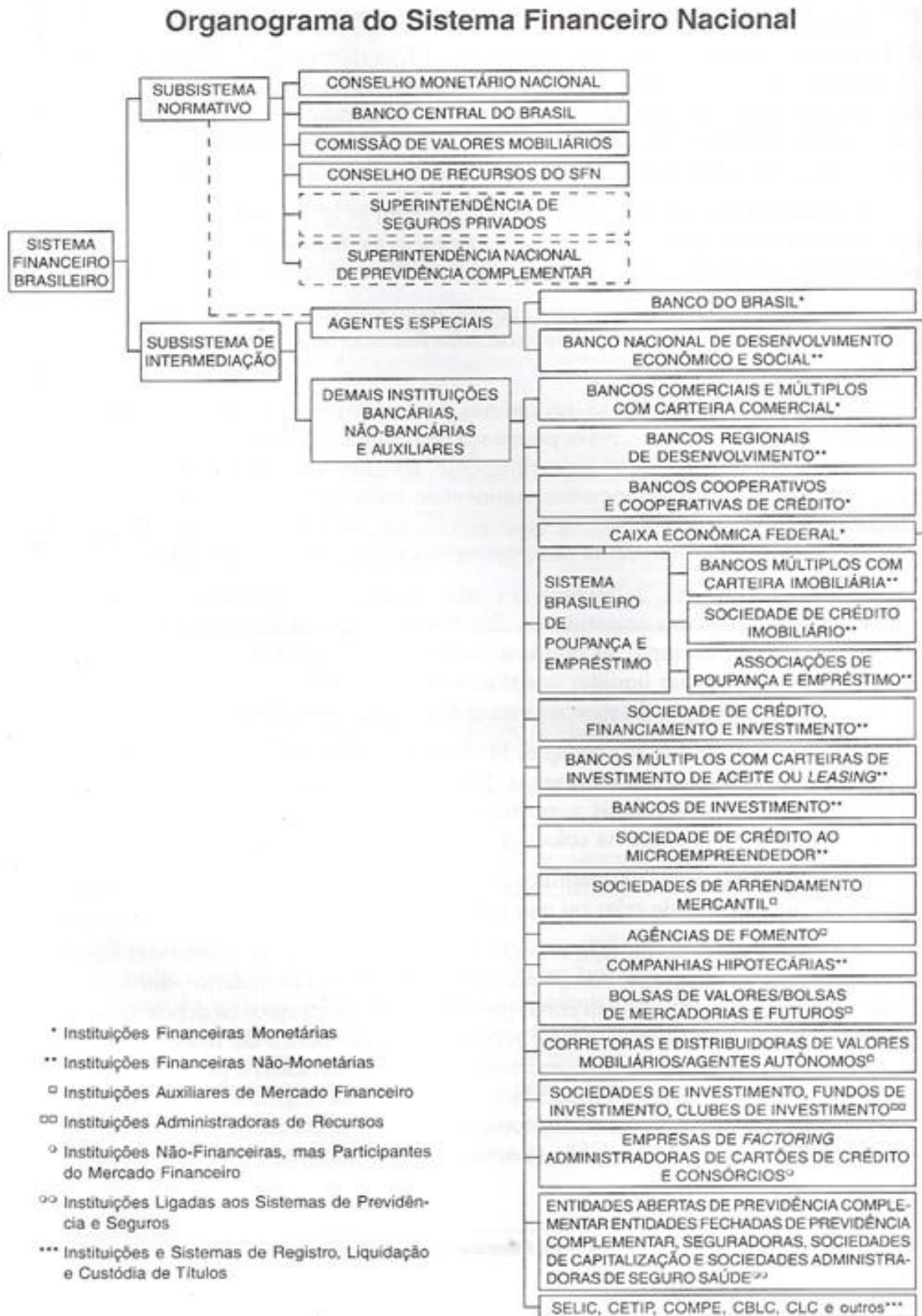
Uma conceituação bastante abrangente de sistema financeiro poderia ser a de um conjunto de instituições que se dedicam, de alguma forma, ao trabalho de propiciar condições satisfatórias para a manutenção de um fluxo de recursos entre poupadores e investidores. O mercado financeiro, onde se processam essas transações, permite que um agente econômico qualquer (um indivíduo ou empresa), sem perspectivas de aplicação em algum empreendimento próprio, da poupança que é capaz de gerar (denominado como um agente econômico superavitário), seja colocado em contato com outro, cujas perspectivas de investimento superam as respectivas disponibilidades de poupança (denominado como um agente econômico deficitário). Destarte, o mercado financeiro pode ser considerado como elemento dinâmico no processo de crescimento econômico, uma vez que permite a elevação das taxas de poupança e investimento (FORTUNA, 2008, p. 16).

As instituições integrantes do sistema financeiro nacional, além de provar os supracitados, favorecem a economia com investimentos a fim de diminuir os custos integrantes as operações financeiras, como os de transação, custódia etc. A diminuição destes custos favorecem a economia, visto que o sistema financeiro esta inserido em toda estrutura nacional, e isto resulta na maximização da alocação de ativos por parte dos agentes.

Entre as instituições do sistema financeiro nacional, pode-se destacar o BACEN, criado em 1964 através da promulgação da Lei número 4.595, o qual tem o dever de desempenhar o papel de autoridade monetária. Esta instituição é responsável pela política monetária do Brasil, que entre outras atividades administra a taxa básica de juros da economia, SELIC, a qual será analisada no final deste capítulo.

De acordo com Fortuna (2008) o sistema financeiro Nacional é dividido conforme organograma abaixo:

Figura 1 - Organograma do Sistema Financeiro Nacional



Fonte: Fortuna (2008).

É importante destacar os esforços das instituições financeiras em relação a controle e prevenção de fraudes e lavagem de dinheiro, bem como no controle e simetria de informações.

O foco deste trabalho é analisar o serviço prestado por uma instituição integrante do Sistema Financeiro Nacional, os bancos, mais especificamente os bancos múltiplos com carteira comercial que oferecem o setor de *Private Banking*.

2.2 OS BANCOS:

Os bancos brasileiros são agentes intermediários que servem como ligação entre agentes superavitários e agentes deficitários, fazendo com que os recursos circulem entre estes agentes e ofertando serviços que complementem a necessidade dos indivíduos.

Entre as diversas classificações é possível destacar, os bancos comerciais, os de investimentos, os de desenvolvimentos e os múltiplos.

2.2.1 Bancos Comerciais

O objetivo desta classificação de banco é de proporcionar os recursos necessários a fim de financiar no curto e médio prazo o setor privado. Estas instituições são caracterizadas pela captação de recursos através de diversas operações bancárias e ao mesmo tempo por ofertar crédito bancário a agentes necessitados. A diferença entre a taxa de juros paga na captação de recurso e a taxa de juros para empréstimos a terceiros, o chamado *spread* bancário, é caracterizado como a margem de ganho desta instituição, além das taxas e outros serviços ofertados. Em resumo, são intermediários financeiros quem captam recursos dos poupadores e ofertam aos agentes deficitários através do crédito seletivo, e então criando moeda através do efeito multiplicador do crédito.

Segundo a resolução da CMN:

Os bancos comerciais são instituições financeiras privadas ou públicas que têm como objetivo principal proporcionar suprimento de recursos necessários para financiar, a curto e a médio prazos, o comércio, a indústria, as empresas prestadoras de serviços, as pessoas físicas e terceiros em geral. A captação de depósitos à vista, livremente movimentáveis, é atividade típica do banco comercial, o qual pode também captar depósitos a prazo. Deve ser constituído sob a forma de sociedade anônima e na sua denominação social deve constar a expressão "Banco" (Resolução CMN 2.099, de 1994).

Esta classificação de banco tem como atividade a prestação de serviços, como serviços de câmbio, aluguel de cofres e custódia de valores, pagamentos de cheques, entre outros.

2.2.2 Bancos de Investimentos

Os bancos de investimentos se diferem dos bancos comerciais pelo fato de não poderem manter contas correntes, e, devido a isto, necessitam captar recursos por meio da emissão de CDBs e RDBs (MELLAGI FILHO; ISHIKAWA, 2000, p. 131).

Segundo o Banco Central:

Os bancos de investimento são instituições financeiras privadas especializadas em operações de participação societária de caráter temporário, de financiamento da atividade produtiva para suprimento de capital fixo e de giro e de administração de recursos de terceiros. Devem ser constituídos sob a forma de sociedade anônima e adotar, obrigatoriamente, em sua denominação social, a expressão "Banco de Investimento". Não possuem contas correntes e captam recursos via depósitos a prazo, repasses de recursos externos, internos e venda de cotas de fundos de investimento por eles administrados. As principais operações ativas são financiamento de capital de giro e capital fixo, subscrição ou aquisição de títulos e valores mobiliários, depósitos interfinanceiros e repasses de empréstimos externos (Resolução CMN 2.624, de 1999).

Estes bancos de investimentos incentivam principalmente a estrutura capitalista privada e foram criados para canalizar recursos de médio e longo prazos para suprimento de capital fixo ou de giro. Auxiliam também os indivíduos, pessoas físicas ou jurídicas, a alocarem seus recursos nas mais diversas modalidades de investimentos.

2.2.3 Bancos de Desenvolvimento

Este tem como objetivo financiar projetos que tenham a intenção de promover o desenvolvimento econômico em uma determinada região ou País. No Brasil o Banco Central

do Brasil, mediante a Resolução CMN 394, de 1976, define os bancos de desenvolvimento como instituições financeiras controladas pelos governos estaduais que têm como objetivo básico proporcionar o suprimento oportuno e adequado dos recursos necessários ao financiamento, a médio e longo prazos, de programas e projetos que visem promover o desenvolvimento econômico e social do respectivo Estado. Os bancos de desenvolvimento devem ser constituídos sob a forma de sociedade anônima, com sede na capital do Estado que detiver seu controle acionário, devendo adotar, obrigatória e privativamente, em sua denominação social, a expressão "Banco de Desenvolvimento", seguida do nome do Estado em que tenha sede.

2.2.4 Bancos Múltiplos

Surgiram através da Resolução 1.524/88 do CMN que permitiu que várias instituições do mercado pudessem se unir em uma única instituição financeira com personalidade jurídica própria a fim de racionalizar a administração das instituições financeiras. Estas Instituições são aquelas que assumem mais de uma das funções citadas acima. A maioria dos bancos brasileiros está enquadrada nesta segmentação sendo de crédito e de poupança. Este grupo abrange os mais diversos tipos de bancos conhecidos. Esta instituição pode conter até seis carteiras distintas, sendo o mínimo de duas e, uma delas obrigatoriamente deverá ser comercial ou de investimento.

Para aprofundar o assunto deste trabalho, será analisado o banco comercial, ou o banco múltiplo com carteira comercial, que são hoje as instituições financeiras mais populares e mais abrangentes no Brasil. Este tipo de banco tem diversas classificações internas informais, que podem ser através da segmentação de mercado, buscando atuar em determinados nichos ou através da atuação de grupos específicos, no qual é possível citar o *Corporate Bank* (Atendimento a Pessoa Jurídica com faturamento anual acima de R\$ 80.000.000,00) e o *Private Banking* (Atendimento a Pessoa Física para clientes com investimentos na própria instituição bancária acima de R\$ 1.000.000,00).

A seguir, a estrutura de segmentação dos quatro principais bancos do Brasil:

Figura 2 - Classificação dos bancos nacionais por renda



Fonte: Elaborado pelo autor através de pesquisa entre as instituições bancárias (2013).

A segmentação dos clientes através do ponto de vista da instituição bancária tem relação direta com o nível de relacionamento com a própria instituição e com o potencial financeiro de cada cliente, seja pessoa física ou jurídica. Para aqueles vistos pelo banco como de menor relacionamento e potencial os produtos ofertados geralmente são padronizados e o atendimento é realizado através do balcão. Já os clientes mais atrativos à instituição bancária podem receber uma assessoria financeira especializada e um atendimento direto com o próprio *Private Banker* (assim chamado o gerente de contas do *Private Banking*).

2.3 O PRIVATE BANKING

Os principais bancos do Brasil possuem um segmento para os clientes com grandes volumes investidos na própria instituição financeira, geralmente acima de R\$ 1.000.000,00. Este segmento é chamado de *Private Banking* e tem como principal característica oferecer serviços de investimentos e financeiros. O Termo “*Private*” refere-se a uma relação mais aproximada do banco com o cliente, e quem realiza este contato com o cliente é o chamado *Private Banker*. Este *Banker* normalmente é um assessor altamente qualificado e capaz de oferecer assessoria e produtos altamente elaborados para os clientes do mais alto segmento de clientes bancários.

O *Private Banking* proporciona ao *Banker* especialistas em diversas áreas, para que juntos possam atender as demandas dos clientes. Estes especialistas geralmente atuam na área de direito tributário/fiscal e financeiro, planejamento sucessório, seguros, investimentos *off-shore*,¹ entre outros. Além de todo este serviço especializado, para atrair este seletivo grupo de clientes com grandes volumes de dinheiro com liquidez, os bancos oferecem taxas superiores às praticadas no segmento de varejo e isenção de grande parte das taxas de seus produtos.

Historicamente, onde há os primeiros indícios de *Private Banking* é na Europa do século XVI, no qual há situações de bancos europeus que gerenciavam a fortuna de algumas famílias reais. Nos Estados Unidos da América, País no qual há atualmente um dos maiores montantes de recursos sob a custódia de *Private Banking*, algo em torno de 30% de todos os ativos sob a custódia deste segmento, existem indícios de bancos especializados desde o início do século XIX.

Abaixo, é possível visualizar a participação dos vinte maiores bancos com segmento de *Private Banking* no mundo avaliando os ativos sob seu gerenciamento.

Tabela 1 - *Ranking* mundial de bancos com ativos sob gerenciamento em *Private Banking*

Rank	Bank	Country	AUM (\$bn)
1	Bank of America	USA	\$1,671.00
2	UBS	Switzerland	\$1,554.53
3	Wells Fargo	USA	\$1,300.00
4	Morgan Stanley	USA	\$1,219.00
5	Credit Suisse	Switzerland	\$843.32
6	Royal Bank of Canada	Canada	\$573.32
7	HSBC	UK	\$377.00
8	Deutsche Bank	Germany	\$348.60
9	BNP Paribas	France	\$316.20
10	JPMorgan Chase	USA	\$291.00
11	Pictet	Switzerland	\$262.11
12	Goldman Sachs	USA	\$227.00
13	Citigroup	USA	\$208.00
14	ABN AMRO	Netherlands	\$189.98
15	Barclays	UK	\$182.71
16	Julius Baer	Switzerland	\$178.79
17	Northern Trust	USA	\$173.70
18	Bank of New York Mellon	USA	\$168.00
19	Crédit Agricole	France	\$163.67
20	Lombard Odier & Cie	Switzerland	\$151.30

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da *Scorpio Partnership Private Banking Benchmark* (2012).

¹ *Off-Shore*: Contas de investimentos abertas fora do território nacional com o objetivo de maximizar o retorno dos investimentos,

O setor de *Private Banking*, por ser aquele em que estão inseridos os maiores clientes do banco, deve estar sempre atento ao cenário econômico nacional e internacional. Devido a este fato, possui uma equipe de análise econômica com o objetivo de analisar e elaborar projeções a fim de enquadrar os seus produtos e as carteiras dos clientes de forma mais rentável e segura.

2.4 POLÍTICAS ECONÔMICAS

O Governo de uma nação deve promover o desenvolvimento econômico, garantir o pleno emprego e sua estabilidade, equilibrar o volume financeiro das transações econômicas com o exterior, garantir a estabilidade de preços e o controle da inflação, além de promover a distribuição da riqueza e das rendas.

Ao estudar a economia brasileira nas últimas décadas, é perceptível que esta passou por diversas transformações quanto as suas políticas monetária, fiscal e cambial, além das diversas alterações na sua unidade monetária, o qual visava conter os surtos inflacionários e voltar a estabilizar a economia.

A moeda brasileira atual, o Real, foi adotada em 1994 através do Plano Real, tendo como objetivo controlar a inflação e aumentar as taxas de crescimento do País. Este plano foi batizado como Âncora Cambial, que utilizava uma taxa de cambio fixa e uma moeda valorizada em relação ao Dólar a fim de estabilizar os preços, porém levou a uma deterioração do saldo de transações comercial e assim o governo se viu obrigado adotar uma taxa de juros interna alta para atrair o capital internacional. Este período se viu marcado por diversas crises financeiras internacionais como a do México em 1995, dos países do Sudeste Asiático em 1997 e da Rússia em 1998, o que levou a uma estagnação da circulação de capitais, principalmente dos países desenvolvidos para os subdesenvolvidos e isto forçou o BACEN a novamente elevar a taxa de juros interna. Após o governo Brasileiro realizar um acordo com o FMI em 1998, no qual se comprometeu a adotar políticas econômicas restritivas, em Janeiro de 1999 o Brasil por não possuir mais reservas econômicas, deixa de adotar o regime de cambio fixo e passa a adotar um regime de taxa de cambio flutuante. Este mudança levou a um aumento na taxa de cambio, fazendo com que o Real se desvalorizasse fortemente.

Este marco em 1999 faz com que o Brasil passasse a adotar um regime de metas de inflação, no qual passava a divulgar as metas de inflação para os próximos dois anos e a utilizar a taxa SELIC como principal instrumento de controle das expectativas dos agentes.

Entre as políticas econômicas, é necessário analisar a Política Cambial e a Fiscal, porém é imprescindível maior destaque para a Política Monetária, que afeta diretamente a taxa SELIC, balizador principal na pesquisa deste trabalho.

2.4.1 A Política Cambial

É baseada na administração da taxa de cambio e no controle das operações cambiais. Está diretamente ligado à política monetária, porém destaca-se desta, por atuar mais diretamente sobre todas as variáveis relacionadas às transações econômicas do País com o exterior. Esta política foi de grande importância no período entre 1994 e 1999 visto que caso o preço do dólar atingisse o teto ou a base de sua banda o BACEN intervinha realizando operações no mercado de câmbio, como a venda de dólares no mercado para valorizar a moeda nacional ou comprando dólares a fim de desvalorizar a moeda local. As bandas de flutuação eram reajustadas a cada três meses pelo CMN de acordo com o andamento da economia. A Partir de 1999 até os dias atuais o governo Brasileiro permite que a taxa de cambio flutue de acordo com a demanda e a oferta de moeda estrangeira, sendo que o papel do Banco Central é fiscalizar e realizar algumas intervenções através de leilões de compra ou venda de dólar para conter as flutuações consideradas especulativas a fim de promover a estabilidade econômica do Brasil.

2.4.2 A Política Fiscal

Esta relacionada com as receitas e despesas do Governo, sendo seu gasto líquido em todos os níveis. É definida pela carga tributária que é a receita do governo e pelos gastos do mesmo setor. Esta política esta intimamente ligada ao superávit primário (resultado positivo das receitas e despesas correntes do governo), no qual, em 1998 quando o Brasil realiza um acordo com o FMI, este exige que o governo tenha uma maior arrecadação do que o somatório dos seus gastos no triênio 1999-2001. Esta medida vem sendo adotada desde então e tem como objetivo reduzir a dívida do governo e assim administrar o risco de *default*, ou seja, o risco do Brasil não possuir recursos para pagar as suas dívidas.

2.4.3 A Política Monetária

Está intimamente relacionada com o objetivo deste trabalho. Esta política econômica pode ser definida como o controle da oferta da moeda e das taxas de juros de curto prazo a fim de garantir a liquidez ideal de cada momento econômico.

Como já mencionado, em Julho 1999 o Brasil deixa de utilizar o modelo econômico chamado de âncora cambial com regime fixo de cambio e passa a adotar, através do Decreto No 3.088, o regime de metas para a inflação. Este sistema de metas é baseado em quatro elementos básicos, que são:

- torna público as metas para o médio prazo da inflação, com a utilização de bandas, baseado no IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo);
- comprometimento institucional com a estabilidade de preços como objetivo principal da política monetária;
- transparência a população sobre as decisões, objetivos e razões, que norteiam a política econômica adotada;
- mecanismos para tornar as autoridades monetárias responsáveis pelo cumprimento das metas de inflação.

O principal instrumento utilizado pelo BACEN nesta política monetária é a taxa básica de juros de curto prazo, a SELIC. Esta taxa é estabelecida pelo Comitê de Política Monetária (COPOM), cabendo à mesa de operações do mercado aberto do BACEN manter a taxa Selic Diária próxima a meta.

2.5 SELIC

O Governo Federal, à medida que necessita de recursos para financiar as suas dívidas, emite e vende títulos públicos através do Tesouro Nacional e do BACEN. Sobre estes títulos há a incidência de juros pagos aos portadores destes papéis. Isto significa que o Governo busca recursos no mercado aberto e oferece um prêmio aos compradores desta dívida.

Estas negociações de compra e venda dos títulos da dívida pública federal interna de emissão do Tesouro Nacional no mercado monetário brasileiro são controladas por um sistema eletrônico de custódia e liquidação, chamado de Sistema Especial de Liquidação e

Custódia, a SELIC, o qual processa as operações realizadas neste segmento pelo seu valor bruto em tempo real.

Segundo Furtuna (2008) a taxa Over Selic é a taxa de referência do mercado, e que regula as operações diárias com títulos públicos federais, pois é a sua média diária que reajusta diariamente os preços unitários (PU) dos títulos públicos. Representa a taxa pela qual o BC compra e vende títulos públicos federais ao fazer a sua política monetária. É determinada nas reuniões periódicas do COPOM.

Segundo o Banco Central:

É a taxa apurada no Selic, obtida mediante o cálculo da taxa média ponderada e ajustada das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais e cursadas no referido sistema ou em câmaras de compensação e liquidação de ativos, na forma de operações compromissadas. Esclarecemos que, neste caso, as operações compromissadas são operações de venda de títulos com compromisso de recompra assumido pelo vendedor, concomitante com compromisso de revenda assumido pelo comprador, para liquidação no dia útil seguinte. Ressaltamos, ainda, que estão aptas a realizar operações compromissadas, por um dia útil, fundamentalmente as instituições financeiras habilitadas, tais como bancos, caixas econômicas, sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários (BRASIL, 22 abr. 2013).

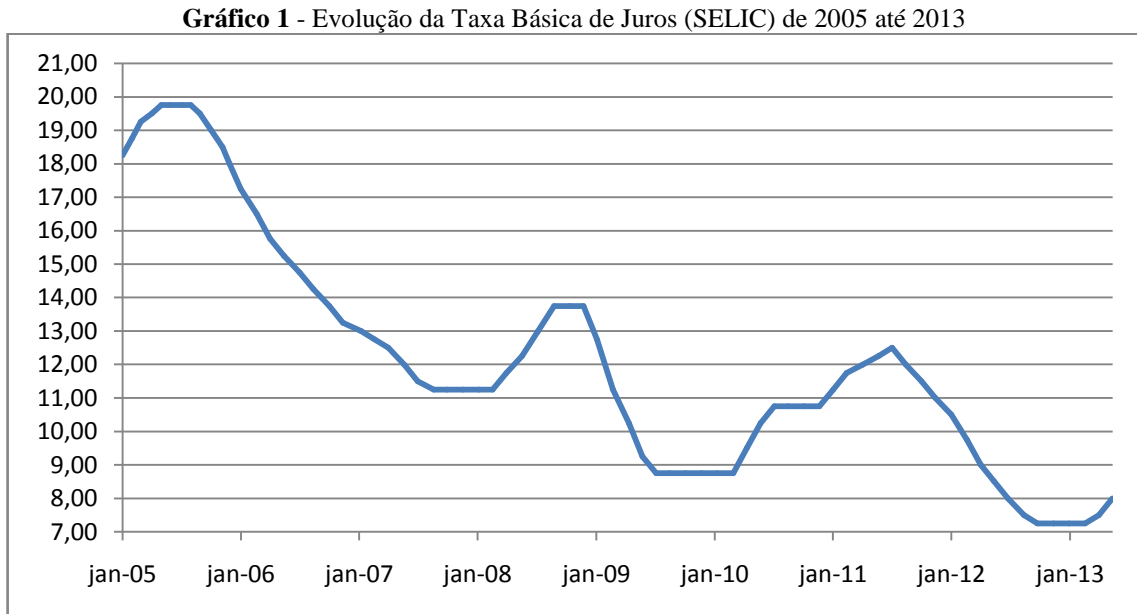
Pela natureza dos papéis negociados, títulos públicos, a Taxa SELIC é aceita na economia brasileira como uma taxa livre de risco (*risk free*), sendo importante referência ainda para a formação das taxas de juros do mercado (ASSAF NETO, 2003).

A taxa SELIC é a taxa básica de juros da economia brasileira, visto que é através desta que o governo remunera os compradores dos títulos públicos e assim executa políticas de expansão ou contração da demanda agregada brasileira. A meta desta taxa é estabelecida pelo Comitê de Política Monetária (COPOM), o qual fora criado em Junho de 1996 e tem o objetivo de estabelecer as diretrizes da política monetária brasileira e o controle da Taxa SELIC. Conforme visto anteriormente, no decreto 3.088 de 21 de junho de 1999, na mudança da política econômica, passando da “âncora cambial” para o sistema de “metas de inflação”, coube ao COPOM cumprir as metas de inflação estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

Formalmente, os objetivos do COPOM são: “implementar a política monetária, definir a meta da Taxa SELIC e seu eventual viés, e analisar o Relatório de Inflação”. A taxa de juros fixada na reunião do COPOM é a meta para a Taxa SELIC (taxa média dos financiamentos diários, com lastro em títulos federais, apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia), a qual vigora por todo o período entre reuniões ordinárias do Comitê. Se for o

caso, o COPOM também pode definir o viés, que é a prerrogativa dada ao presidente do Banco Central para alterar, na direção do viés, a meta para a Taxa Selic a qualquer momento entre as reuniões ordinárias.

O gráfico 1 ilustra o desempenho da Taxa SELIC de 2005 até 2013.



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do Banco Central (2013).

O gráfico 01 acima ilustra a trajetória da meta da taxa SELIC, expressa em pontos percentuais ao ano, que foi estabelecida em cada reunião do COPOM, entre Janeiro de 2005 e Abril de 2013.

Ao analisar o gráfico 01 acima da meta da Taxa SELIC, estabelecida em cada reunião do COPOM, é possível notar um tendência de queda, apesar de algumas altas suaves.

Dentre as quedas observadas no gráfico, há um pico em Julho de 2011, o qual a meta da taxa SELIC atinge o patamar de 12,50% a.a., e o patamar mínimo em Outubro de 2012, com a taxa mínima histórica para a SELIC no valor de 7,25% ao ano. Esta queda será analisada no capítulo cinco deste trabalho.

3 INVESTIMENTOS FINANCEIROS

Investimento financeiro é o desembolso realizados no presente para se adquirir um ativo, um direito ou um bem, visando gerar um lucro ou benefício no futuro. No que tange ao mercado de investimentos, é possível observar uma gama de aplicações, com diferentes tipos de risco e retorno, as quais podem ser desde aplicações financeiras simples, como poupança e CDB, até operações estruturadas de bolsa de valores como o *Long & Short*.

Os investimentos podem ser distribuídos em três classes no que se refere ao tempo de aplicação. O primeiro é o curto prazo, que são investimentos que buscam um retorno rápido, normalmente são retornos pequenos em prazo de 01 a 24 meses. A classificação intermediária é o médio prazo que inclui tais investimentos que buscam um retorno com um tempo um pouco maior que o curto prazo, em média de 25 a 60 meses. E a última classificação é o longo prazo os quais são investimentos em que o resultado só aparecerá depois de 60 meses, normalmente traz retornos bem significativos para os investidores.

Cabe destacar que o curto, o médio e o longo prazo são uma classificação subjetiva, não existindo uma definição acerca deste assunto. Os períodos citados neste trabalho são convenções de mercado aceitas pela maioria das instituições financeiras, porém podem variar de acordo com o analista ou instituição, ou até mesmo o investidor.

Ao analisar os tipos de investimentos disponíveis no mercado financeiro, há duas grandes classes de ativos, os títulos de Renda Fixa e os títulos de Renda Variável.

3.1 ATIVOS DE RENDA FIXA

Como explica Assaf Neto (2001), existem no mercado brasileiro diversos títulos de renda fixa, os quais se diferenciam essencialmente pela maturidade (prazo de resgate do título) e na natureza do emitente. Os títulos de renda fixa são aqueles em que ambas as partes irão saber no momento em que a transação é realizada a rentabilidade da operação através de uma taxa pré-estabelecida ou de um indicador no qual o retorno acumulado irá definir o valor do agregado do principal mais os rendimentos.

Os títulos de renda fixa podem ser classificados em pré-fixados que são aqueles em que os juros a serem pagos são acordados no fechamento do negócio e não variam até o vencimento e os pós-fixados quando os juros a serem pagos são balizados através de uma taxa flutuante e, assim, o retorno do investimento só é conhecido no vencimento.

As instituições financeiras oferecem produtos e operações estruturadas aos seus clientes de forma com que cada uma possua características próprias, principalmente levando em consideração a análise do risco e do retorno.

A seguir analisam-se os principais investimentos em renda fixa oferecido pelas instituições financeiras de *Private Banking* no Brasil.

3.1.1 Certificado de Depósito Bancário (CDB)

Segundo Assaf Neto (2001), os CDB's são títulos de renda fixa emitidos pelos Bancos Comerciais/Múltiplos e Bancos de Investimentos destinados a lastrear operações de financiamento de capital de giro.

Estes títulos são emitidos pelos bancos comerciais e de investimentos como forma de captação de recursos para o próprio banco, e no vencimento é recebido pelo investidor o principal acrescido dos juros. É importante destacar que nesta modalidade de investimento é possível haver o resgate antes do vencimento do título, ou seja, com liquidez diária. Os CDB's são remunerados através de taxas pré-fixadas ou pós-fixadas e sobre o ganho nominal há a incidência de imposto de renda e IOF, caso seja resgatado antes de 30 dias a partir do momento da aplicação.

Os bancos também emitem os RDB's (recibo de depósito bancário), sendo diferenciado do CDB apenas por não poder ser resgatado antes do vencimento.

3.1.2 Títulos Públicos

Estes títulos são emitidos através do Governo Federal a fim de captar recursos para financiar as suas despesas, como gastos com obras de infraestrutura, saúde, educação entre outros. O Governo Federal costuma captar recursos no mercado por intermédio da emissão de títulos representativos da dívida pública. (ASSAF NETO, 2001). Estes títulos podem ser pré-fixados ou pós-fixados e são conhecidos por sua grande liquidez, além de serem considerados como ativos livres de risco de crédito.

Os títulos públicos são classificados pela natureza de suas emissões e suas principais características de negociação, conforme segue:

- LTN – Letras do Tesouro Nacional

As LTN's são os títulos com rentabilidade estabelecida no momento em que é realizada a compra, sendo assim pré-fixado. São negociados com um valor inferior ao de face.

As LTN's são negociadas com deságio (desconto), de forma que o investidor paga pelo título um valor inferior a seu valor de face. São emitidos com prazo mínimo de 28 dias. Remunera o investido a taxas pré-fixadas, negociadas de acordo com as condições do mercado no momento da aplicação (ASSAF NETO, 2001).

Este investimento é preferido em momentos de queda das taxas de juros, visto que o preço é inversamente proporcional a taxa de remuneração, sendo assim, quando menor for a taxa maior será o preço unitário do título.

- LFT – Letras Financeiras do Tesouro

As LFT's têm seus rendimentos definidos pela média da taxa Selic, garantindo uma rentabilidade de mercado ao investidor. São papéis atraentes e seus prazos de emissão são definidos pelo Tesouro Nacional (ASSAF NETO, 2001).

- NTN – Notas do Tesouro Nacional

As NTN's foram criadas através da Lei n 8.177, de 01/03/1991 e tinha como objetivo alongar o prazo de financiamento da dívida do Tesouro Nacional. São títulos que oferecem rendimentos pós-fixados e atrelados a um indexador da economia. Os juros são pagos periodicamente e o prazo mínimo de emissão é de três meses.

Abaixo, as séries de NTN's mais negociadas no mercado:

NTN-B: Corrigida pelo IPCA do mês anterior;

NTN-C: Corrigida pelo IGP-M do mês anterior;

NTN-D: Corrigida pela variação do dólar;

NTN-F: Taxa pré-fixada.

3.1.3 Debêntures

As debêntures são títulos de renda fixa emitidos por companhias de capital aberto e destinados, geralmente, que buscam o financiamento de médio e longo prazo para projetos de investimentos ou para alongamento do perfil de endividamento das empresas, visto que se trata de uma forma mais barata para obtenção de recursos financeiros.

Segundo Pistoia:

Debênture é um título mobiliário de dívida de médio e longo prazos emitido por sociedades anônimas não financeiras, que asseguram aos seus detentores (debenturistas) direito de crédito contra a empresa emissora. A escritura de emissão é o documento onde são descritas as condições da debênture, como os direitos conferidos pelo(s) título(s) e os deveres da emissora, a data de emissão e vencimento, remuneração, montante e quantidade de títulos, condições de amortização, prêmios e garantias. Objetiva a captação de recursos de médio e longo prazos, destinados normalmente a financiamentos de projetos de investimentos ou alongamento do perfil do passivo. Garantem ao comprador uma remuneração certa, num prazo certo, ao contrário das ações, cuja renda é variável. A emissão de debêntures deverá ter por limite máximo o patrimônio líquido da empresa e seu prazo de resgate não deve ser inferior a um ano. Podem ser conversíveis em ações, segundo condições estabelecidas previamente (PISTOIA, MIMEO 2008).

A debênture garante ao comprador a valorização do título e os juros pagos em períodos definidos, não dando direito de participação nos bens ou lucros da empresa, porém em alguns casos pode haver a troca por ações da empresa, passando o investidor da categoria de credor para acionista.

Nesta categoria, o risco cabe à empresa que está captando os recursos. Devido a isto, os juros a sempre pagos dependem da qualidade da empresa e da visão do mercado para com esta empresa.

3.1.4 Letras Hipotecárias

As letras hipotecárias (LH's) podem ser denominadas também LCI (Letra de Crédito Imobiliário). As LH's são títulos emitidos por instituições financeiras que atuam com crédito imobiliário (ASSAF NETO, 2001).

Segundo Moraes (2010) a LCI possui um benefício fiscal quando o aplicador é uma pessoa física, pois não há tributação de imposto de renda no momento do resgate, como as demais aplicações. O fato de torná-la líquida de imposto de renda (IR) sobre o rendimento a torna extremamente atraente para o investidor conservador, pois lhe proporciona uma rentabilidade geralmente bastante superior ao CDI se comparada com uma aplicação não isenta de IR.

É possível destacar também os CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários) sendo um título de crédito nominativo, lastreado em créditos imobiliários e de emissão exclusiva das companhias abertas. Este investimento também é isento de imposto de renda, e as instituições financeiras que o distribui, deve colocar um preço igual ou superior a R\$ 300.000,00. Devido

a este fato, os bancos ofertam os CRIs somente a investidores do setor de *Private Banking*, foco principal deste trabalho.

3.1.5 Notas Promissórias (*Comercial Papers*)

Conforme Lima et al. (2006), as notas promissórias comerciais, também conhecidas por *commercial papers*, são títulos de curto prazo, emitidos por empresas e sociedades anônimas de reputação inquestionável, com a finalidade de captação de recursos para capital de giro. Estes papéis podem ser colocados diretamente junto aos investidores e não necessitam necessariamente de um intermediário.

Sua negociação é feita com um desconto, sendo pago o valor de face quando de seu resgate, e podem ser adquiridos no mercado diretamente ou por meio de fundos de investimentos.

3.2 ATIVOS DE RENDA VARIÁVEL

O investimento em renda variável se diferem dos investimentos em renda fixa pelo fato de no momento da compra do ativo o retorno obtido no futuro não ser conhecido por nenhuma das partes envolvidas no processo.

A renda variável é conhecida de forma mais ampla no Brasil através do investimento em ações na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Além desta existem diversas outras formas de investimentos em bolsas de valores do mundo inteiro. É possível citar a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) que fusionou com a BOVESPA em 2008, visto que é nela que são transacionados os títulos de produtos agropecuários, dólar, ouro entre outros.

O mercado mais conhecido de renda variável são as ações que expressam a menor parte do capital de uma empresa. Quem compra uma ação de determinada empresa tem a intenção de se tornar sócio dela, independente do valor investido.

Uma empresa quando deseja captar recursos através do mercado acionário, realiza o *Inicial Public Offering* (IPO), que se baseia em vender ações de sua empresa ao mercado, isto é chamado de mercado primário. Após o IPO, quem deseja negociar as ações da empresa em questão, utiliza o mercado secundário, onde as forças de oferta e demanda atuam sobre o preço da ação.

O investimento em ações possui um risco maior que a renda fixa porem, isto não significa que obrigatoriamente os retornos serão mais elevados neste segmento. Ao comprar

ações de determinada empresa o investidor assume diversos riscos, devido a isto é aconselhado um conhecimento avançado pelo investidor ou a contratação de serviços especializados neste mercado.

As ações podem ser divididas em dois grupos, as ações ordinárias (ON) que dão o direito ao acionista de voto nas assembleias da empresa e as ações preferenciais (PN) que dão ao acionista a preferência no recebimento de dividendos. Estes dividendos são o lucro da empresa dividido pelo número de ações da empresa, ou seja, é o lucro que a empresa conquistou para o seu acionista.

O mercado acionário possui alguns tipos de produtos, o mais conhecido é o mercado a vista, que consiste no ato da compra e venda de ações. Neste mercado estas ações são negociadas em lotes-padrão, que normalmente são de 100 ações. Neste segmento a liquidação física e financeira são realizadas em D+3, ou seja, no terceiro dia após a compra ou a venda do ativo. É importante destacar que existe a possibilidade de compra e venda do mesmo ativo no mesmo dia, isto é chamado de *Day Trade* e possui características específicas para fins de imposto de renda.

Outra modalidade de renda variável é o mercado a termo. Segundo Fortuna (2008) o investidor se compromete a comprar ou vender uma certa quantidade de ação (chamada ação objeto), por um preço fixado e dentro de um prazo pré determinado. Esta modalidade proporciona ao investidor algumas vantagens, como a possibilidade de operar alavancado, ou seja, a possibilidade de adquirir uma quantidade de ações superior ao capital que possui.

O investimento em renda variável possibilita também o investidor a utilizar o mercado de opções. Este mercado possui diversas características e peculiaridades. A opção é um direito, porém não uma obrigação, de compra (*Call*) ou de venda (*Put*) que o comprador desta opção possui. Já o vendedor da opção tem a obrigação de comprar, ou vender, se for desejo do titular da opção.

As opções possuem sempre uma validade, a qual na BOVESPA é sempre a terceira segunda-feira de cada mês. Isto significa que, após o vencimento da opção ela não terá mais valor.

O mercado de opções tem como objetivo básico a proteção dos investidores, porém seguidamente é utilizado para a especulação. As opções também são uma forma de alavancagem, pois permitem o investimento de um capital muito superior ao possuído pelo investidor.

3.3 FUNDOS DE INVESTIMENTOS

Os fundos de investimentos são um condomínio de diversos investidores que, a fim de obter benefícios que individualmente não seria possível ou teria um custo elevado, investem em determinado segmento ou em um conjunto de segmentos.

Cada investidor é dono de uma cota do fundo, e paga a taxa de administração para um terceiro gerir este fundo. Ao comprar as cotas de um fundo o investidor está aceitando as normas de cada fundo e assim passa a ter os mesmos direitos e obrigações dos demais cotistas, independente do número de cotas.

Segundo Delgado (1998), um fundo de investimento é formado por uma porção de ações, de certificados de depósitos bancários (CDB), de títulos do governo e quaisquer outros tipos de ativos móveis financeiros pertencentes a um ou vários investidores que os entrega para ser administrado por terceiros, visando o lucro.

Os fundos de investimentos podem ser classificados de diversas formas, atuando nos mais diferenciados segmentos de cada tipo de investimento, como renda fixa, renda variável, referenciado a algum *benchmark* entre outros. Os fundos devem obedecer a diversas regras e, concomitantemente, cada tipo de fundo possui suas próprias características e regras.

Após a análise dos tipos mais comuns de investimentos em renda fixa e em renda variável, será analisada nos capítulos posteriores a relação entre risco e retorno para os investimentos financeiros e após será realizada uma análise dos investimentos de *Private Banking* nos anos de 2011 e 2012.

4 RISCO E RETORNO

As decisões de investimento são tomadas de acordo com o conhecimento de fatos do presente e as expectativas para o curto, médio e longo prazo. Com base em incertezas sobre os cenários futuros os agentes definem os seus investimentos, e quanto maior o prazo, maior a não previsibilidade para os resultados.

Esta incerteza que afeta os resultados dos investimentos é o chamado “risco”, visto que os resultados possíveis não estão totalmente sob controle. O retorno de determinado investimento está intimamente ligado ao risco, e, sendo assim, é possível reduzi-lo ou gerenciá-lo. Contudo, dificilmente este poderá ser eliminado por completo.

O risco pode estar associado a diversos fatores e circunstâncias cabendo ao analista financeiro, nos casos dos investimentos, o trabalho de minimizar a possibilidade de perdas. Para atingir este intento, o financista utiliza diversos artifícios, como estudos e análises de ativos e portfólios e diversificação de investimentos. As instituições financeiras assumem riscos como intermediários financeiros, na alocação de recursos entre agentes superavitários e deficitários como assumindo posições de risco por sua própria responsabilidade.

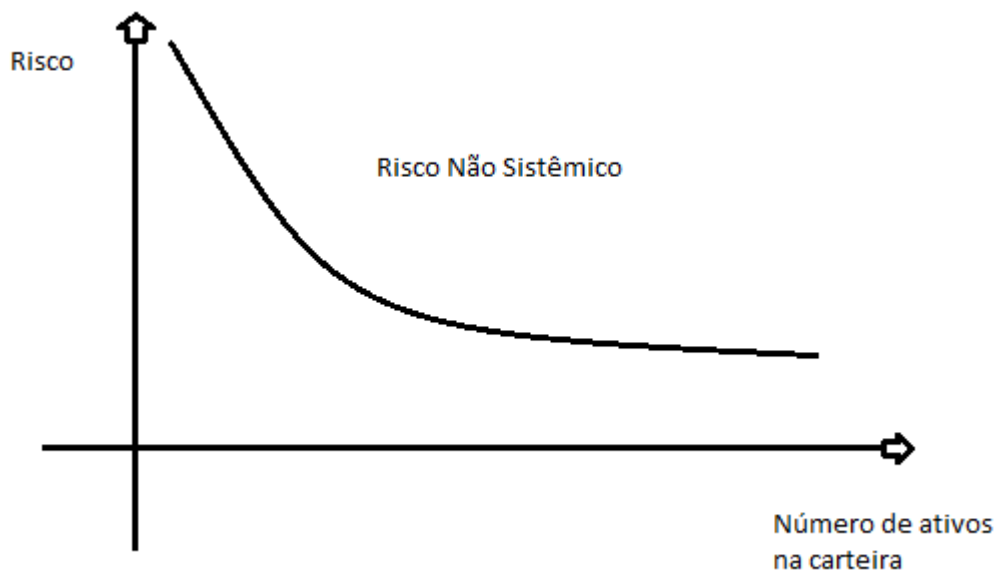
O risco de mercado pode ser dividido em dois grandes grupos sendo o risco sistêmico e o risco não sistêmico. O primeiro é inerente a todos os ativos negociados e está associado aos eventos de natureza política, econômica e social (eventos macroeconômicos) que impactam os ativos de diferentes formas. Mudanças ou reformas de natureza tributária, contábil, pacotes econômicos etc. estão incluídos nestes eventos. O Risco sistemático não pode ser eliminado (LIMA et al., 2006).

O Risco sistêmico é aquele em que é afetada toda a gama de investimentos e não só a apenas um determinado ativo. É a parte da volatilidade do ativo que tem sua origem em fatores comuns a todos os ativos do mercado.

Gráfico 2 - Risco Sistemico

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados de Lima et al. (2006).

O gráfico 02 acima ajuda a compreender o conceito de que a quantidade de ativos de uma carteira é irrelevante, visto que o risco sistemico permanece inalterado. Cabe ressaltar que o risco sistemico não é uma constante, mas a quantidade de ativos na carteira não diminui o seu valor.

Gráfico 3 - Risco não sistemico

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados de Lima et al. (2006).

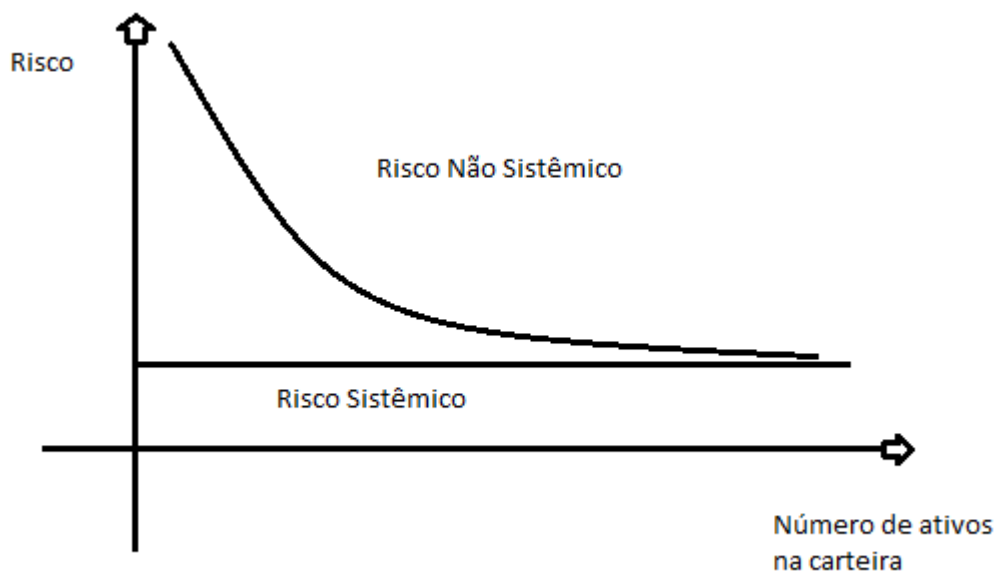
O risco não sistemático é inerente ao próprio ativo, podendo eventualmente impactar outros ativos, mas não todos. Também denominado de intrínseco, pode ser imunizado pela inclusão na carteira de outros ativos que não tenham correlação positiva entre si. Ativos de renda fixa contrabalanceados com ativos de renda variável, títulos emitidos por empresas sazonais, contrabalanceados por empresas não ou menos sazonais etc., são exemplos que espelham os riscos sistemáticos (LIMA et al., 2006).

O risco não sistemático é aquele no qual é possível ter um maior controle e assim minimizá-lo ou gerenciá-lo através de uma diversificação eficiente de carteiras.

Conforme o gráfico 03 acima é possível perceber que o risco não sistemático pode ser minimizado de acordo com o número de ativos em uma carteira de investimentos. Cabe auferir que a partir de certo número de ativos a diversificação torna-se sem efeito, visto que a partir deste instante é constatado o risco sistemático.

O risco total de uma carteira é formado por riscos de natureza específica (não sistemático) e do risco sistemático. Com base nesta informação e no estudo realizado nos dois tópicos anteriores é possível concluir que o primeiro pode ser gerenciado pela diversificação e o último afetará a todas as posições de uma carteira de investimentos.

Gráfico 4 - Risco total



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados de Lima et al. (2006).

Os tipos de riscos que podem atuar nos investimentos financeiros possuem diversas classificações. Dentre estes tipos de riscos podem-se destacar os cinco principais (LIMA et al., 2006):

4.1 RISCO DE MERCADO

Este pode ser definido como sendo a incerteza nos valores dos ativos das instituições financeiras.

O risco de mercado é a potencial oscilação dos valores de um ativo durante um período de tempo. Esta oscilação dos preços dos ativos é chamada de volatilidade. Como exemplo, é possível citar os investimentos em ações, os quais, por terem maior variação entre sua cotação, são mais voláteis, e as aplicações em renda fixa, que, por possuírem menor oscilação de preços, são menos voláteis. Assim, é possível concluir que o risco de mercado é aparente pela diferença entre as oscilações e o resultado esperado.

O acordo de Basiléia II (FEBRABAN, 2013) determinou o gerenciamento do risco de mercado no qual, conforme a Resolução n 3.464, de 26/06/2007, entre outras estruturas, as instituições financeiras deveriam ter políticas e estratégias que estabeleçam limites operacionais e procedimentos destinados a controlar a exposição ao risco de mercado em níveis considerados aceitáveis. O principal instrumento de controle de risco de mercado de uma carteira são os chamados *Hedge*, que são operações estruturadas a fim de garantir a segurança dos investimentos em relação à exposição ao risco.

4.2 RISCO DE CRÉDITO

Segundo Fortuna (2008) representa a possibilidade da perda pelo não pagamento de algum tipo de dívida que qualquer contraparte tenha assumido com uma instituição financeira. Pode surgir, por exemplo, em operações de empréstimos, aquisição de títulos ou operações com derivativos em mercado de balcão não organizado, mais marcadamente em operações de *swap*.²

O risco de crédito é a possibilidade de uma instituição financeira ou investidor não receber os valores prometidos pelos emissores dos títulos que possui. Pode ser classificado

² Swap: são operações em que há troca de posições quanto ao risco e rentabilidade, entre investidores. O contrato de troca pode ter como objeto moedas, commodities ou ativos financeiros. Fonte: Glossário de Termos Financeiro, 2013.

como a perda parcial, ou total, em decorrência de mudanças na qualidade de crédito ou o *default* de uma contraparte do emissor.

O risco de crédito em geral pode ser advindo do não pagamento da dívida por parte do credor, devido à insolvência ou inadimplência, o risco legal que envolve contratos e legislações, o risco de determinado País, como aspectos políticos, regulatórios ou macroeconômicos e a carteiras de crédito com baixa diversificação.

Há, hoje em dia, diversas empresas que elaboram uma classificação de crédito entre as empresas e até mesmo países. São denominados como *credit ratings* e entre os mais conhecidos pode-se citar a *Standarg & Poor's*, *Moody's* e *Fitch*. Esta classificação, assim como o risco de crédito é muito volátil e dinâmico, podendo ser alterado de acordo com o desenvolvimento e comportamento do ativo em questão, principalmente através da percepção do mercado sobre este.

Ressalta-se que um *rating* não é uma recomendação de compra, venda ou manutenção em carteira, visto que não faz comentários em relação ao preço de mercado ou sua adequação a um investidor em particular.

4.3 RISCO DE LIQUIDEZ

O CMN, através da Resolução n 2.804, de 21/12/2000, definiu como:

A ocorrência de desequilíbrios entre ativos negociados e passivos exigíveis e, portanto, descasamentos entre pagamentos e recebimentos, que possam afetar a capacidade de pagamento da instituição, levando-se em conta as diferentes moedas e prazos de liquidação de seus direitos e obrigações (BRASIL, CMN, Resolução n 2.804 de 21/12/2000).

O risco de liquidez pode ser tratado como a impossibilidade de vender um determinado ativo pelo preço e no momento desejado. A liquidez de um ativo ou de um mercado em geral é fundamental para a formação dos preços, principalmente no mercado secundário. O risco de liquidez configura-se quando não é possível ao investidor ou gestor de carteiras a realizar uma operação pelos preços vigentes, o chamado preço justo, por falta de compradores. O reflexo da dificuldade em negociar o volume desejado é verificado de imediato na queda dos preços deste ativo.

4.4 RISCO OPERACIONAL

Segundo Fortuna (2008) é qualquer possibilidade de perda originada por falhas na estrutura organizacional da instituição financeira, sejam em nível de sistemas, procedimentos, recursos humanos, recursos de tecnologia ou, então, pela perda dos valores éticos e corporativos que unem os diferentes elementos dessa estrutura.

A FEBRABAN (2013), em comunicado oficial, informa que cabe a alta administração, ou alta gerência, o comprometimento de um ambiente adequado de gestão do risco operacional e lista as melhores práticas para o controle deste risco. De acordo com a Resolução 3.380 do Comitê de Basileia, recomenda um aumento de responsabilidade e a prestação de contas da alta administração para o controle do risco operacional. Segundo a FEBRABAN o risco operacional está presente em todos os processos da instituição financeira e é decorrente de falhas operacionais que podem acontecer em diferentes etapas destes processos, assim a instituição financeira deve manter-se permanentemente atualizada em relação aos processos existentes e seus respectivos controles de avaliação e mitigação do risco.

4.5 RISCO LEGAL

De acordo com o Banco Central, é o risco de que uma parte sofra uma perda porque as leis ou regulações não dão suporte às regras do sistema de liquidação de valores mobiliários, à execução dos arranjos de liquidação relacionados ou aos direitos de propriedade e outros interesses que são mantidos pelo sistema de liquidação. O risco legal também surge se a aplicação das leis ou regulações é pouco clara.

O risco legal pode ser classificado de acordo com as incertezas e o mau entendimento da legislação em vigor, seja no País de origem ou em território de investimentos *off-shore*. Cabe também a interpretação do processo judicial as quais as instituições financeiras estão inseridas, incluindo litígios e contratos mal elaborados.

Após a análise sobre o risco e suas principais formas, é importante analisar o ativo livre de risco.

Ao se investir em determinada modalidade, o agente superavitário está postergando o consumo imediato em uma quantidade de moeda para o consumo futuro com uma quantidade maior de moeda. Caso consiga eleger um ativo financeiro como referência (*Benchmark*) para o risco sistêmico, o retorno esperado seria o somatório do pagamento do risco sistêmico mais o pagamento pela postergação do consumo. É intuitivo para o investidor que um investimento com o risco maior corresponda a um maior prêmio e um investimento de menor risco haja um

menor retorno. Sendo assim, uma taxa livre de risco, teoricamente, deve ser aquela na qual haja o menor retorno e o menor risco.

Em momentos de crises financeiras os investidores buscam os investimentos mais seguros, e, conseqüentemente, de menor risco. Na literatura mundial consideram-se os títulos do Tesouro Americano (*Treasuries*) como sendo os ativos livres de risco cujas taxas são utilizadas como referência, sendo taxas básicas ou *benchmark*, para à análise de riscos relativo a outros papéis ou ativos. Já no mercado Brasileiro, ou em países emergentes, devido a menor capacidade de gerar poupança interna e trabalhar com elevadas taxas de juros, há uma maior dificuldade em determinar quais os ativos cujas taxas possam servir como referência para as taxas livres de risco. No Brasil, comumente é usado o CDI (Certificado de Depósito interbancário), ou os títulos públicos federais.

Os diferentes tipos de riscos analisados neste capítulo podem ser gerenciados através de uma infinidade de métodos. Os analistas financeiros que gerenciam as carteiras de investimentos dos clientes de Private Banking utilizam alguns desses instrumentos a fim de maximizar a utilidade entre risco e *performance* das carteiras de investimentos.

O investidor ao fazer um investimento busca a melhor relação entre risco e retorno, sendo assim, ele busca o investimento que lhe trará o melhor retorno possível de acordo com o risco a que está se submetendo. No mercado financeiro é muito conhecida a frase de Robert A. Heinlein, que no livro *The Moon is a Harsh Mistress* (1966) escreveu "*There ain't/is no such thing as a free lunch*", que traduzido na forma reduzida significa que não há almoço grátis. Esta frase deixa clara a mensagem que para se conseguir alguma coisa é necessário dar algo em troca.

O retorno de um investimento na maioria das vezes não é claro no momento do investimento. Nos investimentos em renda variável o retorno não é conhecido no presente momento e devido a isto possuem um risco mais elevado. No mercado de renda variável existem instrumentos que servem como *hedge*, ou proteção, ao investidor, porém esta proteção tem um custo adicional e assim, conseqüentemente, há uma diminuição do retorno esperado.

O mercado de renda fixa é um mercado mais seguro, e devido a isto possui na maioria das vezes um retorno menor. Não é correto afirmar que os investimentos em renda fixa são totalmente seguros, visto que os títulos emitidos têm a garantia do emissor, como de empresas públicas e privadas, e estes emissores possuem o risco de *default* ou de quebra da instituição. Na renda fixa, os títulos com os emissores mais seguros possuem taxas menores, enquanto os

emissores de segunda linha necessitam elevar o pagamento ao investidor para que consigam maior captação no mercado.

É importante destacar que um investimento sempre possuirá os seus riscos e, atrelado a isto, terá a sua expectativa de retorno associada. Existem diversos mecanismos para analisar o retorno de um investimento, porém retorno pode ser estimado, mas o investidor nunca terá a certeza do retorno no momento da compra, devido a vários fatores de riscos, como os já observados neste capítulo.

Até este momento foi analisado neste trabalho as categorias mais comuns de investimentos no Brasil e a relação entre risco e retorno, além de uma revisão literária dos principais conceitos que afetam os investimentos de *Private Banking* das instituições financeiras. No último capítulo será analisado primeiramente como deve ocorrer o processo de alocação de ativos e posteriormente será realizada uma comparação dos ativos sob gestão do *Private Banking* entre os anos de 2011 e 2012, devido à queda da taxa SELIC de 12,50% a.a. para 7,25% a.a. respectivamente.

5 GESTÃO DE INVESTIMENTOS E ALOCAÇÃO DE ATIVOS

5.1 GESTÃO DE INVESTIMENTOS

Após a análise de risco e retorno para os ativos e produtos oferecidos no mercado nacional como alternativas de investimentos, deve-se estudar a gestão de investimentos, como forma de atender as demandas dos clientes de *Private Banking*.

Segundo Brito (2006) a gestão de alocação de investimentos se focaliza nas decisões da carteira global de clientes que demandam serviços de seleção de uma combinação adequada de risco e retorno em seus investimentos, atendendo individualmente as suas necessidades e preferências. Normalmente, um serviço mais personalizado de gestão de alocação de ativos é oferecido aos grandes investidores, através do *Private banking*, e, por uma questão de escala, o varejo de pequenos e médios investidores é atendido com produtos genéricos e padronizados.

O Setor de *Private Banking* ainda é recente no Brasil e devido a isto muitos bancos atuam apenas no relacionamento comercial, oferecendo produtos e serviços massificados, que consideram apenas a *performance* passada para atender a demanda desses grandes investidores.

A gestão de investimentos pode ser dividida em dois estágios, sendo o primeiro deles a decisão de alocação de ativos e o segundo as decisões de seleção de carteiras.

No primeiro estágio a decisão de alocação de ativos envolve a seleção de uma carteira de investimentos distribuída entre as alternativas de investimentos disponíveis, como se pode citar os títulos pré-fixados, os títulos pós-fixados, bolsa de valores, investimentos em moeda estrangeira, como o dólar e outras modalidades. Após haver a classificação entre as grandes classes de ativos, de acordo com as preferências e cálculos de risco e *performance*, é realizado o segundo estágio, no qual, dentro de cada grande grupo de investimentos, há uma distribuição secundária.

Para exemplificar, se em um estudo de análise de risco e retorno de determinado investidor, for estabelecido que este devesse alocar 30% dos seus recursos em bolsa de valores, este é o primeiro grande grupo. Após esta decisão, é necessário dividir os recursos destinados à bolsa de valores em ações específicas, entre inúmeras possibilidades de investimentos, como a compra e venda de ações, compra e venda de opções, aluguel de ações, mercado a termo, entre tantas outras.

A fim de notar o tamanho da importância que o primeiro estágio representa, segundo Brito (2006), estudos revelam que mais de 85% do desempenho da carteira de um investidor está associado às decisões de alocação de ativos entre as grandes classes de ativos disponíveis no mercado. A seleção de ativos específicos, dentro das classes no mercado, responde apenas por 15% do desempenho de uma carteira de investimentos. Em síntese, por exemplo, é muito mais relevante decidir quando investir em ações na Bolsa de Valores do que escolher as ações que devem ser compradas.

Esta gestão de alocação de investimentos, conforme Brito (2006) tem importância de 85% para o resultado das alocações. Devido a este fato, será feito uma análise com uma maior profundidade neste tópico.

O processo de gestão de alocação de ativos é fundamentalmente baseado na análise e tratamento dos processos envolvidos, e, sendo assim, serão estudados cinco processos que definem a alocação de ativos para clientes do segmento de *Private Banking*.

O primeiro processo é estabelecer limites de risco por classe de aversão a risco de investidores. A análise de risco para os investidores não deve ser elaborada com base em apenas um tipo de indivíduo, mas sim através de uma escala, que vai do conservador ao agressivo, passando por algumas categorias intermediárias. Os bancos nacionais em seus setores de gestão de investimentos utilizam normalmente três escala de investidores, sendo elas:

- conservador: os clientes enquadrados neste grupo são aqueles que possuem baixa tolerância a riscos e que não estão interessados na perda de capital, mesmo que temporária. Estes clientes buscam principalmente investimentos em renda fixa e de curto prazo;
- moderado: estes clientes estão dispostos a correr um pequeno risco em seus investimentos para que tenham um retorno levemente acima da renda fixa paga no mercado nacional. Tem como objetivo investimentos de médio prazo, com baixa necessidade de liquidez no curto prazo. Nas suas carteiras de investimentos há, em média, uma alocação de 20% em investimentos de renda variável;
- agressivo ou arrojado: este perfil é classificado como o investidor que tem alta tolerância ao risco, aceitando as oscilações do mercado. Este investidor possui também baixa necessidade de liquidez no curto e médio prazo, podendo realizar operações mais estruturadas e não possuem um curto prazo de validade,

buscando retornos diferenciados no longo prazo. Em média, a carteira deste perfil de investidor possui de 40% a 50% de seus investimentos em renda variável.

As instituições financeiras, com o intuito de classificar seus clientes nos perfis citados acima, normalmente utilizam um questionário a fim de adequar os investimentos de cada cliente, em relação a objetivos, horizonte de investimentos e tolerância ao risco. A instituição financeira, de posse destes dados, é capaz de sugerir alocações de investimentos para cada grupo de perfil, ou no caso dos clientes de *Private Banking*, é mais um instrumento para alocar de forma eficiente os recursos e maximizar os retornos.

Ressalta-se que em condições de maior risco de mercado, devem-se utilizar menores limites de risco. De outro lado, em condições de maior previsibilidade e menor risco de mercado, pode-se definir limites mais amplos de alocação de risco para cada perfil de investidor.

O segundo processo para a definição da alocação de ativos em *Private Banking* é analisar um horizonte de investimento. É de grande estima que o mercado no qual se esteja avaliando seja fonte de dados confiáveis e de uma estrutura econômica estável. Nos mercados internacionais, como o dos Estados Unidos da América, é possível ter um horizonte mais dilatado e mesmo assim obter estimativas de risco e retorno confiáveis. Já o mercado brasileiro, o prazo recomendado é de análises para um período de três meses a seis meses, visto a falta de credibilidade nas diversas variáveis que afetam o cenário econômico nacional.

A próxima etapa é definir as classes de ativos que serão alocados os investimentos. Esta definição está entre as mais importantes para a gestão de alocação de investimentos. Para que uma carteira de investimentos tenha uma rentabilidade satisfatória é necessário que a escolha das classes de ativos seja compatível com os objetivos de retorno e risco e, para isto, é necessário que o número de classes de ativos não seja muito grande, a fim de não perder a sensibilidade alocativa.

Para Brito (2006) outra consideração fundamental na definição do conjunto de classes de ativos para alocação é a sua representatividade em termos de abrangência do mercado. As classes selecionadas devem representar adequadamente o espectro das principais alternativas de investimentos no mercado envolvido. Em síntese, o problema de definição de classes de ativos envolve selecionar o menor número possível de classes que seja, em conjunto, adequadamente representativo em termos de abrangência de mercado.

O quarto processo é de grande importância, visto que é nele em que são utilizadas as estimativas de risco e retorno e a modelagem de apoio em alocação de ativos, porém é possível destacar a expectativa em relação ao retorno, visto que pequenas variações de retornos esperados podem gerar grandes variações nas carteiras recomendadas.

Ao se escolher em quais classes de ativos a carteira de um investidor será distribuída, é de fundamental importância que, as classes definidas estejam de acordo com as expectativas de retorno, como por exemplo, alocar grande quantidade em ativos pré-fixados e ter uma expectativa de retorno acima do que as taxas contratadas. É importante ressaltar que, para que haja uma estimativa de retorno é necessário um cenário econômico estabilizado e com perspectivas claras sobre o futuro da conjuntura econômica nacional e internacional. Além disso, é fundamental que haja uma análise de cenários de euforia e de recessão, a fim de estabelecer intervalos confiáveis de expectativa de retornos para as classes de ativos.

As estimativas de risco e retorno para cada classe de ativo podem ser avaliadas de duas maneiras, sendo a primeira com base em séries históricas e a segunda de acordo com as expectativas futuras. As estimativas com base em dados históricos são questionadas por diversos autores e podem não ser suficientes para uma análise completa. Já as estimativas chamadas de *forward* são, com base nas informações projetadas, um ótimo complemento de estudo, porém ficam na dependência de uma projeção futura de mercado e de cenário econômico realista, fator que pode ser influenciado por diversos motivos, como políticas econômicas, sistemas financeiros, índices de confiança entre diversos outros.

O último processo, porém não menos importante, trata da periodicidade de revisão de alocações de investimentos. Uma carteira de investimentos, a partir do momento em que é feita a sua alocação, é necessário que esta alocação seja revisada periodicamente. A periodicidade em questão depende fundamentalmente do mercado em que os ativos se encontram, sendo que em um mercado mais volátil a revisão deve ser mais frequente, enquanto em mercados financeiros mais estáveis o período de revisão pode ser mais elástico. No mercado brasileiro, a maioria dos autores aconselha uma revisão na alocação de ativos entre um a três meses, porém, é necessário que, em momentos de maior turbulência no cenário econômico, as revisões sejam feitas em intervalos menores de tempo.

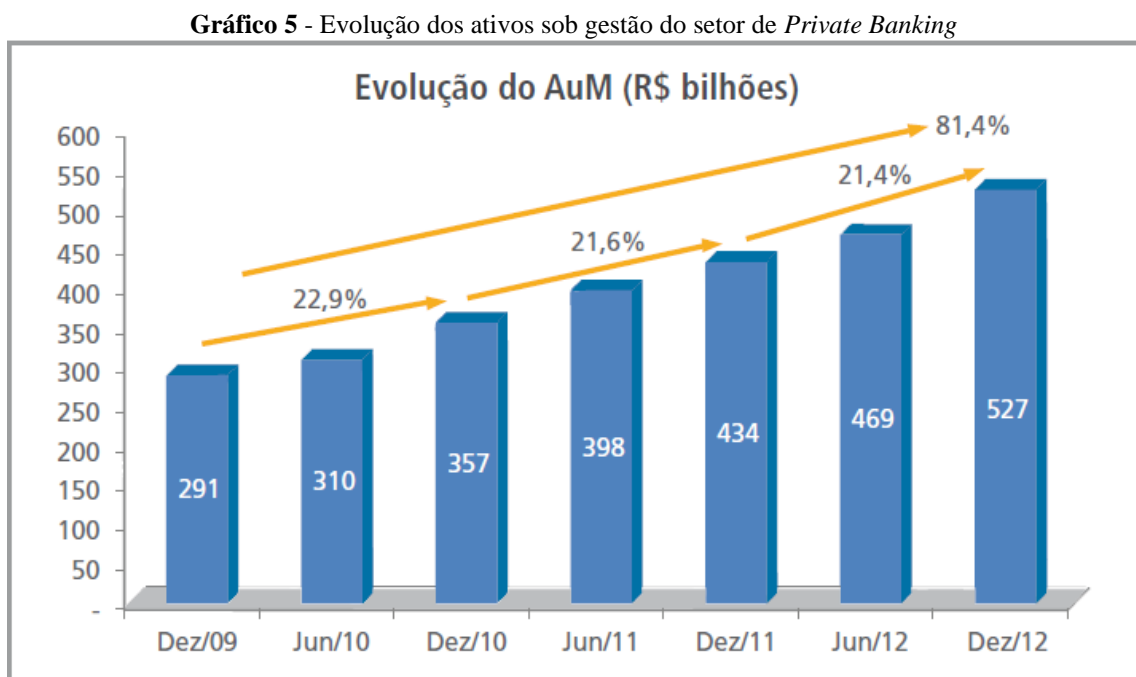
O segundo estágio é a decisão de seleção de carteiras, esta seleção de carteiras, conforme Brito (2006), representa apenas 15% sobre os resultados das carteiras de investimentos. Com base nisso, é possível afirmar que é mais representativo a decisão de quando investir em determinada grande classe de ativos, como na Bolsa de Valores, do que a decisão de se investir em um ativo específico, como ações da empresa Gerda.

A decisão de se investir em ativos específicos dentre das grandes classes de ativos é uma decisão de acordo com o perfil de cada cliente, no qual este busca a maximização da relação entre risco e retorno.

O FGC (Fundo Garantidor de Crédito), o qual teve suas características alteradas neste ano de 2013, passando o valor de garantia de R\$ 70.000,00 para R\$ 250.000,00 por CPF, é um fator que altera as carteiras dos investidores. Como exemplo, é possível citar que, um investidor poderá investir em um CDB, com garantia da instituição financeira que emitiu o certificado, até o valor de R\$ 250.000,00 em bancos de segunda linha, que oferecem maiores retornos, e ter o seu capital garantido.

5.2 ALOCAÇÃO DE ATIVOS EM *PRIVATE BANKING*

A alocação de ativos, após o *Banker* e o investidor estabelecerem a estratégia de investimento, combinando a melhor estimativa de risco e retorno para o perfil do cliente, formam a carteira do cliente de *Private Banking*. Em dezembro de 2012 este setor possuía no Brasil um total de R\$ 527,3 bilhões (ANBIMA, 2013) de ativos sob a sua gestão e vem, conforme o gráfico abaixo, crescendo de forma consistente.

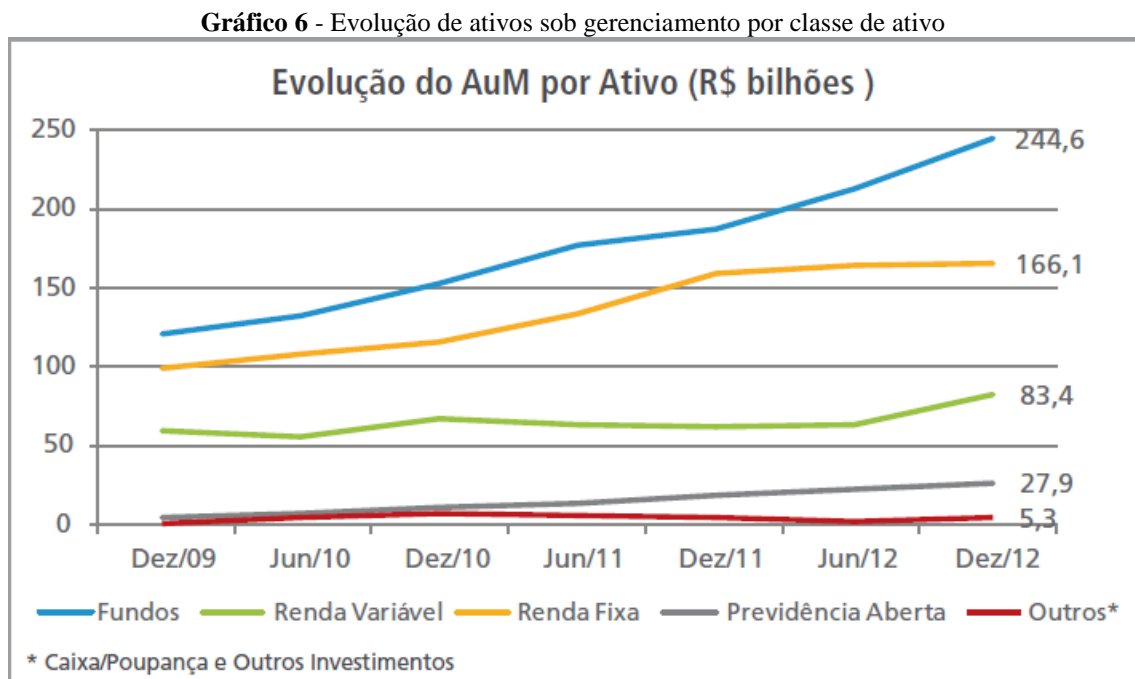


Fonte: ANBIMA (2013).

Conforme observado no gráfico 05, o volume de ativos sob gestão vem crescendo a uma taxa anual de mais de 21%, atingindo o patamar de aumento de volume de 81,4% nos

últimos três anos. Este crescimento se deve principalmente ao aumento do número de indivíduos no Brasil com mais de R\$ 1.000.000,00 em liquidez para investimentos, devido ao fortalecimento da economia nacional. Porém, cabe ressaltar que as instituições financeiras estão cada vez mais investindo neste público alvo, com a modernização de estruturas e equipamentos, certificação e capacitação dos funcionários, serviços cada vez mais exclusivos e estruturados entre outros.

Os investimentos dos super-ricos no Brasil podem ser divididos em uma infinidade de produtos. Devido a isto, para melhor a análise e compreensão, os gráfico 06, 08, 09 e 10 e a tabela 02 serão divididos em cinco categorias, que são os fundos, os ativos de renda fixa, os ativos de renda variável, a previdência aberta e os outros. Estes outros incluem uma grande quantidade de categorias, como poupança, porém possuem um valor quase desprezível se considerado o total dos outros tipos de investimentos.



Fonte: ANBIMA (2013).

O gráfico 06 ilustra perfeitamente o objetivo deste trabalho, que pretende observar, de acordo com estimativas de risco e retorno dos clientes, a preferência por alocação de investimentos em relação à recente queda da taxa SELIC, conforme ilustrado no gráfico 07.

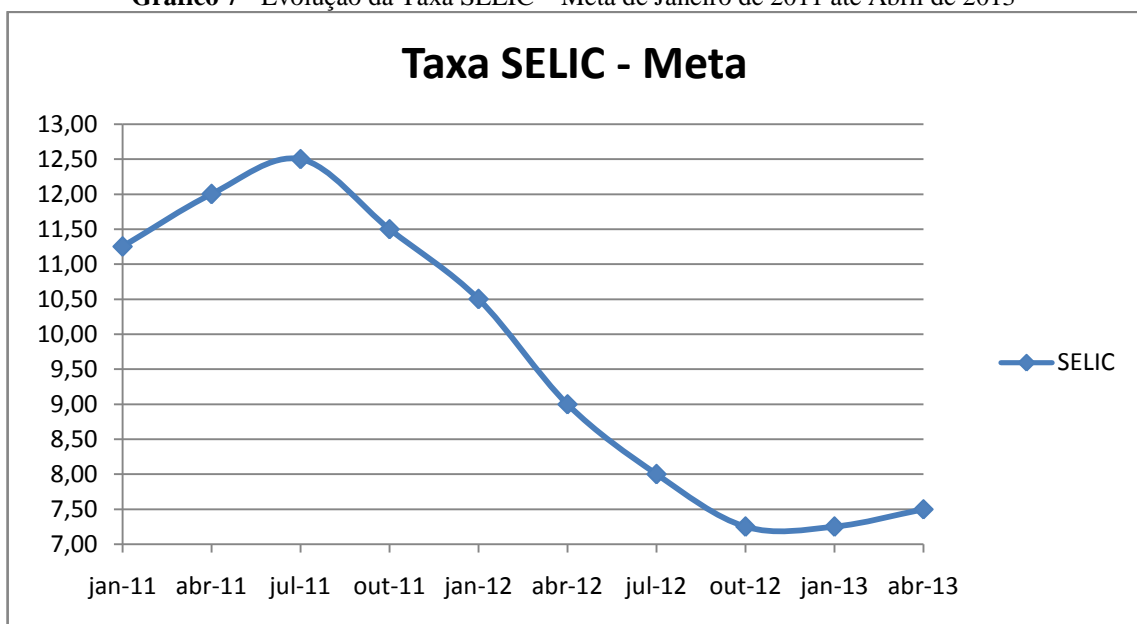
É possível observar que a partir do segundo semestre de 2011 os investimentos em renda variável e renda fixa possuem pouca alteração em valor bruto. Isto se deve ao fato de que a política monetária nacional não estava clara para os investidores, pois a taxa SELIC que

estava desde 2009 em ascensão passou a ter cortes recorrentes em sua taxa e a expectativa foi de cortes maiores. Isto fez com que os investidores aguardassem uma política econômica mais clara, ou seja, que os responsáveis informassem a população os objetivos e métodos para o curto, médio e longo prazo.

A partir da metade do ano de 2012, se torna consenso entre os analistas financeiros, o viés de queda maior na taxa básica de juros, a SELIC. Com base nesta informação, nota-se que a partir deste momento os investidores pouco alocam em renda fixa e passam a preferir a renda variável. Como analisado no capítulo anterior, sobre gestão de risco e gestão de *performance*, com a queda média dos rendimentos balizados pela SELIC, o investidor busca maiores retornos, optando pela renda variável, porém isto leva a consequência de um maior risco.

Os fundos de investimentos se mantêm em alta na preferência dos investidores, visto que possuem uma gestão profissional de risco e retorno, além de revisões em um curto espaço de tempo, na maioria das vezes.

Gráfico 7 - Evolução da Taxa SELIC – Meta de Janeiro de 2011 até Abril de 2013



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados obtidos no site do Banco Central (2013)

Observa-se pela tabela 02 abaixo que, em volume bruto, todas as classificações de investimentos tiveram a variação positiva entre Dezembro de 2009 e Dezembro de 2012.

Tabela 2 - Posição de ativos sob gerenciamento por classe de ativo

Posição do AuM por Ativo (R\$ bilhões)				
	dez/09	dez/10	dez/11	dez/12
Fundos	121,7	153,1	187	244,6
Renda Variável	60,6	68,4	62,9	83,4
Renda Fixa	100,3	116	159,3	166,1
Previdência Aberta	5,7	11,9	19,3	27,9
Outros*	2,2	7,9	5,9	5,3
Total de AuM	290,6	357,3	434,4	527,3

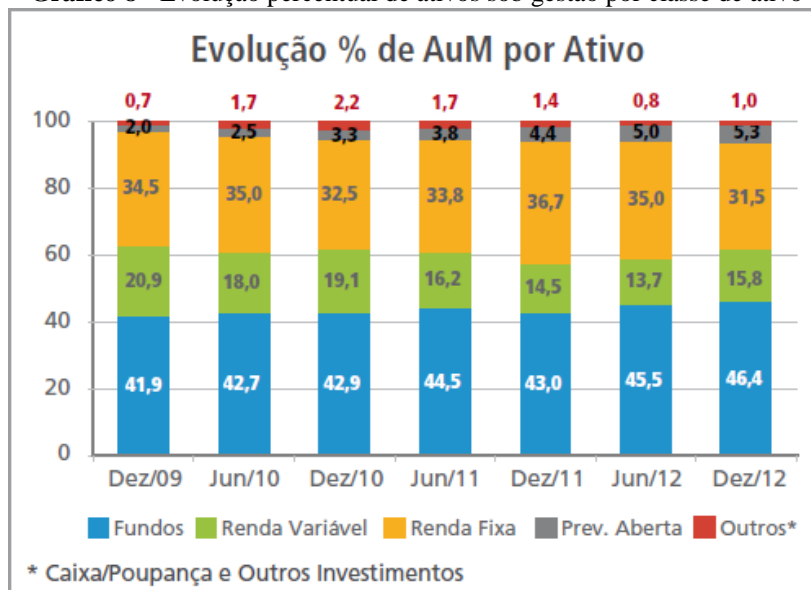
* Caixa/Poupança e Outros Investimentos.

Fonte: Elaborado pelo autor através de dados da ANBIMA (2013)

O aumento do volume de ativos, analisado ano a ano, em algumas classes não possui uma evolução positiva em todos os períodos, como a renda variável de 2010 para 2011 e a categoria Outros, de 2010 para 2011 e também de 2011 para 2012. Na classe de Outros, a poupança possui papel fundamental, porém com o viés de queda de taxa SELIC a partir de 2011, atingiu resultados menores em Dezembro de 2011 e 2012 do que em Dezembro de 2010.

Uma forma mais clara de observar a alocação de ativos em *Private Banking* e, que ajuda a entender o movimento realizado pelos investidores nos últimos anos, é a relação da evolução das classes de ativos sob gestão proporcionalmente ao total de ativos sob gestão.

Gráfico 8 - Evolução percentual de ativos sob gestão por classe de ativo



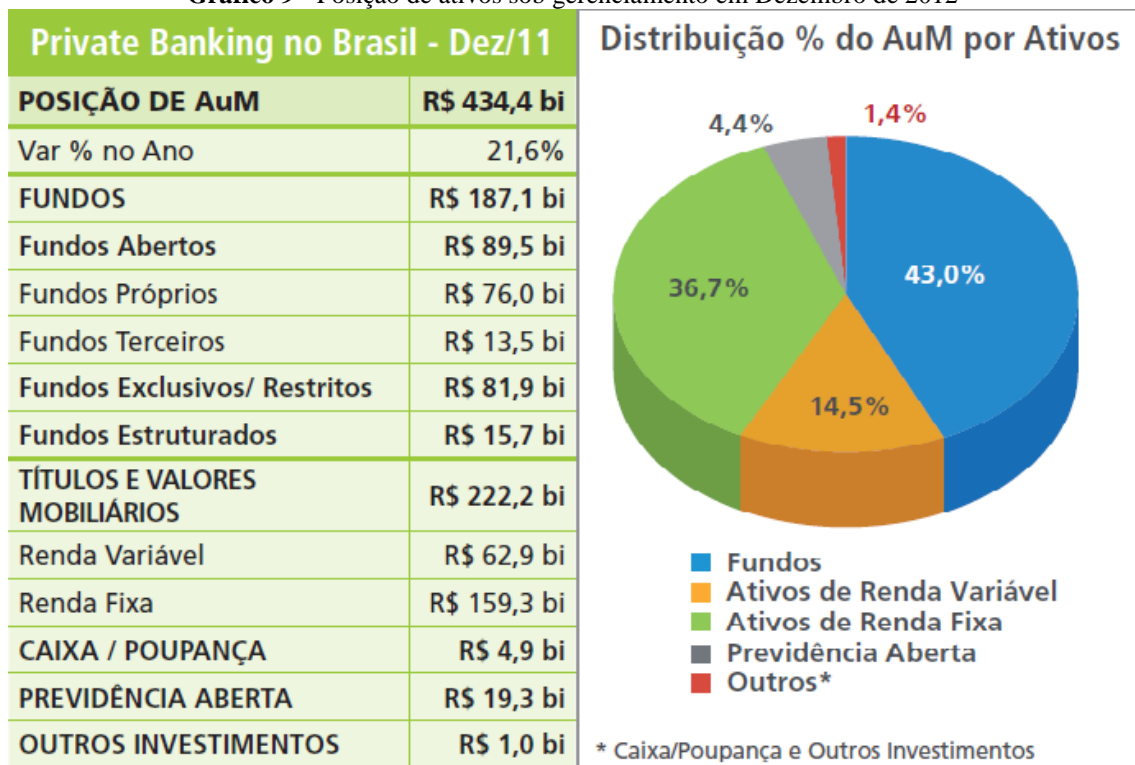
Fonte: ANBIMA (2013).

Os investimentos que mais são optados pelos clientes são os fundos de investimentos. Estes fundos, conforme visto no capítulo três, possuem diversas vantagens ao investidor e devido a isto possuem uma alocação maior proporcionalmente às outras classes. Os fundos chegaram a representar mais de 40% do total de ativos sob gerenciamento no *Private Banking*.

Ao analisar as classes de renda fixa e de renda variável percebe-se que de 2009 para 2012 houve o declínio de ambas. Entretanto, analisando o período de 2011 para 2012, que é o foco deste trabalho devido à queda da taxa SELIC de 12,50% a.a. para 7,25% a.a., houve o crescimento proporcional da renda variável e o decréscimo da renda fixa.

Para o melhor entendimento da relação da taxa SELIC no segmento de *Private Banking*, foca-se na distribuição dos ativos nestes dois períodos.

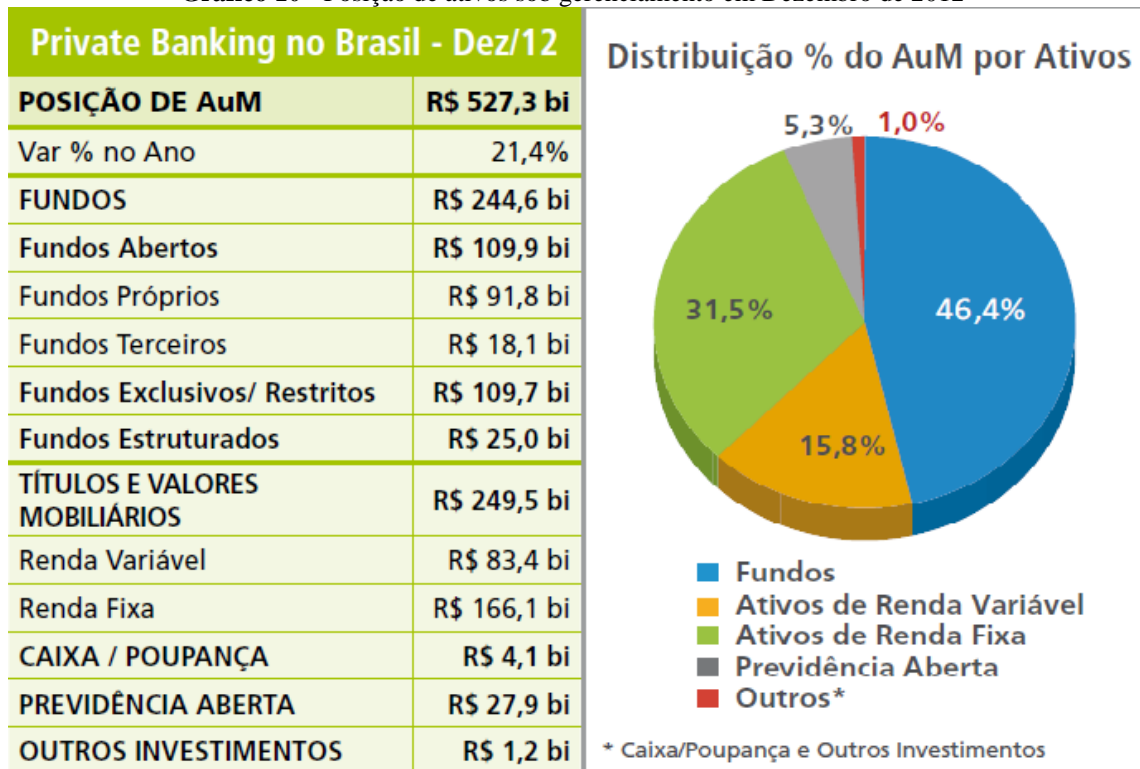
Gráfico 9 - Posição de ativos sob gerenciamento em Dezembro de 2012



Fonte: ANBIMA (2012).

No ano de 2011 os ativos sob gerenciamento de *Private Banking* tiveram um aumento de 21,6% em comparação com o ano de 2010. Os ativos em renda fixa e em renda variável eram mais de 50% da carteira total deste segmento, e foram fortemente afetados pela taxa SELIC.

Gráfico 10 - Posição de ativos sob gerenciamento em Dezembro de 2012



Fonte: ANBIMA (2013).

No ano de 2012 o crescimento de ativos sob gerenciamento do *Private Banking* no Brasil foi de 21,4%, porém diferentemente de 2011, os segmentos de renda fixa e renda variável não ultrapassaram a marca de 50% da carteira total, ficando na faixa de 47,3%.

Cabe notar que a renda fixa possuía 36,7% do total de ativos em 2011, passando para 31,5%. Este movimento está ligado à queda da taxa SELIC, pois com a diminuição dos rendimentos fixos, o investidor busca retornos mais atrativos, como por exemplo, a renda variável, mesmo que isso incorra em maiores riscos. Outro ativo indexado a SELIC é a Caixa/Poupança, e devido a isto possuía um total de R\$ 4,9 bilhões em Dezembro de 2011 caindo para R\$ 4,1 bilhões em Dezembro de 2012.

Os ativos em renda variável passaram de 14,5% do total de ativos em 2011 para 15,8% em 2012. Esta pequena variação positiva é reflexo de uma busca por maiores retornos, mesmo que a BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) tenha obtido um resultado decepcionante nos últimos anos.

O cenário recente no Brasil de queda de taxas de juros para os níveis mais baixos da história vem forçando uma mudança na estrutura de investimentos neste País. O setor de *Private Banking* vem sendo obrigado a se aperfeiçoar para manter os seus clientes e isto envolve o aperfeiçoamento de produtos e serviços. Os clientes demandam mais atenção do

seu *Banker*, a fim de que este lhe ofereça as perspectivas do mercado financeiro e produtos estruturados a fim de melhorar a relação entre risco e retorno dos investimentos.

A queda da SELIC no ano de 2011 fez com que os produtos antes oferecidos com baixo risco, alta rentabilidade e com liquidez ficassem para trás. No cenário atual é necessário a oferta de fundos multimercados e imobiliários, investimentos *off-shore* e em *Private Equity*,³ entre tantos outros. Os clientes estão sendo obrigados a deixar a renda fixa em busca de melhores alternativas entre risco e retorno.

Os investidores estão percebendo que as taxas de juros vêm caindo e a inflação estava cada vez mais perto do teto da meta, em torno de 6,5% ao ano. Esta relação faz com que a renda variável seja relegada pela busca de novos investimentos com melhores retornos, como a renda variável e os fundos de investimentos.

³ *Private Equity*: Investimentos em participação de empresas não listadas em bolsa de valores.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.

O presente trabalho teve como objetivo analisar o gerenciamento de risco e retorno a fim de estabelecer premissas que pudessem embasar as justificativas apontadas para a alteração de portfólio de cliente de *Private Banking* na comparação do ano de 2011 com o ano de 2012. A comparação esta relacionada aos ativos sob gestão nos anos de 2011 e 2012 pela característica de um decréscimo da taxa básica de juros da economia brasileira, a SELIC, que em Julho de 2011 estava a 12,50% a.a. e em Outubro de 2012 estava na faixa dos 7,25% a.a.. Este queda na SELIC se deu através de uma medida do governo brasileiro de tentar frear a inflação no Brasil, que estava atingindo o teto da meta estabelecido pela política econômica.

As decisões de investimentos são norteadas pela maximização da relação entre risco e retorno. Com base nisso o investidor da classe mais elevada das instituições financeiras deve ter um conhecimento mínimo sobre cada categoria de investimento, e assim, saber diferenciar os riscos a que cada uma estará incorrendo e o retorno que será possível esperar de cada investimento. Outro fator importante que cabe a instituição financeira é de informar seus clientes às características de cada investimento. Na atualidade os produtos mais disponíveis no mercado financeiro brasileiro são os certificados de depósito bancário (CDB), os fundos de investimentos, as letras hipotecárias, as debêntures e o mercado acionário.

Entre os mecanismos dos analistas financeiros para gerenciar o risco das carteiras de investimentos dos clientes de *Private Banking*, pode-se destacar os ativos de renda fixa que são os que oferecem menor risco aos investidores, visto que o retorno é conhecido no momento da aplicação. Consequentemente os investimentos em renda variável, na sua grande maioria, oferecem um risco mais elevado. Esta relação ajuda a entender o motivo pelo qual em momentos de instabilidade econômica, os investidores buscam a renda fixa, e preferencialmente de emissores seguros. É possível observar essa relação com a taxa SELIC, que, quando o COPOM aumenta o seu valor, os investidores ficam inclinados a investir os seus recursos em ativos atrelados a renda fixa, visto possuir menor risco. Concomitantemente, quando o COPOM diminui o valor da taxa SELIC, os investidores tendem a assumir um maior risco em seus investimentos, em busca de melhores resultados.

Ao analisar os instrumentos utilizados para a gestão de *performance* na alocação de ativos em *Private Banking*, percebe-se que eles tem como referência, ou como *benchmark*, um índice. Ao analisar os investimentos atrelados à taxa SELIC, quando há um aumento em sua cotação, os investidores buscam investimentos atrelados a ela, visto se tratar de um investimento mais seguro que a renda variável.

O investidor ao ser atendido pelo *Private Banking* de uma instituição financeira deve ter uma assessoria de investimentos qualificada e com profissionais capacitados para obter a melhor relação entre risco e retorno para cada perfil de investidor.

O segmento *Private* vem crescendo ano após ano recorrentemente na última década e isto faz com que a gestão deste portfólio venha ganhando cada vez mais espaço nas instituições financeiras. Isto se reflete em profissionais experientes e capacitados, produtos estruturados e serviços qualificados. As instalações onde ficam este setor de banco estão se tornando luxuosas e com diversos mimos aos clientes. É importante destacar também que este segmento vem oferecendo serviços auxiliares aos seus clientes, como profissionais das áreas jurídicas e contábeis.

O último capítulo deste trabalho confirmou as hipóteses de que o investidor de *Private Banking* busca maximizar a relação entre risco e retorno. Como foi possível observar, tão logo houve a queda da taxa básica de juros, a SELIC, em um ano diminuíram os investimentos em renda fixa e aumentaram os investimentos em renda variável. Em Dezembro de 2011 a renda fixa representava 36,7% dos ativos sob gerenciamento e, em Dezembro de 2012 contava com 31,5% dos ativos. Cabe ressaltar que esta queda se deu apenas sob o percentual do montante total, pois o valor em termos financeiros passou de R\$ 159,3 bilhões para R\$ 166,1 bilhões, ou seja, teve um aumento de investimentos direcionados para a renda fixa, porém no percentual sobre o total ela perdeu espaço. Em contrapartida a renda variável neste mesmo período passou de 14,5% do montante de ativos sob gestão para 15,8%, e em valores financeiros, passou de R\$ 62,9 bilhões para R\$ 83,4 bilhões.

Conclui-se então que os investidores classificados como pertencentes ao segmento de *Private Banking*, em momento de queda da taxa SELIC, buscam maximizar a sua expectativa diante da relação entre risco e retorno. Para isto, os investidores têm alocado menos recursos em renda fixa e buscado investimentos com maior potencial de retorno, mesmo que isto aumente o risco do investimento.

REFERÊNCIAS

ANBIMA. Disponível em: <www.anbima.com.br/>. Acesso em: 11 mar. 2013.

_____. **Estatísticas Private Banking**. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estatisticas/private-banking/Pages/default.aspx>>. Acesso em: 21 mar. 2013.

_____. **Relatório de Private Banking**. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/relatorios/private-banking/private-banking/Pages/default.aspx>>. Acesso em: 11 abr. 2013.

_____. **Seção Private Banking**. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/distribuicao/representacao-comites/private-banking/objetivos-e-participantes/Pages/default_.aspx>. Acesso em: 14 abr. 2013.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

_____. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Atlas, 2001.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <www.bcb.gov.br/>. Acesso em: 22 abr. 2013.

BOVESPA. Disponível em: <www.bmfbovespa.com.br/>. Acesso em: 21 fev. 2013.

BRASIL. **Banco Central, Taxa SELIC**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SELICDESCRICA0>>. Acesso em: 22 abr. 2013.

_____. **Resolução CMN 1.524, de 1988**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=1988&numero=1524>>. Acesso em: 04 abr. 2013.

_____. **Resolução CMN 2.099, de 1994**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=1994&numero=2099>>. Acesso em:

_____. **Resolução CMN 2.624, de 1999**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=1999&numero=2624>>. Acesso em: 21 abr. 2013.

_____. **Resolução CMN 2.804, de 2000**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=2000&numero=2804>>. Acesso em: 20 maio 2013.

_____. **Resolução CMN 394, de 1976**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=1976&numero=394>>. Acesso em: 22 abr. 2013.

BRITTO, Ney Roberto Ottoni. **Alocação de Ativos em Private Banking**. Porto Alegre: Bookman, 2006.

DELGADO, José Augusto. **Reflexões Sobre o Mercado de Valores Mobiliários e Fundos de Investimentos**. De Direito bancário e do mercado de capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1998. Ano 1.

EVENSKY, Harold. **Wealth Management: The Financial Advisor's Guide to Investing and Managing Your Client's Assets**. EUA: McGraw-Hill Trade, 1997.

F. PISTOIA OLIVEIRA, 2008 MIMEO.

FASTRAD. **Glossário de Termos Financeiros, Jurídicos e Técnicos em Português e Inglês**. Disponível em: <<http://www.fastrad.com.br/glossword/index.php/term/>>. Acesso em: 03 maio 2013.

FEBRABAN. Disponível em: <www.febraban.org.br/>. Acesso em: 22 fev. 2013.

_____. **O acordo de Basileia II**. Disponível em: <http://www.febraban.org.br/Acervo1.asp?id_texto=152&id_pagina=86&palavra=>>. Acesso em: 11 maio 2013.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.

ISHIKAWA, S. **Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Atlas, 2000.

LIMA, Iran Siqueira; GALARDI, Ney; NEUBAUER, Ingrid. **Mercados de Investimentos Financeiros**. São Paulo: Atlas, 2006.

MELLAGI FILHO, Armando. **1954 – Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Atlas, 2000.

SCORPIO Partnership Private Banking Benchmark, 2012. Disponível em: <http://www.scorpionpartnership.com/uploads/pdfs/2012%20Scorpio%20Partnership_Global%20Private%20Banking%20KPI%20Benchmark_Marketing.pdf>. Acesso em: 15 abr. 2013.