

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DE FUNDOS MULTIMERCADOS NO BRASIL

Rodolfo Ceppas Bastos

Nº de matrícula 9914974

Orientador: José Henrique Tinoco

Junho de 2004

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DE FUNDOS MULTIMERCADOS NO BRASIL

Rodolfo Ceppas Bastos

Nº de matrícula 9914974

Orientador: José Henrique Tinoco

Junho de 2004

“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 Henrique Tinoco, aos meus amigos, a namorada Ana Thereza, familiares, companheiros de trabalho e a todos aqueles que estiveram sempre presentes na minha vida com demonstrações de carinho e estímulo, aos meus pais (Cláudio e Beth) e irmãos (Gui, Camila e Carlos) pelo grande apoio, confiança e torcida até hoje dados a mim e certeza de apoio.

ÍNDICE

I.	INTRODUÇÃO.....	05
II.	O SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO.....	07
II.1	ORGÃOS REGULADORES.....	07
III.	FUNDOS DE INVESTIMENTOS.....	09
III.1	CLASSIFICAÇÃO DOS FUNDOS.....	10
III.2	A ESTRUTURA DE FUNDO DE INVESTIMENTO.....	17
III.3	AS TAXAS COBRADAS DE UM FUNDO.....	18
IV.	A INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS.....	19
V.	OS FUNDOS MULTIMERCADOS.....	22
V.1	O QUE É UM FUNDO MULTIMERCADOS?.....	22
V.2	OS MERCADOS BRASILEIRO E AMERICANO DE HEDGE FUNDS.....	22
V.3	A HISTÓRIA.....	24
VI.	ANÁLISE ESTATÍSTICA.....	29
VII.	ANÁLISE ECONÔMICA.....	33
VIII.	DICAS PARA REALIZAR UM BOM INVESTIMENTO – COMO ESCOLHER UM HEDGE FUND.....	37
IX.	MILHÕES EM FAMÍLIA–O CONCEITO DE “FAMILY OFFICE” EM EXPANSÃO.....	39
X.	CONCLUSÃO.....	42
XI.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	43

I. INTRODUÇÃO

No mercado financeiro de hoje em dia temos um número grande de ativos de alto risco e muitas pessoas têm receios ou não estão com dinheiro disponível para aplicar no mesmo. Para muitos, o mercado de capitais remete ainda a imagem de extremo risco, insegurança e obscuridade, porém, é muito importante que seja esclarecido ao público que a indústria de fundos de investimentos (que será estudada na monografia), é obrigada a obedecer determinados procedimentos, leis, instruções e resoluções e está, portanto, devidamente regulamentada pelo Conselho Monetário Nacional, pela Comissão de Valores Mobiliários, a CVM e pelo Banco Central.

Tais obrigações objetivam a disseminação de informações e uma transparência nos negócios e transações que ocorrem nos fundos de investimentos para com o público, exatamente com o intuito de diminuir o receio existente e atrair um público maior para aplicar em fundos de investimentos.

O sistema financeiro, diferente do que muitos pensam, não é tão simples. No decorrer deste trabalho, abrangeremos grande parte de sua estrutura, comentando suas influências na economia, assim como o esqueleto deste tão complexo sistema. Comentaremos sobre a indústria de fundos de investimentos no mundo e sua evolução no mercado brasileiro, explicitando os motivos que tanto demandaram a atenção de investidores por novas alternativas, os receios de investir em um nicho ainda

desconhecido (fundos Multimercados), o crescimento rápido desta indústria de fundos com características mais agressivas e por final faremos estudos e regressões com análises sobre expectativas futuras deste mercado tão novo no Brasil e ao mesmo tempo tão atraente por investidores.

O universo de “*hedge funds*” ou *fundos Multimercados* cresce a taxas aceleradas no Brasil já há alguns anos, e vem, à medida que os juros reais caem, conquistando investidores que antes restringiam suas aplicações à renda fixa tradicional. Hoje basicamente qualquer área de “*private banking*” oferece a seus clientes um verdadeiro “*menu*” desses fundos, com produtos de diferentes gestores, e até agências comuns vêm enriquecendo as possibilidades de escolha aos correntistas. O sucesso comercial dessa classe de ativos traz naturalmente interesse, prático e acadêmico, quanto a seu padrão de retornos e os riscos envolvidos.

No primeiro item, comentaremos e explicaremos em que consiste o mercado financeiro, as funções e responsabilidades das principais autoridades monetárias (CMN, BACEN e CVM), suas legislações e regulamentações, explicitaremos as principais classificações dos fundos de investimento, tipos de investimentos entre outras características e funções.

Depois faremos estudos sobre o crescimento da indústria de fundos multimercados, com análises estatísticas; motivos que levaram os investidores a demandarem mais estes produtos em seus portfólios; situações econômicas e políticas atuais que influenciaram e influenciam a indústria de fundos; e por último comentaremos sobre expectativas futuras e obstáculos para o crescimento dos multimercados.

Daremos depois exemplos de alguns novos segmentos já muito comuns em outros países, como os “*Family Offices*”, que ganharam bastante espaço no mercado brasileiro nos últimos anos em consequência da evolução da indústria de fundos e uma maior oferta de produtos com qualidade.

II. O SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO

O Sistema Financeiro é caracterizado pelo conjunto de Instituições que atuam de forma a criar e manter um fluxo de recursos entre poupadores e tomadores.

II.1 ORGÃOS REGULADORES

a) O órgão máximo que regula a atuação destas instituições é o CMN. O **Conselho Monetário Nacional** é um órgão normativo, ou seja, sua principal função é a definição das diretrizes das políticas monetária, cambial e creditícias, não cabendo funções executivas. Podemos atribuir ao também como outras atribuições da CMN as seguintes:

- **Controlar o volume dos meios de pagamento** da economia, através das emissões de papel moeda e o estabelecimento de normas para a transação de títulos públicos pelo Banco Central;
- **Regular o valor interno da moeda**, aprovando os orçamentos monetários do Banco Central;
- **Regular o valor externo da moeda**, através da fixação de diretrizes e normas da política cambial;
- Buscar o **aprimoramento das instituições financeiras** e seus instrumentos, objetivando sua liquidez e solvência; regulamentando sempre que necessário, as taxas de juros, comissões e qualquer outra forma de remuneração das instituições financeiras; determinando índice de encaixe, normas de contabilidade, etc...

- **Cordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública interna e externa;**
- Regular as operações de redesconto e de mercado aberto

b) O **Banco Central do Brasil** é o órgão executivo e fiscalizador das políticas determinadas pelo CMN, junto ao Sistema financeiro Nacional. Além destas atribuições o BACEN pode ser considerado:

- **Gestor do Sistema Financeiro Nacional**, definindo regras e limites, controlando as instituições financeiras e suas operações, atuando ainda como fiscalizador das mesmas, podendo chegar a intervir ou liquidar judicialmente uma Instituição financeira.
- **Executor da Política Monetária**, controlando os meios de pagamento e sendo responsável pelo orçamento monetário e instrumentos de política monetária;
- **Emissor, sendo responsável pela emissão do meio circulante;**
- **Banqueiro do Governo, financiando o Tesouro Nacional;** administrando a dívida externa e interna, gerindo as reservas internacionais e representando o sistema financeiro Nacional junto às instituições financeiras internacionais.

c) A CVM, **Comissão de Valores Mobiliários**, é uma autarquia do Ministério da Fazenda, e atua sob a orientação do CMN. A CVM tem seu poder disciplinador e fiscalizador atuando sobre três grandes segmentos do mercado: *Instituições financeiras*; *Companhias de capital aberto* (com valores mobiliários negociados em bolsa e mercado de balcão) e *investidores* (protegendo seus clientes).

Em tese, **o principal objetivo da CVM é o fortalecimento do mercado de ações e títulos mobiliários**, estimulando à aplicação de recursos no mercado acionário; garantindo o funcionamento das bolsas e instituições auxiliares, dando proteção aos titulares de valores mobiliários e atuando na fiscalização da emissão, registro, distribuição e negociação de títulos emitidos pelas SA de capital aberto (debêntures).

III. FUNDOS DE INVESTIMENTOS

Ao longo deste projeto analisaremos e desenvolveremos estudos sobre a evolução deste mercado em constante expansão no Brasil, mas antes é importante entender o que é um fundo de investimento, suas respectivas classificações segundo Anbid e Bacen e a metodologia de cada segmento, inclusive sobre os fundos Multimercados, segmento este que estará sendo mais abordado em próximos capítulos.

Os fundos de investimentos são uma alternativa de investimento onde seus investidores fazem parte de um “condomínio” e formalizam seus investimentos ao comprar em cotas do fundo (dos quais são os cotistas).

A soma dos recursos dos cotistas de cada fundo é administrada por profissionais (Asset Management por exemplo) de instituições autorizadas para tal. Estes profissionais quando vão a mercado aplicar os recursos dos seus respectivos fundos, têm, quando o produto a ser adquirido para o fundo permite, mais “poder de barganha” do que cada investidor individualmente teria.

Os diferentes tipos de fundos existentes são regulamentados pela CVM e pelo Banco Central. A ANBID tem sua classificação dos fundos (trataremos este item na seqüência).

Os diferentes tipos de fundos de investimentos existentes no mercado são criados de forma a oferecer aos diferentes perfis de clientes várias alternativas de relação risco x retorno. É fundamental que os clientes dos fundos saibam exatamente qual é o objetivo de cada tipo de fundo, assim como seu risco associado além dos seus direitos e obrigações.

Cada fundo tem seu estatuto próprio que estabelece seus objetivos, classes de ativos que podem fazer parte da carteira, riscos assumidos, regras para entrada e saída dos recursos, custos de administração, entre outros.

Conforme já explicitado, este projeto consiste em analisar a evolução da indústria de fundos, dando ênfase nos fundos Multimercados. Logo abaixo segue todos os tipos de fundos de investimentos existentes no Brasil, suas respectivas classificações, objetivos e riscos. Quando tratarmos neste estudo sobre a “indústria de fundos”, estaremos nos relacionando a toda esta “família” de fundos abaixo explicitadas.

III.1 CLASSIFICAÇÃO DOS FUNDOS

A Anbid classifica os fundos em 4 (quatro) diferentes categorias:

- 1) Fundos de investimento
- 2) Fundos Mútuos de Privatização
- 3) Fundos Off Shore
- 4) Fundos de Previdência

1) Fundos de Investimento

- i) **Referenciados**

Se propõe a acompanhar um índice em termos de performance.

i.a) Fundos Referenciados DI

São os que devem reproduzir a rentabilidade do CDI / Selic. O CDI de um determinado período é encontrado através da somatória das taxas de juros diárias (considerando os dias úteis) praticadas no mercado.

Risco: CDI

É importante avaliar o perfil dos clientes que aplicam neste tipo de fundo para avaliar o risco que cada um deles está incorrendo:

- **Para o investidor que deseja obter uma rentabilidade que reflita a trajetória dos juros**, o fundo DI oferece este comportamento. Ou seja, para este investidor, este fundo cumpre seus objetivos, sem risco.
- **Para o investidor que considera que os juros subirão** (mais do que a taxa pré-fixada praticada no mercado) e, portanto, aplica em juros pós-fixados, no caso o DI, o risco é o de que os juros caiam e proporcionem uma rentabilidade menor do que o pré-fixado.

i.b) Fundos referenciados a Câmbio

São os fundos cuja rentabilidade deve seguir a variação da moeda americana (variação cambial) e o cupom (juros) acima desta variação cambial, que são praticados no mercado local.

Risco: que a variação cambial+cupom (juros) dos papéis em carteira fiquem abaixo da referência do investidor (por exemplo, fiquem abaixo do CDI).

i.c) Referenciados outros

Estes fundos buscam acompanhar (e não superar) qualquer parâmetro de performance que não seja variação cambial ou juros de curto prazo. Os Fundos, neste caso, devem seguir os parâmetros de performance que possam ser explicitados, como, por exemplo, o IGPM.

Risco: que o indexador em referência ofereça uma rentabilidade abaixo do que outra referência do investidor (que fique abaixo do CDI, por exemplo).

ii) Fundos de Renda Fixa

ii.a) Fundo de Renda Fixa

Tem como objetivo buscar a rentabilidade em ativos de renda fixa. Estão proibidos nestes fundos:

- Investimentos com risco em renda variável
- Índice de preço
- Variação cambial
- Alavancagem

ii.b) Fundo de Renda Fixa Crédito

Tem títulos de renda fixa de qualquer risco de crédito. Estão proibidos nestes fundos:

- Investimentos com risco em renda variável
- Índice de preço
- Variação cambial

ii.c) Fundo de Renda Fixa Multi índices

Qualquer espectro de crédito incluindo estratégia que implique em variação de índice de preços. Estão proibidos nestes fundos:

- Investimentos com risco em renda variável
- Variação cambial

ii.d) Fundo de Renda Fixa Alavancados

São os que têm investimentos em ativos de renda fixa de qualquer espectro de crédito, incluindo estratégia que implique em variação de índice de preços. Estão proibidos nestes fundos:

- Investimentos com risco em renda variável
- Variação cambial

iii) Fundos Balanceados

São Fundos que buscam retorno de longo prazo através de investimentos em várias classes de ativos: Renda Fixa, câmbio e ações.

Eles não podem ser alavancados. Sua estratégia é a diversificação e o deslocamento tático entre as várias classes de ativos no curto prazo.

Estes fundos devem estabelecer com qual “mix” de ativos devem ser comparados (benchmark asset allocation) ou devem definir previamente intervalos de alocação pré-definidos entre as diferentes classes de ativos.

Estes fundos devem ser comparados a apenas uma classe de ativos (por exemplo, eles não poderiam ser comparados a 100% do CDI).

iv) Fundos Multimercados

Sem alavancagem e sem renda variável

Procuram agregar valor através da aplicação em várias classes de ativos, buscando diversificação, exceto renda variável. Eles não podem se alavancar.

Estes fundos não têm especificado em seu estatuto o “mix” de ativos com o qual devem ser comparados (asset allocation benchmark) e podem, inclusive, ser comparados a parâmetro de desempenho que reflita apenas uma classe de ativo (por exemplo 100% do CDI).

Sem alavancagem e com renda variável

Procuram agregar valor através da aplicação em várias classes de ativos, incluindo renda variável, buscando diversificação. Eles não podem alavancar.

Estes fundos não têm especificado em seu estatuto o mix de ativos com o qual devem ser comparados (asset allocation benchmark) e podem, inclusive, ser comparados a parâmetro de desempenho que reflita apenas uma classe de ativo (por exemplo 100% do CDI).

Com alavancagem e sem renda variável

Procuram agregar valor através da aplicação em várias classes de ativos, buscando diversificação, exceto renda variável.

Estes fundos não têm especificado em seu estatuto o “mix” de ativos com o qual devem ser comparados (asset allocation benchmark) e podem, inclusive, ser comparados a parâmetro de desempenho que reflita apenas uma classe de ativo (por exemplo 100% do CDI).

Com alavancagem e com renda variável

Procuram agregar valor através da aplicação em várias classes de ativos, incluindo renda variável, buscando diversificação.

Estes fundos não têm especificado em seu estatuto o “mix” de ativos com o qual devem ser comparados (asset allocation benchmark) e podem, inclusive, ser comparados a parâmetro de desempenho que reflita apenas uma classe de ativo (por exemplo 100% do CDI).

v) Fundo com Capital Protegido

São os fundos que buscam retorno em mercados de risco, mas protegem o capital.

Isto significa que se a rentabilidade for negativa, o investidor tem garantia do principal aplicado preservado. Em contrapartida, se a rentabilidade for positiva (como é o desejado), o investidor tem o benefício de parte desta rentabilidade.

vi) Fundos de Investimento no Exterior (FIEEX)

Investem em títulos de dívida externa de responsabilidade da União (mínimo de 80% da carteira) e até 20% em títulos de crédito negociados no mercado internacional (com concentração máxima de 10% em um mesmo emitente).

Importante estar salientando que estes fundos podem realizar operações no mercado internacional organizado de derivativos (Bolsas) exclusivamente para hedge.

Podem também operar na BM&F (Brasil) ou em Balcão (registrado na CETIP) em derivativos de títulos da dívida externa da União.

vii) Fundos de Ações

Ibovespa:

São fundos que têm como objetivo replicar o comportamento Ibovespa.

IBX:

São fundos que têm como objetivo replicar o comportamento do IBX.

Fundos de Ações ativos:

Fundos Ibovespa: Buscam superar a variação do Ibovespa. Estes fundos devem distribuir, no mínimo, 95% do lucro auferido.

2) Fundos Mútuos de Privatização

3) Fundos Off Shore

São carteiras que aplicam seus recursos disponíveis no exterior em ativo brasileiros e que têm sua sede localizada formalmente no exterior.

Estes podem ser tanto renda fixa, quanto renda variável.

4) Fundos de Previdência

São fundos voltados para a aposentadoria: *FAPI / PGBL*

III.2 A ESTRUTURA DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO

Para a existência de um fundo, não é necessário apenas os gestores. Esta estrutura é um pouco mais complexa e envolve outras partes, às vezes, quando se trata de gestores independentes, envolve até mesmo outras instituições.

Há nesta estrutura três partes envolvidas: O gestor, o administrador e o custodiante.

Gestor: Este é o responsável pelas tomadas de decisão de investimento. O gestor tem a responsabilidade de escolher os ativos que farão parte da carteira do fundo. Mais adiante neste estudo veremos as diferenças entre os gestores independentes e os grandes Bancos.

Administrador: Este tem a função de servir na parte operacional (como um back-office) da equipe de gestão, com a responsabilidade do cálculo de cotas, envio de correspondência aos clientes, verificar enquadramento dos fundos, entre outras funções.

O administrador é o responsável Legal dos fundos de investimento perante todos os órgãos reguladores (exemplo Banco Central e CVM), respondendo assim à todo e qualquer ofício, problemas de passivo / clientes que possam vir a ocorrer.

Custodiante: Este tem o objetivo de custodiar / “guardar” os ativos que compõem a carteira dos fundos.

Auditoria: Este é o responsável por auditar os fundos, com o objetivo de verificar se os fundos estão de acordo com as legislações vigentes e preparar demonstrativos de resultados.

III.3 AS TAXAS COBRADAS DE UM FUNDO

Normalmente as taxas cobradas por um fundo são as taxas de administração e a taxa de performance (principal receita dos gestores), além da taxa de registro do fundo na Anbid, taxa de custódia, taxa de fiscalização, auditoria, publicação de cotas, entre outras.

IV. A INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

Na indústria de fundos atualmente dois grandes concorrentes disputam a preferência dos investidores, os Bancos e os gestores independentes.

Os gestores independentes são constituídos em sua grande maioria por ex-diretores de tesouraria de grandes Bancos, que deixaram seus altos cargos de lado em busca de formar seus próprios negócios e seguir um modelo já muito comum na indústria de fundos americana, montaram assim suas “assets managements”. Este conceito já é bastante desenvolvido nos EUA, e segundo a revista “Forbes”, mais de 90% dos recursos investidos estão alocados em “Hedge Funds” (no Brasil classificados como fundos multimercados (classificação Anbid) ou FIFs genéricos (classificação Banco Central)) geridos pelas “assets” independentes. No Brasil, no entanto, há 10 anos atrás o conceito era totalmente desconhecido e hoje, apesar de não existir nenhum estudo concretizado, estima-se que os gestores independentes representem um pouco menos de 10% da indústria de fundos. Segundo dados da Gazeta Mercantil, dos 15 maiores FIFs genéricos do país, 09 são geridos pelas “assets” independentes.

Os gestores independentes não são como um Banco, sua única e exclusiva atividade é a gestão de recursos de terceiros e a principal fonte de receita é a taxa de administração e performance. Estes ganharam bastante espaço nos últimos anos principalmente com seu principal produto, os fundos MULTIMERCADOS. Logo abaixo veremos a evolução deste segmento.

As vantagens oferecidas por gestores independentes:

1. Foco: um “asset” independente exerce uma única atividade: gestão de recursos de terceiros. As demais atividades, como áreas operacionais (ex.: back-office) e custódia, são terceirizadas, na maioria da vezes, para instituições de porte e credibilidade inquestionáveis.
2. Alinhamento de interesses: sua única fonte de receitas é advinda da atividade de gestão de recursos de terceiros, e é diretamente ligada à rentabilidade dos produtos oferecidos.
3. Independência: é instituição não-financeira, o que evita o conflito de interesses quando o serviço de gestão de fundos de investimentos é realizado por bancos. Um “asset” independente não tem poder, por exemplo, de emitir títulos ou debêntures, e de colocar estes títulos (próprios) nos fundos sob sua gestão, além de não exercer atividades de tesouraria, normalmente realizadas por bancos, e conflitantes com a gestão dos fundos;
4. Ausência de Risco fiduciário: um “asset” independente é um simples prestador de serviços. Desta forma, o cliente não corre risco fiduciário da instituição gestora, risco este que eventualmente pode indiretamente existir se o cliente investe em fundo gerido por uma instituição financeira que possui títulos emitidos pela própria instituição.
5. Estrutura: As “assets” independentes brasileiras costumam seguir o modelo de gestão norte americano, exercendo apenas a atividade de gestão, e terceirizando as demais atividades. Os principais bancos do Brasil já oferecem produtos geridos por “assets” independentes aos seus clientes.
6. Confiança: Alguns dos principais bancos estrangeiros em atividade no Brasil já alocam significativo volume de recursos de seus clientes em “assets” independentes brasileiros. Dentre estes bancos, podemos citar: Bank Boston, Citibank, JP Morgan

Chase, HSBC, ABN Amro Bank, BNP Paribas, Credit Lyonnais, entre outros. Antes de alocar recursos de seus clientes em “assets” independentes, os bancos submetem as “assets” a um longo e criterioso processo de “due diligence”, de forma a ratificar que os processos de gestão e de controle de riscos são corretamente exercidos.

V. OS FUNDOS MULTIMERCADOS

V.1 O QUE É UM FUNDO MULTIMERCADOS?

Os fundos Multimercados, conforme denominados, podem atuar em todos os mercados, sem limites pré-definidos de exposição em cada ativo. Distingue-se entre si pela utilização de renda variável e realização de operações alavancadas (operações maiores que o patrimônio do fundo, utilizando derivativos). Tal diferença de exposição a risco se traduz em objetivos de rentabilidade dispersos. Em geral os fundos classificados como Multimercados tem objetivo de rentabilidade situado na faixa entre 110% e 180% do CDI.

V.2 OS MERCADOS BRASILEIRO E NORTE-AMERICANO DE HEDGE FUNDS

O primeiro “hedge fund” de que se tem notícia foi aberto por um sociólogo e jornalista chamado Winslow Jones em 1949. A proposta era de investimento em ações sem exposição aos riscos (e benefícios) do mercado consolidado, como os fundos “market neutral” atuais, cobrando taxa de performance de 20%. Com seu sucesso comercial, surgiram nos anos 50 e 60 uma série de concorrentes e, em 1966, a revista Fortune trazia uma reportagem sobre a nova classe de fundos.

É interessante notar que, ao passo que no Brasil os “hedge funds” nasceram como proposta de renda fixa com maiores riscos e perspectivas de retorno, nos EUA o tema de

investimento é em geral entendido, desde o fundo de Jones, como busca de prêmio semelhante aos existentes no mercado acionário, com menor exposição a risco. Aqui os resultados são tipicamente comparados com a rentabilidade dos juros, enquanto que lá costuma-se confrontar retorno e volatilidade com os proporcionados pelas ações.

O crescimento da indústria norte-americana se acelerou a partir dos anos 80, passando a uma média de 20% ao ano, e em 2000 havia aproximadamente seis mil “hedge funds” com patrimônio de US\$ 500 bilhões (Lochoff, 2002). No Brasil, a classe de ativos se consolidou nos últimos cinco anos, e o número de fundos se multiplicou em boa parte devido a duas terceirizações que viabilizaram as “boutiques” de investimento – a da distribuição, que permite aos gestores captar recursos sem a montagem de uma extensa equipe de vendas, e a da administração, que os dispensa das atividades burocráticas e administrativas. Hoje existem aproximadamente 1050 fundos, com patrimônio de aproximadamente R\$ 38 bilhões¹, classificados pela Anbid (Associação Nacional dos Bancos de Investimento) como “Multimercado com Renda Variável com Alavancagem”. Destes, apenas uma pequena fração, algo entre 50 e 100 fundos, com patrimônio da ordem de R\$15 a R\$20 bilhões, são considerados pelo mercado como “hedge funds”, em oposição a carteiras com estratégias mais restritas e / ou objetivo de simples “cash enhancement”. Além de não haver distinção formal observável, a própria delimitação exata dos “hedge funds” não é consensual no Brasil.

Há diferenças marcantes entre as duas indústrias no que diz respeito a estrutura administrativa. Nos EUA, os fundos são estabelecidos como sociedades limitadas, pouco reguladas e isentas dos controles do “Company Act” de 1940 (restrições a alavancagem, venda a descoberto, concentração de risco, etc.), que se aplicam aos “mutual funds”. Por outro lado, sofrem limitações na oferta ao público – número máximo de quotistas, “investidores qualificados”, etc. Em geral, são abertas também versões “off-shore” – corporações registradas em paraísos fiscais, com menor tributação para não-residentes.

¹ Fonte: Anbid; dados de março de 2004

A literatura trata dos efeitos da baixa regulamentação sobre os “hedge funds” norte-americanos. A isenção da obrigação de reportarem informações detalhadas à SEC, ou de serem auditados, em geral trazem preocupações quanto à transparência. Parte dos fundos escolhe ser auditada para sinalizar profissionalismo e boa governança; mesmo assim, em geral a auditoria é bastante limitada (40% de uma amostra ampla não é adequadamente auditada – Liang, 2003). Um impacto importante da falta de regulamentação é a ausência de padronização de precificação que, associada à baixa liquidez de muitos dos ativos detidos pelos “hedge funds”, gera dificuldades para a avaliação de performance – ver Asness & Liew (2001).

No Brasil, não há diferenças significativas entre a estrutura legal /administrativa de um “hedge fund” e a de um fundo de renda fixa tradicional. São atualmente raros os problemas de precificação; na verdade, as questões de precificação mais delicadas em nosso mercado se encontram nos fundos mais conservadores, em especial os que investem em crédito privado.

Outra diferença entre os “hedge funds” brasileiros e americanos reside na segregação de estratégias. Ao passo que nos EUA há alto grau de especialização e categorização relativamente estanque (*Opportunistic, event driven, futures and currencies arbitrage, market timing, market neutral, global, etc*), no Brasil existe pouca divisão em categorias, e em geral as estratégias utilizadas variam de acordo com alterações na equipe e o momento de mercado.

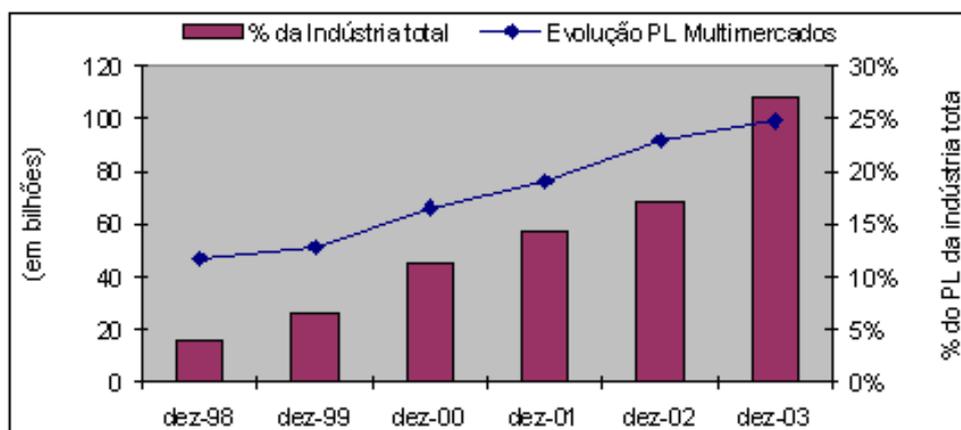
V.3 A HISTÓRIA

A indústria de fundos de investimentos no Brasil vem passando por um crescimento que já pode ser dito exponencial. No início da década de 90 pouco se escutava falar sobre o conceito de fundos Multimercados ou “Hedge Funds”, como é conhecida nos EUA, onde esta indústria já está bem desenvolvida e abrange a grande maioria dos investidores.

A partir de 1997 a indústria de fundos Multimercados começou a ganhar bastante força no Brasil quando grandes bancos já ofereciam estes produtos aos seus clientes. Sendo liderados pelos pioneiros Banco Icatu e Banco Itaú muitos outros perceberam a demanda que havia pelo produto e iniciaram um pesado investimentos no segmento.

Recentemente o surgimento de empresas de gestão de recursos independentes (“assets managements”) tem se tornado cada vez mais freqüente. Grandes diretores e gestores de tesouraria dos Bancos optam por deixar seus altos cargos de lado e se arriscarem em uma nova empreitada, empreitada esta que vem ganhando força no Brasil com o surgimento quase diário de novos fundos na indústria.

Nos últimos anos, temos observado um crescimento expressivo na indústria brasileira dos fundos Multimercados. O volume de recursos aplicados nesse tipo de fundo vem aumentando ano após ano, tendo passado de 11,6%, em dezembro de 1998, para 25% do volume total da indústria de fundos nacional no fim de 2003, conforme apresentado no gráfico abaixo:



Fonte: Anbid

O crescimento dos Fundos Multimercados pode ser explicado pela conjugação de alguns fatores. A queda da taxa de juros local, por exemplo, tem levado investidores a buscarem alternativas mais rentáveis em relação aos fundos de renda fixa tradicionais. O fato de a rentabilidade dos “hedge funds” tender a não ser tão atrelada ao CDI os torna

opções de investimento mais interessantes. E, conforme já explicado anteriormente, a redução do número de bancos em atividade no Brasil vem inserindo no mercado grande número de executivos experientes, que viram na indústria de fundos uma forma de continuar gerindo recursos, ampliando o leque de produtos disponíveis. Soma-se, ainda, a divulgação dos bons resultados obtidos por alguns fundos pioneiros, que desde 1996 vêm comprovando seu potencial (como por exemplo, o GAP Hedge, gerido pela GAP Asset Management).

Os atrativos mencionados evidenciam outro produto: o Fundo de Aplicação em Quotas (FAQ) de fundos Multimercados, que aloca seus recursos em quotas de Fundos de Investimentos Financeiros (FIF) com o objetivo de maximizar a relação risco x retorno. O conceito é simples: se um gestor escolhe 10 bons fundos que buscam rentabilidade de 150% do CDI, na média, o FAQ tende a performar próximo ao “target” definido, com a vantagem da diminuição de risco proporcionada pela diversificação.

Tais benefícios foram a principal razão do crescimento de 330% no volume de recursos alocados nesses fundos nos últimos quatro anos. A estratégia vem sendo utilizada principalmente pelos “Private Banks” e “Family Offices”, que replicam as práticas dos mercados mais desenvolvidos para melhor adequar os produtos ao perfil de risco dos clientes.

A “explosão” identificada na indústria de fundos brasileira não foi acompanhada, no entanto, de uma segmentação a exemplo da indústria “offshore”, que permite uma classificação para cada perfil de investimento (*Emerging Markets, Global Macro, Managed Futures, Market Neutral, Fixed Income Arbitrage, Convertible Arbitrage, Event Driven, Long & Short* etc). A diversificação facilita o trabalho dos gestores de “fund of funds” (FAQs), que precisam apenas definir o peso atribuído às diferentes estratégias, e, em seguida, escolher os melhores fundos em cada uma delas, tornando a gestão mais eficiente.

No Brasil, a maior parte dos “hedge funds” é classificada como “Fundos Multimercados com Renda Variável com Alavancagem”. Tal superficialidade é

verificada tanto na classificação “oficial” da indústria quanto no discurso de alguns gestores. O breve histórico desta indústria no Brasil (quando comparado aos Estados Unidos, por exemplo), os diferentes níveis de “eficiência” entre os dois mercados, a falta de instrumentos de derivativos no mercado local, e, principalmente, a ausência de liquidez dos instrumentos existentes no País são algumas razões do fenômeno.

A não existência de uma análise mais criteriosa obriga investidores mais qualificados a agrupar os fundos de acordo com a estratégia adotada e o nível de risco tomado, para em seguida, pensar na composição de seus portfólios. A gestão dos FAQs domésticos também se torna mais trabalhosa, pois parte da análise qualitativa se torna muito menos precisa, exigindo do gestor um período maior de observação.

Felizmente, o mercado nacional dá indícios de que a segmentação começa a acontecer. Um exemplo é o crescimento expressivo de fundos “Long & Short” de ações, um dos mais oferecidos na indústria de fundos mundial. Sua estratégia consiste em buscar rentabilidade através de arbitragens no mercado de renda variável, mais especificamente comprando ações de empresas com elevado potencial de valorização, com base em análises fundamentalista e técnica, e vendendo papéis de quem se espera uma má performance relativa, em um determinado período.

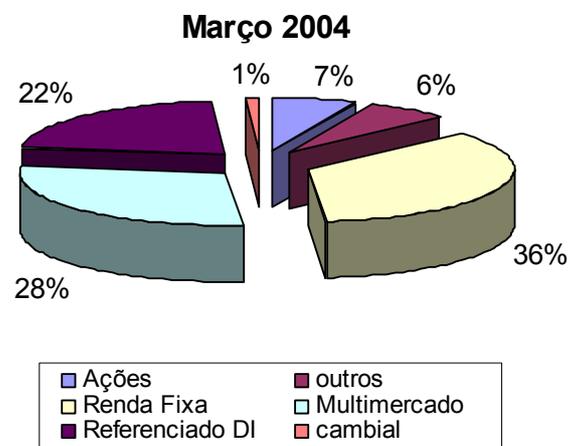
Em comparação ao resto do mundo, um ponto favorável da indústria de fundos no Brasil é o nível de “disclosure”, o grau de transparência praticado pelos gestores quanto às informações dos fundos administrados fornecidas aos quotistas. Dados como abertura de carteiras com algum período de defasagem, limites de risco a que os fundos estão sujeitos, operações mais utilizadas pela equipe de gestão e as que mais contribuíram para o resultado da carteira são muito importantes para os investidores no processo de tomada de decisão, pois diminuem a ocorrência de episódios como observados no passado, em que fundos conhecidos apresentaram perdas significativas de patrimônio.

Em relação aos investidores, eliminar a superficialidade na classificação da indústria de fundos “diferenciados” ou “hedge funds” no Brasil, diminuiria a

probabilidade de investidores menos qualificados, com menos acesso às informações, realizarem investimentos incompatíveis com seu perfil de risco.

Mas, a despeito desses pequenos obstáculos, continuaremos a observar a bonança no segmento.

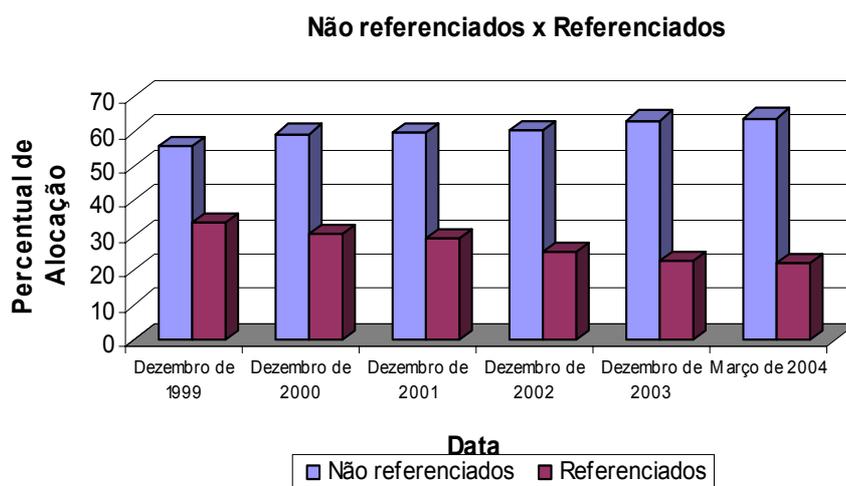
Os fundos Multimercados respondem por quase 30% do total da indústria de fundos mútuos.



Fonte: Anbid

VI. ANÁLISE ESTATÍSTICA

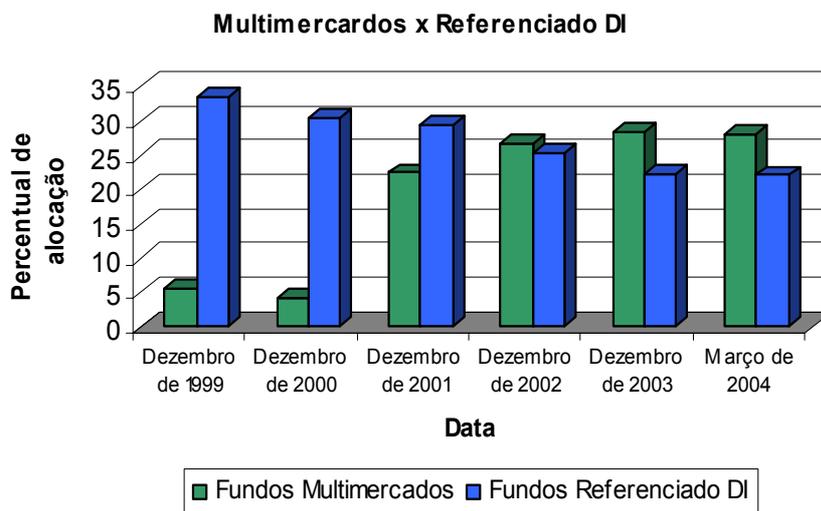
No decorrer dos últimos anos houve uma forte migração dos fundos referenciados para os não referenciados.



Fonte: Anbid

Uma análise mais detalhada percebemos que este deslocamento dos fundos referenciados DI está principalmente concentrados nos fundos Multimercados. Em decorrência da fraca performance dos fundos neste início do ano de 2004, estima-se que a indústria de fundos sofra resgates nos próximos meses do ano, e conseqüentemente a categoria dos Multimercados sofrerá bastante, mas assim como momentos no passado, é

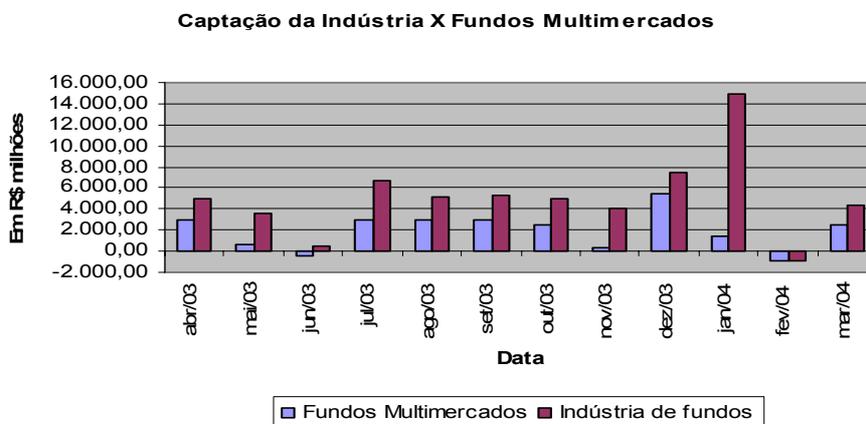
um acontecimento cíclico. Esta perda de patrimônio dos fundos reflete a insegurança do investidor brasileiro.



Fonte: Anbid

No gráfico abaixo podemos perceber a captação da indústria de fundos mês a mês no último ano. Percebe-se a relevante participação dos fundos Multimercados como principal demanda dos investidores.

A categoria dos Multimercados responde por **17%** da captação total nestes primeiros 3 meses de 2004 (até fechamento de março) e **38%** nos últimos 12 meses.



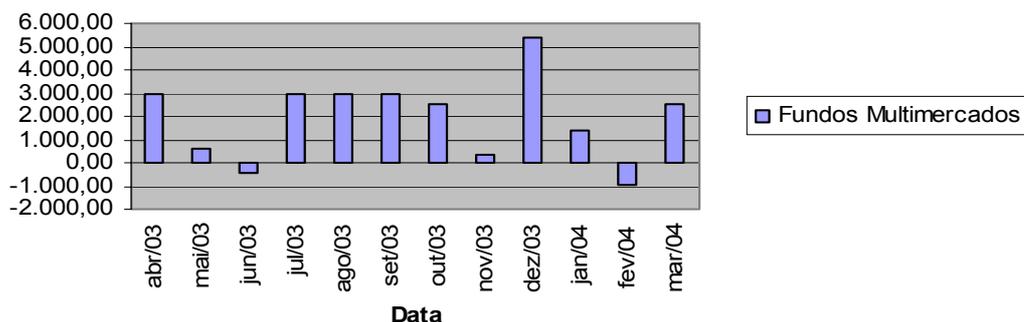
Fonte: Anbid

Percebe-se na tabela abaixo a grande demanda por **Multimercados com alavancagem e com renda variável**, que representam no ano 62% da demanda pela categoria e 51% nos últimos 12 meses.

	2004 até março	12 meses
Multimercados sem RV	-285,48	3.615,62
Multimercados com RV	755,90	4.003,13
Multimercado s/ RV c/ Alav.	628,84	3.624,32
Multimercados c/ RV c/ Alav.	1.870,21	11.941,61
Total	2.969,47	23.184,68

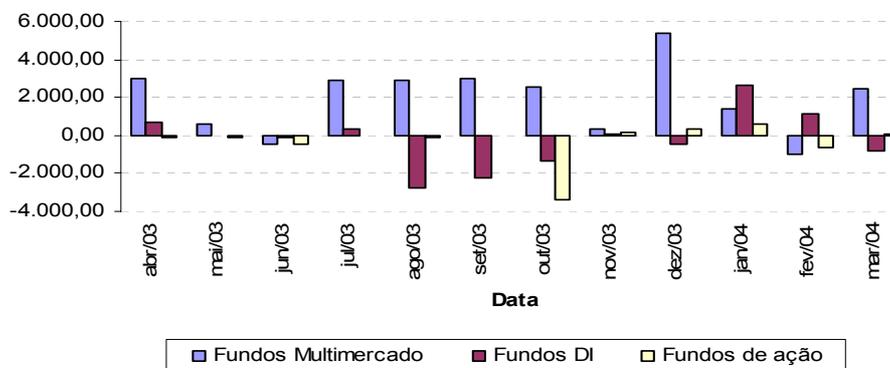
Fonte: Anbid

Captação Mensal em R\$ MM - últimos 12 meses



Fonte: Anbid

Capitação Mensal em R\$ MM - Últimos 12 meses



Fonte: Anbid

Veja na tabela abaixo a captação até junho de 2004 por segmento

Fonte: Anbid

Resumo da Industria de Fundos entre 02/01/2004 e 31/05/2004				
Tipo	Patrimonio (R\$ milhão)		Captação (R\$ milhão)	Crescimento (%)
	Em	Em	No período	No período
	02/01/2004	31/05/2004		
Ações Fechado	4,627.25	5,033.89	-224.11	-4.84
Ações IBOVESPA Ativo	4,206.62	2,916.99	-820.31	-19.5
Ações IBOVESPA Ativo Com Alavancagem	2,784.65	2,260.25	-236.71	-8.5
Ações IBOVESPA Indexado	1,164.18	838.35	-174.06	-14.95
Ações IBX Ativo	1,734.50	1,426.04	-189.5	-10.93
Ações Outros	2,969.41	3,150.16	438.58	14.77
Ações Outros Com Alavancagem	1,301.55	1,028.85	85.67	6.58
Fundos de Priv. CVRD - FGTS	2,655.02	2,363.20	-90.64	-3.41
Fundos de Priv. Petrobras - FGTS	2,967.65	2,763.76	-125.17	-4.22
Total de Ações	25,972.05	23,141.23	-1,353.06	-5.21
Referenciado Câmbio	2,720.08	2,636.14	-176.57	-6.49
Referenciado Euro	77.63	76.93	-3.44	-4.44
Total de Cambiais	2,797.71	2,713.07	-180.01	-6.43
Curto Prazo	13,260.50	14,896.98	895.88	6.76
Referenciado DI	95,075.43	98,138.17	-1,085.26	-1.14
Total de DI	108,335.93	113,035.15	-189.37	-0.17
Balanceados	1,734.86	1,942.41	58.37	3.36
Multimercados Com RV	35,202.00	35,672.39	-1,562.82	-4.44
Multimercados Com RV Com Alavancagem	31,161.34	32,538.73	846.02	2.71
Multimercados Sem RV	36,639.75	39,771.78	819.37	2.24
Multimercados Sem RV Com Alavancagem	5,190.80	6,556.45	655.16	12.62
Total de Multicarteira	109,928.74	116,481.77	816.1	0.74
Investimento no Exterior	236.19	258.71	17.9	7.58
Off Shore Renda Mista	162.06	219.07	97.48	60.15
Off Shore Renda Variável	429.56	325.79	111	25.84
Total de Outros	1,087.90	ND	236.61	21.75
Previdência Multimercados Com RV	437.13	629.94	176.84	40.46
Previdência Multimercados Sem RV	5,080.43	5,967.93	615.5	12.12
Previdência Referenciado DI	219.3	258.55	28.57	13.03
Previdência Renda Fixa	14,089.09	17,107.66	2,269.28	16.11
Previdência Renda Fixa Multi-Índices	937.75	1,231.73	239.47	25.54
Total de Previdência	22,267.02	27,000.32	3,619.60	16.26
Referenciado Outros	1,495.63	1,641.30	13.07	0.87
Renda Fixa	98,938.10	106,055.87	269.43	0.27
Renda Fixa Crédito	7,162.72	8,060.85	849.88	11.87
Renda Fixa Multi-Índices	52,194.66	61,781.75	6,684.98	12.81
Total de Renda Fixa	160,999.23	178,982.31	7,999.43	4.97
Total	431,388.58	ND	10,949.29	2.54

VII. ANÁLISE ECONÔMICA

O Brasil enfrenta um período de forte turbulência neste início de 2004 devido a uma conjunção de fatores externos e internos. O desfecho, positivo ou negativo, será determinado pela capacidade do governo de reconstruir a equação do ciclo virtuoso: Crescimento sustentado com estabilidade.

O governo Lula assumiu sob um contexto de grande desconfiança. Por isso, o compromisso com a política fiscal e monetária foi crucial. Os benefícios foram imediatos: a percepção de que o discurso voluntarista cedera lugar a uma política consistente derrubou o risco Brasil de 2.443² pontos base (p.b.), no auge da crise, em setembro de 2002, para 1.446³ p.b no fim daquele ano.

Em novembro de 2003, o risco rompeu a marca de 600⁴ p.b. pela primeira vez. É verdade que esta queda foi acelerada pelo excesso de liquidez global. Afinal, diante dos baixos juro internacionais, os gestores ao redor do mundo buscaram no Brasil a perspectiva de retornos elevados com chance de ganhos de capital.

Mas os méritos do governo Lula são grandes e incontestáveis. Graças à consistência da política macro, o Brasil exhibe uma economia em franca retomada da

² Fonte: GAP Asset Management

³ Fonte: GAP Asset Management

⁴ Fonte: GAP Asset Management

atividade (PIB bom), ótima performance do setor externo, relação dívida líquida sobre o PIB declinando e inflação sob controle, ainda que a política monetária tenha que ser cautelosa. Importante lembrar que exceto pelo período da crise de desconfiança de 2002, quando a expectativa de inflação disparou após a alta do dólar, a taxa Selic descontada das expectativas de inflação doze meses a frente nunca esteve abaixo de 10%.

Diante de um quadro benigno, seria razoável supor que um “boom” de investimentos estaria em gestação. No dia 13 de janeiro de 2004, o risco-Brasil fechou a 429⁵ pontos base e, presumivelmente, embutia esta expectativa. Infelizmente o roteiro do ciclo virtuoso foi interrompido. Uma crise política mal gerenciada abriu o flanco para que o “fogo amigo” deteriorasse o ambiente, deixando no ar uma enorme frustração com relação ao marco regulatório dos investimentos privados e dúvidas sobre os próximos passos.

Percebe-se no gráfico abaixo que a indústria de fundos continua em ascensão, reflexo ainda do excelente ano de 2003. O interessante em perceber é a forte queda na captação da indústria após o fechamento de março, que concretizou dois meses de baixa performance dos fundos causado principalmente pelas incertezas criadas pelas crises políticas e econômicas no início do ano entre outras turbulências e incertezas no cenário externo.

⁵ Fonte: GAP Asset Management



Fonte: Fund Advisor

A superação de alguns gargalos que o Brasil vem passando como, por exemplo, falta de saneamento, malha rodoviária, telecomunicações, ferrovias e portos dependem de investimentos privados, pois não é realista que o Estado venha realizar tais inversões. Isto requer marcos legais claros e críveis e os sinais recentes não são satisfatórios. A falta de definições converteu-se no principal inibidor de um ciclo amplo de investimentos.

A partir da eclosão da crise política, o risco Brasil começou a subir e atingiu 600 p.b.⁶ em meados de março de 2004. Assim o movimento de juros nos EUA colheu o Brasil numa fase de frustração.

Ao invés de avançarmos, dando o passo final para um ciclo longo de crescimento, ressurgiram sinais conflitantes e a operação política do governo se desestruturou.

Diante da turbulência externa, a piora do risco ganhou novo impulso. A reversão das expectativas sobre o “timing” da ação do FED gerou um processo de realocação global das carteiras que contaminou os títulos emergentes. Embora a origem da tensão seja externa, é preciso corrigir os sucessivos erros que têm agravado as conseqüências domésticas. Em abril, o risco fechou em 663 p.b.⁷ e, em maio, fechou em 700 p.b.⁸.

⁶ Fonte: GAP Asset Management

⁷ Fonte: GAP Asset Management

⁸ Fonte: GAP Asset Management

O ajuste dos juros nos EUA ainda deverá gerar volatilidade por mais dois ou três meses. Mas, em algum ponto, o prêmio de risco sobre a incerteza relativa ao FED irá encontrar um patamar de equilíbrio e estabilizar. Em princípio, não se antevê que este novo equilíbrio ocorra em um nível que torne o custo do financiamento proibitivo para o Brasil. Portanto, a partir da redução da volatilidade nos EUA, poderia haver rápida recuperação do risco Brasil.

Há, no entanto, um empecilho para que esta recuperação seja ampla: as incertezas sobre a perspectiva de médio e longo prazos. O risco-Brasil só chegará a patamares abaixo dos 600 pontos base se for possível reconstruir um cenário de crescimento forte e sustentado para 2005 e 2006.

Diante da elevação do risco-Brasil, a existência de visões antagônicas no governo passa a ser um agravante caso haja um início de crise de confiança. A política macroeconômica está no rumo certo. A perspectiva de atravessarmos a turbulência internacional com crescimento interno é uma prova disso.

Para resgatar o ciclo virtuoso, após a estabilização dos juros nos Estados Unidos, o governo Lula precisará exterminar definitivamente o “fogo amigo”, reorganizar sua operação política e recuperar o atraso da agenda microeconômica.

VIII. DICAS PARA REALIZAR UM BOM INVESTIMENTO – COMO ESCOLHER UM HEDGE FUND

A performance de médio-longo prazo da categoria tem sido bastante satisfatória. Uma atividade tão ou mais importante que a decisão em investir nessa classe de ativos é, no entanto, a escolha dos fundos específicos. A idéia deste item é expor as inconveniências de duas práticas comuns na seleção de “hedge funds”.

A primeira diz respeito ao conceito de risco. Muitas vezes comparam-se fundos apenas com a base na volatilidade histórica das cotas. Não temos, é verdade, ao contrário do mercado americano, um problema sério de “precificação”, por iliquidez ou falta de regulação, de modo que a variação da cota descreve bem a oscilação dos ativos. As questões mais delicadas de “precificação” no Brasil não estão nos fundos “hedge”, mas sim em produtos mais conservadores, em especial os que possuem títulos de crédito privado.

A questão ligada à volatilidade está no fato de que a série histórica pode não representar o risco atual. Boa parte dos “hedge funds” altera o padrão de atuação ao longo do tempo, seja em função das oscilações de mercado, seja pela contratação de um profissional com habilidades diferentes.

A segunda prática a ser discutida, diz respeito à persistência de retornos no curto prazo. É relativamente comum a seleção de “hedge funds” para investimentos com base

na performance recente e, de forma análoga, resgatar dos que não vêm muito bem nos últimos meses. As evidências quanto à conveniência desse método de seleção para o mercado americano são fracas e, para determinados períodos, inexistentes. Foi realizado um estudo bastante interessante pela Mellon Gestão de Patrimônio (vide o restante deste estudo, assim como uma tabela resumo do assunto abaixo no anexo desta monografia – pág. 44): Foram separados os fundos existentes no semestre de janeiro-junho de 2000 nos 50% de maior retorno e 50% de menor retorno naquele período, e dois portfólios foram construídos – um denominado ganhador, formado com pesos iguais nos fundos bem sucedidos e outro denominado perdedor, construído analogamente com os mal sucedidos. A seguir foi observado qual dos dois portfólios rendeu mais no semestre seguinte; se houver persistência de retornos de curto prazo, é de se esperar que provavelmente o vencedor tenha superado o perdedor.

Refizeram o estudo construindo os portfólios com base no sucesso no período julho-dezembro de 2000 (adicionando à amostra os fundos nascentes), de modo a observar as rentabilidades no semestre seguinte, e assim por diante, até março de 2004. Obtiveram, desta forma, oito confrontos entre o portfólio vencedor e o perdedor. O primeiro obteve melhor retorno em 50% das vezes, o mesmo resultado que se obteria escolhendo os portfólios por sorteio. O exercício foi repetido para o horizonte de retorno de três meses, e obtivemos resultados estatisticamente idênticos. A escolha de fundos, não deve, portanto, se basear na performance recente. É necessário uma análise aprofundada de cada gestor, com uma abordagem mais estrutural do que conjuntural, de modo a se identificar fundos com perspectivas superiores.

O recado final importante de ser deixado nesta fase do projeto é que os clientes, que em geral não tem tempo ou expertise para o tipo de análise sugerida neste artigo, devam demandá-la de seu “advisor”, e não se contentar com sugestões do tipo “invista neste fundo pois ele vem vindo bem” ou “este é um fundo de risco moderado, pois tem uma volatilidade de tantos por cento”.

IX. MILHÕES EM FAMÍLIA – O CONCEITO DE “FAMILY OFFICE” EM EXPANSÃO

No Brasil, acompanhando todo este crescimento da indústria de fundos, o surgimento dos chamados gestores de fortunas, mais conhecidos como os “Family Office” vem se tornando cada vez mais comum. Empresários que anteriormente pouco sabiam e se interessavam por investimentos, vem cada vez mais aprendendo e montando equipes de “experts” para gerir suas fortunas.

Existe um tipo de empresário em extinção no Brasil. Aquele acionista que confiava cegamente a administração de sua fortuna ao financista da empresa ou à equipe de um “private bank”. No lugar dele estão surgindo empresários que tratam sua riqueza pessoal como capital. Para cuidar da gestão desses recursos eles montam uma estrutura profissional que não tem nada a ver com seu negócio principal. São escritórios de finanças privadas chamados de “family offices” que, dependendo do dinheiro em questão, podem contar com até 20 profissionais, entre analistas financeiros, contadores e advogados. Os maiores funcionam como verdadeiros bancos com um único cliente, o dono. Hoje já existem pelo menos 15 “family offices” no Brasil⁹, todos com carteiras de no mínimo 200 a 250 milhões de reais¹⁰. O assunto é tratado com a discrição que as grandes fortunas exigem. Mas sabe-se que mesmo famílias de banqueiros, como os Safra e os Moreira Salles (do Unibanco), têm escritórios exclusivos para questões relacionadas

⁹ Fonte: Site do globo.com em fevereiro de 2004

¹⁰ Fonte: Jornal “gazeta mercantil” em abril de 2004

ao próprio bolso. O perfil do empresário brasileiro está mudando, eles já começam a administrar os recursos da família de modo mais profissional para desvincular do patrimônio da empresa.

A idéia dos “family offices” foi trazida dos Estados Unidos onde clãs como os Rockefeller, os Kennedy e os Du Pont, sempre separaram suas fortunas da contabilidade da empresa. Esse segmento é tão próspero por lá que há atualmente um milhão de consultores – os “financial advisors” – dando assessoria em finanças pessoais. O modelo americano serviu de inspiração aqui no Brasil para algumas famílias e profissionais bem sucedidos. Um grande exemplo foram os três sócios da Natura (Antônio Luiz Seabra, Guilherme Peirão Leal e Pedro Luiz Passos). Eles montaram um “family office” em parceria com José Guimarães Monforte, um alto executivo da área financeira, com passagens pela Merrill Lynch, Citibank e a presidência da VBC. Com o objetivos de trabalhar para eles mesmos, esta estrutura objetiva melhorar a performance e o custo do investimento. O escritório – na verdade uma nova empresa, batizada de Janos¹¹ – conta com quatro analistas que mapeiam produtos no mercado financeiro.

Os “family offices” ganharam mais força no Brasil de quatro anos para cá, sob os efeitos da estabilização do real e da globalização. Com a vinda maciça de capital estrangeiro, as fusões e aquisições criaram uma nova categoria empresarial: a dos ex-donos, empresários sem seu negócio de origem e com muitos milhões na mão. O “family office” na verdade é o caminho natural, principalmente para quem está ficando com grandes somas de dinheiro do dia para a noite. Foi o que aconteceu com o empresário Celso Varga¹². Ao vender sua antiga empresa, a Freios Varga, para o grupo inglês Lucas Varsity, estima-se que ele tenha colocado US\$ 90 milhões no bolso. O passo seguinte foi montar um escritório de participações para decidir onde sua carteira pessoal seria investida. Por enquanto ele já entrou com sociedade em três empresas, a Kentinha (de embalagens de alumínio), a Fontovit (de vitaminas) e a Brasfio (de cabos ópticos).

¹¹ Fonte: Os nomes, números e exemplos citados foram obtidos em uma reportagem sobre gestores de fortuna no jornal “Valor” em março de 2004

¹² Fonte: Os nomes, números e exemplos citados foram obtidos em uma reportagem sobre gestores de fortuna no jornal “Valor” em março de 2004

Assim como Varga, muitos homens de negócio que vão dormir empresários e acordam ex-donos não querendo a aposentadoria.

É o que aconteceu com Pedro Conde Filho, um dos herdeiros do extinto BCN. Depois de se afastar da empresa familiar, ele levou dois anos até entrar num novo negócio. A experiência com a rede de lanchonete KFC não foi muito bem sucedida e hoje ele mantém um pequeno “family office” com um analista para fazer avaliações de novos negócios. A última empreitada foi a rede de restaurantes Red, em São Paulo. Os outros membros da família Conde - o pai e os dois irmãos – também possuem escritórios individuais¹³.

Como estes empresários têm capital de sobra, eles são bombardeados por candidatos a sócios, pessoas que oferecem centenas de negócios todos os dias.

O conservadorismo destes ex-empresários é comum. A maior parte deles se concentra em renda fixa. Situação normal para quem vende a empresa de repente e se vê com valores altos sem estar acostumado ao mercado.

¹³ Fonte: As informações foram obtidas direto com a família

X. CONCLUSÃO

Podemos esperar, no médio prazo, uma convergência para os padrões de classificação de “hedge funds” internacionais. Trata-se de uma consequência natural da evolução da indústria de fundos local que, para se concretizar, necessita de uma maior conscientização por partes dos gestores e dos órgãos reguladores. Eliminar a superficialidade na classificação da indústria de fundos “diferenciados” ou “hedge funds” no Brasil diminui a probabilidade de investidores menos qualificados, com menos acesso às informações, comparar “banana” com “laranja” no processo de decisão de investimento, alocando recursos em ativos incompatíveis com o seu perfil de risco.

Em oposição a evidências no mercado americano, os fundos brasileiros não tendem a acompanhar mais o mercado na baixa, o que encoraja sua utilização como diversificação de risco face a investimentos em bolsa.

Finalmente, com relação à performance recente, dois resultados. Primeiro, um retorno ruim tende a ser sucedido por maior agressividade, e vice-versa. Segundo, performance de curto prazo tem baixa persistência, de modo que estratégias que selecionem fundos apenas com base nessa variável tendem a não ser atraentes.

XI. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Site da CVM: www.cvm.gov.br

Site da Anbid: www.anbid.com.br

Site da Globo: globo.com

Jornal “Valor econômico”

Jornal “Gazeta mercantil”

Jornal “O Globo”

Mishkin, Frederic. “Moedas, Bancos e Mercados Financeiros”

Lochoff, Roland. “*Hedge Funds and Hope*”. *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 28, No. 4 (Summer 2002), pp 92-100.

Liang, Bing. “*The Accuracy of Hedge Fund Returns*”. *The Journal of Portfolio Management*, Vol.29, No. 3 (Spring 2003), pp. 111-122.

Liew, Jimmy. "*Hedge Fund Index Investing Examined*". *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 29, No. 2 (Winter 2003), pp.113-123.

Asness, Clifford, Robert Krail, and John Liew. "*Do Hedge Funds Hedge?*". *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 28, No. 1 (Fall 2001), pp.6-19.

ANEXO

Esta Parte da monografia apresenta o estudo fornecido pela Mellon Gestão de Patrimônio.

1) AVALIAÇÃO DE PERFORMANCE

Foram construídos dois índices de hedge funds, um com pesos iguais em cada fundo (IHF-E) e outro ponderado por patrimônio (IHF-W). O período analisado foi de janeiro de 2000 a março de 2004, e fundos abertos nesse ínterim foram sendo incorporados aos índices no mês seguinte ao do lançamento. O universo considerado é o grupo acompanhado pela Mellon Gestão de Patrimônio e classificado internamente como hedge funds¹⁴ (58 fundos). A fonte dos dados é a Anbid.

¹⁴ Uma das atividades da empresa é ao menos acompanhar a performance dos fundos considerados internamente, através de crivos qualitativos e quantitativos, como *hedge funds*, sejam novos ou antigos, pequenos ou grandes, tidos como de boa ou má gestão. O critério para classificação como *hedge fund* é basicamente a existência de uma proposta de investimento considerada semelhante aos antigos “derivativos moderado” ou “derivativos agressivo”, sem restrições significativas a alavancagem, e uma volatilidade mínima de 1% a.a.. De qualquer forma, dada a ausência de consenso sobre a delimitação exata da classe de fundos, é inevitável alguma arbitrariedade na seleção da amostra.

O período analisado, embora relativamente curto diante da maioria dos trabalhos para o mercado norte-americano, compreende diferentes circunstâncias econômicas e de mercado – prêmios de risco altos e baixos, bolsa em baixa e em alta, liquidez abundante e escassa. Dessa forma, provavelmente não há viés no sentido de se estar estudando um período com condições de mercado especialmente favoráveis ou desfavoráveis aos fundos. Possivelmente há algum viés de sobrevivência, embora pouco importante dada a baixa quantidade de fundos encerrados no período.

A utilização de dois índices, um com pesos iguais e outro ponderado, contorna a hipótese de que os resultados estejam sendo gerados em grande parte por fundos novos e de baixo patrimônio, ou por um número reduzido de grandes fundos.

Foram a seguir estimados o alpha e o beta de ambos os índices com respeito ao Ibovespa, a partir de dados diários de retornos¹⁵. A Tabela 1 mostra os resultados. Os alphas obtidos para o IHF-W e o IHF-E foram respectivamente de 5,46% e 5,09% ao ano, ambos significantes a 99%. Trata-se de um resultado qualitativamente em linha com Ibbotson (1999) e Asness, Krail & Liew (2001).

	SÉRIE COMPLETA				
	Correl	Alpha (a.a.)		Beta	
		α	t-stat	β	t-stat
IHF-W	0.25	5.46%	3.30	0.02977	8.39
IHF-E	0.53	5.09%	7.03	0.03151	20.19

Tabela 1 – Alpha e beta dos Índices de Hedge Funds.

Os betas obtidos, embora também significantes a 99%, são substancialmente menores que os comumente estimados para o mercado americano. Brown, Goetzmann & Ibbotson (1999) encontram 0,36 em um exercício semelhante, e Ackermann, McEnally & Ravenscraft (1999) estimam beta mediano de 0,23 para uma amostra vasta de hedge funds. Como as correlações com o índice de ações não diferem muito das obtidas por estes

¹⁵ Como as cotas dos fundos de RF são de abertura, e portanto se relacionam ao mercado da véspera, os retornos do Ibovespa foram defasados em um dia.

autores, a origem do beta mais baixo está na diferença entre a volatilidade dos hedge funds e a das ações, negativa em ambos os mercados, porém, bem mais acentuada no brasileiro.

Foram refeitas as regressões separando-se dias de Ibovespa em alta e em baixa. Os resultados podem ser observados na Tabela 2. O ponto a ser aí ressaltado é de que os betas são menores nos mercados de baixa. Trata-se de uma evidência oposta a Edwards & Caglayan (2001) e Liew (2003). Na verdade, a elevação do beta em mercados ruins é uma das grandes preocupações da literatura com respeito aos hedge funds americanos, e põe em questão sua eficácia como diversificadores de risco face às classes de ativos tradicionais.

MERCADOS DE ALTA E BAIXA				
	Alta		Baixa	
	α	β	α	β
IHF-W	4.11%	0.03318	5.09%	0.02815
IHF-E	6.48%	0.03015	1.63%	0.02532

Tabela 2 – Alpha e beta dos Índices de Hedge Funds para mercados de alta e baixa.

2) RISCO

Ambos os índices de hedge funds possuem volatilidade substancialmente inferior à do Ibovespa, como se pode observar na Tabela 3. Por outro lado, o coeficiente de curtose é maior, o que significa que há chance mais elevada de eventos extremos para uma dada volatilidade. Não se trata, no entanto, de uma especificidade dos hedge funds brasileiros – Lochoff (2002) encontra evidência semelhante.

	Vol. Anual.*	Coef Curtose	Coef Assimetria
Estatística Normal		3	0
Ibovespa Médio	28.68%	4.94	-0.003800
IHF-W	3.39%	23.30	0.000312
IHF-E	1.71%	69.61	0.004594

* - De 02/01/2000 a 15/03/2004.

Tabela 3 – Curtose, assimetria e volatilidade.

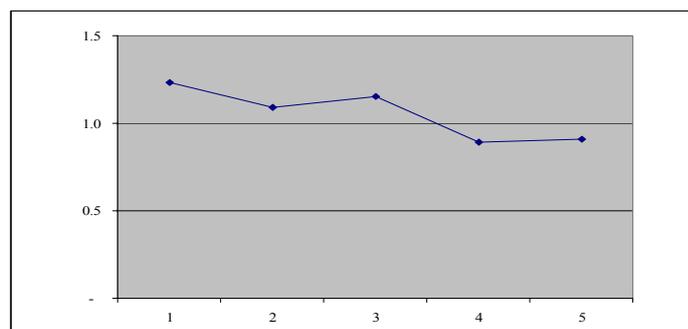
Não há, por outro lado, evidências de assimetria negativa, associada a raros retornos muito ruins e freqüentes pouco positivos, o que vai de certa forma contra a percepção comum quanto ao padrão de rentabilidade dos hedge funds.

3) REAÇÃO À PERFORMANCE RECENTE

Outro ponto de interesse é como os gestores respondem em média, no que diz respeito à agressividade, a uma performance recente muito ruim ou muito boa. Para estudar essa questão, adotou-se metodologia semelhante a Brown, Goetzmann & Park (2001). Inicialmente dividiram-se os fundos em quintis de acordo com a rentabilidade no primeiro semestre de 2000. Tomou-se, então, para cada quintil, a razão mediana entre a volatilidade no segundo semestre de 2000 e a do primeiro semestre, estatística que denominamos Razão de Volatilidade.

Repetiu-se o exercício formando-se os grupos com base na rentabilidade no segundo semestre de 2000, incorporados os fundos abertos ao longo do período anterior, e observando novamente a Razão de Volatilidade de cada quintil, agora entre o primeiro semestre de 2001 e o segundo de 2000, e assim por diante até o final de 2003.

O Gráfico 1 mostra a Razão de Volatilidade média de cada quintil, sendo o 1º o grupo de pior retorno e o 5º o de melhor retorno. Tipicamente os fundos que vão mal elevam a volatilidade no período seguinte, e os bem-sucedidos a reduzem. A elevação chega a 23% para o primeiro quintil, e a redução no último atinge 9%. Brown, Goetzmann & Park (2001) encontram evidência semelhante para performance relativa à indústria, mas não para retornos absolutos.



A questão da alteração de agressividade tem relação com a forma de remuneração dos gestores. Em geral se cobra uma taxa de performance da ordem de 20% com linha d'água, que equivale a uma opção de compra com strike igual à cota da última cobrança corrigida pelo CDI. O argumento de Brown, Goetzmann & Park (2001) é que provavelmente os gestores, face ao temor de sofrer saques (e eventualmente sair do negócio) dada uma performance ruim frente a seus competidores, escolhem elevar a volatilidade. Como a remuneração não pode ser negativa em caso de perdas, é fácil construir-se um modelo racional em que a decisão correta seja arriscar mais. Por outro lado, a ausência do fenômeno para retornos absolutos parece indicar que a remuneração no ano em questão não é motivo forte o suficiente para induzir à agressividade (o pagamento é função da performance absoluta, e não da relativa). Os resultados aqui encontrados não nos permitem diferenciar entre as duas possibilidades (risco de saída da indústria e montante da performance do ano); para isso são necessários estudos complementares.

4) PERSISTÊNCIA DE PERFORMANCE NO CURTO PRAZO

Por fim, uma questão sobre persistência de retornos no curto prazo. É relativamente comum selecionarem-se hedge funds para investimento com base na performance recente, e de forma análoga resgatar dos que não vêm muito bem nos últimos meses. As evidências quanto à conveniência desse método de seleção para o mercado americano são fracas e, para determinados períodos, inexistentes.

PERÍODO	PERDEDOR	GANHADOR	PERSISTE?	(%) PERSISTEM
03/01/2000 - 03/07/2000	9.41%	12.82%	NÃO	50.00%
03/07/2000 - 03/01/2001	9.04%	8.77%		
03/07/2000 - 03/01/2001	7.23%	10.56%	SIM	
03/01/2001 - 03/07/2001	7.58%	9.85%		
03/01/2001 - 03/07/2001	6.57%	10.66%	SIM	
03/07/2001 - 03/01/2002	11.91%	13.34%		
03/07/2001 - 03/01/2002	10.27%	14.89%	NÃO	
03/01/2002 - 03/07/2002	9.01%	8.07%		
03/01/2002 - 03/07/2002	5.18%	12.93%	SIM	
03/07/2002 - 03/01/2003	15.08%	15.39%		
03/07/2002 - 03/01/2003	12.12%	18.16%	SIM	
03/01/2003 - 03/07/2003	12.46%	16.36%		
03/01/2003 - 03/07/2003	11.24%	17.35%	NÃO	
03/07/2003 - 05/01/2004	14.11%	14.11%		
03/07/2003 - 05/01/2004	10.95%	18.35%	NÃO	
05/01/2004 - 15/03/2004	3.22%	2.24%		

Tabela 4 – Persistência para períodos de 6 meses.