

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



Felipe Peixoto de Azevedo Tonietto

Fundos *Long Short* no Brasil: Avaliação e Comparação.

Departamento de Economia

Orientação: Nazareth Maciel

Sumário

1. Introdução	3
2. Motivação	5
3. Revisão de Literatura	7
4. Panorama Fundos de Investimento no Brasil	13
4.1 - Desenvolvimento e Evolução da Indústria de Fundos de Investimento no Brasil	13
4.2 – Transformações na Regulamentação	14
5. Hedge Funds	18
6. Resultados Empíricos	22
6.1 - Comparação entre retornos de Fundos <i>Long Short</i> ao retorno de fundo indexado ao DI	23
6.2 - Comparação entre retornos de Fundos Long Short ao retorno de ETF do Ibovespa	27
6.3 – Índice Sharpe: Risco e Retorno	31
7. Conclusão	35
8. Bibliografia	37

1. Introdução

A indústria brasileira de fundos de investimento tem visto a magnitude dos recursos administrados e o número de participantes nesse mercado crescer de forma significativa nos últimos anos. No Brasil, em especial, uma série de fatores contribuíram para explosão desse novo segmento do mercado financeiro. Dentre elas, pode-se citar o Plano Real como o grande pontapé inicial, responsável por encabeçar esse processo e, posteriormente, destacam-se políticas econômicas implementadas, atreladas a estabilidade, abertura econômica, equilíbrio macroeconômico, somado também as inúmeras quedas da taxa de juros brasileira. Dando continuidade ao processo, a alta no nível de especialização e o aumento da competitividade nesse mercado levaram ao surgimento de novos produtos, os quais tem como público alvo investidores mais sofisticados e qualificados.

Diante disso, a indústria de fundos de investimento passou a refletir o dilema do investidor entre gestão passiva e ativa do seu capital. Fundos que adotam uma abordagem passiva buscam simplesmente acompanhar a evolução de uma carteira de mercado, enquanto os que optam pela segunda estratégia, expõem mais seus recursos em períodos em que a expectativa é de alta e os protege quando a perspectiva é de baixa.

O objetivo desse trabalho, portanto, é avaliar se fundos de caráter ativo são capazes de gerar consistentemente excesso de retorno em relação a fundos identificados como passivos. Para representar os fundos de gestão ativa foram escolhidos fundos *Long Short* (uma subclasse dos Fundos Multimercado), tanto os Neutros quanto os Direcionais, enquanto, no que diz respeito aos fundos de gestão passiva, optou-se por um fundo referenciado ao DI e um ETF do Índice Bovespa.

Dada a crescente evolução da indústria de fundos no Brasil e sua relevância para o investidor, é fundamental conhecer o desempenho e o nível de eficácia dos fundos em cumprir com suas propostas, não só para escolha individual do investidor, mas também para garantir a eficiência na alocação de recursos do país. Condições essas necessárias para que o Brasil se torne um ambiente propício para se investir,

no qual o investidor esteja devidamente informado e confortável com qualquer que seja a decisão a ser tomada.

2. Motivação

Desde de Outubro de 2016 temos observado uma queda gradativa da Taxa Selic, a qual saiu dos 14,25% para chegar até o patamar onde nos encontramos agora de 6,5%. Diante desse cenário de doze cortes consecutivos na taxa de juros, o debate entre gestão passiva e gestão ativa se intensificou no que se refere à fundos de investimentos.

Entende-se por gestão passiva aquela que tem como objetivo simplesmente buscar a rentabilidade mais próxima possível de um determinado índice utilizado como referencia, como por exemplo, o CDI ou até mesmo o Ibovespa. Por outro lado, quando falamos de uma gestão ativa nos referimos aquela que busca remunerar um rendimento superior ao índice de referência em questão, sendo assim, a rentabilidade está diretamente ligada as decisões tomadas pelo gestor, o que sugere um risco maior.

A Teoria de Eficiência dos Mercado de Eugene Fama (1970) baseia-se na ideia de que os preços dos refletem todas as informações disponíveis, ou seja, os preços já refletem o verdadeiro valor dos ativos. Logo, de acordo com essa hipótese, a melhor estratégia seria adotar uma postura passiva e investir em um fundo que tentasse replicar a rentabilidade do benchmark em questão, tendo em vista que seria tecnicamente impossível conseguir retornos superiores ao índice pois o preço já contém todas as informações disponíveis.

Sendo assim, se essa teoria for válida, não há sentido em investir em fundos que adotem uma gestão ativa, como os fundos *Long-Short* que são o objeto de estudo deste trabalho.

Porém, desde então, surgiram diversas críticas a essa hipótese. Grossman e Stiglitz (1980) argumentam que toda informação tem custo, dessa forma, mercados eficientes apenas poderiam existir diante da ausência de custo para a obtenção de informações.

É importante mencionar que uma das premissas adotadas pela Teoria dos Mercados Eficientes é que todos os agentes agem de maneira racional. Fisher Black

(1986) questiona que muitos investidores reagem a informações irrelevantes, tomando decisões baseadas em simples ruídos. White (1988) e Shleifer (2000) também refutam veementemente a premissa de que todos os agentes seriam racionais. A motivação deste trabalho, portanto, é avaliar se Fundos *Long-Short* conseguem obter consistentemente uma rentabilidade maior que um investimento de caráter passivo atrelados a determinado índice, o que invalidaria a Hipótese de Eficiência dos Mercados.

3. Revisão de Literatura

O artigo “Avaliação do desempenho dos Fundos *Long-Short* no Brasil” (2010), Fábio Gomes e Vicente Cresto buscam analisar os Fundos *Long-Short* do Brasil, questionando a capacidade desses fundos de prover retorno em excesso (Alfa), independente dos movimentos no mercado acionário, ou se estão apenas retornando o componente de mercado (Beta). O Alfa, considerado o excesso de retorno obtido, é analisado sob duas óticas, a capacidade de escolha dos melhores ativos e a determinação de quando alocar em determinado ativo, na qual a última ficou conhecida pelo termo *market timing*.

A metodologia econométrica escolhida pelos autores consiste na estimação dos modelos através do Método dos Momentos Generalizados. Posteriormente as regressões, utilizam o modelo CAPM convencional para verificar se os fundos conseguem prover retornos significativamente superiores. Por fim, adicionam mais um componente ao CAPM com o intuito de desmembrar o excesso de retorno em seletividade e *market timing*. Vale ressaltar que essa alteração no CAPM é de extrema relevância, tendo em vista que a omissão do componente do *market timing* pode gerar viés nos Betas estimados.

Os resultados obtidos foram avaliados de duas formas distintas como já foi mencionado, a primeira por meio de estimações do CAPM convencional, enquanto, a segunda acrescenta o componente de *market timing* as estimações do CAPM. Focando na primeira situação, determina-se que os fundos possuem uma dependência positiva aos retornos de mercado, em geral inferior a 10%. Foi determinado que existe um seleto grupo de Fundos *Long-Short* no Brasil que são capazes de prover excesso de retorno. Em relação à segunda situação, ficou claro que os gestores de tais fundos no Brasil não possuem a habilidade de *market timing*, no melhor dos casos, pouquíssimos gestores dotam de tal habilidade. A conclusão do artigo é que os investidores devem ser extremamente criteriosos na escolha de fundos Long-Short no Brasil, uma vez que a maioria dos fundos não conseguem obter retornos interessantes.

No trabalho “ Sorte ou habilidade: uma avaliação dos fundos de investimento no Brasil” (2015), Elaine Borges e Roy Martelanc se aprofundam no estudo de fundos de investimento em ações no Brasil na tentativa de verificar se ocorrem retornos anormais e se esses retornos podem ser atribuídos a habilidade do gestor ou somente ao fator sorte.

Por acreditarem que modelos como o CAPM sejam imperfeitos, já que os resultados obtidos são significativamente dependentes do benchmark escolhido, os autores optam por utilizar o método de Fama e French (2010) para verificar a existência de habilidade ou sorte por parte dos gestores. Fama e French assumem que a indústria de fundos apresenta um alfa zero por ser bem próxima da carteira de mercado. Os fundos de gestão passiva também teriam alfa zero, uma vez que o objetivo é replicar o índice de mercado e não supera-lo. Dessa forma, mesmo que alguns fundos de gestão passiva apresentem alfa positivo, isso implicaria que outros fundos também de gestão ativa apresentassem alfa negativo, tendo em vista que como premissa foi determinado que o alfa da indústria de fundos, em geral, é zero.

O intuito de Elaine Borges e Roy Martelanc, portanto, seria verificar se de fato algum fundo apresenta alfa positivo e, diante disso, atribuir esse retorno positivo anormal à sorte ou habilidade do gestor. Assim como proposto no modelo de Fama e French foram realizadas dez mil simulações *bootstrap* de fundos mútuos de ações de gestão ativa de 2000 a 2013. O alfa é calculado a partir de uma regressão de Mínimos Quadrados Ordinários utilizando-se o modelo de quatro fatores de Fama e French (2010) e o de Carhart (1997), sendo que as estatísticas t do alfa de cada regressão foram comparadas com a dos fundos reais de ações brasileiros. A lógica é que, se houver uma proporção parecida de fundos com retorno positivo e negativo tanto na amostra de fundos reais quanto na amostra de fundos simulados, pode-se atribuir tal resultado à sorte. Vale ressaltar também que os fundos de ações foram separados em dois grupos de acordo com o seu patrimônio líquido para verificar se existe alguma associação entre tamanho do fundo e existência de sorte ou habilidade por parte dos gestores.

Os resultados concluíram que, apesar de pequena, pode-se atribuir os resultados positivos de 16% dos fundos analisados à habilidade dos gestores, uma vez que a proporção de fundos reais com retornos anormais foi maior que a de

fundos simulados com retornos anormais, mesmo quando são considerados os retornos líquidos. Em relação aos fundos classificados de acordo com seu patrimônio líquido, as evidências indicam que os fundos com patrimônios maiores (30% maiores patrimônios da amostra) apresentam um resultado ainda mais positivo que o da amostra total, portanto, gestores de fundos grandes possuem ainda mais habilidade para gerar retornos acima da média. Por sua vez, nos fundos pequenos (30% menores de acordo com o patrimônio líquido) não se detectou evidência alguma de habilidade por parte dos gestores.

No artigo, "*Performance Analysis of Brazilian Hedge Funds*" (2011), Gustavo Jordão e Marcelo de Moura aprofundam-se no estudo de *hedge funds* brasileiros. O *paper* em questão busca testar se tais fundos conseguem gerar retornos anormais (alfa), se os gestores são capazes de se ajustar ao *market timing* e se apresentam uma correlação baixa com o risco mercado (beta). Acerca dessas hipóteses serem testadas, podemos esclarecer mais a fundo o que cada uma representa. Retornos anormais estão intimamente relacionados com a habilidade do gestor de gerar retornos que não possam ser explicados pela exposição do fundo em questão ao mercado. Market timing, por sua vez, mede a habilidade do gestor em prever oscilações do mercado. Por fim, o beta representa o risco sistemático, portanto, quanto mais próximo de zero for o beta, mais eficiente é o fundo em atenuar o risco mercado.

Estudos prévios feitos por autores brasileiros acerca do mesmo tópico tendiam a focar em apenas um indicador específico, logo, os resultados obtidos giravam em torno do indicador escolhido. Por essa razão, o trabalho de Jordão e Moura procura investigar não somente um indicador, além de vários aspectos referentes à esses coeficientes.

Portanto, os modelos utilizados para estimação foram o CAPM, o CAPM com *market timing*, Fama and French (1996) e Carhart (1997). Os autores utilizaram dados mensais de 1673 fundos de janeiro de 2000 a agosto de 2009. Os fundos usados são os classificados como multimercado pela ANBIMA, já que estes adotam estratégias comuns dentre *hedge funds*.

Com relação aos resultados obtidos, apenas 3,7% a 7,8% dos fundos apresentaram alfa positivo e significativo, ou seja, pouquíssimos gestores

demonstraram habilidade suficiente para gerar retornos não explicados pelas flutuações do mercado. Os resultados referentes ao *market timing* também foram decepcionantes, somente 3,7% dos gestores foram capazes de prever corretamente os movimentos do mercado. Finalmente, 33% dos fundos avaliados apresentaram zero correlação com o risco sistemático, números mais satisfatórios.

Liliana Leusin e Ricardo Brito, no trabalho “ Market timing e avaliação de desempenho dos fundos brasileiros” (2008), procuram avaliar o desempenho de fundos de investimento brasileiro de acordo com o seu *market timing*, portanto, a habilidade dos gestores de antecipar distinções entre o retorno das ações e o de ativos da renda fixa.

Existem dois tipos de gestão quando se trata de fundos de investimento: a gestão passiva e gestão a ativa. Enquanto, a passiva apenas acompanha o rendimento de uma carteira de mercado, a ativa adota uma estratégia cercada de mais incerteza, expõe mais os recursos em momentos que se espera alta no mercado e protege-os em períodos de expectativa de baixa. Diante disso, esse trabalho busca responder questões acerca da efetividade dessas estratégias (passiva e ativa) para três classes de indivíduos. Para os investidores, é interessante no sentido que nos possibilita determinar se o esforço de alocação ativa por parte dos gestores é válido, considerando o contraste com uma estratégia passiva. Para os gestores, contribui para a mensuração da efetividade de suas estratégias ativas e, por fim, para os pesquisadores, serve como um teste de eficiência do mercado financeiro brasileiro.

Merton (1981) define *market timing* como a habilidade do gestor em prever o maior retorno do ativo em relação ao ativo livre de risco, ou vice-versa; mas sem prever sua magnitude. A metodologia desse estudo se baseia na aplicação dos fundamentos conceituais elaborados por Melton sob a forma de dois testes, um não paramétrico e o outro paramétrico para avaliar o desempenho de fundos pelo *market timing* – testes de Henriksson e Merton. Foram selecionados 243 fundos, avaliados entre setembro de 1998 a agosto de 2003, em que o gestor é o responsável por escolher o percentual alocado em renda fixa e variável, portanto, gestão ativa. Os retornos mensais são computados em taxas contínuas, líquidos das taxas de administração e performance.

De acordo com os resultados, concluiu-se que existe evidência fraca de habilidade em *market timing* para o mercado brasileiro de fundos de investimento, portanto, alguns pouquíssimos gestores apresentam maior capacidade em prever diferenças de retorno entre a carteira de mercado e a renda fixa. Todavia, tal evidência não é forte suficiente para justificar a alocação quase absoluta de recursos em fundos de gestão ativa.

No trabalho “O modelo de precificação por arbitragem no contexto dos fundos de investimento brasileiros” (2014), o objetivo dos autores Bruno Milani e Paulo Ceretta é precificar o retorno dos fundos de investimento brasileiros através da aplicação do modelo *Arbitrage Pricing Theory*, mais conhecido como APT.

Dentre os modelos que tentam explicar a performance de fundos de investimento, o mais popular é o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), no entanto, tal modelo não apresenta comprometimento algum com o efeito de variáveis macroeconômicas sobre o retorno dos fundos, portanto, o impacto de variáveis exógenas ao mercado não é mensurado. Sendo assim, os autores julgaram o APT como o modelo mais retornos adequado para precificar os fundos de investimento brasileiros, uma vez que o último é o único modelo que incorpora variáveis macroeconômicas na mensuração da performance dos fundos.

É importante ressaltar que, devido as nítidas discrepâncias existentes entre o contexto brasileiro e o americano, foi necessária a realização de algumas adaptações ao modelo APT. Com isso, o modelo APT modificado para o contexto brasileiro foi construído agregando quatro variáveis ao modelo CAPM: variação da produção industrial, inflação inesperada, prêmio pelo risco e estrutura a termo.

Para execução do estudo, foram obtidos dados de retornos de fundos de investimentos de frequência mensal entre abril de 2001 e fevereiro de 2009, já que diversas variáveis macroeconômicas não dispõem de informações diárias. A taxa livre de risco utilizado foi o CDI, além de variáveis macroeconômicas como Índice Geral de Preços Médio, a Taxa de Juros de Longo Prazo, a taxa de juros médios do CDB pré-fixado e a variação de valor de bens produzidas. Por fim, os benchmarks empregados foram o Índice Ibovespa e o Índice Brasil (IBrX).

Os fundos considerados válidos para avaliação foram aqueles que estavam ativos desde o início do período em questão e que permaneceram ativos por pelo menos metade desse período. Tais fundos foram distinguidos entre gestão passiva e gestão ativa, o que originou quatro sub-amostras: fundos de gestão ativa cujo benchmark é o Ibovespa, fundos de gestão passiva cujo benchmark é o Ibovespa, fundos de gestão ativa cujo benchmark é o IBrX, fundos de gestão passiva cujo benchmark é o IBrX.

Os resultados obtidos apontam que o coeficiente de retorno do mercado foi inferior para os fundos de gestão ativa cujo benchmark é o Ibovespa. É relevante destacar também que a produção industrial apresenta coeficiente negativo, o que indica que o retorno dos fundos aumenta quando a produção industrial diminui. O coeficiente da Inflação Inesperada é significativo em todas as sub-amostras, porém, maior para fundo nos quais o benchmark é o Ibovespa. O Premio pelo Risco é significativo e positivo apenas para os fundos de gestão passiva cujo benchmark é o Ibovespa e, por fim, a estrutura a termo só é significativa para os fundos de gestão ativa cujo benchmark é o Ibovespa. Em suma, conclui-se que as variáveis do modelo APT explicam uma parcela do retorno dos fundos de investimento brasileiros, particularmente os de gestão ativa.

4. Panorama Fundos de Investimento no Brasil

4.1 - Desenvolvimento e Evolução da Indústria de Fundos de Investimento no Brasil

O primeiro fundo de investimento só veio a ser constituído em 1957. Denominado *Crescinco*, o fundo era administrado pela Companhia de Empreendimento e Administração IBEC, subsidiária da americana *International Basic Economy Corporation*. Até então, os investimentos dos brasileiros se concentravam em ativos reais (imóveis). O cenário instável da época de alta inflação, aliada a Lei da Usura, contribuía para que os brasileiros se afastassem de ativos que, no período, eram cercados de incerteza como títulos privados e públicos.

Em 1967, é Fundo 157 estipulado através do Decreto Lei nº 157. Tal medida estimulava o investimento em ações por meio de um incentivo fiscal, mais especificamente, os contribuintes podiam usar parte do imposto a ser pago para adquirir cotas de fundos de ações de companhias abertas. Todavia, a grande expansão dos fundos de investimento só se deu a partir de 1969, partindo de 43 fundos em Julho de 1969 e atingindo a marca de 111 fundos em Janeiro de 1970.

Em 1976 foi criada a Comissão de Valores Mobiliários, mais conhecida como CVM, com a finalidade de fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de mobiliários no Brasil. Em 1984, são instituídos os fundos de renda fixa, que passam a se juntar aos já existentes fundos de ações. Porém, é em 1985 que os fundos passam a ser, formalmente, divididos entre fundos de ações e fundos de renda fixa.

A partir de 1990, com a instituição do Plano Collor que, dentre as suas medidas, congelava os recursos aplicados em fundos de investimento, a indústria de fundos passou a perder força, a qual só foi retomada com o lançamento do Plano Real em 1994. A estabilidade da nova moeda incentivava investimentos de prazos mais longos, o que favorecia a indústria de fundos.

Também é importante destacar que, até então, a CVM era responsável apenas pela regulação/administração dos fundos de ações (1987). É somente em

2002 que ela passa a regular também os fundos de renda fixa, tarefa antes designada para o Banco Central.

Em 2004, foi publicada a instrução CVM 409, unificando as regras de constituição, administração, funcionamento e divulgação dos fundos de investimento. E, por fim, em 2015, foi publicada a instrução CVM 555, legislação que substituiu a anterior e que, hoje, governa a indústria de fundos de investimentos.

4.2 - Transformações na Regulamentação

É importante se aprofundar a respeito das normas instituídas pela CVM. Afinal, ela é a entidade responsável por estabelecer as normas para a constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações para os fundos de investimento. Como já mencionado anteriormente, hoje, os fundos estão sujeitos as orientações presentes na Instrução CVM 555, a qual substituiu à Instrução CVM 409, estabelecida em 2004. As notáveis diferenças entre as duas instruções merecem ser analisadas um pouco mais à fundo.

Primeiramente, fundos de investimento, segundo a CVM, são definidos como “uma comunhão de recursos, constituídos sob a forma de condomínio aberto ou fechado, destinado a aplicação em ativos financeiros”. Os fundos abertos são aqueles que os cotistas têm o direito de solicitar a aplicação e o resgate conforme as regras de seu regulamento. Por sua vez, os fundos fechados só permitem o resgate das cotas ao término do seu prazo de duração.

A Instrução CVM 555 aprimora a regulamentação aplicável aos fundos de investimento com a finalidade de reduzir os custos e elevar a eficiência do segmento. Dentre as mudanças, vamos enumerar as que merecem destaque: (I) redução das classes de fundos, (II) conceito de Investidor Qualificado e Investidor Profissional, (III) introdução do Fundo Simples, (IV) investimento no exterior.

I – A CVM 409 dividia os fundos em 7 classes: Curto Prazo, Referenciado, Renda Fixa, Ações, Cambial, Dívida Externa e Multimercado. A CVM 555, por sua vez, reduziu esse número estabelecendo apenas quatro classes, as quais podem ter um sufixo agregado, indicando de forma clara e específica o fundo em questão.

- Renda Fixa: fundos que aloquem pelo menos 80% da sua carteira em ativos de renda fixa

Sufixos: Curto Prazo, Longo Prazo, Crédito Privado, Dívida Externa, Referenciado e Simples

- Ações: fundos que possuem, no mínimo, 67% da carteira em ações à vista, bônus ou recibos de subscrição, certificados de depósitos de ações, cotas de fundos de ações e fundos de índices de ações e *Brazilian Depositary Receipts*.

Sufixos: BDR Nível I, Mercado de Acesso, Investimento no Exterior

- Multimercado: fundos com política de investimento que envolva vários fatores de risco, sem a necessidade de concentrar em nenhum fator específico.

Sufixos: Longo Prazo, Crédito Privado, Dívida Externa

- Cambial: fundos que aplicam, pelo menos, 80% carteira em ativos relacionados à moedas estrangeiras.

Também é importante notar que, de acordo com a Anbima, os fundos ainda são classificados em mais dois níveis. Como já aludido, o primeiro nível agrupa os fundos por classe ativos, o segundo, por sua vez, agrupa-os conforme o tipo de gestão (ativa ou passiva) e, por fim, terceiro os classifica de acordo com a estratégia.

Considerando que o objeto de estudo desse trabalho são os *Hedge Funds*, é interessante analisar os desmembramentos dos fundos Multimercados. Portanto, no segundo nível, tais fundos se dividem em grupos: alocação, estratégia e investimento no exterior. Aqui, o interessante para os fins desse estudo são os de estratégia, isto é, fundos que se baseiam nas estratégias suportadas pelo processo de investimento adotado pelo gestor como forma de atingir os objetivos e executar a política de investimentos do fundo. O terceiro nível para os fundos considerados de estratégia os desmembra em Macro, Trading, *Long and Short* – Direcional, *Long and Short* – Neutro, Juros e Moedas, Livre, Capital Protegido e Estratégia Específica. Vamos focar nas duas classificações de *Long and Short*, considerando a relevância dos mesmos para o desenvolvimento do trabalho.

O *Long and Short* – Direcional mantém posições compradas e vendidas em operações de ativos e derivativos ligados ao mercado de renda variável. Os recursos remanescentes devem estar alocados em cotas de fundos Renda Fixa. O *Long and Short* – Neutro é muito similar ao já apresentado, a única distinção é que os neutros são obrigados a manter uma exposição financeira líquida limitada a 5%.

II – A CV5 554, além de trazer mudanças relativas ao conceito de Investidor Qualificado, também introduziu o conceito de Investidor Profissional. Portanto, de acordo com a instrução, Investidores Profissionais “ são (i) instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; (ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (iv) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio; (v) fundos de investimento; (vi) clubes de investimento, cuja carteira seja gerida por administrador de carteira autorizado pela CVM; (vii) agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e (viii) investidores não residentes.”

O conceito de Investidor Qualificado reformulado detalha que “são (i) investidores profissionais; (ii) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (aumento em relação a CVM 409, a qual estipulava um valor de R\$ 300.000,00) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; (iii) pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e (iv) clubes de investimento cuja carteira seja gerida por um ou mais cotistas que sejam investidores qualificados.”

III – A CVM 555 criou uma nova modalidade de investimento denominada Fundo Simples, o qual é caracterizado por apresentar uma carteira composta por ativos simples e de risco reduzido. Sendo assim, o Fundo Simples requer que 95% do patrimônio líquido seja investido em títulos públicos federais ou títulos de renda fixa de emissão ou coobrigação de instruções financeiras.

IV – A CVM 555 flexibilizou os limites de investimento no exterior, sendo elevados de acordo com a classe de fundos. Além disso, fundos de Investidores Qualificados e Profissionais tiveram seu acesso a tais investimentos ampliado.

A CVM 409 determinava que, em fundos para investidores não qualificados e qualificados, até 20% no caso de fundos Multimercado, até 10% no caso dos demais fundos poderiam ser investidos no exterior. Com exceção aos fundos de dívida externa, os quais os investimentos internacionais eram ilimitados.

Já a Instrução mais recente, CVM 555, estipula que, em fundos para investidores não qualificados até 20% do patrimônio líquido do fundo pode ser aplicado no exterior. No caso de fundos para investidores qualificados, esse número sobe para 40%. Somado a isso, fundos para investidores classificados como profissionais, fundos classificados como dívida externa podem manter 100% do seu patrimônio líquido aplicado no exterior.

Em suma, a Instrução CVM 555 tornou a atividade de gestão de recursos mais flexível e transparente. Além disso, simplificou o ato de investir, tornando-o mais acessível e compreensível aos interessados.

5. Hedge Funds

A indústria dos *Hedge Funds* teve seu início nos Estados Unidos durante a década de 60. O gestor Alfred W. Jones adotava uma prática incomum para o período: comprava ações subavaliadas, ao mesmo tempo que vendia a descoberto ações sobre-avaliadas, como uma forma de se proteger dos riscos oferecidos pelo mercado. A Revista Fortune, em 1966, denominou essa estratégia como “*hedge*”(proteção), dando origem a classificação *Hedge Fund*. O sucesso obtido pelo fundo de Alfred levou a popularização da nova categoria de fundos, surgindo centenas dos mesmos no final da década de 60.

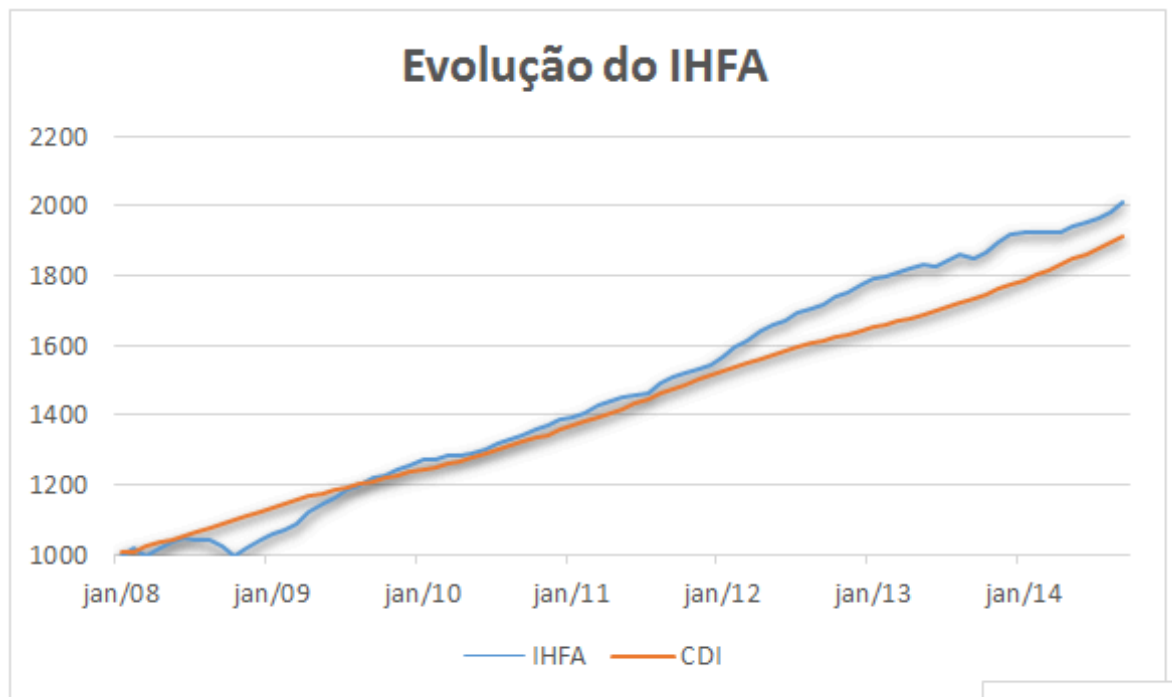
A definição de *Hedge Fund*, contudo, acaba sendo muito abrangente, chegando, até mesmo, a variar de acordo com o país, questão que será abordada mais à frente. Todavia, em termos gerais, podemos definir um *Hedge Fund* como um fundo de investimento cujo objetivo é obter a maior rentabilidade possível, recorrendo à todas estratégias de investimentos que estejam ao alcance do gestor, no sentido que são utilizadas as mais variadas técnicas e instrumentos de investimento com o intuito de reduzir a volatilidade, maximizando os ganhos e, mantendo-se independente das flutuações do mercado. Sendo mais específico, um *Hedge Fund* pode atuar comprado ou vendido em um determinado grupo de ativos, além da possibilidade alavancar as posições tomadas. Tais práticas, em teoria, elevariam a capacidade do gestor de gerar melhores retornos, tendo em vista a maior flexibilidade.

Porém, esse tipo de investimento também pode ser visto como um de alto nível de risco, uma vez que assume uma política de investimentos voltada para aplicações de cunho extremamente especulativo. A ausência de uma regulamentação clara e coesa contribui para o risco vinculado a essa categoria de fundos. Aprofundando-se um pouco mais nos riscos aos quais investidores se expõem ao optar pelos *Hedge Funds*, Pelosi, 2003, os lista como risco de liquidez (possibilidade de perda de liquidez, situações em que o gestor não consegue sair das posições rapidamente), risco humano (o sucesso do fundo está intrinsecamente ligado à qualidade do seu gestor), risco de mudança e estratégia (gestor pode alterar estratégia sem comunicar aos investidores, gerando volatilidade indesejada)

e, por último, risco tamanho (aumento do patrimônio do fundo dificulta o movimento de posições).

O crescimento e popularização dessa categoria de fundo no Brasil ganhou força com a eleição do presidente Lula em 2002, a qual deu prosseguimento ao modelo econômico iniciado na década de 90, portanto, mantendo a busca à estabilidade e equilíbrio macroeconômico, reforçada pelas constantes quedas dos juros reais realizadas desde então. O amadurecimento dos agentes desse mercado e a entrada de gestores independentes em plataformas private de grandes bancos também contribuíram para o desenvolvimento dessa indústria.

Diante do nítido crescimento desse segmento do mercado, a ANBIMA (Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais) calcula, desde 2008, o Índice de *Hedge Funds* ANBIMA (IHFA) como um instrumento para representar o desempenho e a evolução dessa categoria ao longo dos anos. O valor do IHFA é calculado a partir de uma carteira teórica dos fundos mais representativos do mercado conforme sua participação, com exceção aos fundos exclusivos, aos fundos fechados, aos que não cobram taxa de performance e aos classificados como balanceados, capital protegido e multigestores.



Como se pode observar no gráfico acima, o IHFA, no seu início, apresentava um valor inicial de 1000 pontos. Sendo assim, a evolução do índice é notável, uma vez que em 2014 esse valor já atingia a marca de, aproximadamente, 2010 pontos, valorização de 100,8%, superando, inclusive o acumulado do CDI nesse período. Para efeito de análise, apesar do gráfico não se estender até 2019, vale a pena destacar que, hoje, esse valor se encontra na faixa de 3500 pontos.

No Brasil, contudo, os *Hedge Funds* estão incluídos na categoria de Multimercados, entretanto, nem todos os multimercados podem ser considerados *Hedge Funds*, já que muitas instituições e gestores utilizam-se da classificação Multimercados com o intuito de obter uma facilidade de regulamentação. Os maiores *Hedge Funds* brasileiros são geridos por gestores independentes, isto é, empresas que não estão ligadas diretamente a uma instituição financeira (*Assets*). A vantagem é que possuem um foco específico em gestão, somado ao fato de empregarem profissionais com grande nível de experiência.

Como dito anteriormente, existem diferenças significativas acerca do mercado de hedge funds entre Brasil e Estados Unidos. Nos EUA, os fundos são estabelecidos como sociedades limitadas, sendo pouco regulados e isentos da Comapny Act de 1940, a qual regula os fundos mútuos norte-americanos. Sendo assim, muitos se afastam de tais fundos por se considerarem expostos pela ausência de uma regulamentação “*hands on*”, além de apresentarem preocupação com relação à falta de transparência em torno dessa classe de fundo. No Brasil, por sua vez, os *Hedge Funds* estão sujeitos a uma regulamentação muito mais rígida, uma vez que recebem o mesmo tratamento legal que fundos de renda fixa, por exemplo. Isso proporciona maior transparência e segurança, o que torna a indústria em questão mais atrativa. Outra diferença é que nos EUA existe um alto grau de especialização e categorização dentro da classe dos *Hedge Funds*, ao passo que, no Brasil, isso não ocorre na mesma escala, existem muito poucas divisões dentro da classe. Nesse caso, isso acaba sendo uma desvantagem para o mercado brasileiro que, por ser pouco diversificado e líquido faz com que a diversificação de estratégias seja baixa, levando os fundos brasileiros a serem muito mais correlacionados.

A minuciosa análise de *Hedge Funds* - ou fundos multimercado, como são denominados aqui - é relevante pelo fato dessa categoria incluir os fundos *Long Short* Neutros, assim como os *Long Short* Direcionais, objetos de estudo desse trabalho. Sendo assim, é fundamental contextualizar a evolução e estado atual dessa indústria que vem ganhando cada vez mais espaço no cenário brasileiro.

6. Resultados Empíricos

Como já mencionado, no Brasil, apesar dos *Hedge Funds* serem classificados como fundos Multimercado, nem todos os fundos Multimercado podem ser considerados *Hedge Funds*. O termo *Hedge Fund* é muito genérico, não existindo uma definição formal da classe. Todavia, Anson (2006) estipulou a seguinte definição: *Hedge Funds* seriam veículos de investimentos privados para gerenciar carteiras concentradas de títulos públicos e privados, e seus respectivos instrumentos de derivativos, que podem possuir posições tanto compradas quanto vendidas e podem utilizar alavancagem. Para efeito desse trabalho, iremos analisar uma subclasse dos *Hedge Funds* – os fundos *Long Short*, os quais podem ser neutros ou direcionais. Fundos *Long Short* são aqueles que se utilizam de posições tanto compradas (Long) quanto vendidas (Short) em ações de empresas, seja no mercado à vista ou no mercado de derivativos, com o intuito de gerar a maior rentabilidade possível para suas respectivas carteiras.

Expandindo um pouco mais sobre os tipos de fundos *Long Short*, os que se encaixam na categoria de *Long Short* Neutros são caracterizados por realizarem operações com posições compradas e vendidas, mas com uma exposição financeira limitada a até 5%. Apresentam um perfil mais conservador, tendo como objetivo manter uma rentabilidade acima do CDI. Por outro lado, os fundos *Long Short* Direcionais adotam uma postura mais agressiva. Assim como os neutros, mantêm posições tanto compradas quanto vendidas, porém, a diferença é que, nesse caso, não há qualquer limite de exposição, configurando-se um investimento mais arriscado.

Para a realização do estudo, foram selecionados os fundos multimercados das subclasses *Long Short* Neutros e *Long Short* Direcionais, segundo a categorização da Anbima. Somente fundos não restritos e com, pelo menos, cinco anos de existência fizeram parte da análise, sendo estimada a rentabilidade acumulada de tais fundos, datando de maio de 2014 até maio de 2019. Os valores encontrados serão, posteriormente, comparados aos obtidos por dois fundos: um referenciado ao DI e um ETF do Índice Bovespa. A pergunta a ser respondida é se o prêmio pago por alocar seu capital em investimentos caracterizados por uma gestão ativa é compensado com excesso de retorno.

Com a realização desse estudo, pretende-se comprovar que os fundos *Long Short* – de caráter ativo - sejam capazes de superar consistentemente tanto o fundo atrelado ao DI quanto o ETF do Índice Bovespa – de caráter passivo. Espera-se tal resultado baseado na convicção de que fundos *Long Short* deveriam ser capazes gerar ganhos positivos, reduzir riscos, levando em conta a possibilidade de atuar em diferentes mercados, além de prover retornos não correlacionados com classes de ativos tradicionais como, por exemplo, renda fixa (CDI) e mercado acionário (Ibovespa). Portanto, a premissa é que que deveriam ser aptos a prover retornos superiores ao custo de oportunidade, independentemente da situação corrente do mercado, seja ela de alta ou de baixa.

6.1 - Comparação entre retornos de Fundos *Long Short* ao retorno de fundo indexado ao DI

Os fundos *Long Short* considerados nesse estudo, explicitam em seus respectivos regulamentos que têm como objetivo principal superar o CDI no longo prazo. Portanto, o benchmark utilizado como referência para os fundos *Long Short* brasileiros é o CDI.

O CDI, isto é, Certificado de Depósito Bancário é a taxa utilizada para lastrear as operações interbancárias. Por determinação do Banco Central, todos os bancos são obrigados a terminar o dia com um saldo positivo no caixa. Dito isso, em dias em que o saldo se encontra negativo, as instituições financeiras realizam empréstimos entre s próprias para normalizar o saldo. Tais empréstimos são regulados por uma taxa específica, que recebe o nome de CDI. Geralmente, essa taxa é usada como referência para diversos investimentos, além de ser muito próxima da Taxa Selic, que é a taxa básica de juros da economia brasileira.

Levando tudo isso em consideração, a comparação mais justa e precisa seria entre a rentabilidade dos fundos *Long Short* e a rentabilidade de um fundo indexado ao DI.

Considerando a Tabela Mensal de Fundos disponibilizada pela Anbima, existem 31 fundos que se encaixam na subclasse de fundos *Long Short* Neutros e 93 fundos que classificados como *Long Short* Direcionados. Somente 17 dos 31

Long Short Neutros se adequam aos parâmetros previamente estabelecidos – mínimo de 5 anos de existência e ser não restrito. Já no caso dos Direcionais, 33 dos 93 fundos se adequam aos critérios já mencionados. Comparou-se então, em duas tabelas, os fundos *Long Short* com fundo referenciado ao DI – uma contendo apenas os *Long Short* Neutros, enquanto a outra compreende os *Long Short* Direcionais. Os resultados estão expostos abaixo:

Tabela 1 – Comparação entre rentabilidade dos fundos *Long Short* Neutros e do Fundo Referenciado ao DI

Fundos Long Short Neutros	Maio/14 - Abril/15	Maio/15 - Abril/16	Maio/16 - Abril/17	Maio/17 - Abril/18	Maio/18 - Abril/19	Ganho Acumulad	Supera o Fundo Referenciado DI?
BB MULT LP BNP PARIBAS LS FC FI	10,36	10,05	15,11	7,02	5,51	48,05	Não
OCEANA O3 MASTER FI MULTIMERCADO	13,58	19,39	24,96	12,67	10,99	81,59	Sim
WESTERN ASSET LONG & SHORT FI MULT	14,69	16,64	15,08	8,63	5,32	60,36	Sim
GAP LONG SHORT FI MULTIMERCADO	11,73	13,57	15,12	8,43	7,55	56,4	Sim
XP LONG SHORT FC FI MULTIMERCADO	10,21	18,13	12,87	12,24	3,83	57,28	Sim
OCEANA O30 FIC FI MULTI	11,32	16,44	20,9	10,1	8,42	67,18	Sim
OCEANA O31 FI EM COTAS DE FI MULTI	11,36	16,5	20,92	10,1	8,42	67,3	Sim
ITAÚ PERSON MULT LONG AND SHORT 30 FICFI	11,01	13,65	16	11,91	10	62,57	Sim
SANTANDER FI STAR LONG & SHORT MULT	7,96	12,88	15,61	5,93	5,13	47,51	Não
SANTANDER FC STAR LONG & SHORT MULT	7,96	12,88	15,61	5,93	5,13	47,51	Não
IBIUNA LONG SHORT BP FC DE FI MULT	11,74	11,33	15,03	20,52	-2,3	56,32	Sim
WA LONG & SHORT TOP FIC FI MULT	13,73	16,47	14,98	8,47	5,23	58,88	Sim
MANAGER SHARP LS FIC FI MULT	11,68	13,48	14,98	8,29	7,38	55,81	Sim
BRDESCO FI MULTIMERCADO LONG SHORT	7,6	9,24	13,21	6,91	3,31	40,27	Não
BRAD PRIME FICFI MULTIMERCADO LONG SHORT	7,6	9,24	13,21	6,91	3,31	40,27	Não
CAIXA FIC LONG SHORT MULTIMERCADO LP	6,57	5,55	6,64	5,21	-0,16	23,81	Não
CAIXA FI MASTER LONG SHORT MULTIM LP	7,24	6,73	7,56	5,79	1,11	28,43	Não
Fundo Referenciado DI							
ITAÚ VERSO A RF REFERENCIADO DI LP FI	10,62	13,03	12,69	7,9	6,15	50,39	

Fonte: Elaboração Própria, Consulta Tabela Mensal de Fundos (Anbima) e Mais Retorno

Tabela 2 – Comparação entre rentabilidade dos fundos *Long Short* Direcionais e do Fundo Referenciado ao DI

Fundos Long Short Direcionais	Maio/14 - Abril/15	Maio/15 - Abril/16	Maio/16 - Abril/17	Maio/17 - Abril/18	Maio/18 - Abril/19	Ganho Acumulado	Supera o Fundo Referenciado DI?
AZ QUEST TOTAL RETURN FC FI MULT	11,95	13,53	21,14	11,79	6,71	65,12	Sim
NAVI LONG SHORT FI MULT	10,81	16,74	18,21	13,97	10,18	69,91	Sim
EXPLORITAS ALPHA AMERICA LA MAS FI MULT	24,28	26,73	37,23	18,15	18,77	125,16	Sim
CLARITAS LONG SHORT MASTER FI MULT	6,81	16,57	21,96	16,17	8,59	70,1	Sim
ITAÚ MULTIMERCADO LONG AND SHORT FI	13,5	15,76	18,53	14,7	12,63	75,12	Sim
SOLANA LONG AND SHORT FC FI MULT	12,33	15,21	16,2	8,6	4,84	57,18	Sim
ITAÚ LONG AND SHORT PLUS MULTIMERCADO FI	16,07	18,35	24,18	17,25	15,18	91,03	Sim
BB TOP ARBITRAGEM ALAVANCOADO FI MULTI LP	12,28	16,45	15,23	8,8	8,45	61,21	Sim
ITAÚ LONG AND SHORT 30 MULT FICFI	11,11	13,68	15,96	11,88	10	62,63	Sim
ITAÚ EQUITY HEDGE MULTIMERCADO FICFI	11,32	13,74	16,15	11,9	10,01	63,12	Sim
VERSA LONG BIASED FI MULTIMERCADO	-2,86	69,4	106,87	109,38	2,27	265,06	Sim
XP LONG BIASED FC FI MULTIMERCADO	10,82	36,76	29,34	34,01	16,42	127,35	Sim
BRAD FC FI MULT PORTFOLIO LONG BIASED	9,49	1,15	21,74	22,48	14,96	69,82	Sim
FIDES LONG SHORT PLUS FI MULTIMERCADO	5,8	11,99	14,23	9,33	9,38	50,73	Sim
ITAÚ MULT GLOBAL EQUITY HEDGE FICFI	10,61	13,58	16,22	11,66	9,91	61,98	Sim
ITAÚ MULTIMERCADO GLOBAL EQUITY HEDGE FI	10,61	13,58	16,22	11,66	9,91	61,98	Sim
BB MULT LP ARBITRAGEM ESTILO FC FI	10,74	14,54	13,51	7,31	6,75	52,85	Sim
ITAÚ PRIVATE LS PLUS MULTIMERCADO FICFI	13,2	16,32	20,5	13,77	11,56	75,35	Sim
ARX LS MASTER FI MULTIMERCADO	10,53	11,07	20,18	5,89	4,04	51,71	Sim
VOT FI EQUITY HEDGE MULTIMERCADO	10,58	12,43	13,18	11,46	6,42	54,07	Sim
BNP PARIBAS LONG AND SHORT FI MULTIMERCA	10,39	9,95	15,45	7,11	5,89	48,79	Não
ITAÚ MULT EQUITY HEDGE ADVANCED 30 FI	0,83	8,35	13,99	11,03	9,99	44,19	Não
MANAGER SOLANA LONG AND SHORT FC FI MULT	12,27	15,04	15,96	8,26	4,6	56,13	Sim
ITAÚ MULT EQUITY HEDGE ADVANCED 30 FICFI	0,83	8,35	13,99	11,03	9,99	44,19	Não
VICTOIRE LATAM EQUITY FI MULTIMERCADO	12,5	15,22	25,87	13,52	10,56	77,67	Sim
ITAÚ MULTIMERCADO EQUITY HEDGE FICFI	12,01	14,66	16,65	12,48	10,39	66,19	Sim
KINEA DIVERSY EQUITY HEDGE FI MULT	-11,52	4,2	21,46	11,57	2,55	28,26	Não
ITAÚ PERSON MULT LONG AND SHORT I FICFI	11,25	13,59	16,07	11,86	9,93	62,7	Sim
TAGUS EQUITY HEDGE FI MULTI	17,8	15,5	14,96	3,19	6,2	57,65	Sim
ITAÚ EQUITY HEDGE ADVANCED 30 MULT FICFI	0,82	8,28	13,83	10,73	9,73	43,39	Não
BRAD FI MULT SELEÇÃO ESTRATÉGICA	7,07	14,97	12,71	4	4,43	43,18	Não
SCHRODER BR LONG & SHORT FC FI MULT	6,09	6,45	13,61	-2,87	7,53	30,81	Não
SCHRODER BR LS FI MULTIMERCADO MASTER	8,2	8,55	15,79	-0,72	10,03	41,85	Não
Fundo Referenciado DI					0		
ITAÚ VERSO A RF REFERENCIADO DI LP FI	10,62	13,03	12,69	7,9	6,15	50,39	

Fonte: Elaboração Própria, Consulta Tabela Mensal de Fundos (Anbima) e Mais Retorno

Como se pode observar nas tabelas, dos 17 fundos *Long Short* Neutros, 7 não foram capazes de superar o fundo referenciado DI em termos de rentabilidade

acumulado nos últimos 5 anos. Portanto, cerca de 41% dos fundos *Long Short* Neutros não conseguiram cumprir o que é dito como objetivo principal em seus regulamentos.

No caso dos *Long Short* Direcionais, somente 8 dos 32 testados não foram capazes de superar o fundo indexado ao DI – um número bem mais satisfatório do que o encontrado para os *Long Short* Neutros.

Vale notar que uma porcentagem significativamente maior dos fundos *Long Short* Direcionais foi capaz de superar o fundo referenciado DI quando contrastada com a encontrada para os *Long Short* Neutros. Parte dessa diferença talvez possa ser atribuída à postura mais agressiva adotada pelos fundos Direcionais, os quais não apresentam limite de exposição.

Quanto aos resultados obtidos acima, é importante fazer três observações. Primeiro, é preciso notar que a amostra analisada apresenta viés de seleção. Ao considerar somente fundos com pelo menos cinco anos de existência, estamos eliminando da amostra fundos que por desempenho fraco tenham fechado, não atingindo a marca de cinco anos. Portanto, a amostra tem viés de seleção em relação a fundos *Long Short* que obtiveram uma rentabilidade suficientemente aceitável para atingirem a marca de cinco anos de existência.

Segundo, o Brasil passou por um período de recessão, datando de 2014 e estendendo-se até 2017. Anos de recessão, costumam favorecer fundos *Long Short*, uma vez que os mesmos são capazes de operar a partir de posições vendidas, isto é, podem vender os ativos em que a expectativa é de queda de valor. Portanto, em teoria, fundos *Long Short* deveriam ter prosperado nesse intervalo de tempo.

Por fim, também é relevante atentar para o fato de que fundos *Long Short* costumam apresentar taxas de administração de 2% ao ano, além de uma taxa de performance que pode variar de 20% a 25%, em casos em que o fundo exceder 100% da variação do CDI. Enquanto, fundos referenciados ao DI ou ao Ibovespa (ETF) apresentam uma taxa de administração que costuma variar de 0,5% a 0,75% ao ano, além do fato de não possuir taxa de performance. Tais informações também devem ser levadas em consideração no momento em que o indivíduo decide por qual investimento vai optar.

6.2 - Comparação entre retornos de Fundos Long-Short e retornos de ETF do Ibovespa

Nos Estados Unidos, o principal benchmark dos fundos *Long Short* é o índice do mercado acionário americano, o S&P 500. Como já apontado previamente, no mercado brasileiro, a meta desses fundos é superar consistentemente o CDI. Todavia, acredito ser relevante adotar a mesma abordagem dos fundos norte-americanos para efeito de análise. No caso brasileiro, a comparação seria entre a rentabilidade de ambos os tipos de fundos *Long Short* – Neutros e Direcionais – com um ETF do Índice Bovespa.

O Índice Bovespa ou Ibovespa é o principal índice do mercado de ações brasileiro, sendo o mais importante indicador de desempenho médio dos ativos mais negociados e representativos do mercado acionário nacional. O Ibovespa é resultado de uma carteira teórica de 66 ativos, aos quais são atribuídos pesos de acordo com a representatividade de cada um no mercado. Esse valor de 66 não é necessariamente fixo, podendo variar a cada quatro meses. Ao fim de cada período, os critérios definidos pela B3 para inclusão e os pesos atribuídos à cada ativo são reavaliados pela B3, a bolsa de valores brasileira.

Considerando a mesma amostra de fundos já apresentada previamente, somente 4 dos 17 fundos *Long Short* Neutros conseguiram superar o fundo Índice Bovespa. Por outro lado, no caso dos *Long Short* Direcionais os resultados são mais satisfatórios. Dos 33 fundos *Long Short* Direcionais, 17 foram capazes de gerar excesso de retorno em relação ao fundo Índice, logo, mais de 50% - uma diferença expressiva entre os dois tipos de *Long Short*. Pode-se observar os resultados nas tabelas abaixo:

Tabela 3 – Comparação entre rentabilidade dos fundos *Long Short* Neutros e do ETF Índice Bovespa

Fundos Long Short Neutros	Maio/14 - Abril/15	Maio/15 - Abril/16	Maio/16 - Abril/17	Maio/17 - Abril/18	Maio/18 - Abril/19	Ganho Acumulado	Supera o Fundo Índice Bovespa?
BB MULT LP BNP PARIBAS LS FC FI	10,36	10,05	15,11	7,02	5,51	48,05	Não
OCEANA O3 MASTER FI MULTIMERCADO	13,58	19,39	24,96	12,67	10,99	81,59	Sim
WESTERN ASSET LONG & SHORT FI MULT	14,69	16,64	15,08	8,63	5,32	60,36	Não
GAP LONG SHORT FI MULTIMERCADO	11,73	13,57	15,12	8,43	7,55	56,4	Não
XP LONG SHORT FC FI MULTIMERCADO	10,21	18,13	12,87	12,24	3,83	57,28	Não
OCEANA O30 FIC FI MULTI	11,32	16,44	20,9	10,1	8,42	67,18	Sim
OCEANA O31 FI EM COTAS DE FI MULTI	11,36	16,5	20,92	10,1	8,42	67,3	Sim
ITAÚ PERSON MULT LONG AND SHORT 30 FICFI	11,01	13,65	16	11,91	10	62,57	Sim
SANTANDER FI STAR LONG & SHORT MULT	7,96	12,88	15,61	5,93	5,13	47,51	Não
SANTANDER FC STAR LONG & SHORT MULT	7,96	12,88	15,61	5,93	5,13	47,51	Não
IBIUNA LONG SHORT BP FC DE FI MULT	11,74	11,33	15,03	20,52	-2,3	56,32	Não
WA LONG & SHORT TOP FIC FI MULT	13,73	16,47	14,98	8,47	5,23	58,88	Não
MANAGER SHARP LS FIC FI MULT	11,68	13,48	14,98	8,29	7,38	55,81	Não
BRADERCO FI MULTIMERCADO LONG SHORT	7,6	9,24	13,21	6,91	3,31	40,27	Não
BRAD PRIME FICFI MULTIMERCADO LONG SHORT	7,6	9,24	13,21	6,91	3,31	40,27	Não
CAIXA FIC LONG SHORT MULTIMERCADO LP	6,57	5,55	6,64	5,21	-0,16	23,81	Não
CAIXA FI MASTER LONG SHORT MULTIM LP	7,24	6,73	7,56	5,79	1,11	28,43	Não
Fundo Índice Bovespa							
FIA Caixa Brasil ETF Ibovespa	10,73	-1,62	21,5	27,94	2,98	61,53	

Fonte: Elaboração Própria, Consulta Tabela Mensal de Fundos (Anbima) e Mais Retorno

Tabela 4 – Comparação entre rentabilidade dos fundos Long Short Direcionais e do ETF Índice Bovespa

Fundos Long Short Direcionais	Maio/14 - Abril/15	Maio/15 - Abril/16	Maio/16 - Abril/17	Maio/17 - Abril/18	Maio/18 - Abril/19	Ganho Acumulado	Supera o Fundo Índice Bovespa?
AZ QUEST TOTAL RETURN FC FI MULT	11,95	13,53	21,14	11,79	6,71	65,12	Sim
NAVI LONG SHORT FI MULT	10,81	16,74	18,21	13,97	10,18	69,91	Sim
EXPLORITAS ALPHA AMERICA LA MAS FI MULT	24,28	26,73	37,23	18,15	18,77	125,16	Sim
CLARITAS LONG SHORT MASTER FI MULT	6,81	16,57	21,96	16,17	8,59	70,1	Sim
ITAÚ MULTIMERCADO LONG AND SHORT FI	13,5	15,76	18,53	14,7	12,63	75,12	Sim
SOLANA LONG AND SHORT FC FI MULT	12,33	15,21	16,2	8,6	4,84	57,18	Não
ITAÚ LONG AND SHORT PLUS MULTIMERCADO FI	16,07	18,35	24,18	17,25	15,18	91,03	Sim
BB TOP ARBITRAGEM ALAVANCA DO FI MULTI LP	12,28	16,45	15,23	8,8	8,45	61,21	Não
ITAÚ LONG AND SHORT 30 MULT FICFI	11,11	13,68	15,96	11,88	10	62,63	Sim
ITAÚ EQUITY HEDGE MULTIMERCADO FICFI	11,32	13,74	16,15	11,9	10,01	63,12	Sim
VERSA LONG BIASED FI MULTIMERCADO	-2,86	69,4	106,87	109,38	2,27	285,06	Sim
XP LONG BIASED FC FI MULTIMERCADO	10,82	36,76	29,34	34,01	16,42	127,35	Sim
BRAD FC FI MULT PORTFOLIO LONG BIASED	9,49	1,15	21,74	22,48	14,96	69,82	Sim
FIDES LONG SHORT PLUS FI MULTIMERCADO	5,8	11,99	14,23	9,33	9,38	50,73	Não
ITAÚ MULT GLOBAL EQUITY HEDGE FICFI	10,61	13,58	16,22	11,66	9,91	61,98	Sim
ITAÚ MULTIMERCADO GLOBAL EQUITY HEDGE FI	10,61	13,58	16,22	11,66	9,91	61,98	Sim
BB MULT LP ARBITRAGEM ESTILO FC FI	10,74	14,54	13,51	7,31	6,75	52,85	Não
ITAÚ PRIVATE LS PLUS MULTIMERCADO FICFI	13,2	16,32	20,5	13,77	11,56	75,35	Sim
ARX LS MASTER FI MULTIMERCADO	10,53	11,07	20,18	5,89	4,04	51,71	Não
VOT FI EQUITY HEDGE MULTIMERCADO	10,58	12,43	13,18	11,46	6,42	54,07	Não
BNP PARIBAS LONG AND SHORT FI MULTIMERCA	10,39	9,95	15,45	7,11	5,89	48,79	Não
ITAÚ MULT EQUITY HEDGE ADVANCED 30 FI	0,83	8,35	13,99	11,03	9,99	44,19	Não
MANAGER SOLANA LONG AND SHORT FC FI MULT	12,27	15,04	15,96	8,26	4,6	56,13	Não
ITAÚ MULT EQUITY HEDGE ADVANCED 30 FICFI	0,83	8,35	13,99	11,03	9,99	44,19	Não
VICTOIRE LATAM EQUITY FI MULTIMERCADO	12,5	15,22	25,87	13,52	10,56	77,67	Sim
ITAÚ MULTIMERCADO EQUITY HEDGE FICFI	12,01	14,66	16,65	12,48	10,39	66,19	Sim
KINEA DIVERSY EQUITY HEDGE FI MULT	-11,52	4,2	21,46	11,57	2,55	28,26	Não
ITAÚ PERSON MULT LONG AND SHORT I FICFI	11,25	13,59	16,07	11,86	9,93	62,7	Sim
TAGUS EQUITY HEDGE FI MULTI	17,8	15,5	14,96	3,19	6,2	57,65	Não
ITAÚ EQUITY HEDGE ADVANCED 30 MULT FICFI	0,82	8,28	13,83	10,73	9,73	43,39	Não
BRAD FI MULT SELEÇÃO ESTRATÉGICA	7,07	14,97	12,71	4	4,43	43,18	Não
SCHRODER BR LONG & SHORT FC FI MULT	6,09	6,45	13,61	-2,87	7,53	30,81	Não
SCHRODER BR LS FI MULTIMERCADO MASTER	8,2	8,55	15,79	-0,72	10,03	41,85	Não
Fundo Índice Bovespa							
FIA Caixa Brasil ETF Ibovespa	10,73	-1,62	21,5	27,94	2,98	61,53	

Fonte: Elaboração Própria, Consulta Tabela Mensal de Fundos (Anbima) e Mais Retorno

Apesar desses resultados já serem de certa forma esperados, uma vez que o objetivo primário desses fundos não é superar o Ibovespa, os números obtidos,

principalmente para os *Long Short* Direcionais, impressionam. Mais uma vez, as mesmas considerações feitas a respeito da comparação com o fundo referenciado DI são válidas para esse cenário.

6.3 - Índice Sharpe: Risco e Retorno

Em 1990, o economista americano William Sharpe criou uma fórmula matemática com o objetivo de auxiliar investidores sobre o possível risco que estariam incorrendo ao optar por determinado investimento. A ideia de Sharpe ao criar tal indicador era que, até então, avaliava-se investimentos, focando, única e exclusivamente, nas rentabilidades passadas. Seguindo essa lógica, as chances do investidor tomar uma decisão enganosa era muito mais elevada, uma vez que retorno passado não era garantia de retorno futuro, além do fato de que não se pode ignorar a volatilidade da carteira e o risco assumido. Sendo assim, o economista incluiu os dados previamente ignorados (volatilidade e risco), resultando no indicador que conhecemos hoje.

O índice oferece ao investidor uma ideia da relação entre risco corrido e retorno auferido, sendo estimado a partir da relação entre o retorno do investimento excedente do ativo livre de risco e a volatilidade. Sendo mais específico, chega-se ao valor do índice subtraindo a rentabilidade do ativo livre de risco da rentabilidade do ativo que busca-se avaliar e, posteriormente, o resultado dessa subtração é dividido pela volatilidade do ativo de interesse.

A volatilidade representa as oscilações na rentabilidade de um determinado ativo. Portanto, se um ativo é muito volátil, pode-se inferir que o risco assumido é maior, uma vez que a probabilidade de prever a rentabilidade futura desse ativo é menor. Sendo assim, sabendo que a volatilidade é um indicador de risco, um investidor racional irá exigir um prêmio considerável em relação ao ativo livre de risco para optar por tal investimento.

Calculou-se os Índices Sharpe dos últimos 36 meses dos 33 fundos *Long Short* Direcionais e dos 17 fundos *Long Short* Neutros. Foi escolhido o prazo de 36 meses, levando em consideração que intervalos muito curtos de tempo, muitas vezes, acabam representando de forma imprecisa a realidade dos fundos, enquanto, intervalos mais longos, podem refletir um período muito distinto do atual. Portanto, o prazo de 36 meses se encaixa próximo da metade do período em que está se avaliando os fundos, cinco anos. Vale notar que o fundo referenciado DI e o ETF

Índice Bovespa não tiveram seus respectivos Índices Sharpe estimados, tendo em vista que não se compara Índices Sharpe de fundos de classes distintas.

Tabela 5 – Índice Sharpe dos Fundos *Long Short* Neutros

Fundos Long Short Neutros	Índice Sharpe - 36 meses
BB MULT LP BNP PARIBAS LS FC FI	0,13
OCEANA O3 MASTER FI MULTIMERCADO	2,31
WESTERN ASSET LONG & SHORT FI MULT	0,61
GAP LONG SHORT FI MULTIMERCADO	0,57
XP LONG SHORT FC FI MULTIMERCADO	0,07
OCEANA O30 FIC FI MULTI	1,39
OCEANA O31 FI EM COTAS DE FI MULTI	1,39
ITAÚ PERSON MULT LONG AND SHORT 30 FICFI	1,99
SANTANDER FI STAR LONG & SHORT MULT	0,04
SANTANDER FC STAR LONG & SHORT MULT	0,04
IBIUNA LONG SHORT BP FC DE FI MULT	0,3
WA LONG & SHORT TOP FIC FI MULT	0,54
MANAGER SHARP LS FIC FI MULT	0,46
BRADERSCO FI MULTIMERCADO LONG SHORT	-0,7
BRAD PRIME FICFI MULTIMERCADO LONG SHORT	-0,74
CAIXA FIC LONG SHORT MULTIMERCADO LP	-1,53
CAIXA FI MASTER LONG SHORT MULTIM LP	-1,18

Fonte: Elaboração Própria, Consulta Tabela Mensal de Fundos (Anbima) e Mais Retorno

Tabela 6 – Índice Sharpe dos Fundos Long Short Neutros

Fundos Long Short Direcionais	Índice Sharpe - 36 meses
AZ QUEST TOTAL RETURN FC FI MULT	1,18
NAVI LONG SHORT FI MULT	1,55
EXPLORITAS ALPHA AMERICA LA MAS FI MULT	1,33
CLARITAS LONG SHORT MASTER FI MULT	2,34
ITAÚ MULTIMERCADO LONG AND SHORT FI	2,95
SOLANA LONG AND SHORT FC FI MULT	0,46
ITAÚ LONG AND SHORT PLUS MULTIMERCADO FI	3,08
BB TOP ARBITRAGEM ALAVANCADO FI MULTI LP	1,22
ITAÚ LONG AND SHORT 30 MULT FIFCFI	1,98
ITAU EQUITY HEDGE MULTIMERCADO FICFI	2,02
VERSA LONG BIASED FI MULTIMERCADO	2,52
XP LONG BIASED FC FI MULTIMERCADO	1,27
BRAD FC FI MULT PORTFOLIO LONG BIASED	0,97
FIDES LONG SHORT PLUS FI MULTIMERCADO	1,32
ITAÚ MULT GLOBAL EQUITY HEDGE FICFI	1,98
ITAÚ MULTIMERCADO GLOBAL EQUITY HEDGE FI	2,89
BB MULT LP ARBITRAGEM ESTILO FC FI	0,19
ITAÚ PRIVATE LS PLUS MULTIMERCADO FICFI	2,3
ARX LS MASTER FI MULTIMERCADO	1
VOT FI EQUITY HEDGE MULTIMERCADO	0,49
BNP PARIBAS LONG AND SHORT FI MULTIMERCA	0,21
ITAU MULT EQUITY HEDGE ADVANCED 30 FI	1,26
MANAGER SOLANA LONG AND SHORT FC FI MULT	0,35
ITAU MULT EQUITY HEDGE ADVANCED 30 FICFI	1,26
VICTOIRE LATAM EQUITY FI MULTIMERCADO	0,65
ITAÚ MULTIMERCADO EQUITY HEDGE FICFI	2,29
KINEA DYVERSY EQUITY HEDGE FI MULT	0,7
ITAU PERSON MULT LONG AND SHORT I FICFI	1,99
TAGUS EQUITY HEDGE FI MULTI	-0,31
ITAÚ EQUITY HEDGE ADVANCED 30 MULT FICFI	1,15
BRAD FI MULT SELEÇÃO ESTRATÉGICA	-0,28
SCHRODER BR LONG & SHORT FC FI MULT	-0,96
SCHRODER BR LS FI MULTIMERCADO MASTER	-0,74

Fonte: Elaboração Própria, Consulta Tabela Mensal de Fundos (Anbima) e Mais Retorno

Os valores obtidos nas tabelas acima devem ser interpretados da seguinte maneira: tomando como exemplo o fundo BB Mult LP BNP Paribas LS FC FI dos *Long Short* Neutros, pode-se dizer que para cada 1 ponto de risco que investidor correu no passado, ele obteve um retorno de 0,13 pontos de rentabilidade acima daquela recebida se tivesse optado por um investimento livre de risco. Fundos que apresentaram Índice Sharpe próximo de 1 estão bem posicionados, já que apresentaram rentabilidade acima do ativo livre de risco dado o risco incorrido. Sabendo disso, os fundos que conseguem apresentar Índice Sharpe maior que 1 estão oferecendo uma relação risco-retorno extremamente vantajosa, uma vez que conseguir manter esse número acima de 1 no longo prazo é bem difícil. Por último, um Índice Sharpe negativo indica que o investidor não está sendo devidamente recompensado pelo risco incorrido, sendo a melhor opção, nesse caso, transferir seu investimento para um ativo livre de risco.

Apesar de tudo que já foi dito, é relevante fazer uma consideração acerca do Índice Sharpe. É de conhecimento de todos que uma rentabilidade boa passada não garante uma rentabilidade boa futura. Porém, também sabemos que o Índice Sharpe utiliza rentabilidade e volatilidade passada em seu cálculo, o que sugere que o Índice Sharpe nem sempre será o indicador mais confiável. Portanto, apesar de de ser um indicador importante, o Índice Sharpe não deve determinar a sua decisão de investimento, mas sim ser uma das ferramentas que contribuem para essa decisão.

7. Conclusão

O crescimento da indústria de fundos de investimento no Brasil foi notável, sobretudo, dos que se encaixam na categoria de Hedge Funds, classificados aqui como fundos Multimercado. O objeto de estudo desse trabalho, os fundos *Long Short* – uma subclasse dos Multimercado – foram os escolhidos por apresentarem uma estratégia significativamente agressiva, sobre a qual muitas das decisões a serem tomadas passam pelo gestor. Ao avaliar esse tipo de fundo, estaríamos, de fato, avaliando a qualidade de seus gestores, determinada pela capacidade dos fundos de prover excesso de retorno independente das condições de mercado. Dito isso, a finalidade do trabalho girou em torno da seguinte questão: fundos de gestão ativa, como os *Long Short*, são capazes de superar consistentemente fundos de caráter passivo, como um fundo referenciado ao DI ou um ETF do índice Bovespa?

Os resultados obtidos através da análise da rentabilidade dos fundos *Long Short* Neutros e Direcionais comparados aos fundos de gestão passiva já mencionados indicam que não. Principalmente, no caso em que são contrastados ao ETF do Índice Bovespa, tanto os fundos *Long Short* Neutros quanto os *Long Short* Direcionais apresentaram resultados pouco satisfatórios – uma pequena parcela deles foi capaz de superar o fundo índice em questão. Já quando foram comparados ao fundo referenciado ao DI, obteve-se resultados mais animadores, porém, somente para os *Long Short* Direcionais. Talvez parte desse resultado pode ser atribuída ao fato de que fundos *Long Short* Direcionais apresentam uma postura mais agressiva, uma vez que não possuem limite de exposição. Também é importante notar que, diante desses resultados inesperados, não se pode descartar a Hipótese de Eficiência dos Mercados, como havia sido, inicialmente, sugerido na motivação deste trabalho.

Conclui-se, portanto, que, no Brasil, é mais interessante optar por investimentos de caráter passivo como os citados acima, tendo em vista que a evidência empírica dos últimos 5 anos sugere a incapacidade de um número considerável dos fundos *Long Short* de superar benchmarks, como o CDI e o Ibovespa. Outro fator que contribui para a tese de que o investimento de gestão passiva é mais atraente é o fato das taxas cobradas serem menores, o que quando

somado à uma relação risco-retorno mais favorável torna essa teoria ainda mais forte. Porém, caso a escolha seja um investimento de gestão ativa, é fundamental que os investidores sejam cautelosos no momento de escolher em quais fundos irão alocar seus recursos, uma vez que nem todos os fundos *Long Short* conseguem obter desempenhos interessantes.

8. Bibliografia

ANBIMA. **Cartilha da Nova Classificação de Fundos**. Disponível em: http://www.anbima.com.br/data/files/B4/B2/98/EF/642085106351AF7569A80AC2/Cartilha_da_Nova_Classificacao_de_Fundos_1_.pdf

ANBIMA. **Novo Arcabouço Regulatório dos Fundos de Investimento no Brasil**. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/regulacao/informe-de-legislacao/novo-arcabouco-regulatorio-dos-fundos-de-investimento-no-brasil.htm

ANBIMA. **Tabela Mensal de Fundos**. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm

PETERSEN, André. **A indústria de Hedge Fund no Brasil: uma avaliação preliminar**. 2007

BM&F BOVESPA. **Índice Bovespa (Ibovespa)**. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-bovespa-ibovespa.htm

BORGES, Elaine; MARTELAC, Roy. **Sorte ou habilidade: uma avaliação dos fundos de investimento no Brasil**. 2015

BTG PACTUAL. **O que é CDI e qual a sua influência nos investimentos**. Disponível em: <https://www.btgpactualdigital.com/blog/financas/tudo-sobre-cdi>

CVM. **Instrução CVM 409**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst409.html>

CVM. **Instrução CVM 555**. Disponível em:
<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst555.html>

CVM. **Tabela comparativa entre as instruções 409 e 555**. Disponível em:
<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2014/tabela-comparativaCVM-555-409.pdf>

GOMES FERREIRA, Ramiro. **Índice de Sharpe: Vale a Pena Utilizar Esse Indicador? Entenda Como Ele Funciona, Como É Calculado e a Importância Para os Seus Investimentos**. Disponível em: <https://clubedovalor.com.br/indice-de-sharpe/>

GOMES, Fábio; CRESTO, Vicente. **Avaliação do desempenho dos Fundos Long-Short no Brasil**. 2010

JORDÃO, Gustavo; MOURA, Marcelo. **Performance analysis of Brazilian hedge funds**. 2011

LEUSIN, Liliana; BRITO, Ricardo. **Market timing e avaliação de desempenho dos fundos brasileiros**. 2008.

MILANI, Bruno; CERETTA, Paulo. **O modelo de precificação por arbitragem no contexto dos fundos de investimentos brasileiros**. 2014

MOTA LULA, Pedro. **Hedge Funds no Brasil: Um Panorama Geral**. Disponível em: <https://terraoeconomico.com.br/hedge-funds-no-brasil-um-panorama-geral/>

PORTAL DO INVESTIDOR. **História do Mercado de Capitais**. Disponível em:
https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobil_iarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html

REIS, Fernando. Índice Ibovespa: **O Que é? Como Esse Indicador é Calculado?** Disponível em: <https://blog.magnetis.com.br/o-que-e-indice-bovespa/>

Rentabilidade dos Fundos utilizados na elaboração das tabelas disponível em:
<https://maisretorno.com/melhores-fundos-investimentos>

THEODORO DA SILVA JR., Daphnis. **Visão Geral da Teoria de Eficiência de Mercado.** Disponível em:
https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2265976/mod_resource/content/1/7%20b_Vis%C3%A3o%20geral%20da%20Teoria%20de%20efici%C3%Aancia%20de%20mercado.pdf

TRADER BRASIL. **Alterações da Instrução CVM nº 555.** Disponível em:
<https://blog.traderbrasil.com/2015/11/03/alteracoes-da-instrucao-cvm-no-555-todos-os-cursos-da-trader-brasil-ja-atualizados/>

ViRIATO, Michael. **O que são e como surgiram os fundos multimercados.** Disponível em: <https://degraoemgrao.blogfolha.uol.com.br/2017/09/19/o-que-sao-e-como-surgiram-os-fundos-multimercados/>

WESTERN ASSET. **Novas Instruções da CVM sobre Fundos de Investimento.**

Disponível em: https://www.westernasset.com.br/pt/pdfs/commentaries/201507_Market_Commentary.pdf

