

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

FUNDO DE FUNDOS – PROCESSO DE ALOCAÇÃO DA CARTEIRA E
VANTAGENS COMPARATIVAS.

Bernardo Santini Brando

Nº de matrícula 9715177

Orientador: Fabrício Mello

Junho de 2007

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

FUNDO DE FUNDOS – PROCESSO DE ALOCAÇÃO DA CARTEIRA E
VANTAGENS COMPARATIVAS.

Bernardo Santini Brando

Nº de matrícula 9715177

Orientador: Fabrício Mello

Junho de 2007

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma fonte de ajuda externa, exceto quando autorizada pelo professor tutor.”

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.”

Agradeço à orientação dada por Fabrício Mello, aos meus amigos, a namorada Fabiana, familiares, companheiros de trabalho e a todos aqueles que estiveram sempre presentes na minha vida com demonstrações de carinho e estímulo, aos meus pais (Pedro e Jussara) e irmãos (Lincoln e Marcelo) pelo grande apoio, confiança e torcida até hoje dados a mim e certeza de apoio.

ÍNDICE

I.	INTRODUÇÃO.....	05
II.	HISTORIA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	09
II.1	HISTORIA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL.....	22
III	TAXONOMIA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL.....	27
IV	PANORAMA ATUAL DA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL.....	29
V	FUNDOS DE FUNDOS E REINCIDÊNCIA DE TAXAS.....	37
VI	METODOLOGIAS DE ANÁLISE DE FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	42
VI.1	ANÁLISE QUALITATIVA.....	43
VI.2	ANÁLISE QUANTITATIVA.....	46
VII	PROCESSO DE ANÁLISE E SELEÇÃO.....	51
VIII	CONCLUSÃO.....	58
IX	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	60
	ANEXO.....	63

I. INTRODUÇÃO

Atualmente existem diversas formas de investimento no mercado financeiro e todas requerem do investidor um grande conhecimento do tipo de investimento que pretendem fazer ou algum aconselhamento financeiro feito por profissionais. Uma das formas mais populares de investimento financeiro gerida por profissionais são os fundos de investimento.

De acordo com a definição¹ dada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão responsável pela regulamentação dos fundos de investimento brasileiros, fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros².

A idéia de investidores juntarem capital em um único fundo e fazer a gestão existe desde do o século XIX. O primeiro fundo de investimento foi criado na Suíça e logo depois Inglaterra. Nos Estados Unidos, o primeiro fundo de investimento, conhecido

¹ A definição para fundos de investimento pode ser encontrada no artigo nº 2 da seção I do capítulo II da Instrução CVM Nº 409 de 18 de Agosto de 2004.

² No parágrafo 1º do artigo nº 2 da seção I do capítulo II da Instrução CVM Nº 409 de 18 de Agosto de 2004, são definidos como ativos financeiros os seguintes ativos: títulos da dívida pública; contratos derivativos; ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, que não os referidos no inciso IV, cuja emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização pela CVM; títulos ou contratos de investimento coletivo, registrados na CVM e ofertados publicamente, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros; certificados ou recibos de depósitos emitidos no exterior com lastro em valores mobiliários de emissão de companhia aberta brasileira; o ouro, ativo financeiro, desde que negociado em padrão internacionalmente aceito; quaisquer títulos, contratos e modalidades operacionais de obrigação ou co-obrigação de instituição financeira; e warrants, contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, títulos ou certificados representativos desses contratos e quaisquer outros créditos, títulos, contratos e modalidades operacionais desde que expressamente previstos no regulamento.

como fundo mútuo, nos Estados Unidos iniciou suas operações em 1924, e existe até hoje. No Brasil, o primeiro fundo iniciou suas atividades em 1957. No capítulo II deste trabalho, aprofundaremos a história dos primeiros fundos de investimento.

A principal regulação de fundos no Brasil é a Instrução CVM 409/04, que explicita os direitos e deveres dos gestores, administradores e cotistas dos fundos de investimento, no intuito de tornar mais claro para os investidores quais são os riscos e custos que eles podem incorrer ao investir em um fundo.

Além da obrigação de informar características como custos e riscos, as instituições responsáveis pela administração dos fundos precisam classificar seus fundos em categorias de acordo com o art. 92 da Instrução CVM 409/04: Curto Prazo; Referenciado; Renda Fixa; Ações; Cambial; de Dívida Externa; e Multimercado. Estas serão as principais classes tratadas neste trabalho, as demais categorias não reguladas pela Instrução CVM N°409/04, apesar de serem reguladas pela CVM, são menos expressivas em termos de patrimônio e serão brevemente abordadas.

Apesar de facilitar a compreensão das principais características de um determinado fundo, as obrigações impostas aos administradores e gestores não auxiliam os investidores na criação de seu portfólio de investimentos em cada uma dessas classes bem como a escolha individual de fundos por classe. Avaliar fundos de investimento requer conhecimento do mercado, ferramental para as análises, fonte de dados e tempo. Com isso o aconselhamento financeiro feito por profissionais passou uma atividade muito comum em todo o mundo. Através desse aconselhamento, investidores são auxiliados a encontrar seu perfil e com isso fazer uma alocação ideal de seus recursos nas diversas categorias de fundos existentes no mercado.

Como resposta à proliferação de alternativas de investimento em fundos, começaram a surgir no mercado empresas de distribuição de fundos de investimento. Diferentemente das 'assets' e bancos de investimento que fazem a gestão dos fundos. Essas empresas tem como objetivo estudar os gestores e seus respectivos fundos

qualitativamente e quantitativamente, para assim oferecer aos seus clientes carteiras com os melhores fundos de investimento e adequadas ao perfil do investidor.

Existem diversas metodologias de avaliação dos fundos de investimento no mercado, as duas principais formas conhecidas são a análise qualitativa que consiste em examinar detalhadamente a instituição gestora do fundo, abordando aspectos como histórico dos gestores, qualidade do controle de risco dos fundos, sistemas de informática utilizados para auxiliar essa gestão. A análise quantitativa busca, através do histórico de cotas e patrimônio dos fundos, avaliar como o fundo desempenhou em relação ao seu indicador de desempenho (“benchmark”) e aos demais fundos de sua categoria. Assim, as duas formas de análise se complementam.

Um dos passos mais importantes no sentido de auxiliar os investidores é a identificação de seu perfil. Essa identificação pode ser feita através de reuniões com o investidor, questionários e análise da carteira anterior do investidor, caso exista. Posteriormente com os dados obtidos do investidor ele é enquadrando em três tipos de perfis de investimento, que são: conservador, moderado e agressivo. O investidor com perfil conservador está preocupado em preservar seu capital e por isso busca retornos advindos de posições de menor risco possível, como por exemplo poupança e fundos referenciados DI. Já o investidor moderado está disposto a assumir algum risco buscando retornos mais elevados do que os retornos oferecidos pelos ativos sem risco. Por último, o investidor agressivo está em busca de retornos elevados, sem compromisso com a preservação de seu capital, aplicando em ativos de alto risco.

Por sua vez, os fundos de investimento podem ser enquadrados nos mesmos perfis que os investidores (conservador, moderado e agressivo), analogamente ao processo sugerido no parágrafo. Após enquadrados a tarefa de sugestão de investimento passa a ser a determinação dos fundos que devem fazer parte da carteira de fundos e a alocação ótima entre esses fundos.

A proposta deste trabalho é entender os fundos de investimento regulados pela Instrução 409/04 da CVM, apresentar as formas de análise de fundos de maior aceitação no mercado e realizar estudos empíricos sobre a indústria de fundos em busca de fundamentação quantitativa para os fundos de alocação.

II. HISTORIA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

O primeiro fundo de investimento, chamado de “Société civile Genèveise d’emploi de fonds”, foi criado no Suíça em 1849. Logo depois, em 1868, surgiu na Inglaterra o “Foreign and Colonial Government Trust” que deu uma contribuição significativa a definição de fundos de investimento ao declarar suas intenções: “Dar ao investidor, de nível de capital moderado, alguma vantagem comparativa como as obtidas pelos grandes capitalistas, diminuindo o risco de seus investimentos através da diversificação das aplicações em papéis estrangeiros e coloniais”. Já nos Estados Unidos, o primeiro fundo mútuo com número limitado de cotistas começou a funcionar em 1893. O Alexander Fund, criado em 1907, foi o primeiro fundo a permitir resgates semestrais e em 1924 surgiu o primeiro fundo mútuo sem limitações ao número de cotistas, chamado Massachusetts Investors Trust, o fundo existe até hoje³. Foi o nascimento do fundo mútuo moderno.

Securities and Exchange Commission (SEC) órgão responsável pela regulamentação dos fundos mútuos nos Estados Unidos define fundos mútuos como uma companhia que reúne recursos de seus sócios e investe em ações, títulos públicos e privados, títulos de curto-prazo entre outros. Legalmente conhecidos como companhias de investimento com número ilimitado de investidores (open-end), existem também outras duas formas de companhias de investimento que são as companhias com número limitado de investidores (closed-end) e as Unit Investment Trusts (UITs), sendo que as últimas são relativamente parecidas com os fundos mútuos a exceção de possuírem um prazo para terminar e de manterem sua carteira de investimentos (portfólio) praticamente sem alterações durante seu prazo de existência.

³ O fundo é gerido pela MSF Investment Management e pode ser encontrado na seção de investidores residentes nos Estados Unidos no site da MSF (www.mfs.com).

Em 1929, haviam 19 fundos mútuos (open-end) contra 700 fundos (close-end). Com o crack da bolsa americana em 1929 a dinâmica começou a mudar com o imenso número de fundos close-end alavancados que tiveram perdas expressivas e fecharam, destino diferente dos pequenos fundos open-end que sobreviveram.

Com o crescimento dos fundos mútuos o governo dos Estados Unidos começou um processo para regular essa modalidade de investimento com o Securities Act of 1933 e seu subsequente adendo o Securities Exchange Act of 1934, ambos com a intenção de proteger os investidores exigindo que os fundos criassem registros na SEC, que seria o equivalente da CVM nos Estados Unidos e passassem a fornecer relatórios informando suas posições e prospectos dos fundos. Posteriormente com o Investment Company Act of 1940 o governo dos EUA aumentou ainda mais as exigências regulatórias sobre os fundos mútuos americanos.

A indústria de fundos mútuos continuou a expandir e no começo dos anos 50 o número de fundos open-end chegou a 100. Nos anos subsequentes os fundos mútuos expandiram e contraíram de acordo com o crescimento do mercado. Sua natureza direcional em seus investimentos prejudicou seus retornos em diversos períodos da história. Apesar das adversidades, hoje existem diversas categorias de fundos, a sua maioria se enquadra nas principais categorias listadas a seguir:

“Money Market Funds”

Fundos de Money Market possuem risco relativamente menor se comparados aos demais fundos e a maioria dos outros investimentos. Por lei, eles podem investir apenas em títulos de curto-prazo e de baixo risco de crédito do governo americano, corporações, estados e municípios, buscando obter retornos de baixa volatilidade, oferecendo uma alternativa de investimento de baixo risco para os investidores.

“Bond Funds”

Geralmente possuem um risco significativamente maior do que os fundos de money market, principalmente por não serem obrigados a investir em títulos de curto-prazo com baixo risco de crédito, esses fundos podem assim compor uma carteira mais arriscada com retornos mais elevados. Os riscos mais comuns associados aos Bond Funds são:

Risco de Crédito – Trata da possibilidade do emissor do título não honrar sua dívida com os detentores do título.

Risco de Taxa de Juros – Este é o risco de uma alteração brusca na taxa de juros de referência, ex.: o fed fund rate, um aumento brusco nesta taxa faria com que os títulos começassem a negociar a taxas mais elevadas e conseqüentemente menor valor de mercado causando perdas aos investidores. Este risco atingiria mesmo os títulos com melhor qualidade de crédito como os títulos do governo americano.

Risco de Antecipação de Pagamento – No caso de uma queda nas taxas de juros de referência, o emissor do título pode optar por recomprar o título dos credores e reoferecer um novo título a uma taxa menor. Apesar disto o gestor poderia optar por comprar títulos de outro emissor, mas o movimento de mais de um emissor nesse sentido eventualmente acarretaria em uma redução nos retornos do fundo.

“Stock Funds”

Fundos destinados ao investimento em ações tanto americanas quanto em outros países. Apesar de possuir uma maior volatilidade no curto-prazo, historicamente as ações tem performado melhor que outros tipos de investimento como títulos privados, títulos públicos entre outros.

No caso dos Stock Funds o risco de mercado é maior pois os preços das ações podem flutuar por uma gama maior de fatores, como situação econômica, demanda por determinados produtos e serviços, alterações na estrutura societária das empresas entre outros. Algumas categorias de Stock Funds que podemos destacar são:

“Growth Funds”

Foca em ações que pagam pequenos montantes de dividendos mas que possuem grandes perspectivas de crescimento.

“Income Funds”

Foca em ações que pagam grandes montantes de dividendos regularmente.

“Index Funds”

Procuram realizar investimentos em determinadas ações procurando seguir a performance de algum índice de desempenho do mercado acionário, como por exemplo o S&P 500.

“Sector Funds”

Fundos que procuram se especializar em determinados setores de empresas, como por exemplo empresas de mineração, tecnologia e aviação.

Um relatório mensal realizado pela Investment Company Institute (ICI) do mês de Janeiro de 2007 apresentou um total de US\$ 10,4 trilhões de dólares aplicados em fundos mútuos num total de 8.118 fundos até dezembro de 2006.

Apesar da grande diversidade das estratégias dos fundos mútuos americanos o fato de serem fundos destinados a um grande número de investidores tornou necessário uma forte regulação sobre esses fundos restringindo os possibilidades de operações que o fundo poderia realizar.

Um australiano nascido em 1901 em Melbourne, Alfred Winslow Jones, filho de pais americanos, foi morar nos Estados Unidos ainda criança, graduou-se em Harvard em 1923, tornou-se diplomata dos EUA no início dos anos 30. No início da década de 40 ele completou seu PhD em sociologia e juntou-se ao editorial da revista Fortune. Ao escrever um artigo sobre novas tendências de investimentos, ele teve a idéia de fazer gestão de recursos. Juntou US\$ 100.000,00 e iniciou seu fundo, sua estratégia consistia em comprar ações que considerava com grandes chances de crescimento ao longo do tempo e vender a descoberto⁴ ações em que ele estimava performar mal no mesmo período para minimizar os risco e eventualmente utilizar os recursos das vendas das ações para alavancar suas operações de compra.

A seção 12 do Investment Company Act of 1940, lei que passou a regular os fundos mútuos quando foi emitida, proibia a venda a descoberto, dentre outras formas de limitação impostas ao fundos mútuos com o objetivo de proteger os investidores.

Para por em prática suas estratégias e buscar uma maior eficiência em sua gestão Jones estruturou seu fundo na forma de “limited partnership”, uma sociedade limitada onde o número de investidores do fundo seria finito e definido na abertura do mesmo, para que ele não pudesse ser regulado pela SEC.

Livre dessa regulamentação Jones instituiu uma taxa de performance de 20% dos lucros como forma de incentivo para a gestão. Essa prática foi vista como benigna para

⁴ ‘Short sale’ ou venda a descoberto, em português, significa vender um ativo sem a preexistência do mesmo na carteira que realizou a venda;

a qualidade da gestão pois colocava os gestores mais interessados em buscar retornos superiores para o fundo.

Sua estratégia pioneira de minimizar os riscos fazendo posições contrárias em ativos com alta correlação entre si e de usar alavancagem, estratégias que anteriormente eram conhecidas por aumentar os riscos, deram origem ao primeiro “Hedge Fund”. O fundo entrou em operação em 1949. Jones também contratou outros gestores e delegou a eles autoridades sobre parte do fundo, assim ele começou o primeiro hedge fund multigestor.

A SEC define os Hedge Funds como uma companhia que reúne recursos de seus sócios e investe em instrumentos financeiros assim como os fundos mútuos, utilizando-se de estratégias de alavancagem e outras formas de estratégias especulativas que podem vir a aumentar o risco da carteira. Diferente dos fundos mútuos, os hedge funds vendem suas cotas para grupo privado de número limitado de investidores e por isso não são obrigados a registrar perante a SEC.

Em meados dos anos 60 o fundo de Jones ainda estava ativo e começou a inspirar imitações. Alguns gestores que anteriormente trabalharam com Jones na gestão do fundo começaram a montar seus próprios hedge funds. Uma pesquisa da SEC revelou 140 hedge funds abertos no ano de 1968.

No final da década de 60 ocorreu boom no mercados de ações e os hedge funds que faziam estratégias comprado e vendido iniciada por Jones começaram a performar abaixo do resto do mercado. Muitos hedge funds começaram a desfazer suas posições vendidas com o interesse de aproveitar a euforia do mercado acionário. Alguns começaram a alavancar suas posições apostando na alta do mercado.

No período subsequente, 1972-74, ocorreu uma grande queda na bolsa, o S&P 500 despencou 1/3 e os muitos hedge funds que utilizavam-se de alavancagem apostando na alta da bolsa sofrem grandes perdas e encerraram suas atividades. Em

1984 uma pesquisa pela Tremont Partners identificou apenas 68 hedge funds operando, menos da metade do número de 1968.

Em meados da década de 80, liderados pelo bom desempenho do Tiger Fund gerido por Julian Robertson, seu fundo fazia posições de alavancagens em papéis e moedas no mundo inteiro utilizando-se de análises macroeconômicas globais, estratégia conhecida como global macro fund, e assim procurando distorções que pudessem ser exploradas.

Um estudo de 1986 da revista Institutional Investor relatou que desde sua criação em 1980 o Tiger Fund teve uma média de retorno anual de 43% causando o surgimento de vários imitadores.

Os hedge funds passaram a ser admirados por seu alto grau de retornos, mas ao mesmo tempo foram alvos de muitas críticas por serem muitas vezes acusados de causarem crises internacionais atribuídas a fenômenos especulatórios. A exemplo disso temos o Quantum Fund de George Soros que obteve mais de 1 bilhão de dólares em ganhos operando vendido em libras esterlinas durante a crise do Mecanismo de Taxa de Câmbio da União Européia.

No final da década de 90 o mundo assistiu a diversos episódios de grandes movimentos nos mercados envolvendo hedge funds. Como alguns exemplos disso temos o fundo de Soros perdendo 2 bilhões de dólares durante a crise da Rússia e posteriormente perdendo 3 bilhões de dólares apostando contra as empresas de internet durante o boom das .com. Temos o Tiger Fund apostando incorretamente no yen contra o dólar e perdendo também 2 bilhões de dólares, também o Tiger Fund apostando contra as empresas do novo mercado (empresas de internet) e sofrendo perdas expressivas que geraram resgates que eventualmente levaram ao fundo encerrar as atividades em Março de 2000.

Um dos casos mais famosos de tremores na indústria de hedge funds no final da década de 90 foi a falência da Long-Term Capital Management (LTCM). Essa era uma das casas mais importantes de estratégia quantitativa e seus principais gestores eram altamente conceituados em Wall Street.

No período de 1995 a 1997 a LTCM obteve uma média de retornos de 33,7%. Uma de suas principais estratégias era a de valor relativo envolvendo arbitragem juros de renda fixa e futuros de índices de ações. Como exemplo uma de suas operações explorava pequenos descasamentos entre taxas de juros de papéis de dívida entre países da União Européia baseado no fato de que essas taxas deveriam convergir pois os juros da UE eram amarrados. Por serem descasamentos extremamente pequenos era necessário uma grande alavancagem nessa operação para obter retornos significativos para o fundo. Para se ter uma idéia a LTCM detinha 120 bilhões de dólares em posições enquanto que o patrimônio de seu fundo tinha apenas 4,8 bilhões de dólares.

No verão de 1998, a crise da Rússia causou uma grande desregularão nos juros de vários países, quando investidores preocupados com suas posições começaram a migrar para ativos de menor risco. Os descasamentos entre juros de renda fixa e juros de dívida abriram em quase todos as posições que a LTCM detinha. A LTCM perdeu 90% de seu patrimônio e sofreu uma crise de liquidez pois não havia como encerrar suas gigantescas posições de ativos de baixa liquidez a preços de mercado e nem como levantar empréstimos para honrar suas dívidas e aguardar a melhora do mercado para assim encerrar suas posições.

Além de ruim para a LTCM, a situação também afetava para os bancos que forneciam empréstimos para que a LTCM pudesse alavancar suas posições. A solução foi o Federal Reserve Bank de New York junto com mais 14 bancos pagar os empréstimos da LTCM sob a ordem da mesma encerrar todas as suas posições.

Após a crise da Rússia e o caso LTCM, a captação dos hedge funds parou temporariamente até meados de 1999, quando os fundos retomaram seu ritmo de crescimento.

Desde sua criação em 1949 surgiram várias estratégias diferentes da estratégia original de comprado/vendido com viés neutro de mercado lançado por Jones. Novos instrumentos financeiros surgiram nesse período possibilitando o aumento da eficiência dos mercados e assim o surgimento de novas estratégias.

De acordo com a empresa Hedge Fund Research, Inc., uma das mais renomadas empresas de banco de dados e análises de hedge funds as principais estratégias de hedge funds estão listadas a seguir:

“Convertible Arbitrage” – este tipo de estratégia consiste em comprar uma carteira de ‘convertible securities’⁵, normalmente ‘convertible bonds’ e fazer o hedge dessa posição vendendo a ação da empresa. Essa operação reduz consideravelmente o risco de ‘default’ da empresa considerando que num evento ruim pra empresa seu risco de crédito vai piorar mas esse efeito será compensado no hedge feito nas ações da empresa que também vão cair.

“Distressed Securities” – nesta estratégia são avaliadas para compra ou venda títulos de uma empresa que esteja em situação ruim, como por exemplo falências, ou empresas que estejam prestes a passar por eventos marcantes, reestruturações, vendas entre outros.

“Emerging Markets” – fundos investem em títulos de empresas ou da dívida soberana de países em desenvolvimento ou emergentes. São investimentos basicamente na posição comprado. Podem se dividir em sub-categorias como “Emerging Markets -

⁵ São títulos que podem ser convertidos em outras formas de ativos, como por exemplo títulos da dívida de uma empresa que podem ser convertidos em ações da mesma.

Ásia”, “Emerging Markets – América do Sul”, isolando assim uma região do globo contendo países em desenvolvimento.

“Equity Hedge” – consiste em fazer uma posição comprada em determinadas ações e reduzir o risco fazendo uma posição vendida em outras ações ou em índices do mercado de ações. As alavancagens de cada ponta comprada ou vendida podem variar e eventualmente deixar o fundo direcional.

“Equity Market Neutral” – procura explorar ineficiências de preços entre ações e títulos de empresas relacionadas entre si, neutralizando o risco com uma posição comprada e uma vendida.

“Equity Market Neutral: Statistical Arbitrage” – utiliza análise quantitativa de fatores técnicos para explorar ineficiências de preços entre ações e títulos de empresas relacionadas entre si, neutralizando o risco com uma posição comprada e uma vendida.

“Equity Non-Hedge funds” – fundos predominantemente comprados em ações que podem eventualmente em caráter oportunista alavancar suas posições compradas ou ainda fazer posições vendidas em outras ações ou índices de bolsa.

“Event-Driven” – esta estratégia envolve investir em oportunidades criadas por mudanças significativas nas empresas, como aquisições, reestruturações, recompra de ações e etc.

“Fixed Income: Arbitrage” – explora ineficiência de preços em ativos de renda fixa, mantendo exposição neutra as taxas de juros.

“Fixed Income: Convertible Bonds” – fundos predominantemente comprados em títulos conversíveis de dívida que apreciaram seguindo o movimento de apreciação do

papel da empresa na bolsa e depreciarão até o ponto em que ele passará a se comportar como um título de dívida comum.

“Fixed Income: Diversified” – investimentos em diversas estratégias de ativos de renda fixa.

“Fixed Income: High-Yield” – os gestores procuram investir em títulos com elevado risco de crédito em busca de taxas de retorno mais elevadas.

“Fixed Income: Mortgage-Backed” – fundos que investem em títulos lastreados em hipotecas. A maioria dos fundos focam em ativos ratificados como AAA⁶.

“Macro” – envolve investir utilizando apostas alavancadas em movimentos antecipados nos preços no mercado de ações, juros, câmbio e commodities. Os gestores de macro utilizam o método de “top-down” e podem realizar investimentos utilizando quaisquer instrumentos para participar em movimentos esperados no mercado.

“Market Timing” – envolve alocar investimentos entre ativos que apresentam sinais de tendência de alta e ativos com sinais de tendência de baixa. O objetivo está em acertar o momento entre sair de um ativo cuja tendência de alta está no fim e entrar em outro cuja tendência de alta está iniciando.

“Merger Arbitrage” – foca em investimentos com o objetivo de lucrar com o retorno esperado de uma operação de compra e fusão de empresas. As vezes comprando a empresa que será comprada outras vendendo à descoberto a empresa compradora.

“Regulation D” – Investem em títulos conhecidos como “Regulation D”, as vezes referidos como “convertibles” com desconto estruturado. Os títulos são oferecidos privadamente ao gestor dos investimentos por companhias que necessitam de financiamento.

6

“Relative Value Arbitrage” – procura obter retorno de diferenças de preços entre instrumentos financeiros como ações, títulos de dívida, opções, futuros e etc. Os gestores podem utilizar modelos matemáticos, análises fundamentalistas ou técnicas para quantificar as diferenças nos preços.

“Sector: Energy” – fundos investem em títulos de empresas do setor de energia. Os investimentos podem ser comprados ou vendidos utilizando-se de vários instrumentos financeiro. Alguns fundos investem em empresas de todo o setor, outros se especializam em sub-setores, como por exemplo empresas de extração de petróleo.

“Sector: Financial” – fundos investem em títulos de empresas de holding de bancos, bancos, bancos de investimento, seguradoras, bancos de hipoteca, dentre outras empresas de serviço financeiro.

“Sector: Healthcare/Biotechnology” – fundos investem em títulos de empresas envolvidas em saúde, farmacêuticas, biotecnologia e equipamentos médicos.

“Sector: Miscellaneous” – fundos investem em títulos de empresas envolvidas em diversos setores de investimento, como metais preciosos, bebidas, lojas de varejo, entretenimento, esporte e etc.

“Sector: Real Estate” – fundos investem em títulos de empresas envolvidas em construção.

“Sector: Technology” – fundos investem em títulos de empresas envolvidas no setor de tecnologia. Alguns dos sub-setores podem ser citados: multimídia, redes, produtoras de computadores pessoais, semicondutores, software, telecomunicações.

“Short Selling” – envolve venda de ativos que não são previamente possuídos pelo vendedor. Para realizar esta operação o vendedor deve obter a quantidade de ativos que deseja vender através de empréstimo para assim honrar a venda. Quando o vendedor recomprar o ativo ele poderá entrega-lo de volta ao credor e assim liquidar o empréstimo. Recomprando o ativo a um preço abaixo do preço de venda resultará em lucro, caso contrário teremos prejuízo.

“Fund of Funds” – investem em múltiplos gestores através de fundos ou de carteiras administradas. A estratégia tem por objetivo reduzir o risco que se tem ao investir em um único gestor. O gestor do fundo de fundos deve decidir em que estratégias investir. Um gestor pode escolher alocar em fundos de uma estratégia ou em fundos de estratégias diferentes. O investimento mínimo de um “fund of funds” pode ser menor do que o de um “hedge fund”, o que permite aos investidores de um “fund of funds” dispor de um número maior de fundos em sua carteira do que seria possível caso ele fizesse os investimentos diretamente nos “hedge funds” individualmente.

De acordo com o relatório do segundo trimestre de 2006 da Tremont Capital Management a indústria de Hedge Funds é estimada em US\$ 1,2 trilhões, sendo que a base de fundos para a estimativa da soma US\$ 954 bilhões. O relatório também explicita a elevada taxa de crescimento em relação ao trimestre anterior de 4,19% o que nos oferece uma idéia da velocidade de crescimento dessa indústria.

II.1 HISTORIA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL

O nascimento da indústria de fundos no Brasil se deu meio século mais tarde do que nos Estados Unidos da América. Embora existam divergências a respeito do primeiro fundo de investimento a entrar em operação no Brasil⁷, segundo Alves (2003), o fundo de investimento fechado Valéria Primeira, do grupo Deltec, foi o pioneiro na indústria, no Brasil, tendo iniciado suas operações em 1952. Logo em seguida em 1954, surgiu o Fundo Brasil. Segundo Cobbs (1989) em 1957 foi criado o fundo Crescinco por Nelson Rockefeller⁸ do Grupo Rockefeller junto com o grupo Deltec objetivando fomentar o mercado de capitais no Brasil. A partir da Portaria nº 309 do Ministério da Fazenda, de 30/11/1959, que autoriza a constituição de fundos em condomínio surgem os fundos Atlântico, em 1960, Condomínio Deltec, em 1961, Halles e Vera Cruz, em 1964.

Podemos dizer que a legislação existente na época (lei nº 3470 de 28/11/1958) foi responsável pela criação dos fundos em forma de condomínio, visto que fundos de investimento em forma de condomínio teriam tributação diferenciadas em relação as sociedades anônimas. Além disso, a opção pelo formato de condomínio evitava limites legais próprios às sociedades anônimas, tais como a proibição à venda contínua de títulos de própria emissão e a proibição da recompra de suas ações, o que impediria a emissão e o resgate das quotas.

Contudo, a indústria de fundos apresenta um fraco desempenho nos primeiros anos da década de 1960. As reduzidas dimensões do mercado acionário brasileiro conferiam baixa liquidez aos fundos, enquanto a instabilidade macroeconômica, especialmente aceleração da inflação, estimulou a preferência por papéis de curtíssimo

⁷ Segundo Andrezo e Lima (1999:83) “o primeiro fundo de investimento, no Brasil, formou-se em 1957, com a criação do Fundo Crescinco, que, até o início dos anos 70, era o maior fundo brasileiro”.

⁸ Nelson Aldrich Rockefeller (8 de Julho 1908 – 26 de Janeiro 1979) foi Vice-Presidente dos E.U.A., governador do estado de Nova Iorque, filantropista e empresário.

prazo. Esses dois fatores estão entre os mais importantes dentre aqueles que respondem pela limitada dimensão dessa indústria.

A Lei nº 4.728 de 1965, denominada lei do Mercado de Capitais deu início à regulamentação dos fundos, porém, foi apenas em 1970, pela Resolução nº 145 do Banco Central do Brasil, que surgiu uma regulamentação mais específica. Ficava através desta Resolução a definição de que os fundos de investimentos são condomínios que tem como intuito, reunir recursos de vários investidores, por meio da emissão de títulos próprios, objetivando adquirir ativos em conjunto. Esta resolução também tornava sem efeito a Portaria nº 309 de 30/11/1959. Pela Resolução nº 145 também foram definidas as instituições aptas a exercer administração de fundos mútuos: Bancos de Investimento, Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento e Sociedades Corretoras.

No intuito de fomentar as empresas no Brasil, em 1967, o Decreto-Lei 157 passou a permitir pessoas físicas (e, inicialmente, também às pessoas jurídicas) a aplicar uma fração do imposto de renda devido em fundos mútuos fiscais, conhecidos como fundos 157. Estes seriam administrados por bancos de investimento, corretoras ou financeiras, e os recursos deveriam ser majoritariamente investidos em ações ou em debêntures conversíveis.

Criados com o objetivo de investir seus recursos em novas ações, os Fundos 157 ganharam mais liberdade em março de 1967, através da Resolução nº 49 do Banco Central do Brasil, ao serem autorizados a comprar ações em bolsa, até o limite de 10% dos seus recursos. Em julho de 1967, através da Resolução nº 60 do Banco Central do Brasil, permitiu-se que os fundos aplicassem 1/3 de seus recursos no mercado secundário.

Segundo Brito e Neves (1989:163-165), na década de 60 foram criados vários fundos mútuos, chegando a um total de 43 em 1969. Batendo 121 fundos em 1971. No período de 1972 a 1981 o números de fundos sofreu uma redução.

Seguindo a evolução histórica da regulamentação dos fundos de investimento no Brasil, temos um marco importante em 7 de Dezembro de 1976 com a Lei nº 6.385 que

criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Sob supervisão do Banco Central do Brasil e do Conselho Monetário Nacional (CMN), a CVM foi criada com o objetivo de disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação dos diversos integrantes do mercado. Seu poder normatizador abrange todas as matérias referentes ao mercado de valores mobiliários.

Até Agosto de 2004 a regulação dos fundos ficou dividida entre a Instrução de nº302 da CVM de Maio de 1999 e a Circular de nº 2616 de Setembro de 1995 do BCB. Objetivando centralizar a regulação dos fundos de investimento no Brasil, a CVM em 18 de Agosto de 2004 publicou a Instrução nº 409.

Nessa instrução a CVM define fundos de investimento⁹ como uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros, observadas as disposições desta Instrução.

No parágrafo único do artigo 1º a instrução lista as categorias de fundos que não estarão sujeitas a regulação da Instrução nº 409 por terem regulação própria, são eles¹⁰: Fundos de Investimento em Participações, Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social, Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional, Fundos Mútuos de Privatização – FGTS, Fundos Mútuos de Privatização – FGTS – Carteira Livre, Fundos de Investimento em Empresas Emergentes, Fundos de Índice, com Cotas Negociáveis em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão Organizado, Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes - Capital Estrangeiro, Fundos de Conversão, Fundos de Investimento Imobiliário, Fundo de Privatização - Capital Estrangeiro, Fundos Mútuos de Ações Incentivadas, Fundos de Investimento Cultural e Artístico, Fundos de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras, Fundos de Aposentadoria Individual Programada – FAPI, e Fundos de Investimento em Diretos Creditórios Não-Padronizados.

⁹ Conforme definido pela alteração feita pela Instrução CVM nº 450/07

¹⁰ Conforme definido pela alteração feita pela Instrução CVM nº 450/07

Cada categoria de fundos tratada e definida pela Instrução nº 409 é detalhada e suas limitações em termos de alavancagem, exposição por ativos, exposição por emissor, dentre outras são apresentadas como forma de permitir uma maior aderência da gestão do fundo a sua categoria definida.

De acordo com dados fornecidos pela CVM, em Março de 2007 a indústria de fundos contemplava um total de 6.405 fundos somando um patrimônio total de R\$ 1,54 trilhões. Este montante é 50% maior se comparado ao patrimônio total dos fundos em Março de 2005.

Os gráficos a seguir apresentam a distribuição dos fundos por categorias (que vamos abordar no capítulo seguinte) em Março de 2007, de acordo com dados da CVM.

Patrimônio Líquido

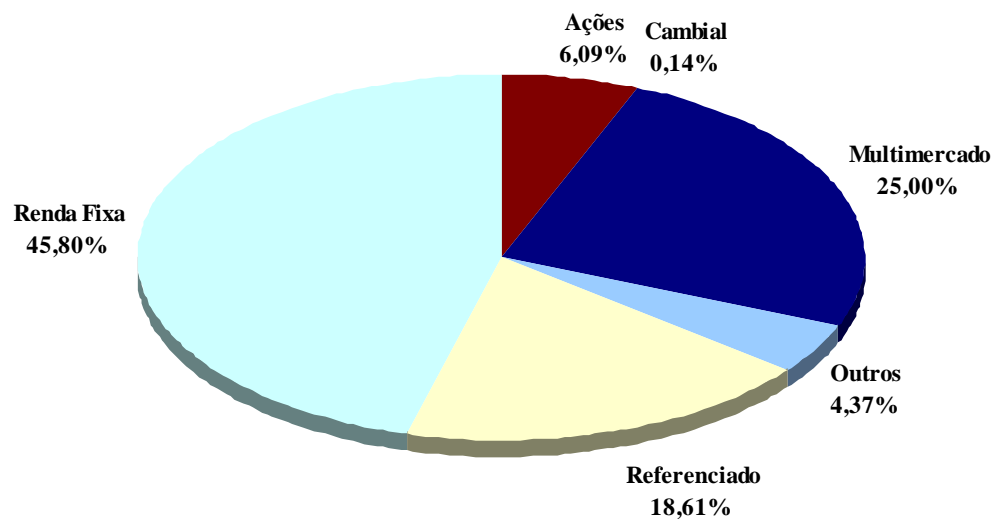


Gráfico1. Percentual da razão entre o patrimônio da categoria e o patrimônio total dos fundos.

Número de Fundos

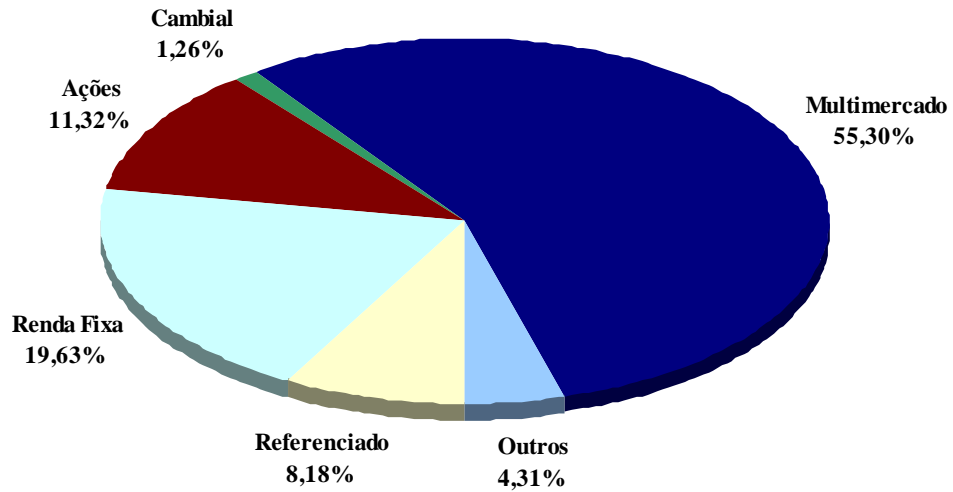


Gráfico2. Percentual da razão entre o número de fundos da categoria e o número de fundos total na base da CVM.

Número de Cotistas

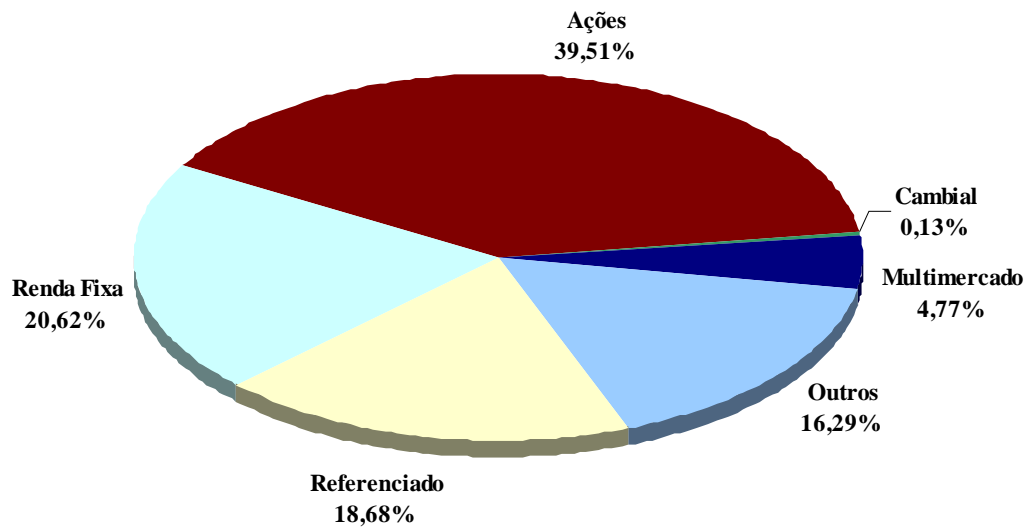


Gráfico3. Percentual da razão entre número de cotistas da categoria e o número de cotistas total dos fundos.

III TAXONOMIA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL

Este capítulo tem por objetivo falar detalhadamente sobre a classificação dos fundos regulados pela CVM de acordo com a Instrução nº 409 e falar brevemente sobre os fundos também regulamentados pela CVM mas com instruções próprias de regulação.

Na seção V da Instrução nº 409 (consolidada), a CVM classifica os fundos de investimento e os fundos de investimento em cotas pela composição de sua carteira como¹¹:

“Fundo de Curto Prazo” – “Os fundos classificados como "Curto Prazo" deverão aplicar seus recursos exclusivamente em títulos públicos federais ou privados pré-fixados ou indexados à taxa SELIC ou a outra taxa de juros, ou títulos indexados a índices de preços, com prazo máximo a decorrer de 375 (trezentos e setenta e cinco) dias, e prazo médio da carteira do fundo inferior a 60 (sessenta) dias, sendo permitida a utilização de derivativos somente para proteção da carteira e a realização de operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais.”

“Fundo Referenciado” – “Os fundos classificados como "Referenciados" deverão identificar em sua denominação o seu indicador de desempenho, em função da estrutura dos ativos financeiros integrantes das respectivas carteiras, desde que atendidas, cumulativamente, as seguintes condições: i) tenham 80% (oitenta por cento), no mínimo, de seu patrimônio líquido representado, isolada ou cumulativamente, por títulos de emissão do Tesouro Nacional ou do Banco Central do Brasil ou títulos e valores mobiliários de renda fixa cujo emissor esteja classificado na categoria baixo risco de crédito ou equivalente, com certificação por agência de classificação de risco

¹¹ Definições das categorias extraídas da Instrução CVM 409/04 consolidada (até a Instrução 450/07)

localizada no País; ii) estipulem que 95% (noventa e cinco por cento), no mínimo, da carteira seja composta por ativos financeiros de forma a acompanhar, direta ou indiretamente, a variação do indicador de desempenho ("benchmark") escolhido; iii) restrinjam a respectiva atuação nos mercados de derivativos a realização de operações com o objetivo de proteger posições detidas à vista, até o limite dessas.”

“Fundo de Renda Fixa” – “Os fundos classificados como “Renda Fixa”, deverão ter como principal fator de risco de sua carteira a variação da taxa de juros doméstica ou de índice de preços, ou ambos.”

“Fundo de Ações” – “Os fundos classificados como “Ações” deverão ter como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado.”

“Fundo Cambial” – “Os fundos classificados como “Cambiais” deverão ter como principal fator de risco de sua carteira a variação de preços de moeda estrangeira, ou a variação do cupom cambial.”

“Fundo de Dívida Externa” – “Os fundos classificados como "Dívida Externa" deverão aplicar, no mínimo, 80% (oitenta por cento) de seu patrimônio líquido em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União, sendo permitida a aplicação de até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido em outros títulos de crédito transacionados no mercado internacional.”

“Fundo Multimercado” – “Os fundos classificados como "Multimercado" devem possuir políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial ou em fatores diferentes das demais classes.”

IV PANORAMA ATUAL DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL

Com dados obtidos através da base de fundos da Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID), vamos examinar os fundos contidos em cada classe definida pela CVM no capítulo anterior, objetivando criar um panorama em termos de concentração de classes e de fundos.

Na database de 30/03/2007 foram identificados um total de 6.276 fundos na base da ANBID somando um patrimônio total de R\$ 1,507 trilhões, distribuídos como demonstra a Tabela 1. Na Tabela 2 apresentamos a distribuição de patrimônio por classe. Os fundos foram divididos nas seguintes classes: Ações, Cambial, Dívida Externa, Multimercado, Referenciados, Renda Fixa e Outros (inclui as seguintes classes definidas pela ANBID: Capital Garantido, Direito Creditório e Previdência).

Classe CVM	Número de Fundos	Percentual
Ações	792	12,62%
Cambial	76	1,21%
Dívida Externa	44	0,70%
Multimercado	3247	51,74%
Referenciados	567	9,03%
Renda Fixa	1092	17,40%
Outros	458	7,30%
Total	6276	100,00%

Tabela 1 – Distribuição de fundos por classe. (Fonte: ANBID)

Classe CVM	Patrimônio da Classe (R\$)	Percentual
Ações	100.598.315.821,34	6,67%
Cambial	2.228.382.152,11	0,15%
Dívida Externa	1.035.732.396,84	0,07%
Multimercado	361.999.883.542,53	24,02%
Referenciados	306.721.732.153,99	20,35%
Renda Fixa	581.532.135.271,66	38,58%
Outros	153.122.736.433,27	10,16%
Total	1.507.238.917.771,74	100,00%

Tabela 2 – Distribuição do patrimônio total por classe. (Fonte: ANBID)

Podemos ver algumas distorções que nos ajudam a entender como está configurado o panorama atual da indústria de fundos no Brasil. Apesar de possuir mais da metade do total de fundos, a classe de fundos multimercados possui apenas 24% do total de patrimônio dos fundos. Já a classe de fundos referenciados que conta com apenas 9% do total de número de fundos, soma 20% do patrimônio total.

Para visualizar melhor o contexto apresentando acima, criamos um indicador de patrimônio médio por classe apresentado na Tabela 3. Com esse indicador podemos ver que as classes de fundos Referenciados e Renda Fixa possuem concentração 5 vezes maior que os fundos da classe de Multimercado. Podemos ver também que a média de patrimônio por fundo das classes Cambial e Dívida Externa é pouco relevante se comparada as outras classes.

Classe CVM	Patrimônio Médio da Classe (R\$)
Ações	127.018.075,53
Cambial	29.320.817,79
Dívida Externa	23.539.372,66
Multimercado	111.487.491,08
Referenciados	540.955.435,90
Renda Fixa	532.538.585,41
Outros	334.329.118,85

Tabela 3 – Patrimônio médio dos fundos por classe. (Fonte: ANBID)

Nosso próximo passo será analisar cada classe e obter informações como concentração por fundo e instituição gestora, e assim adicionar mais informações para tentar entender melhor a preferência dos investidores.

A classe Ações possui 792 fundos, desses apenas 29 detêm um volume superior a 50% do patrimônio total da classe e são geridos por apenas 15 instituições gestoras. Das 137 instituições gestoras da classe de Ações, as 5 maiores acumulam um patrimônio de 54,77% em fundos de Ações (vide Tabela 4).

Gestor	Patrimônio (R\$)	Percentual sobre o total da classe
BB Administração de Ativos DTVM	21.157.765.043,70	21,03%
Banco Itaú	12.654.533.628,29	12,58%
Opportunity	7.694.009.598,07	7,65%
Caixa Econômica Federal	7.050.946.539,93	7,01%
Mellon Global Investment Brasil	6.539.401.171,21	6,50%
Total	55.096.655.981,20	54,77%
Patrimônio total da classe (R\$)	100.598.315.821,34	

Tabela 4 – Patrimônio das 5 maiores instituições gestoras da classe de Ações. (Fonte: ANBID)

Na classe Cambial, do total de 76 fundos apenas 10 somam pouco mais de 50% do total de patrimônio da classe, sendo que esses são geridos por um total de 4 instituições gestoras. Das 25 instituições gestoras da classe Cambial, as 5 maiores acumulam um patrimônio de 75,38% do patrimônio total da classe (vide Tabela 5).

Gestor	Patrimônio (R\$)	Percentual sobre o total da classe
BB Administração de Ativos DTVM	834.329.874,66	37,44%
Banco Itaú	346.001.913,93	15,53%
Bradesco Asset Management	233.904.049,54	10,50%
Western Asset Management	165.708.297,37	7,44%
ABN Amro Asset Management	99.879.942,41	4,48%
Total	1.679.824.077,91	75,38%
Patrimônio total da classe (R\$)	2.228.382.152,11	

Tabela 5 – Patrimônio das 5 maiores instituições gestoras da classe de Cambial. (Fonte: ANBID)

Observando a classe Dívida Externa, temos que do total de 44 fundos apenas 4 somam mais de 50% do total de patrimônio da classe, sendo que esses são geridos por um total de 4 instituições gestoras. Das 24 instituições gestoras da classe de Dívida Externa, as 5 maiores acumulam um patrimônio de 69,78% do patrimônio total da classe (vide Tabela 6).

Gestor	Patrimônio (R\$)	Percentual sobre o total da classe
Atlântica Asset Management	222.548.879,46	21,49%
Santander Asset Management	160.442.340,89	15,49%
Votorantim Asset Management	122.046.991,50	11,78%
Opportunity	117.078.407,11	11,30%
Mauá Investimentos	100.634.613,83	9,72%
Total	722.751.232,79	69,78%
Patrimônio total da classe (R\$)	1.035.732.396,84	

Tabela 6 – Patrimônio das 5 maiores instituições gestoras da classe de Dívida Externa. (Fonte: ANBID)

Passando agora para a classe Multimercado, temos que do total de 3.247 fundos apenas 144 somam mais de 50% do total de patrimônio da classe, sendo que esses são geridos por um total de 45 instituições gestoras. Das 217 instituições gestoras da classe de Multimercado, as 5 maiores acumulam um patrimônio de 39,73% do patrimônio total da classe (vide Tabela 7).

Gestor	Patrimônio (R\$)	Percentual sobre o total da classe
UBS Pactual Gestora de Recursos	39.636.513.675,68	10,95%
Banco Itaú	34.756.123.917,44	9,60%
Bradesco Asset Management	29.720.759.309,40	8,21%
Santander Asset Management	23.591.075.869,17	6,52%
Votorantim Asset Management	16.110.678.446,88	4,45%
Total	143.815.151.218,57	39,73%
Patrimônio total da classe (R\$)	361.999.883.542,53	

Tabela 7 – Patrimônio das 5 maiores instituições gestoras da classe de Multimercado. (Fonte: ANBID)

Na classe Referenciados, do total de 567 fundos, 31 somam pouco mais de 50% do total de patrimônio da classe, sendo que esses são geridos por um total de 11 instituições gestoras. Das 51 instituições gestoras da classe Referenciados, as 5 maiores acumulam um patrimônio de 67,76% do patrimônio total da classe (vide Tabela 8).

Gestor	Patrimônio (R\$)	Percentual sobre o total da classe
Banco Itaú	75.712.930.234,51	24,68%
Bradesco Asset Management	42.518.580.426,17	13,86%
BB Administração de Ativos DTVM	36.772.864.350,52	11,99%
Santander Asset Management	28.994.496.435,08	9,45%
HSBC Investments Gestão de Recursos	23.845.239.031,85	7,77%
Total	207.844.110.478,13	67,76%
Patrimônio total da classe (R\$)	306.721.732.153,99	

Tabela 8 – Patrimônio das 5 maiores instituições gestoras da classe de Referenciados. (Fonte: ANBID)

Observando a classe Renda Fixa, temos que do total de 1092 fundos apenas 40 somam mais de 50% do total de patrimônio da classe, sendo que esses são geridos por um total de 10 instituições gestoras. Das 81 instituições gestoras da classe de Renda Fixa, as 5 maiores acumulam um patrimônio de 74,81% do patrimônio total da classe (vide Tabela 9).

Gestor	Patrimônio (R\$)	Percentual sobre o total da classe
BB Administração de Ativos DTVM	186.507.288.597,13	32,07%
Banco Itaú	80.071.930.922,60	13,77%
Bradesco Asset Management	73.517.221.690,57	12,64%
Caixa Econômica Federal	72.866.636.073,57	12,53%
Unibanco Asset Management	22.052.722.347,64	3,79%
Total	435.015.799.631,51	74,81%
Patrimônio total da classe (R\$)	581.532.135.271,66	

Tabela 9 – Patrimônio das 5 maiores instituições gestoras da classe de Renda Fixa. (Fonte: ANBID)

Finalmente observando a categoria Outros, temos que do total de 458 fundos apenas 9 somam mais de 50% do total de patrimônio da classe, sendo que esses são geridos por um total de 4 instituições gestoras. Das 57 instituições gestoras da classe de Renda Fixa, as 5 maiores acumulam um patrimônio de 78,19% do patrimônio total da classe (vide Tabela 10).

Gestor	Patrimônio (R\$)	Percentual sobre o total da classe
Bradesco Asset Management	59.305.892.670,14	38,73%
Banco Itaú	30.272.540.444,08	19,77%
BB Administração de Ativos DTVM	16.671.233.227,08	10,89%
Caixa Econômica Federal	8.713.291.846,59	5,69%
Unibanco Asset Management	4.771.322.911,07	3,12%
Total	119.734.281.098,96	78,19%
Patrimônio total da classe (R\$)	153.122.736.433,27	

Tabela 10 – Patrimônio das 5 maiores instituições gestoras da classe de Renda Fixa. (Fonte: ANBID)

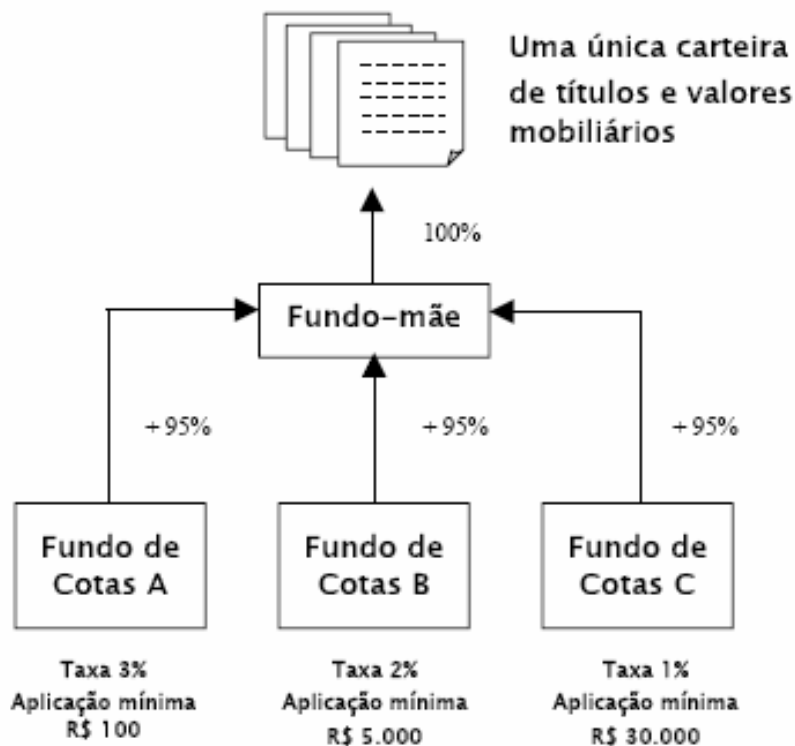
Podemos concluir com esses dados que existe uma grande concentração de patrimônio em alguns poucos fundos e instituições gestoras da indústria fundos, algumas classes apresentaram esses sintomas de concentração de forma mais aguda foi a classe Outros, que contem as classes Capital Garantido, Direito Creditório e Previdência., apenas 1,97% do total de fundos somam mais de 50% do patrimônio total da classe. A classe menos concentrada foi a classe Cambial, nela 13,16% do total de fundos somou 50% do patrimônio total da classe, mesmo assim esse ainda é um nível de concentração bastante elevado.

A média de concentração de patrimônio nas cinco maiores instituições gestoras por classe foi de 65,77%, um número elevado e que representa grande concentração por instituição gestora na indústria de fundos como um todo.

Grande parte dos fundos de investimento que compõem as classes que estudamos são de fundos de investimento em cotas, que são basicamente fundos que investem em outros fundos. O alvo de estudo de nosso trabalho são os fundos de alocação ou fundos de fundos. Estes são fundos de investimento em cotas que fazem seleção de fundos de investimento de modo a criar um carteira de fundos diversificada na mesma classes ou contendo várias classes.

Outro exemplo de estratégia para fundos de investimento em cotas são as “famílias” de fundos. Normalmente utilizada por grandes conglomerados financeiros para vender uma mesma estratégia contida num fundo de investimento conhecido como “fundo-mãe” e cobrar taxas de administração, performance distintas fazendo com que

mais de um fundo de investimento aplique no “fundo-mãe”. O Esquema 1, apresentado pela CVM no texto “Panorama da Indústria Brasileira de Fundos de Investimento” publicado em Maio de 2006, mostra como são organizados os fundos que compõem uma “família” de fundos.



Esquema 1 – Estrutura de uma “família” de fundos. (Fonte: CVM)

Os fundos de investimento em cotas tem grande representatividade no número total de fundos e de patrimônio da indústria. Nas Tabelas 11 e 12 apresentamos respectivamente o número de fundos de investimento em cotas (FICs) contra o total por classe e o patrimônio total dos FICs contra o total da classe.

Classe CVM	Número de FICs na Classe	Número Total de Fundos Classe	Percentual
Ações	145	792	18,31%
Cambial	31	76	40,79%
Dívida Externa	2	44	4,55%
Multimercado	2.237	3.247	68,89%
Referenciados	327	567	57,67%
Renda Fixa	322	1.092	29,49%
Outros	122	458	26,64%
Total	3.186	6.276	50,76%

Tabela 11 – Número de fundos de investimento em cotas contra o total do número de fundos na classe. (Fonte: ANBID)

Classe CVM	Patrimônio dos FICs na Classe (R\$)	Patrimônio Total da Classe (R\$)	Percentual
Ações	9.965.542.041,13	100.598.315.821,34	9,91%
Cambial	701.385.056,34	2.228.382.152,11	31,48%
Dívida Externa	3.593.153,53	1.035.732.396,84	0,35%
Multimercado	174.055.436.617,94	361.999.883.542,53	48,08%
Referenciados	123.136.653.175,41	306.721.732.153,99	40,15%
Renda Fixa	194.248.794.931,66	581.532.135.271,66	33,40%
Outros	60.979.469.744,14	153.122.736.433,27	39,82%
Total	563.090.874.720,15	1.507.238.917.771,74	37,36%

Tabela 12 – Patrimônio total dos fundos de investimentos em cotas contra o patrimônio total da classe. (Fonte: ANBID)

V FUNDOS DE FUNDOS E REINCIDÊNCIA DE TAXAS

Conforme apresentado anteriormente um “fund of hedge funds”, doravante referido como fundo de fundos, é um fundo de investimento em cotas que seleciona fundos geridos por diversas instituições gestoras em busca de diversificação de estratégias.

Em Novembro de 2005 Andrew Ang, Mathew Rhodes-Knopf e Rui Zhao publicaram um trabalho, intitulado “Do Funds-of-Funds Deserve Their Fees-on-Fees?”, sobre a reincidência de taxas nos fundos do “hedge funds” e se esses fundos realmente agregavam valor a carteira dos investidores.

Os autores começam citando alguns trabalhos passados, como Brown, Goetzmann and Liang (2004), que fizeram comparações entre o retorno acima do índice de performance dos “hedge funds” contra os fundos de fundos e concluíram que na média o retorno gerado pelos “hedge funds” eram superiores aos dos fundos de fundos e afirmaram que as taxas extras não eram uma forma apropriada de incentivo para os gestores dos fundos de fundos.

Eles questionam então se essa comparação seria a comparação ideal dado que os fundos de fundos oferecem aos investidores mais do que o retorno do próprio fundo, os autores afirmam que ao decidir entre investir entre um “hedge fund” e um fundo de fundos o investidor está comparando o retorno do fundo de fundos ao retorno dos “hedge funds” que ele tem acesso. “Hedge funds” são difíceis de encontrar, difíceis de avaliar, difíceis de monitorar, tem aplicações mínimas iniciais elevadas e geralmente estão fechados para novos investimentos. Então um investidor que está escolhendo entre um “hedge fund” e um fundo de fundos tem que comparar seus próprios custos e habilidades de localizar, avaliar e monitorar os “hedge funds” que vai escolher contra os custos e habilidade do gestor de fundos de fundos.

Esse debate deixa claro que uma comparação de resultados de fundos de fundos e “hedge funds” não é válida para todos os investidores. Investidores experientes e com grandes somas de capital vão ter mais facilidade e acesso a “hedge funds” e portanto é preferível aplicar diretamente nos “hedge funds” e evitar os custos extras cobrados pelos fundos de fundos, em contrapartida um investidor com inexperiente e/ou com pouco capital para investir pode preferir aplicar num fundos de fundos por acreditar que este lhe trará maiores retornos do que se ele investisse em “hedge funds” por conta própria.

Os autores começam apresentando um modelo que tem como base uma economia com dois tipos de “hedge funds”, bons(G) e ruins(B), o retorno de $G(r_G)$ possui média μ_G e variância σ_G^2 , analogamente B possui retorno r_B e média μ_B e variância σ_B^2 . Eles definem que $\mu_G > \mu_B$ e que $\sigma_G^2 < \sigma_B^2$. A fração de fundos bons é de φ e a de fundos ruins é de $(1 - \varphi)$.

A partir disso eles definem dois tipos de investidores, especializado (S) e leigo (U). Respectivamente as probabilidades de um investidor especializado e leigo avaliar a qualidade de um fundo corretamente é de θ_S e θ_U . Temos que $\theta_S > \theta_U \geq 0.5$ e a fração de investidores especializados é de λ e a de leigos é $(1 - \lambda)$.

Dado isso temos que a probabilidade de um investidor investir em um fundo bom independente de sua habilidade é dado por ρ_i , onde ρ_i é definido por:

Equação 1

$$\rho_i = \varphi\theta_i / (\varphi\theta_i + (1 - \varphi)(1 - \theta_i)).$$

Com o tempo os investidores leigos podem aprender e eventualmente tornarem-se investidores especializados, é definido então que após a fração χ de tempo os investidores leigos ficam especializados e para obter o equilíbrio do modelo eles assumem que $\chi = \lambda(\rho_G - \rho_B) / (1 - \rho_B)$.

Assumindo que os investidores fazem investimentos por dois períodos e depois consomem, eles definem a função de utilidade dos investidores ao final dos dois períodos como $U = E(r_p) - \frac{\gamma}{2} \text{var}(r_p)$, onde r_p é o retorno dos investidores de fundos bons e ruins ao final dos dois períodos e γ é o coeficiente de aversão a risco.

O modelo é desenvolvido para o caso de uma economia sem fundos de fundos e outra com fundos de fundos. O modelo sem fundos de fundos está demonstrado pelas equações 2 e 3 e o modelo com fundos de fundos está apresentado pelas equações 4 e 5.

Equação 2

$$\begin{aligned} E(r_{\bar{h}}) &= 2[\lambda\rho_S + (1 - \lambda)\rho_U] \mu_G + [1 - \lambda\rho_S - (1 - \lambda)\rho_U] \mu_B \\ \text{var}(r_{\bar{h}}) &= 2[\lambda\rho_S + (1 - \lambda)\rho_U] \sigma_G^2 + [1 - \lambda\rho_S - (1 - \lambda)\rho_U] \sigma_B^2 \end{aligned}$$

Equação 3

$$\begin{aligned} U_U &= E(r_p^U) - \frac{\gamma}{2} \text{var}(r_p^U) \\ &= 2\rho_U \left(\mu_G - \frac{\gamma}{2} \sigma_G^2 \right) + (1 - \rho_U) \left(\mu_B - \frac{\gamma}{2} \sigma_B^2 \right), \end{aligned}$$

onde r_p^U é o retorno dos investidores leigos em investimentos diretamente realizados em “hedge funds”.

Equação 4

$$\begin{aligned} E(r_{\bar{h}}^*) &= 2\rho_S \mu_G + (1 - \rho_S) \mu_B \\ \text{var}(r_{\bar{h}}^*) &= 2\rho_S \sigma_G^2 + (1 - \rho_S) \sigma_B^2, \end{aligned}$$

onde * representa a economia com fundos de fundos.

Equação 5

$$\begin{aligned}
U_U^* &= E(r_p^{U^*}) - \frac{\gamma}{2} \text{var}(r_p^{U^*}) \\
&= 2\rho_S \left[(1-f) \mu_G - \frac{\gamma}{2} (1-f)^2 \sigma_G^2 \right] \\
&\quad + (1-\rho_S) \left[(1-f) \mu_B - \frac{\gamma}{2} (1-f)^2 \sigma_B^2 \right],
\end{aligned}$$

onde $r_p^{U^*}$ representa o retorno líquido de taxas de um investidor leigo que escolhe aplicar em fundos de fundos.

Para testar o valor agregado ao investir através de fundos de fundos, os autores derivam qual o coeficiente de habilidade do investidor que o leva a preferir investir em fundos de fundos ou invés de investir diretamente em “hedge funds”. Este coeficiente é dado por:

Equação 6

$$\theta_U^* = \frac{\rho_U^*(1-\varphi)}{(1-\rho_U^*)\varphi + \rho_U^*(1-\varphi)}$$

onde

Equação 7

$$\rho_U^* = \frac{U_U^* - (\mu_B - \frac{\gamma}{2}\sigma_B^2)}{2(\mu_G - \frac{\gamma}{2}\sigma_G^2) - (\mu_B - \frac{\gamma}{2}\sigma_B^2)}$$

Na Tabela 13 os autores apresentam o nível de habilidade θ_U^* onde o investidor leigo prefere investir em um fundo de fundos a investir diretamente em um “hedge funds”. Eles assumem que as médias e variâncias dos “hedge funds” bons e ruins são dados por respectivamente $\mu_G = 25\%$, $\sigma_G^2 = 10\%$ e $\mu_B = 15\%$, $\sigma_B^2 = 15\%$. São considerados três casos diferentes de coeficiente de habilidade dos investidores especializados, $\theta_S = 0,9; 0,8; 0,7$. Definidos 3 tipos de taxas cobradas pelos fundos de fundos $f = 5\%, 10\%, 15\%$. A fração de “hedge funds” bons é dada em três casos por $\varphi = 1/4, 1/2, 3/4$ e o nível de aversão a risco em três casos $\gamma = 4, 8, 12$.

Taxa do fundo de "hedge funds"	$\varphi = \frac{1}{4}$			$\varphi = \frac{1}{2}$			$\varphi = \frac{3}{4}$		
	$\gamma=4$	$\gamma=8$	$\gamma=12$	$\gamma=4$	$\gamma=8$	$\gamma=12$	$\gamma=4$	$\gamma=8$	$\gamma=12$
Caso 1: $\theta_S = 0.9$									
$f = 5\%$	0.88	0.88	0.89	0.85	0.86	0.87	0.76	0.79	0.82
$f = 10\%$	0.85	0.86	0.88	0.79	0.81	0.84	0.65	0.69	0.74
$f = 15\%$	0.82	0.84	0.86	0.74	0.77	0.80	0.56	0.61	0.66
Caso 2: $\theta_S = 0.8$									
$f = 5\%$	0.77	0.78	0.79	0.75	0.76	0.77	0.69	0.71	0.73
$f = 10\%$	0.75	0.76	0.78	0.70	0.72	0.75	0.59	0.63	0.67
$f = 15\%$	0.72	0.74	0.77	0.65	0.68	0.72	0.51	0.55	0.60
Caso 3: $\theta_S = 0.7$									
$f = 5\%$	0.67	0.68	0.69	0.66	0.67	0.68	0.61	0.63	0.65
$f = 10\%$	0.64	0.67	0.69	0.61	0.63	0.66	0.52	0.56	0.59
$f = 15\%$	0.61	0.65	0.68	0.57	0.60	0.63	0.45	0.50	0.54

Tabela 13 – Estudo sobre ponto onde o investidor leigo opta por investir em um fundo de fundos a investir diretamente em um "hedge fund".

Posteriormente os autores fazem um estudo de alocação definindo uma carteira de ativos e testando se a inclusão de "hedge funds" e fundos de fundos agregam ou não valor a carteira para um dado nível de aversão ao risco e possibilidades de investimento.

Os dados foram obtidos através da base de dados da TASS, da Tremont Capital Management, de "hedge funds" e fundos de fundos com uma amostra de Junho de 1992 a Setembro de 2003. Os resultados comprovam que ao adicionar "hedge funds" e/ou fundos de fundos em sua carteira o investidor consegue agregar valor.

Como conclusão os afirmam que comparar "hedge funds" contra fundos de fundos apenas em termos de resultados, não é a melhor forma de abordar a questão, utilizando preferência revelada os autores constroem uma função de utilidade e com os dados existentes na base de dados da TASS eles conseguem comprovar que para investidores leigos investir em "hedge funds" através de um fundo de fundos pode ser vantajoso, basta apenas que o investidor acredite que o retorno esperado dos "hedge funds" de sua própria escolha seja um pouco pior do que o retorno esperado de um fundo de fundos.

VI METODOLOGIAS DE ANÁLISE DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

Anteriormente vimos que os fundos de investimento em cotas são bastante representativos na indústria de fundos nacional e internacional o que levou a vários estudos sobre a eficácia em termos de retorno desse tipo de fundo sobre os fundos de investimento convencionais. No último capítulo vimos através do estudo dos autores Andrew Ang, Mathew Rhodes-Knopf e Rui Zhao sobre como seria a melhor forma de comparar fundos de fundos contra “hedge funds”, para o caso brasileiro seria fundo de fundos contra fundos de investimento, no texto os autores concluem que compara-los apenas em termos de resultado não é a forma ideal e que além disso precisamos abordar a questão avaliando as condições e habilidades de cada gestor. A viabilidade e valor que os fundos de fundos agregam pode ser comprovado pela sua própria existência e persistência no mercado.

O próximo passo de nosso estudo será descrever as metodologias existentes de avaliação de fundos de investimento que são utilizadas pelos gestores de fundos de fundos na hora de realizar suas escolhas.

Ao avaliar um fundo de investimento o investidor seja ele pessoa física, jurídica ou um gestor de um fundo de fundos, todos estão em busca de agregar informações que levem a inclusão ou descarte do fundo em sua carteira.

Informações como formação e histórico dos integrantes da equipe de gestão do fundo, lista de sócios da instituição gestora, forma de remuneração dos gestores, sistemas de precificação dos ativos da carteira, sistemas de controle de risco dentre outras, são obtidas quando se está avaliando qualitativamente um fundo de investimento.

Além da análise qualitativa, o próprio histórico de retornos do fundo de investimento pode ser utilizado para sua avaliação. Informações importantes como retorno nos últimos 6, 12, 24 meses, retorno obtido em excesso sobre o índice de performance, volatilidade do fundo, medidas de avaliação de performance como o índice de Sharpe e Treynor podem ser obtidas e utilizadas para agregar na avaliação do fundo.

Neste capítulo vamos apresentar e tentar compreender essas metodologias para que possamos montar e testar uma carteira de fundo de fundos no próximo capítulo.

VI.1 ANÁLISE QUALITATIVA

A análise qualitativa por ser extremamente subjetiva, é provavelmente a forma de avaliação de fundos de investimento que mais agregue diferenciação para a carteira de fundos, pois os dados de retorno que são a base da análise quantitativa estão disponíveis pela CVM, ANBID, jornais e etc. Os resultados de uma análise quantitativa vão fornecer informações parecidas para diferentes indivíduos ou instituições realizando a análise, mas a análise qualitativa por ser subjetiva pode ser interpretada de formas diferentes por um ou mais indivíduos e/ou instituições.

As informações para realizar uma análise qualitativa são geralmente obtidas através de página da internet da instituição, contato com a instituição e/ou visita a instituição gestora do fundo alvo da avaliação.

A seguir são apresentadas as principais informações pretendidas quando realizada uma análise qualitativa:

- Descrição da estrutura societária da empresa;
- Histórico e perfil da empresa de gestão;
- Organograma completo da instituição;

- Política de proteção de informações entre departamentos que estejam em diferentes projetos;
- Breve currículo dos sócios e funcionários da empresa;
- Forma de remuneração dos sócios e funcionários;
- Lista de fundos geridos pela empresa;
- Distribuição de fundos por classe;
- Descrição completa de cada fundo;
- Administrador de cada fundo;
- Filosofia de investimento;
- Processo de tomada de decisão;
- Aspectos considerados para a diversificação das alocações e emitentes;
- Aspectos considerados nas decisões de alocações em derivativos;
- Prazo médio de duração de uma estratégia;
- Estratégias mais utilizadas na gestão;
- Instrumentos financeiros mais utilizados na gestão;
- Política de alavancagem do fundo;
- Quais são as praças de investimento utilizadas pelo fundo?;
- Controle para operações realizadas entre dois ou mais fundos da instituição;
- Longevidade das regras de construção de carteira de ativos do fundo e filosofia de investimento;
- Descrição detalhada da área de pesquisa;
- Fontes de informações utilizadas pela empresa;
- Como é o fluxo de controle de risco diário da instituição?;
- Verificar se existe um manual de risco da instituição;
- Verificar se existe algum sistema de análise de risco;
- Como é segmentado o risco e como é o processo de avaliação do risco;
- Política de gestão do caixa dos fundos;
- Lista de estatísticas utilizadas para auxiliar a gestão;
- Parâmetros utilizados para realizar os testes de stress;
- Quem é responsável pela precificação dos ativos?;
- Verificar se existe um manual de precificação da instituição;

- Lista de corretoras com as quais a instituição se relaciona;
- Como é realizada a checagem do valor da cota e patrimônio líquido do fundo antes de sua divulgação?;
- Listar os sistemas utilizados para os controles de ativo e passivo dos fundos;
- Apresentar o grau de automação dos processos da área operacional;
- Verificar se existe área e/ou manual de compliance na instituição;
- Quais são os procedimentos tomados quando é verificado o desenquadramento de algum fundo com relação a sua regulamentação?;
- Verificar se a instituição já se envolveu em algum processo judicial;
- Existe algum processo de identificação do investidor?;
- Qual o patrimônio total sob gestão da instituição?;
- Como estão distribuídos os recursos por tipo de investidor?;
- Qual o volume de recursos pertencentes aos dez maiores clientes da instituição?;
- Como estão distribuídos os ativos pelas estratégias?;
- A gestão de recursos é a única forma de receita da instituição;
- Descrição dos planos de contingência;
- Qual o horário em que as cotas são enviadas aos clientes?;
- Com que frequência e defasagem as carteiras dos fundos são enviadas aos clientes?;
- Quais são os sistemas de informática utilizados no dia a dia;
- Descrição do funcionamento da área de vendas dos fundos;

Essas informações são geralmente obtidas através de um questionário enviado para ser preenchido pela instituição que se deseja avaliar. Esse questionário é comumente referido como “Due Diligence”. O termo “Due Diligence” normalmente se refere a um número de conceitos relacionados a performance ou investigação de uma instituição ou pessoa. Este termo também pode referir-se ao um nível cuidado que se deva tomar antes de realizar uma tarefa. No anexo desse trabalho está apresentado um modelo desse questionário.

VI.2 ANÁLISE QUANTITATIVA

Embora seja consenso que a análise quantitativa não deva ser a única análise aplicada na hora de avaliar um fundo de investimento, é reconhecido que esta é uma ferramenta potente para se decidir que fundos adicionar em sua carteira.

Diversos indicadores de performance e risco surgiram ao longo do tempo acompanhando o progresso da indústria de fundos. A seguir vamos listar os indicadores de performance.

a) Índice de Sharpe

O índice apresentado por William Sharpe (1966) é, provavelmente, o mais conhecido entre os índices de avaliação de fundos¹², dada sua facilidade de construção e entendimento. A fórmula original do índice de Sharpe, descrita em 1966, é dada por:

$$IS = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p} = \frac{\text{Premio pelo Risco}}{\text{Risco Total}}$$

onde IS é o índice de Sharpe, R_p é o retorno médio do fundo, R_f é o retorno do ativo livre de risco e σ_p é o desvio-padrão dos retornos do fundo.

Ao utilizar o desvio-padrão como medida de risco, o índice de Sharpe leva em conta tanto o risco sistemático como o não-sistemático. Na discussão do índice de Treynor, serão apresentadas implicações disto.

A classificação de fundos pelo IS é bastante simples: o melhor fundo é aquele que apresenta o maior IS , ou como o próprio Sharpe chamou, o maior índice de recompensa

¹² O índice de Sharpe não se restringe à avaliação de fundos, servindo, de fato, para avaliar o resultado de qualquer carteira.

pela variabilidade. Em outras palavras, o melhor fundo é aquele que apresenta a maior recompensa para cada unidade de risco incorrida.

Nessa fórmula de 1996, o retorno do ativo livre de risco é tratado como tendo desvio-padrão igual a zero. Isso não corresponde a realidade. Os títulos públicos federais em geral tidos como sendo os ativos livre de risco, apresentam variação em seus preços, que têm, portanto desvio-padrão diferente de zero. Apesar do risco de crédito ser tido, geralmente, como sendo igual a zero, o risco de mercado não é.

Para resolver esse problema, Sharpe apresentou novo trabalho em 1994 (Sharpe, 1994), no qual substitui o ativo livre de risco por um índice de performance, que será referido como *benchmark* de agora em diante. Além disso, ele alterou a forma de cálculo de risco, que deixa de ser o risco total e passa a ser o desvio-padrão das diferenças entre o retorno do fundo e o retorno do *benchmark*. A nova fórmula fica então:

$$S_h = \frac{E[R_{Ft} - R_{Bt}]}{\sigma_D}$$

onde S_h é o índice de Sharpe, R_{Ft} é o retorno do fundo no período t, R_{Bt} é o retorno do *benchmark* no período t e σ_D é o desvio-padrão da diferença dos retornos do fundo e os retornos do *benchmark*.

Apesar de constituir um índice relativamente fácil de se calcular, de simples leitura e de possibilitar o ordenamento dos diversos fundos, o índice de Sharpe, tem uma limitação em ambas as versões, pois o índice não consegue avaliar corretamente os fundos quando o retorno acima do ativo livre risco (primeira versão), ou o retorno diferencial (segunda versão) forem negativos. Pois para o caso de dois fundos com mesmo retorno acima do ativo livre risco (retorno diferencial para a segunda versão) menor que zero, o fundo que possuir o maior desvio-padrão possuirá um Sharpe maior (menos negativo), e o índice vai julgar os fundos de forma incorreta.

b) Índice de Treynor

O índice apresentado por Jack Treynor (1965) usa, no lugar do desvio-padrão, o coeficiente β como medida de risco. O coeficiente β é a indicação obtida pela regressão linear entre os retornos do fundo¹³ e os retornos de uma carteira de mercado. Assim sendo, o coeficiente β mostra o quanto o desempenho de um fundo depende do desempenho do mercado: um fundo com β elevado tem desempenho muito sensível ao mercado, enquanto um fundo com β baixo tem desempenho dependente mais de outros fatores que do mercado. Em termos de risco, β é a medida de risco sistemático.

Em seu índice, Treynor desconsidera a existência de risco não-sistemático, já que as carteiras deveriam ser eficientemente diversificadas. Matematicamente, o índice de Treynor é dado por:

$$IT = \frac{R_p - R_f}{\beta} = \frac{\text{Premio pelo Risco}}{\text{Risco Sistemático}}$$

onde IT é o índice de Treynor, R_p é o retorno médio do fundo, R_f é o retorno médio do ativo livre de risco e β é o risco sistemático do fundo.

O melhor fundo será aquele com maior IT , ou seja aquele que apresentar o melhor prêmio por unidade de risco incorrida.

A questão que se coloca é como encontrar um índice de mercado que seja, de fato, a carteira de mercado, no sentido de representar fielmente todos os ativos negociados em um determinado mercado. Em se tratando do mercado brasileiro de ações, há vários índices que poderiam representar carteira de mercado: Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa), Índice Brasileiro de Ações (IBA), Índice Brasil (IBX) e FVG-100, calculado pela Fundação Getúlio Vargas, MSCI Brasil (Morgan Stanley Capital Index – Brasil), calculado pela Morgan Stanley utilizando o mesmo método empregado no cálculo de índices de ações em outras partes do mundo.

¹³ Tal como o IS , o IT também pode ser utilizado na avaliação da performance de qualquer carteira.

Uma extensão da idéia de Treynor e que ajuda na solução do problema de escolher a carteira de mercado, é utilizar o coeficiente β como medida de relação de retornos do fundo com os retornos de seu *benchmark*, ou parâmetro de mercado. Todo fundo tem como objetivo atingir ou superar um determinado parâmetro de mercado, que pode ser qualquer um dos índices acima mencionados. Assim, o coeficiente β passa a ser visto como uma medida para verificar se o desempenho de um fundo está relacionado ao desempenho do índice de mercado escolhido para ser seu parâmetro.

O índice de Treynor apresenta as mesmas limitações já discutidas na seção dedicada ao índice de Sharpe, no que diz respeito à índices negativos e não observância da regra pela qual ativos com maior risco deveriam ter retornos mais que proporcional a um ativo com menor risco.

c) Índice M^2 de Modigliani e Modigliani

Securato (1998) apresenta, a partir do artigo escrito por Franco Modigliani e Leah Modigliani.(1997), o índice M^2 para avaliação de performance de fundos de investimento e carteira de ativos.

Segundo Securato (1998:2), para obter-se o índice M^2 , constrói-se uma carteira formada pelo fundo de investimento em análise e o ativo livre de risco, em proporções tais que esta nova carteira tenha o risco do mercado. O índice M^2 é obtido pela diferença entre o retorno desta carteira, de risco equivalente ao mercado, e o retorno do mercado. Essa diferença indica, em termos de taxa, quando o fundo está rendendo acima, se a diferença for positiva, ou abaixo, se a diferença for negativa, do mercado.

Securato (1998:3 e 4) apresenta a dedução do índice de M^2 , cujo resultado final é o seguinte:

$$M^2 = \sigma_{BV} \cdot IS - (R_{BV} - R_F)$$

onde M^2 é o índice de Modigliani e Modigliani, σ_{BV} é o desvio-padrão dos retornos do índice de mercado, IS é o índice de Sharpe calculado de acordo com a

fórmula de 1966, R_{BV} é o retorno médio do índice de mercado e R_F é a taxa livre de risco.

Conforme Securato (1998:4 e 10), o índice M^2 apresenta duas vantagens sobre o índice de Sharpe: (i) enquanto o índice de Sharpe é um número puro, o índice M^2 indica o ganho ou perda em termo do retorno da carteira de risco equivalente ao mercado; e (ii) o índice de Sharpe perde significado quando é negativo, o que não ocorre com o índice de M^2 . Quanto à ordenação, os dois índices apresentam a mesma ordem, isto é, um fundo que foi classificado como primeiro pelo índice de Sharpe também será primeiro pelo M^2 .

VII PROCESSO DE ANÁLISE E SELEÇÃO

Dotado do ferramental de análise, nosso trabalho passa a ser agora, por em prática as essas ferramentas de modo a possibilitar a escolha dos fundos que farão parte da carteira do fundo de fundos. Neste capítulo vamos apresentar com alguns exemplos como é realizado um processo de análise de fundos.

De modo a filtrar os fundos vamos focar nas classes de Multimercado e Ações por serem classes onde existe maior busca por performance em relação a um *benchmark* já que no restante das classes relevantes, renda fixa e referenciados, na primeira existe maior preocupação por retornos com baixos níveis de risco e na segunda os fundos procuram seguir os índices aos quais estão atrelados.

O próximo passo de nosso processo será remover da amostra os fundos pouco representativos de cada classe. Para isso vamos remover fundos cujo patrimônio seja menor do que 1/3 (um terço) do patrimônio líquido médio da classe. No caso da classe de fundos de Ações cujo patrimônio médio é de R\$127 milhões, vamos remover os fundos com patrimônio inferior a R\$ 42,33 milhões. Para o caso dos fundos da classe de Multimercado, o patrimônio médio é de R\$111,5 milhões, portanto vamos remover os fundos com patrimônio R\$37,16 milhões. A partir deste ponto ficamos com um total de 316 fundos na classe de fundos de Ações e 1210 fundos na classe de fundos Multimercado.

Para realizar a análise quantitativa nesses fundos ainda precisamos que os fundos contenham um período mínimo de existência para que forneçam uma amostra suficiente para realizar os cálculos. Os períodos mais utilizados pelo mercado são de 24, 12 e 6 meses. Vamos utilizar 12 meses de amostra pois acreditamos que 6 meses seja um período muito pequeno explicar o desempenho do fundo.

Com isso precisamos retirar da amostra fundos com menos de 12 meses de existência, no caso da nossa base de dados que tem como última data 30/03/2007, precisamos retirar fundos que iniciaram suas atividades depois de 30/03/2006. Ficamos agora com um total de 292 fundos na classe de fundos de Ações e um total de 1014 fundos na classe de fundos Multimercado.

Por último precisamos remover os fundos de investimento em cotas de nossa análise, pois nosso objetivo é montar uma carteira de fundos de investimento, e queremos evitar que evite incorrer em dupla incidência de taxas de gestão.

Nossa base de dados final ficou com 250 fundos somando R\$79,2 bilhões na classe de Ações e 547 fundos somando R\$167,7 bilhões na classe Multimercado.

Vamos agora avaliar os retornos dos fundos de nossa base, o índice de performance utilizado para a classe de Ações será o Ibovespa e para a classe de Multimercado utilizaremos o CDI.

Após o início dos cálculos alguns fundos que tinha registro de início anterior a 30/03/2006, apresentaram dados de insuficientes e tiveram que ser removidos da base. Foram retirados da base de fundos de Ações 4 fundos, deixando a base com 246 fundos no total. Na classe multimercados, foram cortados 2 fundos e a base ficou com 545 fundos.

Na Tabela 14 apresentamos um exemplo, utilizando nossa base de dados, de alguns indicadores que os gestores olham durante a análise quantitativa para a categoria de fundos de ações. Nela nós listamos os fundos que obtiveram maior retorno nos últimos 12 meses bem como indicadores como volatilidade (medida pelo desvio-padrão), índice de Sharpe e o patrimônio líquido do fundo.

Na Tabela 15 ordenamos a mesma base de dados de forma decrescente pelo índice de Sharpe, o resultado é que podemos ver que alguns fundos perderam posição em relação a Tabela 14 por possuírem uma volatilidade excessiva para seu nível de retorno. O mesmo estudo foi feito para a classe de fundos Multimercado e está apresentado nas Tabelas 16 e 17.

Nome do Fundo	Retorno		Excesso de Retorno *		Volatilidade		Sharpe		Patrimônio Líquido (R\$)
	Março/07	12 meses	Março/07	12 meses	6 meses	12 meses	6 meses	12 meses	
POLAND FI AÇÕES	17,59%	103,51%	13,15%	39,07%	15,66%	21,90%	5,9173	2,8995	643.027.876,91
GUEPARDO FI AÇÕES	10,02%	89,31%	5,58%	17,67%	14,17%	18,37%	4,7035	3,8515	44.962.543,53
ORBE VALUE FI AÇÕES	11,01%	87,40%	6,57%	47,85%	13,22%	15,71%	7,5829	3,0467	58.168.343,11
FAMA FUTUREVALUE FI AÇÕES	10,43%	83,42%	5,99%	58,55%	14,02%	20,53%	9,4945	3,8044	68.856.170,46
GERAÇÃO FI AÇÕES	4,98%	70,46%	0,54%	23,03%	17,03%	17,99%	4,0386	2,4305	345.499.977,87
AMAZONAS FI AÇÕES PREVIDENCIÁRIO	4,67%	55,45%	0,23%	16,75%	18,41%	21,36%	2,9576	1,4196	55.968.287,05
MERCATTO GERAÇÃO FUTURO FI AÇÕES	6,55%	53,87%	2,12%	18,58%	18,86%	22,55%	3,3674	1,6554	72.603.254,30
TARPON HG FI AÇÕES	8,79%	53,59%	4,35%	12,95%	12,16%	15,04%	4,5400	2,2017	373.262.119,51
CREDIT SUISSE IBX PREMIUM FI AÇÕES	4,37%	53,30%	-0,06%	16,60%	17,97%	21,44%	2,9546	1,3500	60.586.282,95
BB CARTERA ATIVA FI AÇÕES	0,00%	53,06%	-4,44%	-20,00%	7,28%	46,55%	1,3858	0,8199	16.433.813.599,38
CREDIT SUISSE FIDAS FI AÇÕES	4,65%	52,97%	0,21%	16,63%	18,58%	22,11%	2,8345	1,3106	52.993.839,88
CREDIT SUISSE S FI AÇÕES	4,72%	52,29%	0,29%	15,94%	21,77%	26,11%	2,8236	1,3094	181.325.017,44
FATOR SINERGIA III FI AÇÕES	4,28%	52,22%	-0,16%	10,88%	10,54%	20,57%	4,8630	1,6777	195.809.872,57
CREDIT SUISSE FIG PREMIUM FI AÇÕES	4,62%	51,41%	0,18%	16,95%	21,24%	25,97%	2,9640	1,2921	47.820.358,27
RB FUNDAMENTAL FI AÇÕES	7,39%	47,36%	2,95%	29,66%	20,66%	25,09%	4,5454	1,4553	74.663.533,75
CREDIT SUISSE IBX E FI AÇÕES	4,24%	45,90%	-0,20%	9,49%	19,53%	22,93%	2,4737	1,1807	83.575.842,67
UNIBANCO INSTITUCIONAL SMALL CAP FI AÇÕES	2,65%	45,36%	-1,79%	12,89%	17,51%	20,46%	3,8555	1,5087	58.432.040,88
ITALBANCO FMP FGTS VALE	5,42%	45,08%	0,99%	37,70%	29,26%	30,54%	3,1827	1,0507	247.315.677,82
ABN AMRO FMP FGTS VALE II	5,13%	44,98%	0,69%	36,82%	28,98%	30,18%	3,1712	1,0550	233.081.953,09
SANTANDER FMP FGTS VALE DO RIO DOCE	5,42%	44,94%	0,98%	37,70%	11,33%	15,57%	3,1767	1,0468	54.922.489,87
BIANESPA FMP FGTS CVRD	5,42%	44,93%	0,98%	37,70%	29,33%	30,60%	3,1762	1,0461	237.699.119,67
BRADESCO FMP FGTS VALE PRIVATE	5,44%	44,90%	1,00%	37,49%	29,18%	30,44%	3,1813	1,0487	149.822.021,46
SAFRA FMP VALE	5,41%	44,89%	0,97%	37,46%	29,14%	30,42%	3,1761	1,0481	72.204.965,20
UNIBANCO PB FGTS VALE	5,43%	44,80%	0,99%	37,38%	29,27%	30,52%	3,1681	1,0454	43.653.820,10
GAS FI AÇÕES	9,03%	44,76%	4,59%	16,80%	18,72%	19,07%	3,3096	1,4222	462.798.557,17
HSBC VALE DO RIO DOCE FI AÇÕES	5,37%	44,61%	0,93%	37,24%	19,04%	22,67%	3,1746	1,0428	49.473.039,50
SAFRA VALE DO RIO DOCE FI AÇÕES	5,31%	44,47%	0,88%	37,05%	29,13%	30,38%	3,1670	1,0403	160.164.818,91
HSBC FMP FGTS VALE DO RIO DOCE	5,37%	44,41%	0,93%	37,30%	29,25%	30,53%	3,1665	1,0358	194.583.117,78
BB FMP FGTS VALE DO RIO DOCE	5,38%	44,30%	0,94%	37,32%	29,30%	30,58%	3,1617	1,0321	584.511.107,73
CAP AÇÕES FI AÇÕES	3,62%	33,59%	-0,81%	8,72%	16,38%	20,19%	2,9839	1,3575	46.250.505,18

Tabela 14 – Ranking de fundos da classe de Ações ordenados de forma decrescente pelo resultado de 12 meses. (Fonte:

Base de dados ANBID)

* - Excesso de retorno sobre o Ibovespa.

Nome do Fundo	Retorno		Excesso de Retorno *		Volatilidade		Sharpe		Patrimônio Líquido (R\$)	
	Março/07	6 meses	12 meses	Março/07	6 meses	12 meses	6 meses	12 meses		
GUERARDO FI AÇÕES	10,02%	42,54%	89,31%	5,58%	17,67%	68,71%	14,17%	4,7035	3,8515	44.982.543,53
FAMA FUTUREVALUE FI AÇÕES	10,43%	83,42%	83,87%	5,99%	58,55%	63,27%	14,02%	9,4945	3,8044	68.856.170,46
ORBE VALUE FI AÇÕES	11,01%	72,73%	87,40%	6,57%	47,85%	66,80%	13,22%	7,5629	3,0467	58.168.343,11
POLAND FI AÇÕES	17,59%	63,95%	103,51%	13,15%	39,07%	82,91%	15,68%	5,9173	2,8995	643.027.876,91
HG CEREJEIRA FI AÇÕES	4,88%	18,19%	36,44%	0,44%	-6,89%	15,84%	6,25%	3,5807	2,6832	254.803.070,49
HG RAPHAEL FI AÇÕES	4,98%	17,77%	33,86%	0,46%	-7,10%	13,27%	16,71%	3,6169	2,5207	52.747.812,01
GERAÇÃO FI AÇÕES	4,98%	47,90%	70,46%	0,54%	23,03%	49,86%	17,03%	4,0386	2,4305	345.499.977,87
HG TURBUS FI AÇÕES	4,55%	18,28%	29,87%	0,12%	-6,59%	9,27%	11,76%	3,7506	2,3833	57.635.077,26
IP VALUE HEDGE FI AÇÕES	2,81%	17,96%	32,30%	-1,83%	-6,91%	11,70%	17,84%	3,8512	2,2358	54.818.812,59
TARON HG FI AÇÕES	8,79%	37,83%	53,59%	4,35%	12,95%	33,00%	12,16%	4,5400	2,2017	373.262.119,51
FAMA FUTUREWATCH FI AÇÕES	4,43%	38,86%	33,95%	-0,01%	13,99%	13,35%	8,79%	6,3826	1,8918	203.629.357,70
FATOR SINERGIA III FI AÇÕES	4,28%	35,75%	52,22%	-0,16%	10,88%	31,62%	10,54%	4,8630	1,6777	195.809.872,57
MERCATTO GERAÇÃO FUTURO FI AÇÕES	6,55%	43,46%	53,87%	2,12%	18,58%	33,27%	18,86%	3,3674	1,6554	72.603.254,30
SAMBAIA VIFI AÇÕES	2,66%	34,16%	31,97%	-1,78%	9,28%	11,37%	16,59%	5,2502	1,5642	68.458.642,75
UNIBANCO INSTITUCIONAL SMALL CAP FI AÇÕES	2,65%	37,76%	45,36%	-1,79%	12,89%	24,77%	17,51%	3,8555	1,5087	58.432.040,88
RB FUNDAMENTAL FI AÇÕES	7,39%	54,54%	47,36%	2,95%	29,66%	26,76%	20,66%	4,5454	1,4553	74.663.533,75
GAS FI AÇÕES	9,03%	41,68%	44,76%	4,59%	16,80%	24,16%	18,72%	3,3096	1,4222	462.798.557,17
AMAZONAS FI AÇÕES PREVIDENCIÁRIO	4,67%	41,63%	55,45%	0,23%	16,75%	34,85%	18,41%	2,9576	1,4196	55.968.287,05
SAFRA EXPORTAÇÃO FI AÇÕES	4,45%	36,55%	43,17%	0,02%	11,67%	22,57%	15,31%	2,9601	1,3735	67.893.720,28
CAP AÇÕES FI AÇÕES	3,62%	33,59%	44,16%	-0,81%	8,72%	23,56%	16,38%	2,9939	1,3575	46.250.505,18
IP SELEÇÃO FI AÇÕES	5,10%	38,06%	38,11%	0,67%	13,19%	17,52%	12,97%	4,2330	1,3512	220.290.380,38
CREDIT SUISSE IBX PREMIUM FI AÇÕES	4,37%	41,47%	53,30%	-0,06%	16,60%	32,70%	17,97%	2,9546	1,3500	60.586.282,95
IP PARTICIPAÇÕES INSTITUCIONAL FI AÇÕES	4,58%	34,53%	34,97%	0,15%	9,66%	14,37%	19,43%	4,2487	1,3206	45.095.597,41
CREDIT SUISSE FIDAS FI AÇÕES	4,65%	41,51%	52,87%	0,21%	16,63%	32,37%	18,68%	2,8345	1,3106	52.993.839,88
HG CLIQUE FI AÇÕES	3,55%	29,27%	35,33%	-0,89%	4,39%	14,73%	10,32%	3,9534	1,3103	999.319.854,55
CREDIT SUISSE S FI AÇÕES	4,72%	40,81%	52,29%	0,29%	15,94%	31,70%	21,77%	2,8236	1,3084	181.325.017,44
CREDIT SUISSE FIG PREMIUM FI AÇÕES	4,62%	41,83%	51,41%	0,18%	16,95%	30,81%	21,24%	2,9640	1,2921	47.820.358,27
TEMPO CAPITAL FI AÇÕES	1,88%	33,89%	40,67%	-2,55%	9,02%	20,07%	17,12%	2,8629	1,2097	354.932.477,83
UNIBANCO SMALL CAP FI AÇÕES	2,42%	35,37%	36,85%	-2,02%	10,50%	16,26%	13,37%	3,7379	1,1875	187.883.767,33

Tabela 15 – Ranking de fundos da classe de Ações ordenados de forma decrescente pelo índice de Sharpe de 12 meses.

(Fonte: Base de dados ANBID)

* - Excesso de retorno sobre o Ibovespa.

Nome do Fundo	Retorno			Retorno sobre Benchmark*			Volatilidade			Sharpe			Patrimônio Líquido (R\$)
	Mês	6 meses	12 meses	Mês	6 meses	12 meses	6 meses	12 meses	6 meses	12 meses	6 meses	12 meses	
	ÁSIA FI MULTIMERCADO	3,00%	17,32%	150,86%	286,53%	277,40%	1079,17%	4,00%	91,54%	5,1731	1,1634	96.332.485,87	
BARCLAYS FI MULTIMERCADO	-10,12%	177,25%	95,51%	-964,98%	2836,40%	663,23%	10,43%	11,09%	2,8635	1,2347	59.184.001,26		
VERONA FI MULTIMERCADO	6,98%	48,51%	63,26%	666,13%	776,87%	452,52%	14,42%	35,40%	4,9228	1,2580	4.286.196.460,27		
AGATA FI MULTIMERCADO	17,44%	92,90%	58,20%	1662,79%	1487,60%	416,36%	39,92%	114,20%	3,3370	0,8687	363.098.396,17		
KONA FI MULTIMERCADO	6,78%	40,81%	52,56%	646,35%	653,45%	375,99%	14,51%	28,01%	4,1365	1,2514	2.556.292.462,67		
JBS MIMM FI MULTIMERCADO	7,40%	43,14%	52,35%	705,42%	690,74%	374,52%	17,65%	44,78%	3,5708	0,9604	322.959.117,36		
PLUTÃO FI MULTIMERCADO	8,36%	35,55%	45,69%	797,73%	569,32%	326,82%	12,70%	10,44%	4,0708	2,4406	1.153.976.622,92		
PULP FI MULTIMERCADO	7,08%	23,11%	40,86%	675,80%	370,07%	282,31%	8,21%	25,13%	3,7539	1,0426	705.018.103,06		
ACONCÁGUA FI MULTIMERCADO	3,24%	29,86%	38,82%	308,89%	478,17%	277,70%	35,91%	25,23%	1,3034	0,8945	476.986.877,79		
JBS ENDURANCE FI MULTIMERCADO	8,82%	29,36%	33,41%	841,32%	470,06%	238,96%	17,96%	24,32%	2,3291	0,8923	164.412.960,31		
FX FI MULTIMERCADO	2,54%	14,86%	32,78%	241,79%	237,92%	234,49%	2,35%	2,27%	2,6802	1,0472	37.225.539,16		
ARX STRIKE FI MULTIMERCADO	4,69%	21,76%	29,65%	447,38%	348,52%	212,12%	19,08%	16,49%	1,5478	0,9101	75.033.225,72		
RT COMP 6 FI MULTIMERCADO	3,54%	14,15%	29,45%	337,66%	226,56%	210,70%	2,06%	5,95%	3,5916	1,5031	40.453.417,56		
CREDIT SUISSE ABSOLUTE FI MULTIMERCADO LP	1,28%	15,45%	29,41%	122,24%	247,45%	210,37%	5,16%	7,06%	3,3603	1,8931	251.458.619,86		
FOREIGN FUND 1 FI MULTIMERCADO	2,48%	16,99%	29,24%	236,07%	272,13%	209,18%	4,81%	16,29%	4,2391	0,9552	1.926.660.292,65		
CREDIT SUISSE ABSOLUTE 30 FI MULTIMERCADO LP	1,20%	14,74%	29,23%	114,83%	235,99%	209,12%	5,00%	5,88%	3,2086	2,2273	526.445.330,46		
SERBA FI MULTIMERCADO	1,56%	27,28%	29,19%	149,23%	436,77%	208,82%	16,87%	45,51%	3,6217	1,1608	48.721.486,33		
CAPITAL FI MULTIMERCADO	3,43%	16,34%	27,72%	327,40%	261,70%	198,28%	2,80%	16,45%	6,7411	0,8635	203.137.382,86		
UBS PACTUAL HEDGE PLUS FI MULTIMERCADO	1,03%	13,82%	27,64%	98,50%	221,29%	197,72%	3,87%	8,53%	3,7063	1,3893	303.122.368,33		
FIDES LONG SHORT PLUS FI MULTIMERCADO	2,83%	17,31%	27,60%	289,71%	277,24%	197,43%	4,79%	6,36%	4,4021	1,8173	128.171.961,17		
EMBIRA FI MULTIMERCADO	12,89%	57,62%	27,60%	1229,30%	922,66%	197,43%	0,26%	0,23%	4,9168	0,4605	44.733.758,51		
FOREIGN FUND TWO FI MULTIMERCADO	4,87%	20,55%	27,53%	463,98%	329,11%	196,96%	5,49%	6,20%	4,7989	1,8872	2.067.651.815,26		
UBS PACTUAL HP FI MULTIMERCADO	1,03%	13,68%	27,40%	97,81%	219,08%	195,96%	3,79%	8,61%	3,6957	1,3562	225.652.002,13		
VENTURA HEDGE FI MULTIMERCADO	1,78%	13,39%	27,37%	169,44%	214,45%	195,79%	2,93%	4,91%	4,7311	2,4123	348.611.780,80		
CREDIT SUISSE LONG SHORT 30 FI MULTIMERCADO LP	0,89%	11,35%	27,07%	84,75%	181,79%	193,62%	3,55%	4,13%	2,7830	2,7038	650.702.638,03		
CREDIT SUISSE LONG SHORT EQUITIES FI MULTIMERCADO LP	0,88%	12,24%	26,97%	84,34%	196,02%	192,96%	3,74%	4,44%	3,0478	2,5053	145.491.956,41		
ENERGY FI MULTIMERCADO	1,05%	7,19%	26,80%	100,10%	115,06%	191,68%	1,62%	6,28%	1,0590	1,7268	408.997.815,79		
IP EQUITY HEDGE FI MULTIMERCADO	2,12%	14,16%	26,10%	202,12%	226,71%	186,73%	3,84%	4,50%	3,9972	2,2997	349.079.315,12		
GAP ABSOLUTO FI MULTIMERCADO	2,34%	12,40%	25,60%	222,71%	198,53%	183,13%	3,02%	5,16%	3,9891	2,0750	186.570.247,95		
MAUÁ ES FI MULTIMERCADO	0,95%	8,90%	25,20%	90,93%	142,49%	180,27%	4,87%	7,05%	1,0881	1,5069	96.815.281,44		

Tabela 16 – Ranking de fundos da classe de Multimercado ordenados de forma decrescente pelo resultado de 12 meses.

(Fonte: Base de dados ANBID)

* - Retorno sobre o CDI.

Nome do Fundo	Retorno			Retorno sobre Benchmark *			Volatilidade			Sharpe			Patrimônio Líquido (R\$)
	Mês	6 meses	12 meses	Mês	6 meses	12 meses	6 meses	12 meses	6 meses	12 meses	6 meses	12 meses	
	BANCOOB CAPITAL FI MULTIMERCADO	1,20%	6,86%	15,21%	114,19%	109,81%	108,78%	0,12%	0,12%	10,2301	8,8657	621.217.150,17	
COOPMUTUO FI MULTIMERCADO	1,26%	7,28%	15,89%	119,77%	116,55%	113,70%	0,16%	0,19%	12,7773	8,8539	316.807.393,67		
TREASURY FI MULTIMERCADO	1,08%	6,53%	14,62%	104,25%	104,63%	104,55%	0,03%	0,06%	20,8529	8,8018	124.900.312,80		
BANCOOB DIAMANTE FI MULTIMERCADO	1,17%	6,90%	15,22%	111,16%	110,42%	108,87%	0,12%	0,13%	10,3351	8,4939	95.066.051,01		
DIXON FI MULTIMERCADO	2,75%	14,73%	23,02%	261,79%	235,82%	164,65%	1,60%	1,27%	9,9109	6,1071	123.001.128,60		
KANSAS FI MULTIMERCADO	1,08%	6,61%	14,68%	103,10%	105,92%	104,98%	0,14%	0,12%	4,9819	5,3001	423.893.246,75		
PETROS FI MULTIMERCADO CREDITO PRIVADO	1,12%	7,28%	15,18%	106,70%	116,53%	108,57%	0,22%	0,22%	9,1588	4,5864	986.550.783,77		
ALFA TERMO IQ FI MULTIMERCADO	1,06%	6,39%	14,51%	101,10%	102,30%	103,77%	0,08%	0,12%	3,3346	4,0282	104.111.464,51		
FYMI IQ FI MULTIMERCADO	0,97%	6,81%	15,52%	92,93%	109,10%	111,03%	1,04%	1,16%	2,4917	3,7310	37.379.467,18		
GP LONG SHORT FI MULTIMERCADO	1,28%	7,91%	17,46%	121,94%	126,65%	124,93%	0,65%	0,84%	5,0285	3,7143	79.961.053,68		
UNIBANCO FIX PLUS FI MULTIMERCADO	1,10%	6,87%	15,25%	104,85%	110,00%	109,09%	0,17%	0,32%	7,0172	3,5365	713.178.569,90		
SAFIRA FIG MULTIMERCADO	1,10%	7,70%	15,32%	105,11%	123,38%	109,62%	0,30%	0,35%	9,4917	3,3949	480.239.361,12		
AYANTI HEDGE FI MULTIMERCADO	1,96%	11,12%	21,53%	186,93%	178,06%	153,99%	0,46%	0,65%	6,4068	3,3637	44.895.424,63		
SAN SEBASTIAN FI MULTIMERCADO	1,05%	6,54%	14,54%	100,05%	104,70%	104,01%	0,14%	0,15%	4,1107	3,3617	1.354.336.180,49		
META LONG SHORT FI MULTIMERCADO	0,80%	8,33%	22,88%	76,52%	133,37%	163,69%	1,63%	2,48%	2,6439	3,1844	121.420.841,39		
UBS PACTUAL MEGA II FI MULTIMERCADO	1,01%	8,52%	16,27%	96,59%	136,41%	116,39%	0,61%	0,57%	7,1430	3,1241	134.767.726,51		
CAPTANIA HEGDE FI MULTIMERCADO	1,14%	7,49%	15,77%	108,68%	119,91%	112,78%	0,57%	0,51%	4,0610	3,1139	112.027.600,92		
BBM LONG SHORT FI MULTIMERCADO	1,16%	10,19%	21,63%	110,35%	163,22%	154,70%	2,13%	2,17%	3,7208	3,0792	328.430.024,60		
ARAGUAIA FI MULTIMERCADO PREVIDENCIÁRIO	1,00%	11,26%	21,30%	95,18%	180,31%	152,38%	0,65%	1,06%	4,0553	2,8791	50.054.406,00		
HUNTER FI MULTIMERCADO	1,16%	6,78%	14,80%	110,84%	108,54%	105,86%	0,20%	0,25%	5,2748	2,8664	153.625.413,19		
FÊNIX FI MULTIMERCADO	1,93%	10,84%	17,47%	184,48%	173,60%	124,99%	0,85%	1,05%	10,2382	2,8279	5.695.800.104,75		
SUL AMÉRICA LONG AND SHORT FI MULTIMERCADO	1,25%	7,55%	17,98%	119,39%	120,92%	128,59%	1,66%	1,53%	2,7074	2,8004	43.436.632,07		
ITAÚ FEF CD FI MULTIMERCADO	1,05%	6,44%	14,56%	100,40%	103,07%	104,18%	0,13%	0,19%	2,8952	2,7973	88.816.364,34		
ESMERALDA FI MULTIMERCADO	1,07%	6,50%	14,36%	101,59%	104,12%	102,72%	0,10%	0,12%	4,8184	2,7678	123.814.471,61		
SALEMA FI MULTIMERCADO	1,11%	6,87%	14,99%	105,58%	110,01%	107,22%	0,23%	0,33%	5,4201	2,7660	167.201.289,80		
MANDARIM ADVANCED FI MULTIMERCADO	1,19%	8,47%	21,58%	113,08%	135,59%	154,35%	2,37%	2,50%	1,9372	2,7473	53.687.866,13		
BRADESCO FI MULTIMERCADO IPANEMA	1,08%	6,36%	14,19%	103,45%	101,87%	101,50%	0,05%	0,07%	4,3022	2,7246	223.729.759,79		
ALFA ITAPAVA IQ FI MULTIMERCADO CREDITO PRIVADO	1,05%	6,38%	14,33%	100,42%	102,11%	102,52%	0,04%	0,12%	5,8668	2,7180	434.716.195,09		
CREDIT SUISSE LONG SHORT 30 FI MULTIMERCADO LP	0,89%	11,35%	27,07%	84,75%	181,79%	193,62%	3,55%	4,13%	2,7830	2,7038	650.702.638,03		
CARATINGA MODERADO FI MULTIMERCADO	1,08%	6,65%	14,54%	103,15%	106,52%	104,04%	0,15%	0,19%	5,2988	2,6357	245.807.711,52		

Tabela 17 – Ranking de fundos da classe de Multimercado ordenados de forma decrescente pelo índice de Sharpe de 12 meses. (Fonte: Base de dados ANBID)

* - Excesso de retorno sobre o Ibovespa.

Com essas informações podemos então partir para o próximo passo que é analisar fundo a fundo seus respectivos gestores, administradores, verificar se são fundos exclusivos¹⁴ ou fechados¹⁵.

Dependendo do tipo de carteira de fundos pretendida, podemos com nossa amostragem, por exemplo, montar fundos de fundos com perfil conservador, ou seja uma carteira composta por fundos multimercado de baixa volatilidade, que não fazem uso de alavancagem nem de ativos de renda variável. Outro exemplo seria montar uma carteira agressiva, contendo fundos multimercado com perfil de investimento agressivo, que fazem uso de alavancagem e posições de renda variável e ainda fazer uma seleção de fundos da classe de Ações e colocar na carteira para aumentar ainda mais seu perfil de agressividade.

O perfil da carteira pretendida é o ponto de partida para saber quais fundos selecionar da base para assim, começar a avaliar os fundos de forma qualitativa seguindo os passos do nosso capítulo de metodologia.

Com os fundos selecionados de acordo com o nível de risco pretendido e suas respectivas análises qualitativas feitas, o passo final é montar a carteira escolhendo o montante que será investido por fundo.

¹⁴ Fundos que são constituídos para o investimento de um só cliente.

¹⁵ São fundos que não estão aceitando novos aportes.

VIII CONCLUSÃO

Este trabalho apresentou a evolução da indústria de fundos nacional e internacional, vimos como a legislação que rege os fundos se desenvolveu e que tipos de controles e regras esses fundos tem que respeitar.

Posteriormente vimos como estão divididos os fundos na indústria de fundos brasileira em termos de classe. Fizemos comparações objetivando avaliar a importância de cada classe na indústria como um todo. Concluímos que a indústria está bem concentrada em termos de instituições gestoras e fundos.

No trabalho de Andrew Ang, Mathew Rhodes-Knopf e Rui Zhao (2005), intitulado “Do Funds-of-Funds Deserve Their Fees-on-Fees?”, sobre a cobrança de taxas de gestão pelos fundos de fundos que incidem sobre as taxas dos fundos contidos na carteira desses fundos de fundos, os autores afirmam que apesar de vários estudos já realizados sobre os retornos dos fundos de fundos contra o retorno dos fundo de investimento que concluíam que na média o retorno dos fundos de fundos são menores do que os retorno dos fundos de investimento, esta não é a maneira correta de avaliar um fundo de fundos, é preciso abordar esta questão do ponto de vista investidor e de suas limitações de escolha de fundos.

Os fundos de fundos oferecem diversas vantagens aos investidores, eles provem acesso a fundos de investimento que já estão fechados para novos aportes, oferecem mínimos iniciais aplicação menores do que os fundos de investimento, possibilitando que pessoas com poucos recursos acessem fundos cujo mínimo de aporte inicial é maior que o montante de capital que o investidor tem pra investir.

Finalmente podemos concluir que seguindo os passos de nossa metodologia de análise de fundos podemos selecionar, ordenar e avaliar fundos de investimento e assim

montar uma carteira de fundos que atenda o perfil do investidor. Apesar da matemática relativamente simples, é a pesquisa qualitativa sobre os fundos, acesso a banco de dados sobre histórico de cotas de fundos, acompanhamento e monitoramento da performance desses fundos, contato constante com a gestão que torna essa análise e acompanhamento difíceis para um investido realizar, e isso torna os fundos de fundos bastante atraentes, mesmo se considerando que o investidor tivesse acesso aos fundos da carteira individualmente.

IX REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Alves Jr, Antonio José (2003) "Fundos Mútuos de Investimentos no Brasil A expansão da indústria nos anos 1990 e perspectivas para o futuro"

Andrezo, Andrea Fernandes; Lima, Iran Siqueira (1999) "Mercado Financeiro: Aspectos Teóricos e Conceituais" São Paulo: Pioneira

Angy, Andrew; Rhodes-Kropfz, Matthew; Zhaox, Rui (2005) "Do Funds-of-Funds Deserve Their Fees-on-Fees?"

Brito, Ney R. O. & Neves, Antonio R. M. (1984) "O Desempenho Recente dos Fundos de Investimento", Revista Brasileira do Mercado de Capitais, IBMEC: Rio de Janeiro

Brown, Stephen J.; Goetzmann, William N.; Liang, Bing (2004) "Fees on Fees in Funds of Funds"

Cobbs, Elizabeth A. 1989 "Entrepreneurship as Diplomacy: Nelson Rockefeller and the Development of the Brazilian Capital Market" Business History Review

Connor, Gregory; Woo, Mason, London School of Economics, "An Introduction to Hedge Funds"

Corbin Capital Partners (2006) "Hedge Fund of Funds versus Multi-strategy Hedge Funds"

Davies, Ryan J.; Kat, Harry M.; Lu, Sa (2004) "Fund of Hedge Funds Portfolio Selection: A Multiple-Objective Approach"

Deutsche Bank: Fothergill, Martin; Coke, Carolyn (2000) "Funds of Hedge Funds An Introduction to Multi-manager Funds"

European Funds and Asset Management Association (<http://www.efama.org>), "Investment funds explained"

Edwards, Franklin R.; Caglayan, Mustafa Onur (2001) "Hedge Fund Performance and Manager Skill"

Lhabitant, François-Serge (2002) "Hedge Funds: Myths and Limits" Wiley Finance

Lhabitant, François-Serge; Learned, Michelle (2002) "Hedge Fund Diversification: How Much Is Enough?"

Liang, Bing (2003) "On the Performance of Alternative Investments: CTAs, Hedge Funds, and Funds-of-Funds"

Malkiel, Burton G.; Saha, Atanu (2004) "Hedge Funds: Risk and Return"

Report of The President's Working Group on Financial Markets, "Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management"

Securato, José Roberto "Índice M2 de F. Modigliani e L. Modigliani para a Avaliação de Performance de Fundos – O Índice de MM – Modigliani Modificado."

Simanauskas, Leonas; Kucko, Irena "Trends of the Investment Fund Industry Development", Revista EKONOMIKA 2004 66

Site da Anbid: www.anbid.com.br

Site da CVM: www.cvm.gov.br

Site do Hedge Fund Research, Inc: <https://www.hedgefundresearch.com>

Site Investopedia: <http://www.investopedia.com>

Site da U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) : <http://www.sec.gov>

U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), “Invest Wisely: An Introduction to Mutual Funds”

ANEXO

DUE DILIGENCE

**MODELO DE QUESTIONÁRIO PARA
AVALIAÇÃO DE GESTÃO
NOME DA INSTITUIÇÃO**

INSTITUIÇÃO:
FUNDO:

1. A Organização

- a. Histórico / *Ratings* e prêmios (se disponível)
- b. Recursos sob administração (ON e *OFFshore* se houver)
- c. Organograma detalhado (Gestão / *Research* / *Back Office*) – Curriculum de cada membro da equipe, citando Referências de pessoas do mercado financeiro para checagem.
- d. Grau de Rotatividade / Mudanças de equipe / Razões
- e. Remuneração da equipe (metodologia e valor médio)
- f. Infra-estrutura (*Hardware* / *software* / *back-ups* / sistema de telefonia / etc)
- g. Administrador / Custódia / Auditoria
- h. Viabilidade financeira da organização (Custos fixos – salário/ aluguéis/ água e luz / custódia e administração e Custos Variáveis – bônus / pagto de rebates)

2. Operacional

- a. Metodologia de valorização de papéis de Renda Fixa / Renda Variável / Derivativos (líquidos e ilíquidos)
- b. Descrever operações de Swaps (BM&F / Balcão) e escolha de contrapartes
- c. Critérios na escolha de corretoras
- d. Sistema de cálculo de Cota e controle de passivo
- e. Participação dos 5 maiores cotistas (em% PL). Número total de cotistas. Curva ABC de distribuidores
- f. Recursos do gestor investido no fundo (em% do patrimônio líquido pessoal do gestor)
- g. Características operacionais do fundo (Cadastro / cotização / movimentação...)

3. Investimento / *Research*

- a. Categoria / *benchmark* do fundo / Histórico de rentabilidade

- b. Objetivo/ descrição / *target* / mercados em que atua / limites operacionais/ detalhamento da estratégia
- c. Operações com risco de crédito (Se sim, como é a avaliação do crédito / responsáveis / estrutura)
- d. Possibilidade de operações com FIDCs (Se sim, como é a avaliação do crédito / responsáveis / estrutura)
- e. Possibilidade de operações com Fundos de Investimentos Imobiliários (Se sim, como é a avaliação do crédito / responsáveis / estrutura)
- f. Diferencial da Instituição em termos de gestão frente à concorrência
- g. Responsável pelos cenários ou projeções macroeconômicas
- h. Descreva o processo de tomada da decisão de investimento (Comitês / participantes / periodicidade / *Research* próprio / análise e *target* para múltiplos dos papéis / metodologias)
- i. Mudança na estratégia do fundo (Quando? Por que?)
- j. Há possibilidade de perda de principal com ocorrência de Patrimônio Líquido negativo?
- k. *Duration* da carteira / Alavancagem (padrão CVM)
- l. Volume máximo de recursos na atual estratégia

4. Risco / Compliance

- a. Definição de “*Risk Management*” (organização da função/ responsabilidades / políticas/ metodologias / procedimentos)
- b. Limites e níveis de tolerâncias (política de *stop loss*)
- c. Maior queda (Quando? / Por que? / alteração da estratégia ou controle de risco depois do evento)
- d. Disclosure da carteira (*Risk Office* / *Conference Call* / Planilhas) / frequência e defasagem.
- e. Gerenciamento de papéis ilíquidos (limites e concentrações máximas)
- f. Descreva processo de *Back-test* e Limites *Stress* / VaR
- g. Estrutura / responsáveis pelo *Compliance*.
- h. *Chinese Wall* (se possuir *asset* e tesouraria)

- i. Código de Ética formalizado / Política de Investimento pessoal

5. Comercial

- a. *Fees* e Rebate
- b. Periodicidade de relatórios / apresentações

6. Perguntas específicas para fundos que focam a operação em Renda Variável (*Long Short* inclusive):

- a. Objetivo, descrição, target do fundo, mercados em que atua e limites operacionais (descrever o mais detalhado possível). Se o fundo possuir estratégia *long /short*, especificar qual a operação utilizada e se mescla uma ou mais operações (pares – intra e inter setoriais, *long /short* com net direcional, carteira comprada com *hedge* em índice, arbitragem de estrutura de capital, eventos especiais ou discretos – *risk arbitrage* e reorganizações, investimento quantitativo ou arbitragem de dívida conversível).
- b. Derivativos utilizados. O fundo pode atuar vendido (*net short*)? No caso de fundos com estratégia *market neutral*, descrição do mecanismo utilizado para minimizar a volatilidade que pode ocorrer por conta do índice.
- c. Preferência por ações com potencial de distribuição de dividendos? Se sim, como é feita a seleção das ações?
- d. Preferência por ações *Small Caps* e/ou ilíquidas? Se sim, por que? Como é feita a seleção das ações?
- e. Comentários sobre o gerenciamento de liquidez das ações do fundo. Definir ação ilíquida. Especificar os limites adotados para ações de baixa liquidez.
- f. Comentários sobre concentração (em média, quantas ações compõem o portfólio)
- g. Descrever a metodologia utilizada para o cálculo do valor real do papel. O cálculo é feito internamente ou utiliza números de terceiros? Se possui análise de múltiplos, quais são os principais e por que a preferência?
- h. Comentários sobre o *research* das ações da carteira. Periodicidade de visitas. Uso de relatórios de *research* externos? Quais?
- i. No processo de análise de empresas é feito o aumento do escopo do estudo investigando as relações com clientes, fornecedores, consumidores, associações, sindicatos, etc.? Apontar pontos positivos e negativos para a adoção desse tipo de análise com a estrutura de hoje.

- j. São feitas análises da dinâmica das relações societárias das empresas que compõem a carteira? Se possível, exemplificar.
- k. Participação do(s) gestor(es) nos conselhos das empresas que fazem parte da carteira? Se sim, quais são as participações atuais?
- l. A empresa ter boa governança corporativa é condição necessária e/ou suficiente no filtro de seleção de papéis? Quais os níveis exigidos?