

Área Temática: Estratégia

**DECISÕES ESTRATÉGICAS DISRUPTIVAS DE J. M. KEYNES PARA
ADMINISTRAR CARTEIRAS DE INVESTIMENTOS DE SEGURADORAS**

RESUMO

Este artigo explora a notável vida e carreira de John Maynard Keynes, destacando seu papel como estrategista e CEO em empresas de seguros e suas inovadoras estratégias para a gestão das reservas técnicas dessas empresas. Keynes, conhecido principalmente por suas contribuições à economia, revela-se como um líder visionário no setor de seguros, adotando uma abordagem única que buscava a transformação disruptiva.

Palavras-Chave: Estratégias de Investimentos, seguradoras, transformações disruptivas

ABSTRACT

This article explores the remarkable life and career of John Maynard Keynes, highlighting his role as a strategist and CEO in insurance companies and his innovative strategies for managing their technical reserves. Keynes, best known for his contributions to economics, has emerged as a visionary leader in the insurance industry, adopting a unique approach that sought disruptive transformation.

1. Introdução

Há basicamente duas regras básicas no mercado de ações para avaliação de investimentos: a taxa esperada de retorno e o risco percebido inerente ao investimento. Cada investidor deve escolher a melhor combinação entre risco e retorno de acordo com a sua preferência pelo risco e, assim, construir sua carteira de ativos. Escolhido o risco desejado, o investidor adquire ações buscando maximizar a taxa de retorno da carteira. Sharpe (1964) e Lintner (1965) propuseram realizar essa tarefa por meio do modelo de precificação de ativos de capital, conhecido como CAPM, o qual ainda é o modelo mais amplamente utilizado na estimativa do custo de capital de empresas e na avaliação de carteiras.

Dentre os diversos tipos de análises para aquisição de uma carteira ótima de investimentos, a análise fundamentalista é a mais importante quando o foco da rentabilidade é o longo prazo. Essa análise tem cada vez mais se popularizado entre os investidores por possibilitar uma escolha embasada não apenas no presente, mas também nos cenários futuros de lucratividade que as empresas podem estimar com base no desempenho. De modo geral, a análise fundamentalista busca avaliar se há um valor real ou intrínseco que se relaciona diretamente com o desempenho da empresa, com o objetivo de determinar o real valor de uma ação (PENMAN, 2004)

Segundo Graham (1973), o valor intrínseco de uma ação é diferente do preço que está sendo negociado na bolsa de valores. Dessa forma, o objetivo do investidor é realizar uma análise bastante conservadora e criteriosa e optar por investir naquelas ações que estão realmente baratas sob a ótica dessa análise, ou seja, em que o valor patrimonial está acima do preço cotado em bolsa. Destarte, ao comprar as empresas mais baratas, haverá menos espaço para que elas possam se desvalorizar. Esse é o conceito de margem de segurança defendido por Graham.

No entanto, percebe-se atualmente que esta regra básica deixou de ser absoluta. Existem variações defendidas que apontam para diversas partes interessadas na empresa e que propõem objetivos adicionais para o foco exclusivo de obtenção do lucro e maximização da riqueza do acionista. A Agenda para critérios ambientais, sociais e de governança (ESG), presente na governança corporativa de grande número de empresas listadas em Bolsa está dando crescente destaque ao papel do meio ambiente e da “boa governança” no processo de escolha de investimentos. A imprensa especializada faz menções diárias sobre empresas com foco no “verde”. Inclusive já existem poderosos fundos de investimento e fundos de pensão adotando tal foco, enfatizando o papel social do investimento no qual o investidor deixa de receber parte de retorno para atender objetivos sociais mais nobres.

Diante do exposto, o presente artigo propõe analisar uma terceira via a esta problemática, tendo como foco o trabalho e pensamento de John Maynard Keynes como administrador, gestor de investimentos e CEO de seguradoras.

Keynes ao buscar um desempenho lucrativo e diferenciado para as empresas e fundos de investimentos sob sua responsabilidade, adotou uma posição ousada, disruptiva e inovadora de gestão financeira. Mostrou que poderia existir foco na maximização do lucro e ao mesmo tempo seguir a regra básica da gestão financeira,

promovendo a criação de empregos e dinamização da economia. Ou seja, obter o retorno social sem comprometer a lucratividade.

2. Keynes: Estratégia de inovação na gestão de ativos de investidores institucionais

Keynes conhecia profundamente os elementos de risco e as metodologias atuariais para a gestão dos passivos da seguradora e percebeu que caso fosse atuar para obter um desempenho diferenciado por via de uma melhor gestão dos passivos, seu caminho estaria muito limitado. As melhorias atuariais poderiam ser copiadas pelas outras seguradoras, pois seria conhecimento comum da indústria seguradora.

Desse modo, Keynes voltou-se para uma gestão inovadora no lado dos ativos da seguradora. Em geral, nas primeiras décadas do século XX, época em que viveu Keynes, as seguradoras aplicavam grande parte das suas reservas técnicas em títulos governamentais, sendo que todas as seguradoras, além de ficarem limitadas a auferir os baixos juros dos títulos públicos, tornavam-se muito parecidas em termos de rentabilidade dos ativos.

Neste contexto de baixos retornos é que surge mais uma vez o brilhantismo de Keynes, isto é, ousar na gestão dos ativos das seguradoras de modo a aplicar em renda variável como ações, mercados a termo e finanças internacionais. Keynes apresentou esses conceitos primeiramente na obra *Treatise on probability*, um trabalho sobre os fundamentos lógicos das probabilidades nos processos de investimentos. Neste trabalho, inclusive, criou os alicerces das teorias que mais tarde iriam nortear a Teoria Geral do Seguro e da Probabilidade (MELLO,2008).

Tais investimentos foram realizados envolvendo cálculos de probabilidades avançados, visto que o retorno da carteira era variável e incerto. Assim, Keynes conseguiu persuadir seus oponentes e por fim argumentou muito para valer seu ponto de vista no Conselho da Seguradora, sendo que o desempenho dos investimentos era atentamente seguido pelos outros diretores.

2.1 Quem foi John Maynard Keynes?

A vida de Keynes mostra várias facetas. Existe o Keynes economista, o administrador, o investidor, o artista, o estadista e o gestor. A escolha deste trabalho ao examinar Keynes foi baseada em quatro aspectos principais.

- Primeiro, Keynes foi, inegavelmente, um dos maiores economistas do século XX;
- Segundo, e isso é pouco conhecido, Keynes atuou mais na área de administração e gestão do que na área de economia;
- Terceiro, suas ideias continuam atuais, influenciando a política econômica mundial deste século, como pôde ser visto na discussão da Crise Financeira 2007-2009;
- Finalmente, foi um excepcional e dedicado dirigente e estrategista de seguradora, que inovou no segmento financeiro e que conduziu com brilhantismo sua atuação financeira nos turbulentos anos entre as duas guerras

mundiais.

Keynes também foi efetivamente mais do que um economista acadêmico. Foi uma pessoa bastante atuante na vida intelectual, artística, política e empresarial na Inglaterra durante a primeira metade do século XX. Foi o principal representante do Tesouro Britânico na Conferência de Paz em Paris, *Deputy for the Chancellor of the Exchequer*, editor da mais importante publicação sobre Economia naquela época ("*Economic Journal*"), diretor do *Bank of England*, *Trustee of the National Gallery*, *Chairman of the Council for the Encouragement of Music and the Arts*, *Bursar of King's College (Cambridge University)* e *Chairman* das revistas *Nation* e *New Stateman*.

Nos seus anos finais de vida, Keynes participou ativamente da reconstrução econômica mundial como figura chave da criação do Banco Mundial e do FMI. Após essa participação, Keynes decide voltar para a Universidade de Cambridge, mas falece em 20 de abril de 1946 aos 63 anos de idade. Recebeu ainda em vida o título de Lord Keynes e Barão de Tilton.

2.2 Keynes como CEO de Seguradoras

É pouco sabido ou destacado que Keynes foi um ativo participante da indústria de Seguros na Inglaterra. Foi, por muitos anos presidente de uma seguradora, a *National Mutual Life Assurance Society*¹, dedicando grande dose de criatividade econômica para comandar os destinos econômicos da empresa.

Muitos podem pensar que ele tenha sido apenas uma figura decorativa na gestão devido ao seu crescente prestígio no mundo financeiro e econômico, mas isso não ocorreu efetivamente. Keynes trabalhava regularmente pelo menos um dia por semana e foi ativo participante do processo decisório e um profundo conhecedor de todos os meandros de uma empresa de seguros. ((MELLO,2008).

Keynes possuía grande conhecimento dos assuntos ligados à risco, probabilidade e incerteza. Keynes publicou o livro "*A Treatise on Probability*" em 1921, mas ele havia começado a escrever sobre o assunto – como tema de dissertação na Cambridge University – em 1907. Sua descoberta sobre o papel limitado da probabilidade e do risco, além do papel importante da incerteza, vão marcar Keynes em seus escritos posteriores e na sua trajetória profissional. Keynes sempre se valeu muito da intuição e sempre se preocupou muito mais com o fenômeno da incerteza do que com o risco.

Esse conhecimento serviu também para desenvolver algumas das suas mais conhecidas teorias macroeconômicas. Fica claro porque, nos livros de macroeconomia escritos pelo autor, aparecem tão fortes os temas da incerteza, da armadilha da liquidez (baixos juros), da volatilidade dos investimentos, da psicologia das expectativas e da distinção entre o lado real (o das ações das empresas, caracterizado pela incerteza) e o lado monetário (os juros dos títulos governamentais, caracterizado pelo risco).

¹ A National Mutual, fundada em 1823, continua ativa até hoje na Inglaterra, com ativos de £ 45 bilhões.

É irônico, portanto, que alguém tão ligado ao estudo dos efeitos da incerteza fosse administrar uma empresa de seguros dedicada à gestão de riscos. As companhias de seguros fazem a gestão de risco de eventos sujeitos à distribuição de probabilidades. Keynes achava que a incerteza, onde não é possível estabelecer distribuições de probabilidade, era o fator dominante na economia. Logo, como resolver esse paradoxo era o ditame de sua estratégia de administração de carteiras.

Dessa forma, suas estratégias na administração de empresas de seguros estavam relacionadas à gestão tanto de ativos quanto de passivos. No lado do passivo encontra-se a gestão do risco ligado às apólices de seguros vendidas. No lado do ativo, a administração dos investimentos de sua carteira técnica e a atividade de investimento que permeia a incerteza.

As companhias seguradoras lidam com riscos que são inerentes e não escapáveis de certas situações das pessoas ou das empresas. A atividade de seguros objetiva transferir e reduzir esses riscos. Em troca pelo prêmio pago pelo detentor da apólice, a companhia de seguros assume o risco de compensar as perdas causadas por incêndios, acidentes de automóveis, roubos e outros infortúnios que atinjam famílias ou empresas. Além de transferir o risco, as seguradoras contribuem para reduzi-lo.

Keynes operava no ramo de seguro de vida, o qual se diferencia dos demais pois compensa por um infortúnio que não pode ser evitado, isto é, a nossa própria morte. Caso todos tivessem uma idade determinada para morrer – por exemplo, 85 anos – não haveria sentido em fazer seguro de vida, pois não haveria risco. Seria possível, com antecedência, organizar a situação financeira e providências cabíveis.

No caso do seguro de vida, nem a companhia de seguro nem o indivíduo detentor da apólice sabe exatamente a data da sua morte. O risco financeiro da sua morte, que vai recair sobre terceiros, é transferido, via pagamento do prêmio, para a companhia de seguros. A companhia de seguros aceita o risco, porque ela realiza estudos atuariais com tábuas de vidas para conhecer as distribuições de probabilidade de morte por idade. Assim, a essência do risco é poder se basear em distribuições de probabilidade. Para o comprador da apólice ela vale mais do que os custos incorridos pela seguradora, pois o risco do vendedor é menor que o risco que o comprador teria caso não comprasse a apólice de seguros.

Neste aspecto, o papel de Keynes estava mais ligado ao lado da gestão de seus ativos. Com efeito, uma seguradora assume passivos – os riscos de diversas naturezas que segura – em troca de recebimento de pagamento de prêmios. Os prêmios acumulados servem para pagar os seguros devidos e para acumular as reservas técnicas. Essas reservas técnicas necessitam ser administradas em uma estratégia de longo prazo e precisam servir para situações críticas em que o total de pagamento de seguros aumente muito acima do esperado.

Dessa maneira, uma das áreas críticas das seguradoras é a administração financeira das reservas técnicas e dos ativos financeiros em geral. Embora existam limitações regulatórias pelo governo e limitações impostas pelas políticas internas conservadoras das seguradoras, restam ainda muitas alternativas para os administradores exercerem suas habilidades de gestão de recursos. Esse era o

principal papel de Keynes nas seguradoras, ou seja, estabelecer e acompanhar a política de investimentos.

2.3 Keynes administrador, gestor de fundos, investidor e especulador

Além de exercer grande influência política e ideológica em nível global, Keynes foi importante executivo e financista. Esse último aspecto, pouco explorado nos livros de Economia, é que serviu de motivação para esse trabalho. Keynes, modernamente, seria um economista apto a transitar facilmente entre escolas de economia e escolas de negócios.

Suas habilidades de investidor e especulador foram extremamente úteis para administrar os ativos da companhia seguradora que dirigia como presidente nos turbulentos anos 20 e 30 da Inglaterra e da economia mundial.

O fato mais marcante de sua vida como investidor e especulador foi o empenho que dedicou a essa atividade. Keynes procurava obter renda de várias maneiras, mas acreditava que para aumentar a riqueza teria de especular no mercado financeiro.

Durante sua vida, operou regularmente no mercado de derivativos, especialmente negociando opções de moedas e de trigo, investindo seus próprios recursos assim como os de um grupo de amigos. Dado o caráter especulativo dessas aplicações, em algumas épocas Keynes perdeu muito e em outras ganhou. No balanço final dos anos que atuou como investidor privado, Keynes obteve um saldo positivo, embora pequeno. (MELLO, 2008)

Nos anos 20, Keynes acreditou que poderia usar seu conhecimento dos determinantes do ciclo de crédito obtidos em seus estudos acadêmicos para operar no mercado financeiro. Pensou inclusive em criar uma empresa com o nome de "*Credit Cycle Investment Company*", mas acabou optando por outro nome: "*The Independent Investment Company*". A empresa foi criada em 1924 com um capital de £ 350.000,00. Keynes saiu da empresa, que existe até os dias de hoje, em 1940. (MELLO, 2008)

Em 1921, Keynes iniciou uma carreira suplementar, de jornalista da imprensa e rádio, que ele conduziu até meados dos anos 1930. Escrevia artigos e matérias para vários órgãos da imprensa, comentando, em especial, o desenrolar dos eventos econômicos negativos no imediato pós-guerra dos países que tinham de pagar as reparações e indenizações. Nessa atividade começa a divulgar suas ideias econômicas e percebe o poder da persuasão. No período de 1923 a 1931 foi o proprietário principal e CEO de um jornal semanal dedicado à economia chamado "*Nation and Atheneum*". Atuou também como *Bursar* do *King's College*, sendo o responsável pela gestão financeira do "Chest Fund" do King's College da Cambridge University. (BRESSER-PEREIRA, 1976)

Além disso, Keynes se associou a três empreendimentos na área de finanças em sociedade com Oswald T. Falk², organizando as seguintes companhias de

² Oswald T. Falk foi um economista e professor brasileiro. Ele é mais conhecido por suas contribuições para a área de Economia Industrial e por seu trabalho como professor universitário.

investimentos: *The A.D. Investment Trust* (em julho de 1921), com um capital de £ 150.000,00; a *The P.R. Finance Company* (em janeiro de 1923), com um capital de £ 115.000,00 e a *The Independent Investment Company* (em janeiro de 1924), com um capital de 350.000,00. Nessas empresas, Keynes atuava como estrategista da gestão de ativos, enquanto Falk atuava como codiretor responsável pelo dia a dia operacional das empresas, incluindo os investimentos de curto prazo e *day-trade*. (MELLO, 2008)

Outra área que Keynes atuou como empresário e administrador foi em um teatro dedicado às artes e ao ballet. Um dos seus projetos mais grandiosos foi construir e colocar em funcionamento um teatro para “*performing arts*” em Cambridge. Keynes foi capaz de levantar os recursos para a construção – grande parte por sua própria doação – e em 3 de fevereiro de 1936 entrou em funcionamento o *Arts Theatre*. Em 1938, doou o teatro para a cidade de Cambridge. Nos primeiros anos, para aumentar as receitas da bilheteria, inovou começando a vender comida e bebida no próprio teatro. Não era incomum ter o próprio Keynes preparando e vendendo sanduíches para viabilizar a operação do teatro.

2.4 Keynes: economista teórico e prático

Existe uma grande riqueza de obras e livros destacando a grande contribuição acadêmica e prática na política econômica feita por Keynes. Segundo Blaug (1998) o maior ponto a ser destacado é que Keynes procurou, acima de tudo, mostrar um enfoque prático para analisar a macroeconomia e os grandes problemas enfrentados pela economia britânica no período entre as duas guerras mundiais, em particular, os efeitos da Crise de 1929 no PIB e nível de emprego. Ademais, utilizou os conhecimentos de economia para pautar sua atuação profissional na condução de suas atividades de investimento e especulação em sua carreira como dirigente de companhias de seguros.

Um grande motivo condutor da obra de Keynes é o papel que coloca para a incerteza. Ela está no primeiro plano da sua visão macroeconômica, principalmente a relação entre incerteza, decisão de investimento, efeito multiplicador do investimento e determinação do PIB.

Keynes não tinha a economia como seu interesse acadêmico. No início, seu foco era a matemática e estudos estatísticos, focalizando os problemas de risco e incerteza. Somente em 1909 começa efetivamente sua carreira como economista em um sentido mais estrito. Antes disso, Keynes havia escrito e publicado diversos trabalhos, porém relacionados com lógica, ética, matemática e estatística. Somente a partir desse ano que decidiu focar sua carreira em assuntos econômicos. Suas atividades acadêmicas foram bem mais direcionadas para a pesquisa aplicada e publicação do que para o ensino.

Na área de estudos econômicos, suas preocupações se voltaram para os problemas monetários. Publicou em 1923 o livro “*A Tract on Monetary Reform*”, tratando de dar suporte à teoria quantitativa da moeda.

A Crise de 1929 e suas consequências econômicas e sociais vão fazer que Keynes se volte cada vez mais para os problemas macroeconômicos. O conhecimento

do súbito aumento e permanência do desemprego na Grã-Bretanha – chegou a atingir 20% da força de trabalho – levou Keynes a refletir que suas obras anteriores estavam incompletas ou erradas em alguns temas.

Essa preocupação o levou a empreender um grande esforço intelectual para construir os fundamentos teóricos que julgava apropriado para alicerçar o desenho de políticas econômicas mais efetivas. Esse esforço culmina em 1936 com a publicação de sua obra prima, a “*The General Theory of Employment, Interest and Money*”. Um número pequeno e dedicado de economistas de Cambridge deu suporte para consolidar as ideias de Keynes e revisar o andamento do livro: Richard Kahn, Joan Robinson, Piero Sraffa e James Meade. O livro teve um enorme sucesso e foi rapidamente divulgado nos dois lados do Atlântico Norte. A partir de 1936 o prestígio de Keynes cada vez aumenta mais, e ele se torna uma personalidade mundial.

O gênio de Keynes foi se voltar para medidas de política econômica, porém calçando-as com um aparato original de teoria, pronto para receber estudos empíricos. Nessa tarefa, o “Keynes economista” foi bastante ajudado pelo “Keynes financista” e pelo “Keynes CEO de Seguradora”.

Foi na parte de investimentos que ele se destacou, utilizando seu conhecimento econômico mais geral para traçar estratégias de investimentos. Em particular, suas recomendações para adotar uma política ativa de investimentos são de grande relevância para os dias de hoje.

2.5 As bases de conhecimento de Keynes

Keynes era uma pessoa prática e se voltava para a teoria principalmente como um meio para atingir a finalidade que buscava. Seu objetivo era desenvolver argumentos persuasivos para a política econômica que recomendava, a qual muitas vezes fugia ao pensamento convencional vigente.

Ademais, o pensamento de Keynes era a de um operador do mercado financeiro, num estilo parecido, guardadas as devidas proporções, com os megainvestidores Benjamim Graham, George Soros e Warren Buffet. A chave para entender melhor o pensamento econômico de Keynes está em acompanhar sua atuação no mercado financeiro e na administração financeira da seguradora e de outros canais de investimento.

Keynes estudou profundamente a gestão dos passivos das seguradoras. Em sua opinião, as técnicas atuariais estavam bem desenvolvidas, e a avaliação de risco – a base para a cobrança dos prêmios – bastante adequada. Desse modo, a única avenida aberta para as seguradoras aumentar seus lucros seria melhorar a gestão dos ativos, buscando aumentar a rentabilidade dos ativos. Keynes chamava essa estratégia de “política ativa”. (HARROD, OLIVEIRA, TOLEDO, 1958)

Para Keynes, a diversificação de investimentos, e um maior investimento no mercado de capitais, seria o caminho para aumentar a lucratividade da seguradora que presidia.

Em linguagem moderna de mercado, o que Keynes está dizendo é que existe um limite inferior (*down side*) bem apertado para as possibilidades de reduzir custos no lado do passivo, enquanto no lado do ativo o limite superior (*up side*) é bem amplo.

Dessa maneira, seria no lado da gestão de investimentos a maior possibilidade de geração de lucros. E, nessa gestão de investimentos, aplicar em títulos governamentais iria impor um teto (*cap*), enquanto em ações e derivativos haveria maiores possibilidades (e incertezas).

Keynes vai advogar, para as circunstâncias da época (Crise de 1929 em andamento), políticas de gastos públicos para estimular a demanda mesmo que isso fosse criar déficits públicos. Vai defender também que o importante é o curto prazo e não se poderia esperar demasiado tempo para que as forças de mercado fossem colocar em funcionamento mecanismos corretivos espontâneos. Ao investir as reservas técnicas da seguradora em ações, seria possível conseguir maiores recursos para as empresas investir e provocar efeitos multiplicadores na economia.

3. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O desenvolvimento do mercado de ações tem incluído grandes inovações e entradas de novos tipos de participantes. Dentre estas, a chegada de grandes investidores institucionais, tais como reservas técnicas de seguradoras, fundos de investimento, fundos mútuos e fundos de pensão. São entidades que fazem seus investimentos com base em decisões coletivas da sua administração.

Em função das mudanças sociais e econômicas do País, surgiram novas agendas – em especial a Agenda ESG – que podem impactar as decisões de investimentos. Um dos temas presentes é que as agendas sociais possuem regras subjetivas de mensuração dos resultados, que podem se afastar dos objetivos de maximizar a riqueza dos acionistas. Passa a ser admissível que haja um “trade-off” de objetivos pelo qual a agenda social (em especial investimentos ambientais) avance em detrimento da rentabilidade total dos investidores institucionais.

O grande feito de Keynes, portanto, foi mostrar na prática que os dois objetivos podem ser atingidos simultaneamente. Ao apresentar esses aspectos pouco conhecidos e divulgados da atuação de Keynes como profissional de seguros, objetiva-se inspirar e motivar o setor securitário brasileiro a refletir sobre as ideias de risco, finanças e macroeconomia, utilizadas com muito êxito por esse brilhante economista na gestão das seguradoras que presidiu.

REFERÊNCIAS

BLAUG, Mark (editor). John Maynard Keynes (1883-1946), vols. I e II. Aldershot (England): Edward Elgar Publishing Company, 1991. Graham, Benjamin e David Dodd, *Security Analysis, 1934*.

BLAUG, Mark. Great Economists Since Keynes: An Introduction to the Lives and Works of One Hundred Modern Economists. Cambridge: Cambridge University Press, 1998.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Da macroeconomia clássica à keynesiana. São Paulo, 1976.

GRAHAM, Benjamin. O Investidor Inteligente. Tradução de Álvaro Ramos. 2ª edição. Rio de Janeiro: HarperCollins Brasil, 2017.

HARROD, Roy Forbes; OLIVEIRA, Antonio Ramos; TOLEDO, Mario Monteforte. La vida de John Maynard Keynes. Fondo de cultura económica, 1958.

KEYNES, John Maynard. A Tract on Monetary Reform. London: Macmillan and Co., 1923.

KEYNES, John Maynard. A Treatise on Probability. Cambridge: The Royal Economic Society, MacMillan, 1973. (Original publicado em 1922).

KEYNES, John Maynard. The General Theory of Employment, Interest and Money. London: Macmillan and Co., 1936.

KEYNES, John Maynard. The General Theory of Employment, Interest and Money. (Original publicado em 1936). London: The Royal Economic Society, The MacMillan Press Ltd, 1973. [Publicado em português com o título A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. São Paulo: Editora Abril, 1983.].

KEYNES, John Maynard. Tract on Monetary Reform. London, 1923.

LINTNER, J. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budget. Review of economics and statistics, v. 47, p. 13-37, 1965.

MELLO, Pedro Carvalho de. John Maynard Keynes, Dirigente de Seguradoras. Revista Brasileira de Risco e Seguro. v. 3. nº 6 Rio de Janeiro: Funenseg, 2008. p. 93-112.

PENMAN, S. H. Financial statement analysis and security valuation. 2. ed. Boston: Irwin Mc Graw Hill, 2004.

SHARPE. W. Capital Asset prices: A Theory of Market Equilibrium under conditions of Risk, Journal of finance, v. 19, p. 425-42, 1964.