

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

HEDGE FUNDS – UMA VISÃO DA INDÚSTRIA GLOBAL E O CASO ESPECÍFICO
BRASILEIRO

Silvia Messer

No. de Matrícula 0114568

Orientadora: Maria de Nazareth Maciel

Dezembro de 2004

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

HEDGE FUNDS – UMA VISÃO DA INDÚSTRIA GLOBAL E O CASO ESPECÍFICO
BRASILEIRO

Silvia Messer

No. de matrícula 0114568

Orientadora: Maria de Nazareth Maciel

Dezembro 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 autorizado pelo professor tutor”

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

ÍNDICE

I-INTRODUÇÃO.....	4
II-APRESENTAÇÃO DOS <i>HEDGE FUNDS</i>	7
II.1-DEFINIÇÃO.....	7
II.2-PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS.....	8
II.3-HISTÓRICO.....	12
II.4-ESTRUTURA OPERACIONAL.....	17
III-INSTRUMENTOS E ESTRATÉGIAS.....	21
III.1-INSTRUMENTOS.....	21
III.2-PRINCIPAIS ESTRATÉGIAS.....	26
III.2.1- <i>LONG/SHORT</i> DE ACÕES.....	26
III.2.2-DIRECIONAL.....	28
III.2.3- <i>EVENT-DRIVEN</i>	32
III.2.4- <i>RELATIVE VALUE</i> /ARBITRAGEM.....	38
III.2.5-OUTROS TIPOS DE ARBITRAGEM.....	40
III.3-PROCEDIMENTOS PARA SELEÇÃO DE <i>HEDGE FUNDS</i>	42
III.4-FUNDOS DE FUNDOS.....	44
IV.2.1-VANTAGENS.....	45
IV.2.2-DESVANTAGENS.....	47
IV- <i>HEDGE FUNDS</i> NO BRASIL.....	49
IV.1-VISÃO GERAL DA INDÚSTRIA.....	49
IV.2-O INVESTIDOR BRASILEIRO E OS FUNDOS MULTIMERCADOS.....	56
IV.3-ANÁLISE EMPÍRICA.....	58
V-CONCLUSÃO.....	67
VI-BIBLIOGRAFIA.....	70

I - INTRODUÇÃO

Os *hedge funds* vêm ganhando crescente importância e destaque como alternativa de investimento em relação a instrumentos de investimento mais tradicionais. Constitui, atualmente, um dos setores da administração de recursos que crescem com mais rapidez, tendo já experimentado um enorme avanço na década de 90.

A motivação básica original dos *hedge funds* era aproveitar distorções de preço de mercado e isolar habilidades de investimento das tendências e movimentos de mercado, de forma a criar uma estrutura de investimento protegida. Desta idéia originou-se o termo *hedge fund*. Entretanto, com o advento da inovação tecnológica e o surgimento de novos instrumentos financeiros, os mercados e instituições financeiras passaram por significativas transformações. Com esta mudança de cenário, o conceito inicial foi ampliado e abriu espaço para operações com diferentes ativos e seus derivados, ferramentas quantitativas (principalmente modelos de precificação de ativos) e otimizadores, gerando novas práticas e estratégias mais sofisticadas.

Num intervalo de poucos anos, a indústria a nível global transformou-se de um universo de poucos fundos nas mãos de poderosos e bem conceituados gestores em um amplo mercado com uma miríade de profissionais e *assets* atuantes, seja internamente em bancos ou de forma independente. Apesar deste sólido e contínuo crescimento verificado, a atração de novos investidores para a indústria de *hedge funds* ainda tem sido limitada por alguns fatores.

Em primeiro lugar, ainda se nota uma grande confusão e má compreensão acerca destes fundos, principalmente em relação à forma como operam, como estruturam e implementam suas estratégias, de onde extraem seus retornos e o que são capazes de adicionar a uma carteira de investimentos tradicionais. Tal falta de entendimento em muito decorre do fato de que os *hedge funds* estão longe de representar uma classe homogênea de ativos ou modalidade de investimento. Pelo contrário, aspectos como operações e estratégias de investimento, estrutura legal, utilização e grau de alavancagem, políticas de *hedge* entre muitos outros diferem consideravelmente de um fundo para outro. Tamanha heterogeneidade se traduz em amplas diferenças de retornos e riscos de investimento, de forma que para um investidor sem muita experiência e familiaridade com a indústria, a seleção dos melhores *hedge funds* resulta num processo bastante complicado.

Além disso, a falta de abertura de informação destes fundos e um ambiente regulatório frouxo se unem para caracterizar esta indústria, aos olhos de muitos investidores, pela obscuridão, desproteção e excessivo risco. Estes dois aspectos já vêm sendo aperfeiçoados ao longo dos últimos anos por exigência de inúmeros investidores, sobretudo os institucionais, mas ainda precisam ser trabalhados para que a indústria continue crescendo de forma consistente.

Por último, alguns eventos ocorridos no final da década de 90 como o colapso do fundo Long Term Capital Management e as grandes perdas amargadas por muitos fundos com a crise russa em 1998 alarmaram o mercado financeiro e trouxeram mais ceticismo aos investidores. Destes acontecimentos, algumas vezes até mesmo pontuais, formou-se e disseminou-se a percepção de que os *hedge funds* seriam capazes de, sozinhos, minar as políticas de Bancos Centrais e as moedas nacionais e desestabilizar os mercados de capitais internacionais. Para muitos estudiosos, no entanto, tal idéia seria vista antes como um mito do que como um fato.

No Brasil, em específico, o desenvolvimento dos *hedge funds* pode ser visto ainda como incipiente, não só pela pequena diversificação de estratégias adotadas pelos gestores em comparação com os *hedge funds* globais como também pelo perfil do investidor brasileiro, mais conservador e portanto menos propenso a migrar de investimentos mais tradicionais para esta categoria. Pode-se atribuir à limitação de estratégias implementadas a baixa liquidez de determinados ativos e o pequeno desenvolvimento ou baixa utilização no mercado de capitais brasileiro de certos instrumentos muito comumente utilizados em *hedge funds* globais.

Entretanto, ainda que o setor de *hedge funds* no Brasil se encontre alguns passos atrás destes fundos a nível global, já houve um notável crescimento e aumento de participação dos mesmos no volume total aplicado nesta modalidade de investimento, passando de 5% do total em 1999 para em torno de 25% atualmente.

Dentro deste cenário, a proposta do presente trabalho é entender as principais características dos *hedge funds* em âmbito global assim como as peculiaridades desta indústria no Brasil. O segundo capítulo discorre sobre a definição, características principais e estrutura operacional destes fundos. Inclui ainda um breve histórico da indústria e sua situação atual em termos de número de fundos e patrimônio total. No terceiro capítulo, apresentam-se os principais instrumentos e estratégias utilizadas e a alternativa dos fundos de fundos, com suas

vantagens e desvantagens. A abordagem dos *hedge funds* brasileiros se dá no quarto capítulo, onde se destacam os seus principais aspectos, como estratégias, regulação, tamanho, concentração, entre outros. Ainda neste capítulo, faz-se uma análise empírica do desempenho destes fundos nos últimos três anos, avaliando-se a performance relativa ao *benchmark* (CDI), o retorno ajustado pelo risco e a relevância de alguns indicadores de mercado para os seus resultados.

II – APRESENTAÇÃO DOS *HEDGE FUNDS*

II.1) DEFINIÇÃO

É sem dúvida bastante difícil encontrar uma definição única e precisa para *hedge funds*, em grande parte devido à ampla heterogeneidade desta setor ou modalidade de administração de recursos. Fazem parte de um grupo denominado “estratégias de investimento alternativas” (AIS) que envolve combinações de classes de ativos que buscam gerar retornos absolutos positivos explorando ineficiências de mercado e minimizando a exposição e a correlação com investimentos tradicionais em renda fixa e variável. Normalmente o termo é aplicado a investimentos em *private equity*, *venture capital* e *hedge funds*.

Existem diversas definições para *hedge funds*, algumas até mesmo conflitantes, como pode ser observado abaixo:

-“Um investimento arriscado geralmente aberto somente a investidores mais ricos, que buscam por elevados retornos tomando grandes riscos”. (Money Central Investor).

-“Um *hedge fund* é uma carteira de investimentos privada normalmente estruturada como uma parceria limitada, aberta a investidores profissionais, cobrando taxas de performance, e administrada por um sócio com todos os instrumentos financeiros disponíveis”. (Sierra Capital Planning Inc.)

-“Uma carteira administrada de forma agressiva tomando posições em oportunidades especulativas”. (Investopeida.com)

-“Uma variedade de estratégias de investimento baseadas em habilidades pessoais com uma vasta gama de objetivos de risco e retorno. Um elemento comum é o uso de habilidades de investimento e gestão de risco buscando retornos positivos, independente da direção do mercado”. (Goldman Sachs).

-“Um veículo de investimento pouco regulamentado que pode investir tanto em caixa quanto em mercados derivativos de forma alavancada para beneficiar seus investidores”. (Thomas Schneeweis, University of Massachusetts).

Crerend (1995)¹, por sua vez, define os *hedge funds* da seguinte maneira: “*hedge funds* são parcerias privadas nas quais o gestor possui uma significativa participação pessoal no fundo e é livre para operar numa variedade de mercados e utilizar investimentos e estratégias com variadas exposições compradas e vendidas e graus de alavancagem”.

De modo geral, o termo *hedge funds* é derivado da motivação elementar que originou a sua criação por Alfred W. Jones: proteger até certo ponto o investimento das incertezas e flutuações do mercado, utilizando posições *long* e *short* (comprada e vendida, respectivamente) de forma que um ganho pudesse ser obtido independente da direção do mercado como um todo. Hoje em dia, com a sofisticação do mercado financeiro e a utilização de novos instrumentos financeiros, os *hedge funds* representam modalidades de investimento que abrangem não só ativos em posição comprada ou vendida, mas também futuros, opções, contratos a termo e operações variadas com commodities. A idéia essencial presente nesta modalidade de investimentos é explorar todas as ineficiências observadas na precificação dos ativos, contrapondo-se tanto à hipótese de eficiência do mercado (de que os preços dos ativos incorporam completamente toda informação disponível ao público) quanto à teoria moderna de portfolio, que defende a existência de mercados perfeitos.

II.2) PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

Ainda que não se consiga chegar a uma definição uniforme para esta indústria de fundos, é possível enumerar uma série de características que eles compartilham entre si e que os distinguem dos fundos de investimento mais tradicionais. São elas:

Performance: *hedge funds* costumam ter uma performance superior a fundos tradicionais na maioria dos casos. No entanto, dada a grande heterogeneidade da indústria, não se pode generalizar esta conclusão. Na literatura acadêmica argumenta-se geralmente que os *hedge funds* oferecem maiores retornos ajustados pelo risco (medidos normalmente pelo índice de Sharpe). De acordo com o CSFB/Tremont, grupo que acompanha e monitora em torno de 400 *hedge funds*, desde 1994 os *hedge funds* experimentaram retornos anuais de

¹ Ver “Fundamentals of Hedge Fund Investing”

10.7% em média, superando por exemplo o índice S&P500, com ganhos anuais de 10.4% no mesmo período.²

Tamanho: ao contrário dos fundos tradicionais, *hedge funds* não dependem de escala para ter um bom desempenho – este é essencialmente determinado pelas habilidades dos gestores e pelas estratégias de investimento disponíveis, dois fatores que independem de escala. Pelo contrário, é reconhecida a existência de uma certa limitação de capacidade para cada estilo de *hedge fund*. Segundo Ineichen (2000)³, a história mais recente tem mostrado que quando um fundo atinge enormes dimensões, seu *alpha*⁴ diminui, ou até mesmo se torna negativo. Tendo isso em vista, muitos gestores optam por fechar seus *hedge funds* para novos cotistas quando atingem um tamanho considerado ideal.

Flexibilidade na política de investimentos: na tentativa de gerar retornos superiores às formas de investimento tradicionais, gestores de *hedge funds* recorrem às mais variadas estratégias, técnicas de investimentos e classes de ativos. Podem concentrar os investimentos ao invés de diversificar, assumir posições alavancadas, sobretudo através de ativos alugados e futuros, comprar ações não listadas, negociar ativos de baixíssima liquidez, entre outros. Se por um lado tais recursos elevam as possibilidades de obter uma performance superior à do mercado, por outro geram um risco maior para os cotistas.

Proteção contra queda do mercado: fundos tradicionais normalmente não conseguem efetivamente proteger suas carteiras contra quedas no mercado a não ser através de um aumento de alocação em dinheiro ou de uma quantia limitada de posições vendidas. Em contraste, *hedge funds* costumam ser capazes de fornecer este tipo de proteção utilizando uma grande variedade de estratégias, que variam de acordo com o estilo e tipo de fundo. Assim, alguns tipos de *hedge funds* conseguem trazer retornos positivos mesmo com o mercado em movimento de queda. Uma explicação razoável para a incapacidade de fundos tradicionais terem baixos ou negativos retornos em épocas de queda do mercado é o fato de que eles normalmente precisam manter, de acordo com regras estabelecidas, um mínimo do capital alocado em determinadas classes de ativos, as quais acompanham o movimento de queda do mercado. Têm, portanto, uma maior rigidez para buscar proteção.

² Artigo “Hedge Funds Grab More in Fees As Their Popularity Increases”, Wall Street Journal.

³Ver “In Search of Alpha”

⁴ O *alpha* corresponde à parcela do retorno não proveniente das tendências e da direção dos movimentos de mercado, mas sim das habilidades e da *expertise* do gestor do fundo.

Estrutura legal flexível: quase todo país desenvolvido ou em desenvolvimento regula suas instituições financeiras, tais como bancos, fundos mútuos, companhias seguradoras, corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, mas são poucos os que dispõem de regulamentações explícitas para *hedge funds*. Ainda que não sejam totalmente desregulamentados, os *hedge funds* conseguem operar com enorme flexibilidade por não possuírem limites quanto à alavancagem, ao tamanho das posições vendidas e ao uso de derivativos. Esta estrutura menos rígida os permite adotar estratégias de forma eficiente e gerar retornos superiores aos dos investimentos considerados tradicionais. De modo geral, os *hedge funds* usam estruturas legais pouco comuns ao universo da administração de recursos, visando normalmente evitar regulações incidentes sobre alguns instrumentos e modalidades financeiras assim como minimizar a carga tributária.

Liquidez limitada: enquanto os fundos de investimento tradicionais permitem aporte e resgate em base diária, *hedge funds* estabelecem restrições para a movimentação dos cotistas, permitindo entrada e saída de recursos somente em base mensal, trimestral ou até mesmo anual. Além disso, é comum o estabelecimento de um período mínimo de aviso prévio para a retirada de recursos e de um *lock-up period*, que consiste em um período inicial no qual o cotista é impedido de sair ou pode retirar recursos sujeito a uma penalidade, calculada como um percentual de retenção do retorno de seu investimento. Apesar de constituir uma limitação do ponto de vista do investidor, alguns especialistas, como Lhabitant e Ineichen, argumentam que esta restrição deveria gerar um impacto positivo na performance destes fundos, na medida em que controla as transações de fluxo de caixa, permitindo que os gestores concentrem seus esforços e atenção essencialmente nas estratégias de investimento. Além disso, sem tais limitações seria necessário manter uma quantidade razoável de caixa para, por exemplo, fazer face a um significativo resgate. Tendo em vista que a remuneração de caixa se dá geralmente a taxas inferiores de outros investimentos, seria de se esperar que a manutenção de uma posição grande de caixa diminuísse o retorno total dos *hedge funds*.

Cobrança de taxas de performance: diferentemente dos fundos tradicionais que cobram somente uma taxa de administração, *hedge funds* trabalham com uma taxa de performance adicional, visando estimular os gestores a alcançar os maiores retornos possíveis e atrair para a gestão os melhores talentos. As taxas de administração são geralmente estabelecidas como um percentual dos ativos administrados e são cobradas a cada trimestre ou

ano, variando de 1% a 3% por ano e servindo essencialmente para cobrir despesas operacionais. Já as taxas de performance atualmente incidem sobre o retorno total, variando tipicamente entre 15% e 30%. Muitos fundos incluem ainda no *memorandum* uma cláusula conhecida como *high water mark*, que determina que qualquer prejuízo do fundo deve ser recuperado por lucro de mesmo percentual antes que qualquer taxa de performance seja cobrada. Ou seja, se um fundo sofre em um mês uma queda de 25%, um retorno positivo de 15% no mês seguinte não teria nenhuma taxa de performance incidente. A taxa de performance só voltaria a ser implementada quando a queda de 25% fosse totalmente recuperada. Outros contam com *hurdle rates*, que são as taxas de retorno mínimas oferecidas, abaixo das quais não se cobra taxa de performance. Isto significa que se um fundo possui uma “hurdle rate” de 10%, quando o retorno do fundo é de 25%, a taxa de performance ou incentivo só incidirá sobre os 15% acima da taxa mínima.

Busca de retorno absoluto: fundos tradicionais costumam ter como objetivo reproduzir, no caso dos fundos passivos, ou ultrapassar, no caso dos fundos ativos, a performance de algum índice ou taxa (seu *benchmark*), como o CDI e o IBX-50 no Brasil. A proposta dos *hedge funds*, diferentemente, é buscar um elevado retorno absoluto, o que é sem dúvida condizente com a idéia de atrelar resultados mais às qualificações e habilidades dos gestores do que propriamente à movimentação do mercado. Em outros termos, os *hedge funds* tentariam alcançar um nível de retorno absoluto, seja em um mercado “em alta” ou em um mercado “em baixa”.

Fonte de retorno: a fonte de retorno principal de fundos tradicionais é a taxa livre de risco acrescida de prêmios de risco capturados em diferentes classes de ativos, enquanto que os retornos de *hedge funds* são essencialmente baseados em habilidades dos seus gestores. A taxa livre de risco é a compensação obtida pelo detentor do capital por adiar seu uso, ou seja, representa o valor temporal do dinheiro. O prêmio específico de uma classe de ativos representa o retorno adicional que um investidor conseguiria capturar investindo nesta determinada classe de ativos. Este prêmio serviria para compensar o investidor pelo risco de reter esta classe de ativo.

Transparência limitada: esta é sem dúvida uma característica que ajuda a explicar o ceticismo ou relutância de muitos investidores em aplicar seus recursos em *hedge funds*. Tal limitação pode ser compreendida pela estrutura legal e pelo registro off-shore de muitos *hedge*

funds, assim como pela proteção dos cotistas e pela melhor execução das operações do fundo, que poderiam ser comprometidas se abertas ao público antes da finalização. No entanto, tem-se observado um aumento na abertura de informação dos *hedge funds*, devido à crescente exigência dos investidores que requerem um mínimo de transparência para o processo de *due diligence*, essencial para a escolha de fundos pelo investidor privado ou institucional.

Parceria dos gestores: como os gestores dos *hedge funds* possuem normalmente uma participação própria significativa nos mesmos, não sendo somente empregados dos fundos, compartilham com os demais cotistas os lucros e prejuízos gerados. Este fato, aliado à cobrança de uma taxa de performance, contribuem para o alinhamento dos interesses dos gestores e dos cotistas, já que os recursos pessoais dos primeiros estariam também sujeitos aos riscos de uma ineficiente ou imprudente gestão.

II.3) HISTÓRICO

Os *hedge funds* são normalmente considerados como um fenômeno do final da década de 80 e início dos anos 90's. No entanto, a modalidade de investimento é na verdade mais antiga. A criação do primeiro *hedge fund* é geralmente atribuída a Alfred Winslow Jones, em 1949. Seu fundo, com um patrimônio inicial de US\$100000 (sendo US\$40000 capital próprio), investia basicamente em ações de empresas norte-americanas através de posições compradas e vendidas, visando reduzir a exposição ao risco de mercado e extrair seu retorno essencialmente da capacidade de selecionar ações. Jones traçou sua estratégia baseado em duas premissas principais. Primeiro, a de que possuía habilidades específicas para selecionar ações, identificando aquelas que apreciariam mais que o mercado, assim como as que depreciariam mais que o mercado. Segundo, a percepção de que não era capaz de prever os movimentos do mercado. Nos termos atuais, diria-se que Jones estava buscando isolar e dobrar o *alpha* (um do lado comprado e o outro do lado vendido) e ao mesmo tempo capturar um *beta* mínimo, ou seja, ter uma sensibilidade mínima ao mercado. A estratégia combinava, portanto, posições compradas em ações consideradas desvalorizadas e posições vendidas nas avaliadas como caras, utilizando ainda alavancagem para incrementar os retornos da carteira. Vendas a descoberto e alavancagem, dois instrumentos considerados especulativos que já

vinham sendo utilizados há alguns anos, passaram a ser implementados em conjunto por Jones numa estratégia de investimento mais conservadora.

O modelo de Jones trouxe retornos superiores ao do mercado por diversos anos, mas só veio ao conhecimento público em 1966, com um artigo de jornal destacando sua excelente performance. Tal notícia deu impulso à criação de novos *hedge funds* e, portanto, à expansão desta modalidade de investimento. Segundo estimativas da SEC (*Security and Exchange Commission*), dois anos depois, em 1968, já existiam aproximadamente 140 *hedge funds*.

Nos anos 60's, com o mercado acionário em plena ascensão, as posições vendidas dos *hedge funds* passaram a ser vistas como desfavoráveis, sendo incapazes de aproveitar por completo todas as oportunidades atrativas de um *bull-market*. Visto isso, muitos *hedge funds* passaram a migrar do modelo original de Jones para estratégias estruturadas somente com posições compradas, na busca de maiores retornos. No entanto, a queda do mercado na década de 70 pegou-os de surpresa, trazendo enormes perdas para os *hedge funds*. Muitos fecharam, com alguns de seus gestores retomando as atividades em fundos tradicionais, outros experimentaram volumosos saques de recursos. Em 1984, Tremont (1999) identificou apenas 68 *hedge funds* em operação⁵.

A popularidade dos *hedge funds* foi recuperada em 1986, com um artigo da *Institutional Investor* que descrevia os resultados excepcionais do Tiger Fund, de Julian Robertson. O fundo havia conseguido uma taxa média de retorno (líquida de taxas) de 43% nos seus seis primeiros anos de funcionamento. Outros fundos também surpreenderam com desempenhos espetaculares. Em 1990, o fundo Quantum de George Soros, por exemplo, obteve um retorno de 30% enquanto o Jaguar subiu 20%, resultados esses bastante atraentes quando comparados aos movimentos do S&P500 e do MSCI Global no mesmo ano (-3% e -16%, respectivamente)⁶.

Muitos destes fundos novos, como o Quantum e o Tiger, passaram a adotar estratégias que se afastavam claramente da estratégia original de Jones. Tais fundos, denominados macro globais, faziam apostas direcionais bastante agressivas, principalmente no mercado de moedas e juros, sem políticas de hedge muito relevantes. Conseguiram atrair bastante atenção da imprensa, por suas grandes posições e seus enormes ganhos, especialmente em períodos de

⁵ Ver "In Search of Alpha"

⁶ Ver "Hedge Funds: Myths and Limits"

crise (como nas crises dos países emergentes). O fundo Quantum, por exemplo, tendo fortemente apostado e se posicionado no sentido da desvalorização da libra, lucrou US\$1 bilhão em 1992 quando a moeda saiu do *Exchange Rate Mechanism (ERM)*.

É discutível, no entanto, se o fundo de George Soros foi o grande responsável pelo colapso da libra. Argumenta-se⁷ que a especulação de Soros em relação à desvalorização da libra esterlina, através de vendas a descoberto da moeda em volumosas quantidades, talvez tenha apenas antecipado um movimento que viria a ocorrer naturalmente. A Inglaterra havia aderido, em 1990, ao *Exchange Rate Mechanism (ERM)*, um sistema de câmbio fixo que buscava ser um passo rumo à unificação monetária européia. No entanto, o país enfrentava na época uma forte recessão que parecia não ser compatível com a elevada taxa de juros alemã, a qual ditava a política monetária de todos os países participantes do ERM. Portanto, o cenário macroeconômico inglês dificilmente conseguiria sustentar a Inglaterra dentro do ERM, de forma que já fosse esperada a saída do país deste mecanismo. De qualquer maneira, defende-se que os movimentos de Soros puderam ao menos antecipar um evento que provavelmente ocorreria mais adiante. Foi com isso possível deixar mais evidente a capacidade dos *hedge funds* em influenciar a situação econômico-financeira dos mercados globais.

Este poder dos *hedge funds* ficou ainda mais evidente em 1997 e 1998, quando diversos deles foram julgados responsáveis por crises cambiais em economias asiáticas como Hong Kong e Malásia, ponto este também controverso. Eichengreen (2002) defende que ainda que sejam grandes comparados com os principais mercados emergentes, os *hedge funds* são pequenos em relação aos ativos de outras instituições financeiras envolvidas com as mesmas atividades. Adicionalmente, muitos bancos de investimento assumem posições mais alavancadas do que os *hedge funds*. Por último, apenas um determinado percentual do capital dos *hedge funds* é alocado em mercados emergentes. No final de 1997, afirma Eichengreen, no máximo um terço dos investimentos da indústria estavam em fundos “macros”, sendo que apenas uma fração disto encontrava-se em mercados emergentes.

Houve também perdas consideráveis por parte dos *hedge funds*, por conta de apostas agressivas equivocadas. O próprio fundo Quantum teve uma perda de US\$2 bilhões com a crise russa em 1998. Do lado dos prejuízos, o caso sem dúvida mais marcante foi o colapso do

⁷ Ver Krugman – “The Return of Depression Economics”

fundo LTCM (*Long Term Capital Management*), fundado por Robert Merton e Myron Scholes, ambos ganhadores do prêmio Nobel de economia em 1997. Sua excessiva alavancagem e o enorme tamanho de suas posições quase que resultaram no colapso do mercado de capitais global, forçando o Federal Reserve a intervir, reunindo 14 das principais instituições credoras do LTCM, com o intuito de preservar a integridade do mercado financeiro como um todo e não de salvar o fundo individualmente. Estas concordaram em injetar em torno de US\$3.6 bilhões em troca de 90% do que detinham no fundo.

O alarmante fracasso do LTCM e a extensão de seu contágio entre instituições financeiras reforçou a idéia de que os *hedge funds* seriam capazes de, sozinhos, colocar em risco toda a estabilidade do mercado financeiro a nível global. Muitos estudiosos, ainda que não rejeitem esta idéia, defendem que as condições e características deste fundo foram únicas e portanto insuficientes para qualificar a indústria de tal forma. Como argumenta Eichengreen (1999)⁸, as enormes quantias de crédito oferecidas ao LTCM por diversos bancos, algumas com garantias reais e outras não, puderam ser consideradas atípicas dentro da indústria de *hedge funds*. Além disso, tendo em vista as crescentes dificuldades de extrair ganhos da principal estratégia em que estava focado, a arbitragem com renda fixa, o fundo passou a diversificar suas operações, assumindo consideráveis posições em arbitragem de fusão e aquisição e em apostas macroeconômicas, sobretudo em mercados emergentes. Para tais estratégias, os modelos desenvolvidos para investir em títulos do tesouro não traziam muita utilidade. Assim, a falta de consonância entre a composição de sua carteira e as habilidades e conhecimentos de seus gestores tornaram-se outra grande peculiaridade do fundo. Eichengreen destaca ainda como únicos o tamanho da carteira do LTCM e a extensão de sua alavancagem, concluindo que o evento específico ocorrido com o fundo não é capaz de indicar por si só os futuros riscos da indústria de *hedge funds*.

A indústria de *hedge funds* experimentou um forte crescimento nos últimos anos, tanto em números de fundos quanto em total de ativos administrados. Segundo um relatório do JP Morgan de outubro de 2004⁹, em 2003, o número de *hedge funds* situava-se em torno de 8000 e o total de ativos administrados US\$817 bilhões, comparado com 2000 fundos e US\$38 bilhões em ativos administrados em 1990. Consultores do *Van Hedge fund* estimam que em

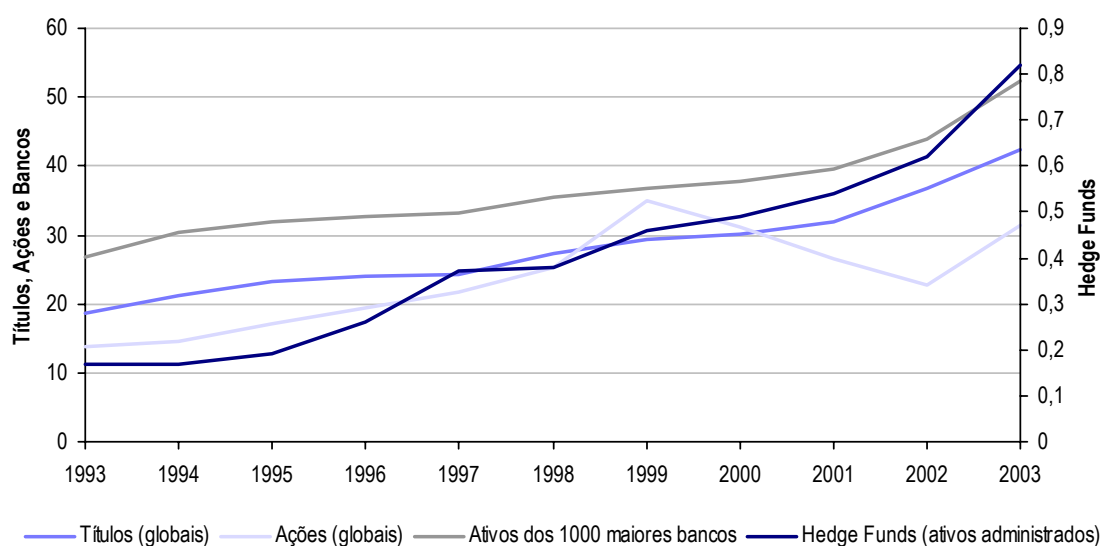
⁸ Ver “*Hedge funds in the New International Financial Architecture*”

⁹ Relatório “Have hedge funds eroded market opportunities?”

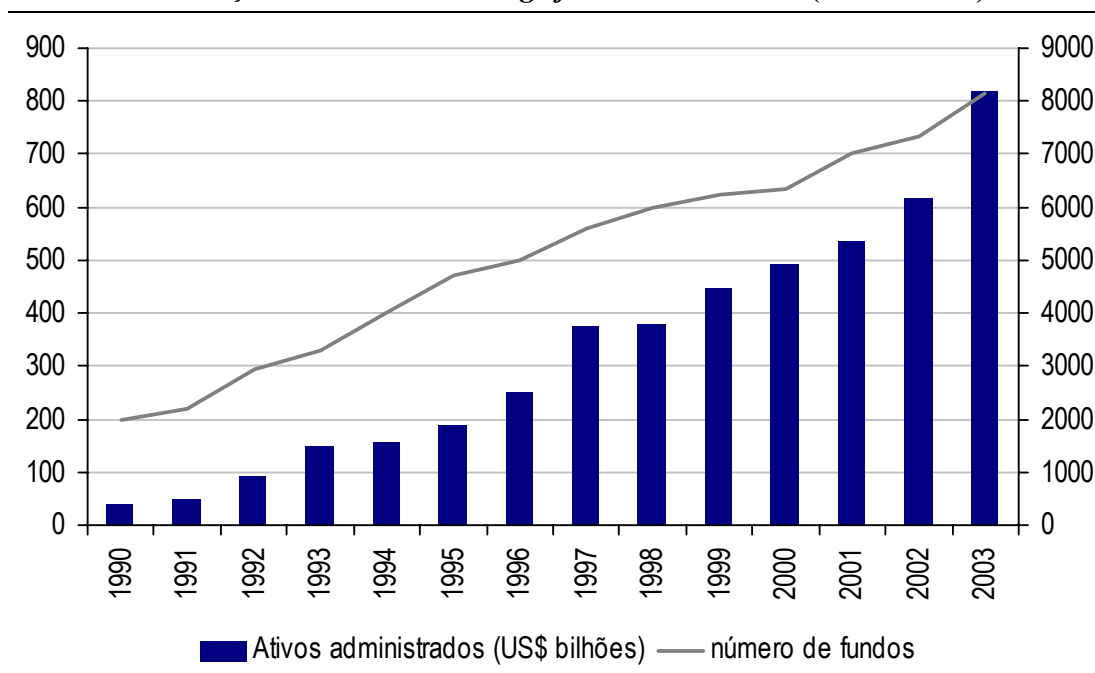
2008 haverá 11700 *hedge funds* com um total de ativos administrados de US\$1.7 trilhão, ou seja, um crescimento adicional de 16% ao ano.

De acordo com este mesmo estudo do banco JP Morgan, de 1993 a 2003, o número de ativos administrados por *hedge funds* a nível global aumentou a uma taxa média de 17% ao ano, crescimento espetacular se comparado ao mercado de títulos global (8.6%), mercado de ações global (8.6%) e ativos dos 1000 maiores bancos (6.9%).

Gráfico 1: Evolução de *hedge funds*, títulos, ações e ativos de bancos (US\$ trilhões)



Fonte: JP Morgan

Gráfico 2: Evolução do número de *hedge funds* e seus ativos (US\$ bilhões)

Fonte: JP Morgan

II.4) ESTRUTURA OPERACIONAL

Os *hedge funds* operam e funcionam de forma descentralizada, dependendo de diferentes agentes para a execução de cada serviço. Dito de outra forma, são veículos de investimento possuídos pelos criadores e investidores (cotistas) que dependem de serviços externos para o seu funcionamento diário. Cada um dos provedores externos de serviços recebe em troca taxas específicas do fundo. As atividades são geralmente divididas da seguinte maneira:

Patrocinador e investidores: o patrocinador é na verdade o criador do fundo, que geralmente detém um determinado número de ações com direito a voto no fundo, conferindo a ele o controle do mesmo. O restante do patrimônio do fundo se divide entre os investidores (cotistas), incluindo o patrocinador, normalmente na forma de ações preferenciais e resgatáveis. Geralmente, junto com os demais gestores, o fundador recebe uma determinada

quantia do fundo baseada na performance do mesmo, sendo esse valor geralmente 20% do retorno do fundo sujeito às vezes a “high water mark clause”.

Gestores: são aqueles responsáveis pela escolha das estratégias de investimento do fundo, pelas decisões de investimento de acordo com os objetivos estabelecidos no *memorandum* e pela tomada de todas as decisões operacionais do fundo. Cobram uma taxa sobre o valor dos ativos do fundo para custear as despesas operacionais, além da taxa de performance, incidente sobre o retorno do fundo (variação do valor das cotas do fundo).

Consultor de investimento: este é geralmente encarregado de aconselhar o fundo no que se refere às políticas adotadas, sempre em sintonia com os objetivos e políticas do fundo. Em troca do serviço prestado recebe normalmente uma taxa fixa.

Diretoria: a diretoria do fundo tem o papel de monitorar todas as atividades do mesmo, acompanhando as atividades dos gestores e interferindo em situações específicas, onde, por exemplo, os interesses dos cotistas se confrontam com aqueles dos gestores ou do consultor de investimento. Na teoria, o conselho de diretores seria responsável pela revisão e aprovação das taxas pagas aos consultores, pela seleção de auditores independentes e de advogados, pela escolha do custodiante, entre outras incumbências. Na prática, muitas dessas responsabilidades não lhe são atribuídas na medida em que o conselho diretor não costuma ser independente do consultor e de outros provedores de serviço para o fundo.

Administrador do fundo: as regulamentações em alguns países exigem que os *hedge funds* contratem administradores independentes, responsáveis pelo cálculo preciso das cotas do fundo com uma determinada periodicidade. Além desta atribuição principal, cabe aos administradores toda a parte de contabilidade, pagamento de despesas do fundo, incluindo o cálculo das taxas, preparação e envio de relatórios para os cotistas, entre outras tarefas.

Custodiante: o papel do custodiante é essencialmente guardar os ativos do fundo em sua responsabilidade e fazer a liquidação de todos os negócios do fundo, confirmando as transações com as contrapartes, pagando pelos ativos comprados e recebendo as quantias devidas quando os ativos são vendidos. Acompanham ainda ações corporativas como o pagamento de dividendos, o *split* e o grupamento de ações, entre outros. Na verdade, na maioria dos casos, os ativos do fundo são compostos por papéis que o custodiante não possui, mas que mantém registrado num sistema contábil por uma central de depósitos. A taxa destinada ao custodiante pode ser fixa ou um percentual do valor patrimonial do fundo. No

caso em que o custodiante é o próprio *broker* do fundo, a taxa é comumente cobrada de forma variável, de acordo com o valor transacionado.

Consultor jurídico/advogado: questões tributárias e legais são tratadas por este agente, que procura monitorar se as operações do *hedge fund* estão de acordo com regulações domésticas e de países onde o fundo é distribuído.

Auditores: enquanto os relatórios mensais e trimestrais dos *hedge funds* são normalmente não auditados, o relatório anual costuma passar pelos auditores, cujo papel é basicamente o de garantir que o fundo esteja respeitando as práticas contábeis, verificando por exemplo os cálculos dos resultados financeiros.

Distribuidores: alguns *hedge funds* realizam a distribuição/alocação das cotas do fundo internamente, ou seja, sem um serviço de distribuição por terceiros. Mas na maioria dos casos, os fundos contam com uma força de venda ligada ao fundo ou independente (geralmente funcionários de um *broker/dealer* ou de um banco) que se encarrega da distribuição, buscando clientes potenciais para o fundo.

Clearing brokers (corretoras): normalmente, os *hedge funds*, assim como os demais fundos, não possuem acesso direto ao mercado, de forma que precisam colocar suas ordens de compra e venda através de corretoras. A escolha da(s) corretora(s) é em grande parte baseada nos custos de execução das ordens e na eficiência da colocação de ofertas de compra e venda. A grosso modo, as corretoras realizam todo o trabalho de *back-office* dos fundos.

Prime broker: presta uma série de serviços que vão além da simples execução de tarefas de *back-office*. É a corretora que realiza normalmente todas as liquidações das operações dos fundos, tendo elas sido realizadas por ela ou por outro *broker*. Entre estes serviços, destacam-se a custódia dos ativos dos fundos (eliminando a necessidade de um custodiante em separado), o empréstimo de papéis para as posições vendidas e linhas de financiamento de margem gerando também alavancagem para o fundo. Buscando neutralizar sua exposição às posições vendidas dos fundos, o *prime broker* normalmente exige dos fundos uma garantia, que pode ser na forma de dinheiro ou transferência de ativos. Os *hedge funds* que optam por trabalhar com os *prime brokers* podem normalmente dispensar a contratação de *clearing brokers* e de custodiantes independentes, já que o próprio *prime broker* executa tais funções. Nestes casos, os procedimentos tendem a se tornar mais simplificados, o serviço prestado mais eficiente e os custos mais baixos. Atualmente, grandes bancos como UBS,

Morgan Stanley, Bearn Sterns e Goldman Sachs são os maiores prestadores de serviço de *prime brokerage*.

III – INSTRUMENTOS E ESTRATÉGIAS

O crescente interesse de investidores por investimentos alternativos vem gerando um surpreendente crescimento do número de *hedge funds*. Além disso, o desenvolvimento de novos instrumentos financeiros aliado a inovações tecnológicas resultou no surgimento de inúmeras estratégias de investimento disponíveis dentro da indústria de *hedge funds*. Tornou-se, portanto, necessário classificar os diversos tipos de *hedge funds* visando comparar a performance de um fundo específico com outros que seguem a mesma ou parecida estratégia assim como construir índices representativos capazes de monitorar a evolução desta indústria de fundos.

Há diversas maneiras de dividir os *hedge funds* de acordo com os tipos de estratégias adotadas. Neste trabalho, optou-se por separá-los em quatro grandes categorias ramificadas em diversas outras subcategorias. São elas: long/short de ações, *relative value* ou arbitragem, *event-driven* e direcional. Alguns autores, como Ineichen, combinam a primeira e a última categoria em um único grupo denominado oportunista, por compartilharem algumas similaridades como alta volatilidade e alta exposição ao mercado.

Antes de detalhar as variadas estratégias dos *hedge funds*, é importante discorrer sobre os principais instrumentos utilizados para implementá-las. O uso de derivativos, a venda a descoberto, a compra na margem e a alavancagem constituem os mais importantes recursos adotados em *hedge funds*, sendo pouco utilizados em formas de investimentos tradicionais.

III.1) INSTRUMENTOS

Transações de conta de margem

Transações que usam uma conta de margem são operações de compra ou venda de papéis utilizando crédito ou ativos fornecidos aos *hedge funds* geralmente por corretoras. Em troca do empréstimo, as corretoras exigem dos *hedge funds* ativos de suas contas como garantia. Esta pode ser composta por dinheiro, papéis e/ou outros ativos financeiros.

As duas importantes movimentações de margem são a venda a descoberto e a compra na margem. Diferente das operações triviais de compra e venda que envolvem somente um

comprador e um vendedor, as transações de margem envolvem um terceiro agente, que é o emprestador (normalmente uma corretora).

Compra na margem: quando um *hedge fund* deseja comprar uma ação, pois acredita numa futura apreciação, mas não possui caixa (ou não tem intenção de utilizá-lo para este fim), toma emprestada uma quantia de uma corretora para adquirir esta ação. Esta, por sua vez, requer normalmente algum tipo de garantia para o empréstimo. Quando o fundo possuir caixa suficiente, pagará de volta à corretora a quantia emprestada acrescida de juros, recebendo em troca, a garantia previamente depositada. Uma razão para este tipo de operação é que possibilita realizar um número muito maior de operações do que no caso em que somente o caixa do fundo é utilizado. O gestor do fundo na verdade consegue comprar sem de fato pagar totalmente pelo papel adquirido. Além disso, esta é uma maneira relativamente simples e barata de se obter financiamento de curto-prazo para comprar ações ou outros ativos que o fundo não poderia pagar com seu caixa. Empréstimos de margem cobram taxas de juros mais baixas que qualquer outro tipo de empréstimo.

Para abrir uma conta de margem com uma corretora, é necessário que os investidores depositem uma margem mínima, o que constitui um ponto importante para pequenos investidores, mas não tanto para *hedge funds*, que operam com quantidades volumosas. Uma margem inicial também é estabelecida pela corretora: consiste na quantia mínima própria que o investidor deve empenhar para comprar um papel utilizando crédito da corretora. Se, por exemplo, a margem inicial é de 50%, isto significa que a quantidade máxima de crédito que o investidor conseguirá obter da corretora é de 50% do valor de sua compra. Há ainda a chamada margem de manutenção, que representa a quantidade mínima que o investidor deve possuir na sua conta de margem para mantê-la aberta e operando. Tal quantidade é expressa como um percentual fixo do valor total de mercado dos papéis segurados na margem. Quando este valor mínimo deixa de ser respeitado, o investidor recebe uma chamada de margem, devendo depositar um valor adicional na sua conta de margem.

Exemplo:

Um *hedge fund* compra na margem 10000 ações a \$10 cada uma. A corretora aplica uma margem inicial de 50% e uma margem de manutenção de 25%. Pelo requerimento de margem inicial, o *hedge fund* deve depositar \$50000 na conta de margem, sendo os \$50000 restantes emprestados pela corretora.

Situação inicial:

Ativo		Passivo	
Ações compradas	\$100.000	Débito	\$50.000
		Patrimônio Líquido	\$50.000

O valor patrimonial do fundo mudará quando mudar o valor de mercado das ações ou quando juros forem acrescidos ao débito do fundo com a corretora (desconsideraremos os juros no exemplo). Se o preço das ações sobe para \$12, o valor do ativo aumentará para \$120000 e o balanço do fundo terá a seguinte apresentação:

Ativo		Passivo	
Ações compradas	\$120.000	Débito	\$50.000
		Patrimônio Líquido	\$70.000

Se o preço da ação cair para \$8, o valor total dos ativos diminuirá para \$80000, e do lado do passivo, a perda correspondente será no patrimônio do fundo, caindo para \$30000. Para desencadear uma chamada de margem, o valor patrimonial deveria ser inferior a 25% do total de ativos. Para tanto, o preço da ação ser inferior a \$6.6667.

Balanço do *hedge fund* (preço da ação = \$6)

Ativo		Passivo	
Ações compradas	\$60.000	Débito	\$50.000
		Patrimônio Líquido	\$10.000

Para responder à chamada de margem, o fundo deveria depositar ao menos \$5000 em sua conta de margem, aumentando o valor patrimonial para \$15000 e reduzindo o débito com a corretora para \$45000.

Venda a descoberto: este tipo de transação é realizada quando o investidor não possui um papel, mas gostaria de vendê-lo para beneficiar-se de uma esperada queda de preço. O papel é alugado a uma taxa e vendido no mercado, resultando numa entrada de caixa para o

fundo. No futuro, quando for necessário devolver a ação numa determinada data estabelecida, o investidor espera poder comprá-la a um preço inferior ao de venda, realizando então um lucro com a queda do preço da ação. O prestador normalmente demanda também algum tipo de garantia para proteger o empréstimo, tipicamente o valor obtido com a venda a descoberto. É importante destacar que este continua sendo o proprietário da ação, tendo portanto direito aos proventos, como o pagamento de dividendos, no período em que o papel está alugado.

Dois objetivos principais podem ser destacados de uma posição *short*. O primeiro é a possibilidade, através desta posição, de compensar o risco sistemático de mercado presente nas posições *long*. O segundo é que o uso deste recurso permite ao gestor do *hedge fund* dobrar a oportunidade de ganhos pela seleção de papéis: pode lucrar pelo aumento do preço dos ativos comprados e ao mesmo tempo ter um retorno positivo com a queda do preço dos ativos em posição vendida. Tais aspectos podem ser vistos como vantagens dos *hedge funds* em relação aos fundos tradicionais, os quais geralmente não podem assumir posições *short* ou podem fazê-lo de forma limitada.

O gestor do *hedge fund* está normalmente sujeito ao risco de ter que comprar os papéis no mercado a preços substancialmente superiores aos preços pelos quais foram previamente vendidos a descoberto, quando o prestador pede que os papéis sejam devolvidos e não se consegue encontrar nenhum outro prestador alternativo. Esta situação é conhecida como “short-squeeze”. Assim como uma compra na margem, a venda a descoberto também deve cumprir exigências de margem inicial e de manutenção.

É costume afirmar que a venda a descoberto traz ao mercado dois benefícios importantes: liquidez de mercado e eficiência de precificação. Como destacam Alexander Ineichen e Jens Johansen (2002)¹⁰, a operação incrementa a oferta de ativos disponíveis a compradores no mercado e contribui para reduzir o risco de que o preço pago por investidores seja artificialmente alto por conta de uma retração de oferta temporária. Em relação à melhor precificação de ativos, a venda a descoberto contribui para a incorporação de interesses de venda nos preços, na medida em que os agentes vendedores neste tipo de operação expõem ao mercado sua percepção e estimativa do futuro desempenho dos ativos envolvidos. Com o

¹⁰ Ver relatório “Global Equity Research- Food for Thought”

mecanismo de venda a descoberto disponível, a disseminação das informações negativas pode se dar de forma tão rápida quanto a propagação das negativas e contribuir para que os preços também se ajustem para baixo.

Derivativos: consistem em uma miríade de tipos de contratos financeiros nos quais o pagamento ou a entrega dependem do valor de mercado do ativo, taxa de juros ou índice ao qual o contrato se refere. Derivativos incluem opções, futuros, termos, swaps, debêntures conversíveis, entre outros, servindo como uma forma alternativa de alavancagem assim como um método alternativo de assumir uma posição short (através da venda de um futuro ou da compra de uma opção de venda, por exemplo).

Alavancagem: o termo se refere essencialmente a um investimento que tem um valor superior ao capital próprio disponível. Deriva da captação de recursos de terceiros, e não dos cotistas ou acionistas. *Hedge funds* utilizam a alavancagem para elevar os retornos sobre o capital. É um recurso considerado agressivo, pois amplifica não só os ganhos como também as perdas. Se, por exemplo, um *hedge fund* investe R\$1000 de seu patrimônio em uma ação que sobe 10%, seu ganho é de R\$100, ou seja, 10% de retorno. Se optar por tomar emprestado R\$10000 para investir nesta mesma ação junto com os R\$1000, obtem um ganho de R\$1100, o que representa um retorno de 110%. No caso de uma queda de 10% no preço da ação, a primeira estratégia resultaria numa perda de R\$100 (-10%), enquanto a segunda geraria uma perda de R\$1100, acrescida dos custos de empréstimo, ou seja, uma quantia superior ao patrimônio inicial (R\$1000). Alavancagem é obtida normalmente por empréstimos de margem e pelo uso de derivativos. Os *hedge funds* aplicam diferentes graus de alavancagem de acordo com as características das estratégias empregadas, sobretudo àquelas que se referem ao risco.

III.2) PRINCIPAIS ESTRATÉGIAS

III.2.1) *Long/Short* de Ações

Esta estratégia combina a compra e a venda de duas ações e constituiu o modelo inicial dos *hedge funds* introduzido por Alfred Winslow Jones. É a prática mais popular e mais comumente associada a *hedge funds*, formando o instrumental para estratégias mais específicas e avançadas como as de arbitragem e valor relativo.

A idéia primordial desta estratégia é obter ganhos em duas pontas: no lado comprado através de um aumento de preço e no lado vendido com a depreciação da ação. Alguns *hedge funds* focam em uma determinada indústria, setor ou tamanho de empresa para empreender esta estratégia.

Hedge funds que seguem este modelo podem ser divididos em fundamentalistas e quantitativos. No primeiro caso, negociam-se ações que parecem incorretamente precificadas baseando-se em análise fundamentalista da empresa, incluindo modelo de fluxo de caixa descontado que estipula “preço-alvo” ou “preço justo” para a ação, a qualidade do balanço patrimonial, as margens do negócio, o potencial de crescimento e os múltiplos aos quais a ação é negociada. Neste sentido, tais fundos parecem semelhantes a fundos tradicionais. A diferença é que eles assumem posições vendidas em ações com baixas perspectivas de retorno (ou retorno negativo) e aplicam alavancagem às suas posições. Os fundos *long/short* quantitativos, por sua vez, aplicam análises estatísticas a dados históricos para identificar oportunidades atrativas de negócio. Estabelecem hipóteses para um tipo particular de oportunidade para retornos incomuns e depois testam para trás estas hipóteses. Isto implica juntar dados históricos e realizar com eles uma série de cálculos necessários para determinar se a oportunidade teria sido lucrativa se houvesse sido buscada no passado. Em geral, os analistas que trabalham em cima destas hipóteses procuram encontrar explicações intuitivas que dêem suporte às conclusões empíricas de que a oportunidade em questão deveria existir. *Quant funds*, como estes são chamados, adotam estratégias que se baseiam em trabalhos acadêmicos e, em muitos casos, têm como gestores pessoas que possuem um passado acadêmico de pesquisa.

Enquanto estratégias com posições compradas somente possuem um único tipo de retorno (a apreciação das ações), estratégias *long/short* possuem quatro fontes potenciais de retorno:

1. o *spread* entre a posição *long* e a posição *short*. A situação ideal é aquela em que a ação comprada aprecia e a vendida deprecia, de forma que o gestor ganhe nas duas pontas. É por esta razão que muitos definem esta estratégia como uma de *alpha* dobrado. Nos fundos *long/short*, um *alpha* pode ser gerado do lado comprado e outro do lado vendido.
2. os juros incidentes sobre o valor obtido com a venda a descoberto e que fica depositado como garantia do empréstimo.
3. Os juros recebidos sobre o *liquidity buffer*. Esta é uma quantia adicional à garantia que a corretora normalmente requer que o *hedge fund* deposite, para servir como uma espécie de proteção no caso do preço da ação alugada subir e o colateral não conseguir cobrir sozinho o novo valor de mercado da ação.
4. O *spread* de dividendos das duas posições. Quem aluga a ação deve destinar aos emprestadores os dividendos distribuídos no período. Do outro lado, pode ganhar dividendos referentes às ações compradas. Esta diferença geralmente não é muito significativa, mas ainda sim deve ser computada, para se calcular o retorno total.

Assim sendo, uma posição vendida neste tipo de investimento pode servir a três finalidades: implementar uma aposta de que uma ação sobrevalorizada perda valor no futuro, neutralizar o risco de mercado inerente à posição comprada e obter ganhos com os juros incidentes no valor recebido com a venda do papel alugado.

Um ponto extremamente interessante deste tipo de estratégia é que o gestor do fundo pode estar equivocado em uma de suas apostas e ainda assim obter retornos positivos, mesmo que as duas ações variem na mesma direção. Para que a estratégia seja lucrativa, basta que a posição comprada tenha uma performance superior à vendida no período em que a posição é mantida. Este fato explica a habilidade dos fundos de ação *long/short* gerarem bons resultados tanto em períodos de alta quanto de baixa no mercado.

Hedge funds long/short de ações são caracterizados pela alta volatilidade e alta exposição ao mercado. Ainda que as posições comprada e vendida possuam valores idênticos, a estratégia não necessariamente é neutra ao mercado. Normalmente, há uma exposição

líquida ao mercado decorrente de diferentes sensibilidades (*betas*) das duas ações com relação aos movimentos do mercado. Por outro lado, análises do histórico de retornos de *hedge funds*, a partir de diferentes índices criados, costumam apontar a categoria como a de maior retorno absoluto.

Como riscos ou desvantagens desta estratégia, pode-se citar os elevados custos comparados ao capital inicial, dado que fundos long/short normalmente negociam quantidades bem maiores de que seu capital inicial e o fato do gestor do fundo não conseguir capturar o prêmio de risco de ações, mesmo investindo no mercado acionário. Além disso, como os valores das duas posições normalmente variam ao longo do tempo, é necessário de tempos em tempos realizar um rebalanceamento do fundo para enfrentar requerimentos de margem e quedas significativas no *liquidity buffer*.

III.2.2) Direcional

Também conhecida como oportunista, esta estratégia é, junto com a *long/short* de ações, de alta volatilidade e exposição ao mercado. Como consequência da maior volatilidade, o retorno ajustado pelo risco (medido, por exemplo, através do índice de Sharpe) tende a ser menor do que em estratégias de arbitragem e *event-driven*. O princípio desta estratégia se afasta de forma consistente da filosofia original de *hedge funds*, já que aposta na direção dos movimentos de um papel, índice ou do mercado como um todo para realizar lucros, ao invés de neutralizar o risco de mercado e utilizar habilidades de selecionar ativos específicos. Pode ser dividida em quatro subcategorias principais: “macro” globais, mercados emergentes, *short-sellers* e fundos setoriais.

-“Macro” Globais

Fundos “macro” globais foram talvez os que mais atraíram a atenção do mercado, seja pelo sucesso que grandes destes fundos obtiveram ou pela crença na sua capacidade de influenciar e manipular movimentos do mercado. Gestores destes fundos não fazem *hedge*, mas sim apostas direcionais baseados em suas projeções para as direções do mercado. Em contraste com a maioria dos outros *hedge funds*, que tentam explorar ineficiências de mercado,

os macro globais conseguem lucrar ao anteciparem mudanças de preços de títulos, ações, taxas de juros, taxas de câmbio entre outros. A performance destes fundos depende, portanto, essencialmente da capacidade de identificar e explorar tendências macroeconômicas, e especificamente, da qualidade e do “timing” das previsões.

Como o nome já indica, tais fundos investem a nível global, na busca de novas oportunidades, seja em mercados desenvolvidos ou emergentes, movendo-se entre diferentes investimentos e classes de ativos. Na maioria dos casos, utilizam derivativos e outras formas de alavancagem para aumentar a exposição aos mercados onde operam e elevar os retornos.

Em geral, os gestores destes fundos vieram ou de um passado com experiência em *long/short* de ações, ou com foco em derivativos. O primeiro caso inclui Tiger Investment Management e o Soros Fund Management, que inicialmente investiam em ações americanas. Tendo sido bem sucedidos na seleção de ações, os ativos destes fundos foram substancialmente crescendo, até o ponto em que não era possível assumir posições consideráveis em ações de baixo valor de mercado. Optaram então por operar com papéis e mercados mais líquidos onde apostas maiores pudessem ser feitas. No segundo caso, encontram-se fundos como Moore Capital e Tudor Investment que tinham grande experiência em operar futuros. Com a flexibilização dos mercados de câmbio e o desenvolvimento de mercados futuros fora dos EUA nos anos 80's, surgiram diversas oportunidades para estes fundos, que passaram então a se classificar na categoria “macro” global.

Hedge funds “macro” globais ficaram muito conhecidos pelas agressivas apostas que tomaram na década de 90. Casos marcantes como o do fundo Quantum, que realizou apostas fortes na desvalorização da libra esterlina, puderam demonstrar a grande influência que investidores grandes e alavancados poderiam ter nos mercados financeiros a nível global.

-Mercados Emergentes

Como o nome define, esta estratégia se baseia na tomada de posições em todos os tipos de ativos e papéis em mercados emergentes. Estes incluem países na América Latina, como Brasil, México, Argentina e Chile, na Europa Oriental, como Polônia, República Tcheca e Turquia, na Ásia, como Coréia do Sul e Taiwan, na África, como África do Sul, entre muitos outros. A escolha desta estratégia é normalmente baseada em três características empíricas:

elevados retornos, alta volatilidade e baixa correlação entre países emergentes em comparação com a correlação existente entre países desenvolvidos. Este último ponto é atualmente questionável, principalmente considerando as experiências pelas quais passaram diversos países emergentes na década de 90. A alta volatilidade se explica não só porque mercados emergentes são por natureza mais voláteis que os desenvolvidos como também porque em muitos deles não é permitido alugar papéis (ou há muitas limitações a esta operação) e há poucos ou nenhum contrato futuro que permita fazer *hedge* e assim controlar o risco.

Mercados emergentes são marcados, de modo geral, pela baixa eficiência e pequena liquidez. Além disso, investidores encontram maiores dificuldades para obter informações, as práticas contábeis podem não ser muito confiáveis, os sistemas legais e regulatórios pouco desenvolvidos ou confusos e os mercados financeiros fortemente impactados por flutuações econômicas e perturbações no campo político. Do ponto de vista destes *hedge funds*, todas estas características abrem espaço para a indevida precificação dos ativos e conseqüentemente grandes oportunidades para se explorarem ineficiências de mercado.

No que se refere a investimento em ações, é muito comum que esses fundos optem por se expor a mercados emergentes através de ADRs (*American Depositary Receipt*), que são certificados emitidos e negociados nos EUA e cotados em dólares (US\$), e que representam ações de companhias não americanas. A opção pelas ADRs ao invés das ações originais é feita visando vantagens como maior liquidez no mercado norte-americano, menores custos de transação e acesso a um maior número de investidores.

Investimentos em renda fixa consistem principalmente em títulos locais denominados em moedas locais e em *Eurobonds*, que são emitidos no mercado de *Eurobonds* e denominados em uma das principais moedas negociadas (dólar, yen ou euro, normalmente). Os primeiros instrumentos oferecem normalmente yields maiores em troca de um maior risco de crédito e maior exposição à moeda local, enquanto que os últimos se caracterizam por uma maior liquidez.

Hedge funds de mercados emergentes carregam uma série de riscos, sendo alguns deles pouco comuns ou menos marcantes nos demais tipos de *hedge funds*. Em primeiro lugar, o risco ligado ao mercado de ações é elevado, já que as oportunidades para posições vendidas ou negociação de futuros são limitadas. Assim sendo, o risco de mercado inerente a posições compradas neste mercado não consegue ser protegido ou neutralizado. Do lado da renda fixa,

muitos títulos são classificados abaixo do nível de *investment grade* e portanto o risco de crédito é elevado. Observa-se assim uma grande exposição destes fundos à classificação de risco dos países emergentes. O risco cambial também deve ser destacado. Diferente dos fundos “macros”, tão famosos pelas grandes apostas em moedas, os de mercados emergentes atuam comprando e vendendo instrumentos financeiros e fazendo *hedge*, quando possível, dos riscos residuais como o cambial. O foco, neste caso, é explorar ineficiências de mercado ao invés de realizar apostas nas moedas. Por último, há o risco de liquidez, tendo em vista que muitas das ações e demais papéis negociados por estes fundos possuem muito pouca liquidez.

-Fundos *short*

Esta estratégia visa obter ganhos a partir da queda do preço de ações, assumindo para tanto posições vendidas. A performance desta categoria é quase que oposta àquela do mercado de ações em geral. Pode-se afirmar que este tipo de estratégia, ainda que realizado com ações, possui tanto um componente variável quanto um componente fixo. O lado variável é o lucro realizado com a queda do preço das ações em posição vendida. O componente fixo consiste na receita de juros sobre o dinheiro obtido com a venda das ações.

A seleção de papéis é elemento chave para o sucesso deste tipo de *hedge funds*. Em 1999-2000, temas que foram muito explorados para a escolha de papéis a serem alugados envolviam erros contábeis, maquiagem de balanços patrimoniais ou simplesmente maneiras agressivas de contabilizar para antecipar o reconhecimento de receitas ou para incluir de alguma maneira receitas e ganhos extraordinários. Tal metodologia de contabilidade, visando do lado da empresa inflar os ganhos ou aumentar o crescimento dos lucros, trouxe grandes idéias para assumir posições vendidas em diversas ações.

Hedge funds short foram muito populares em períodos de crise como após o crash de 1987 e de 2000, mas a longa e recente subida dos mercados resultou num ruim desempenho para estes fundos. Atualmente, fundos focados unicamente na venda de papéis a descoberto são pouco comuns. A maioria dos existentes anteriormente migraram para a estratégia *long/short* de ações, podendo assim ainda conservar um certo viés de baixa.

-Hedge funds setoriais

Estes fundos atuam através de investimentos *long* e *short* em setores específicos nos quais normalmente possuem um apurado conhecimento. Exemplos de especialização incluem setores como o de medicina e biotecnologia, energia, entretenimento, comunicação e mídia. Empresas dos setores farmacêutico, de biotecnologia, equipamentos médicos e serviços de laboratórios oferecem oportunidades para *hedge funds* com empresas pequenas e iniciantes, nas quais os gestores apostam na habilidade de empreender pesquisas bem-sucedidas e realizar descobertas que se convertam em volumosos lucros futuros. O sucesso, neste caso, depende da capacidade do gestor em distinguir ganhadores e perdedores, o que é considerado complexo na medida em que aproximadamente 50% dos produtos médicos e biotecnológicos não são aprovados em testes e experimentos clínicos. Fundos de energia, por sua vez, se dividem naqueles que investem em ações do setor assumindo posições compradas e vendidas e nos que focam em futuros de commodities. Os principais temas explorados são inovação tecnológica, exploração, desenvolvimento e fusões e aquisições de empresas.

III.2.3) *Event-Driven*

Estratégias classificadas nesta categoria costumam envolver empresas em situações específicas, transações extraordinárias ou em importantes eventos de reestruturação. As ações destas empresas geralmente são mais afetadas pela dinâmica e andamento dos eventos especiais nos quais estão envolvidas do que pela apreciação/depreciação generalizada do mercado de renda fixa ou variável ou pelos fundamentos destas companhias. Neste sentido, o resultado e a velocidade com que os acontecimentos vão se desenvolvendo, como decisões legais, negociações e acordos de acionistas constituem elementos de extrema importância no resultado destas estratégias. Duas subcategorias se destacam dentro deste grupo: arbitragem de fusão e aquisição (*merger/risk arbitrage*) e *distressed securities*. Ambas podem ser caracterizadas, com base na performance histórica, em estratégias de média volatilidade, média exposição ao mercado e média correlação com o mercado de ações.

-Distressed securities

Hedge funds que seguem esta estratégia investem em ações, títulos ou debêntures de empresas que passam por dificuldades financeiras ou operacionais, negociando inclusive papéis de empresas que estão em processo de falência. Pelo fato de muitos investidores (normalmente avessos a risco) não estarem dispostos a carregar papéis abaixo do nível de *investment grade*, tais papéis negociam a um desconto substancial comparado a empresas similares.

O interesse em *distressed securities* teve início na década de 1890, quando investidores conseguiam comprar ações de empresas ferroviárias a preços irrisórios, participavam no processo de reestruturação da companhia e vendiam após um bem sucedido processo suas ações a preço superior ao de compra.

Gestores especialistas nestas ações vislumbram possibilidades de ganhos em dois tipos de má precificação. Primeiro, a diferença entre o preço de mercado e o valor justo ou intrínseco do papel pode ser significativa. O valor justo pode ser obtido através de modelos de fluxo de caixa descontados a uma determinada taxa de desconto, do estabelecimento de múltiplos (geralmente *P/E* e *EV/EBITDA*) ou de modelos mais sofisticados de precificação. Segundo, podem existir diferenças entre dois papéis (uma ação e uma debênture, por exemplo) emitidos pela mesma companhia em dificuldades.

Há diversas explicações para estes dois tipos de ineficiência na precificação. Muitos investidores são simplesmente movidos pelo lado emocional e preferem vender *distressed securities* a um preço baixo a continuar investidos numa empresa em situação financeira delicada. Alguns investidores institucionais, como alguns fundos de pensão, são obrigados a vender esses papéis simplesmente pois seus regulamentos não permitem que comprem ou carreguem papéis abaixo do nível de *investment grade*. A falta de conhecimento também leva muitos investidores a se manterem afastados destes papéis. Além disso, avaliar companhias com dificuldades financeiras ou operacionais e seus instrumentos de negociação é uma tarefa árdua que requer conhecimento do setor, da sua regulação e de aspectos legais, assim como acesso ininterrupto às mais atualizadas informações sobre o processo de recuperação da companhia. Por último, muitos analistas deixam de cobrir ou nem chegam a iniciar a cobertura

de empresas nestas circunstâncias, o que torna mais ainda complicado para investidores compreender o andamento e os prováveis resultados do processo.

A falta de liquidez e a desorganização do mercado para estes papéis também deriva dos aspectos descritos. Enquanto investidores tradicionais relutam em comprá-los, *hedge funds* trazem liquidez a este mercado e tentam ganhar em cima da considerada má compreensão de investidores em relação ao valor justo destes papéis.

Um dos principais riscos relativos a esta estratégia é o risco de crédito, dado que os papéis comprados são abaixo do nível *investment grade* e o processo de reestruturação ou falência pode não ser bem sucedido. Outras incertezas se referem à avaliação do valor das ações e títulos da companhia, que pode se mostrar irreal e inadequada, e ao tempo envolvido neste investimento. A estratégia tende a ser de longo prazo, sendo que o seu término é desconhecido no momento inicial do investimento, dependendo do avanço do processo de reestruturação. Deve-se ainda considerar os riscos legais, dado que as decisões finais de reestruturação dependem de validações de autoridades jurídicas. E o risco de taxa de juros, na medida em que os lucros esperados são descontados e trazidos à valor presente para se apurar o valor justo de um papel. Portanto, um aumento da taxa de juros reduz o valor presente dos lucros esperados da companhia.

Há duas maneiras diferentes de colocar em prática esta estratégia. Gestores considerados ativos se envolvem no processo de reestruturação e financiamento da companhia através de participação ativa em comitês de credores, por exemplo. Há casos em que o próprio gestor se encarrega da reorganização da companhia. A atuação passiva, por sua vez, consiste simplesmente em comprar ações e instrumentos de dívida da companhia com desconto e segurá-los até que haja uma apreciação. Nos dois casos, estudo e análise fundamentalista da empresa devem ser realizados antes de qualquer tomada de decisão. Atuações típicas dentro desta estratégia incluem, além das formas ativa e passiva de longo prazo descritas, operações de curto prazo em antecipação a eventos como decisões judiciais ou negociações importantes, realização de um *hedge* parcial da exposição ao mercado de ações e à taxa de juros através de posições vendidas em ações do mesmo setor e em títulos do tesouro e arbitragem entre diferentes instrumentos de negociação da companhia. Além disso, para reduzir o risco geral da estratégia, gestores destes *hedge funds* procuram diversificar suas carteiras combinando diferentes classes de ativos, setores e companhias.

-Arbitragem de fusão e aquisição

Esta estratégia, também conhecida como estratégia de risco, é concentrada em firmas envolvidas em processos de fusão e aquisição. Teve início na década de 40 com Gustave Levy, um sócio do Goldman Sachs, e se tornou bastante conhecida 40 anos depois, com Ivan Boesky. A arbitragem de fusão encontrou oportunidades e ganhou novos adeptos nas grandes ondas de fusões e aquisições a nível global, mas sobretudo nos EUA e na Europa como nos períodos de 1960-1973, de 1978-1989 e de 1993 até os dias de hoje¹¹. Há diferentes explicações econômicas para cada uma dessas ondas. Nos anos 60s, o bom desempenho do mercado de ações associado ao surgimento de novas fontes de financiamento, como de debêntures conversíveis, impulsionou a formação de grandes conglomerados. Já na década de 80, aquisições se tornaram marcantes no sentido de dismantelar os conglomerados previamente constituídos. A última e atual onda (início nos anos 90's) parece ter sido motivada pela consolidação em alguns setores, como o farmacêutico, o de laboratórios e o de cosméticos e pela desregulamentação de outros, como o de telecomunicações.

Nos anos 80's, a estratégia de investimento foi negativamente destacada pela imprensa quando alguns especialistas em M&A (fusões e aquisições), como Ivan Boesky e Martin Siegel compraram ações em companhias antes dos anúncios públicos das suas fusões/aquisições, utilizando fontes de informação privilegiadas. Nestes casos, portanto, o potencial de ganho provinha da obtenção de dicas ilegais através de uma forte rede de contatos e não de habilidades para identificar ações sujeitas a valorização ou desvalorização por conta de processos de fusão e aquisição.

O ciclo atual, considerado o maior da história tanto em relação ao número de negócios como em relação a seu tamanho, deve continuar nos próximos anos devido aos avanços tecnológicos, desregulamentação de alguns setores e crescente integração dos mercados financeiros. De acordo com a Thomson Financial, a nível global, o primeiro semestre de 2004 registrou operações de M&A num total de US\$861 bilhões, comparado com US\$625 bilhões no mesmo período de 2003.¹²

¹¹ Ver Stephen Cooper (2004) - "Evaluating M&A Activity"

¹² Informação também extraída do relatório "Evaluating M&A Activity"

Gestores envolvidos com esta estratégia investem ao mesmo tempo em posições compradas e vendidas em companhias envolvidas em processos de fusão e aquisição. No caso de aquisições e fusões através de troca de ações, arbitradores geralmente assumem posição comprada na empresa alvo e posição vendida na empresa compradora. Em se tratando de uma oferta em dinheiro, o arbitrador busca lucrar com a diferença entre o preço da oferta e o preço ao qual a ação da companhia alvo está sendo negociada. O risco principal para ele é de que a negociação falhe e nada aconteça.

É natural que ao longo do processo de negociação, as ações da companhia alvo sejam negociadas com um desconto em relação ao seu valor esperado após o processo de fusão ser completado com sucesso. Isso porque sempre existirá o risco, ao longo do processo de negociação, que a transação não aconteça, seja por barreiras legais, por falta de acordo entre os acionistas ou por questões regulatórias.

Para ilustrar, suponhamos uma oferta de compra em dinheiro em que o valor oferecido é de R\$100 por ação da companhia alvo. Normalmente, para atrair os investidores, a oferta embute um determinado prêmio sobre o preço de mercado, que é no caso de R\$80. Após o anúncio da oferta de compra, o preço de mercado da empresa alvo deverá se ajustar para cima, que é o que se verifica na prática. Ocorre que o preço de mercado não chega a alcançar os R\$100, atingindo R\$87, por exemplo. A diferença entre este valor e o valor da oferta é conhecida como *spread* de arbitragem de risco (ou de fusão). Este *spread* existirá e flutuará ao longo do processo refletindo a propensão dos investidores em adquirir a ação, com base na percepção de risco da transação não ser completada.

No caso de uma oferta em ações, o preço de referência não é mais fixo, mas sim dependente do preço da ação da empresa ofertante. Como empiricamente a ação do ofertante costuma cair enquanto a da empresa alvo sobe, a estratégia de arbitragem normalmente consiste em comprar a ação da empresa alvo e vender a do comprador. A proporção das ações compradas de uma companhia e vendidas da outra deve ser a mesma daquela estabelecida na proposta do comprador. Entretanto, a decisão a respeito de qual ação deve ser comprada e qual deve ser vendida ficará sempre a critério dos analistas, com base em modelos de *valuation*, conhecimento de questões regulatórias e percepção própria em relação aos possíveis cenários para a negociação e suas respectivas probabilidades. Como as demais estratégias de *long/short*,

o retorno total não depende da variação absoluta de cada ação, mas sim da performance relativa.

Pode parecer que a arbitragem de risco constitui um simples evento com duas possibilidades: a de ocorrer e a de fracassar. Na verdade, o evento pode se realizar nos mais variados termos e normas, sendo portanto necessário ao arbitrador analisar todas as possibilidades de resultado assim como estimar suas respectivas probabilidades. Para traçar estas possibilidades e probabilidades, uma série de dados devem ser apurados e considerados. É importante analisar toda informação referente à companhia e ao setor em que ela opera, conhecendo os aspectos legais e regulatórios, bem como os órgãos envolvidos com estas questões e suas possíveis atuações. Além disso, deve-se monitorar o risco do negócio com relação à desistência do comprador, ao surgimento de uma proposta de compra por parte de um concorrente, a um possível atraso nas negociações e na finalização do processo, à aprovação de todos os acionistas e às implicações tributárias e resultados financeiros. Deve-se apurar ainda a existência de mecanismos disponíveis à empresa alvo para evitar a sua compra.

Este tipo de estratégia tem como objetivo manter uma posição neutra em relação ao mercado em geral. As posições tomadas são consideradas não correlacionadas com a direção do mercado e o risco primordial do investimento é o risco da negociação não ser finalizada ou ser completada em termos inesperados, envolvendo também um risco regulatório. Ainda que o retorno do mercado não impacte o retorno desta estratégia de arbitragem, ainda existe um pequeno risco ligado ao mercado, na medida em que um mercado acionário em queda ou um cenário econômico incerto e pouco atraente pode fazer com que diversas transações sejam suspensas. Outro risco relevante é o risco de atraso da operação, pois ainda que os ganhos no final sejam os mesmos para os investidores, estes serão obtidos ao longo de um maior período de tempo, de forma a reduzir os retornos anualizados.

Os *spreads* obtidos nas estratégias de fusões e aquisições são em geral pequenos, mas podem ser capturados em menos de um ano, tão logo a operação em questão seja finalizada. Para que a estratégia seja bem sucedida é importante que haja no mercado um volume considerável de processos de fusão e aquisição para que o gestor possa construir uma carteira diversificada seguindo esta estratégia e que haja um *spread* suficiente em cada transação para compensar aquelas que fracassam. Cabe ressaltar, que quanto maior o *spread*, mais atraente será o negócio, porém maior será a perda potencial no caso de um fracasso.

III.2.4) *Relative Value*/Arbitragem

O termo arbitragem normalmente define uma transação livre de risco que resulta em lucros imediatos, tipicamente realizados com a compra e venda de um mesmo ativo em diferentes mercados a preços diferentes. No caso de *hedge funds*, o termo arbitragem tem um significado um pouco diferente, sendo usado para descrever transações financeiras ou tipos de estratégias que buscam lucrar a partir de discrepâncias de preço verificadas em instrumentos financeiros correlacionados em diferentes mercados. Tais estratégias, no entanto, resultam em posições que normalmente não estão isentas de risco. Definindo de forma mais precisa, consistem em apostas direcionais de *spread*, explorando irregularidades na precificação de ativos relacionados na expectativa de que estas venham a ser corrigidas e desaparecer com o tempo. São estratégias caracterizadas essencialmente por retornos constantes, baixa volatilidade e baixa exposição ao mercado.

-Arbitragem de renda fixa

Este tipo de arbitragem visa realizar lucros apostando na abertura ou fechamento de um *spread* entre instrumentos de renda fixa relacionados (historicamente ou fundamentalmente), explorando assim a má precificação relativa entre eles. Consiste na tomada de posições compradas e vendidas em ativos/papéis sensíveis à taxa de juros na busca de uma proteção contra a flutuação das taxas de juros. Considerando que os preços destes ativos flutuam de acordo com diversos fatores, como a estrutura a termo da taxa de juros, a classificação de risco, a volatilidade e a presença de opções de compra e venda, estas estratégias dependem fortemente de modelos matemáticos e estatísticos que possibilitem a identificação de algumas anomalias de preços e conseqüentemente de oportunidades de lucro. Diz-se, portanto, que o *alpha* de um hedge fund de arbitragem com renda fixa é derivado em primeira instância das habilidades utilizadas para modelar, estruturar e executar operações com estes instrumentos de renda fixa.

Os dois principais tipos de arbitragem com renda fixa são a arbitragem com a estrutura a termo da taxa de juros e arbitragem entre títulos públicos e privados (arbitragem de *spread* corporativo).

A arbitragem de estrutura a termo de taxa de juros consiste na tomada de posições compradas e vendidas em vários pontos de uma estrutura a termo, normalmente de um título do Tesouro. A idéia, no caso, é tentar lucrar com padrões incomuns observados nesta estrutura. No primeiro semestre de 2000, muitos estimavam que a oferta de títulos do tesouro americano de longo prazo (*T-bonds* de 30 anos) diminuiria devido aos planos do governo em utilizar o crescente superávit orçamentário da época para recomprar a dívida pública interna. Tal expectativa resultou em um número excessivo de compradores para estes títulos, fazendo com que o *yield* destes se tornasse inferior ao de títulos mais curtos (*T-bonds* de 10 anos), gerando um *spread* negativo. Normalmente, títulos de maturidade mais longa são considerados mais arriscados e devido a isso oferecem retornos mais elevados que os mais curtos. Verificada a anomalia na época, a estratégia de arbitragem consistiria em assumir uma posição comprada em títulos de 10 anos e uma posição vendida nos de 30 anos, na expectativa de que o retorno dos últimos voltassem a ser superiores ao dos primeiros, como geralmente observado. O resultado desta estratégia consequentemente não depende do valor absoluto da taxa de juros, mas sim do valor relativo das taxas, no caso de 10 anos e de 30 anos.

A arbitragem entre instrumentos de dívida públicos e privados explora os chamados *spreads* corporativos, que são as diferenças entre os retornos de títulos privados de variadas classificações de risco e títulos públicos (geralmente do Tesouro). Estes *spreads* são atribuídos basicamente ao risco de crédito de títulos corporativos e em menor grau a outros fatores como liquidez e opções de compra embutidas. A posição assumida no *spread* dependerá sempre da expectativa do arbitrador em relação à abertura ou fechamento do mesmo. Se o investidor acredita que a classificação de risco da dívida de uma empresa passará de *below investment grade* para *investment grade*, por exemplo, enquanto que a percepção de risco para o país em que esta se encontra não mudará, deve assumir uma posição comprada no título da empresa e vendida no título do tesouro, na busca de um ganho com o fechamento do *spread*.

-Arbitragem com debêntures conversíveis (*convertible arbitrage*)

A estratégia de *convertible arbitrage* envolve geralmente a compra de debêntures conversíveis e a proteção desta posição com a venda da respectiva ação a descoberto. Por trás desta estratégia existe a idéia de que debêntures conversíveis costumam estar desvalorizadas

em comparação com seu valor teórico, o que ocorre por diferentes razões. Em primeiro lugar, muitas dessas debêntures são de pouco valor não sendo acompanhadas por muitos analistas. Além disso, muitos emissores destas debêntures são classificados abaixo do nível de *investment grade*, o que atrai menos investidores, reduzindo a liquidez neste mercado. Acredita-se também que falta uma certa integração entre alguns mercados, como mercado de dívida e mercado acionário. Muitos investidores tendem a preferir ativos cujo tipo é claramente especificado, em detrimento de ativos como debêntures conversíveis que podem mudar de tipo diversas vezes. A posição vendida desta estratégia busca reduzir ou compensar ao máximo a exposição ao risco de ações.

Esta estratégia é apoiada por modelos de precificação de debêntures conversíveis, de forma a identificar pontos ótimos de conversão. O preço da debênture conversível é uma função do preço da ação, volatilidade dos retornos da ação, taxa livre de risco e de *spread* da taxa de juros do *Treasury* correspondente ao vencimento da debênture. Há portanto bastante espaço para avaliações incorretas ou imprecisas do preço da debênture em relação ao preço da ação, gerando assim oportunidades para arbitragens. Deve-se ressaltar que o resultado desta estratégia não depende diretamente do preço da ação, mas da relação entre o preço da ação e o preço da debênture.

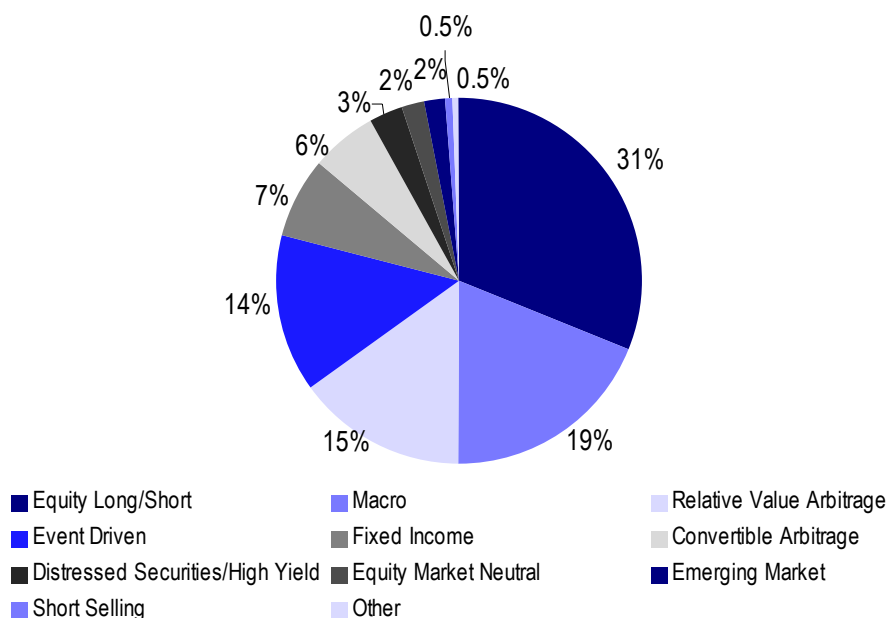
III.2.5) Outros tipos de arbitragem

Outro tipo de estratégia de arbitragem utilizada se dá com ADRs e suas respectivas ações nos países de origem. O preço de uma ADR pode diferir de sua ação local correspondente pela menor liquidez nos mercados originais da ação em comparação com a liquidez no mercado norte-americano, além de outras características distintas dos mercados acionários.

É comum também a estratégia com cestas de ações e índices das mesmas. Fundos com esta estratégia operam *spread* entre um contrato futuro de um índice e a correspondente cesta de ações. Outros fundos também operam em torno do anúncio de uma mudança na composição de um índice. Neste caso, a transação clássica consiste na compra de ações que devem ser acrescentadas (ou que devem ter o seu peso aumentado) no índice e a venda do respectivo índice para se proteger do risco de mercado. A idéia é que a maioria dos fundos,

sobretudo os passivos, terão que rebalancear suas posições após o anúncio da mudança de composição do índice, exercendo uma pressão compradora sobre as ações com o peso aumentado e pressão vendedora sobre as ações com o peso reduzido no índice em questão. Trata-se, portanto, de uma estratégia de curtíssimo prazo, já que os fundos rapidamente se ajustam para continuar o acompanhamento do índice, ficando a “janela de arbitragem” aberta por um curto período de tempo. No Brasil, por exemplo, em cada trimestre operações de arbitragem deste tipo são efetuadas quando ocorre o rebalanceamento dos índices Ibovespa e IBX-50, principalmente.

Gráfico 3: Composição dos hedge funds por estratégia



Fonte: JP Morgan, Hedge Fund Research (HFR). (1) Dados se referem à posição da indústria global no quarto trimestre de 2003.

III.3) PROCEDIMENTOS PARA A SELEÇÃO DE *HEDGE FUNDS*

Um processo completo de escolha de um *hedge fund* se inicia com o estabelecimento dos objetivos do investidor, para que a partir destes possa filtrar o universo. Investidores costumam estabelecer alguns critérios ou exigências na seleção de *hedge funds*, como um nível mínimo de abertura de informação, um tamanho mínimo de ativos administrados ou um período mínimo de performance passada registrada.

Após esta etapa inicial, parte-se para uma análise quantitativa dos fundos remanescentes, que foca na avaliação estatística da performance passada destes fundos em diferentes períodos de tempo. Tal análise se apóia em medidas estatísticas para comparar retorno relativo e absoluto, retorno no mercado em queda e em ascensão e retorno ajustado pelo risco com a performance de gestores e *benchmarks* com estilos de investimento e níveis de risco similares. Muitos gestores de *hedge funds* tentam atrair novos investidores apontando para uma boa performance histórica de seus fundos. No entanto, um passado de bons resultados não garante por si só semelhante desempenho no futuro. Faz-se, portanto, necessária uma análise quantitativa para extrair dos dados estatísticos informações e conclusões que permitam prever de forma mais adequada resultados futuros.

Análise qualitativa deve sempre acompanhar a análise quantitativa, buscando esclarecer as estratégias e filosofia de investimento do *hedge fund*, conhecer os possíveis riscos e retornos e especificamente compreender como e de onde se extrai o seu *alpha*. Quando corretamente implementada, a análise qualitativa permite que se diferencie fundos aparentemente idênticos pelas suas estatísticas. As fontes para uma análise qualitativa são geralmente encontradas no *memorandum* do fundo, um documento que descreve os objetivos do fundo, o passado profissional de seus gestores, as taxas cobradas, as contribuições mínimas aceitas e os períodos em que novas aportes e resgates são permitidos. Informações adicionais podem ser encontradas em bancos de dados dos *hedge funds*, em questionários enviados diretamente aos gestores dos fundos e em relatórios financeiros auditados.

Uma vez que as análises quantitativa e qualitativa trazem conclusões que viabilizam uma filtragem adicional dos *hedge funds* adequados ao investimento desejado, deve-se ainda analisar detalhadamente características relacionadas à estratégia, ao time de gestores, ao fundo

propriamente dito e à sua infraestrutura num processo de *due diligence*. Trata-se de uma apuração qualitativa de maior profundidade e abrangência, realizada por um time de profissionais que elaboram questionários, visitam pessoalmente os *hedge funds* e entrevistam seus gestores.

Em relação à estratégia adotada, é importante saber se o gestor do fundo alguma vez mudou-a e por que motivo, e se este gestor atual é de fato o responsável pela performance de longo prazo do fundo ou se ele simplesmente herdou-a de outro profissional. Pontos como a disponibilidade de relatórios auditados, a concentração das posições e o grau de alavancagem (e se esta é necessária ou apenas especulativa) também devem ser levantados.

No que se refere ao fundo propriamente dito, é preciso saber principalmente onde está domiciliado, sobretudo para implicações legais, se é regulado por algum órgão ou entidade, quais são os provedores de serviço do fundo (custodiante, administrador, entre outros), quais são as taxas cobradas aos investidores e quais são as políticas de aporte e resgate do fundo. Outras questões poderiam tratar do número de investidores no fundo, dos processos utilizados para precificação dos ativos e para o cálculo das cotas e da possível existência de termos preferenciais (em relação por exemplo a taxas e transparência do fundo) para determinados tipos de investidores.

Conhecer o grupo de gestores é também de extrema importância no processo de *due diligence*, tendo em vista que o desempenho de um *hedge fund* depende em grande parte das qualificações específicas dos seus gestores e de suas habilidades em enfrentar condições de mercado adversas. Esta parte inclui pontos como as suas experiências passadas e suas contribuições para seus trabalhos correntes, a distribuição dos papéis do time e a existência ou possibilidade do surgimento de conflitos de interesse, por exemplo, no caso em que o gestor administra outros fundos além daquele que está sendo estudado pelo investidor.

No que diz respeito à infraestrutura do fundo, o time encarregado do *due diligence* deve buscar conhecer os softwares usados nas áreas de *front office* e *back office*, a existência de mecanismos de suporte que permitam recuperar dados perdidos e a disposição de serviços de consultas para os investidores nos sites dos fundos.

Por último é necessário compreender os processos de investimento do fundo. Quanto a este aspecto, é válido questionar quais são os ativos que podem ser negociados, quem pode

negociá-los, se existe alguma equipe independente de administração de risco e como é o processo de tomada de decisão dos investimentos do fundo.

III.4) FUNDO DE FUNDOS

Selecionar *hedge funds* constitui, portanto, um processo bastante complexo e trabalhoso, tendo em vista o vasto universo destes fundos e a enorme variedade de estratégias adotadas pelos gestores. A insuficiente informação pública disponível sobre esta indústria de fundos assim como a sua limitada transparência tornam esta tarefa ainda mais complicada e custosa. Visto isso, muitos investidores com limitações de tempo e pequena experiência normalmente preferem ter acesso a estratégias de investimento alternativas (no caso, *hedge funds*) via fundos de *hedge funds* (a partir deste momento referido como fundos de fundos) visando adquirir um nível de diversificação adequado. Um fundo de fundos, como o nome diz, investe em diferentes *hedge funds*. Simplifica todo o processo de escolha de *hedge funds* à seleção de um único fundo, que permite a exposição do investidor a diferentes gestores, objetivos e estratégias e dispersa o risco entre diferentes modalidades de investimento. Um fundo de fundos pode ser amplamente diversificado ou pode focar em um estilo, setor, ativo ou região específica para seus investimentos.

Diferente do que muitos acreditam, os fundos de fundos não são uma modalidade recente. O início deste estilo é atribuído ao *hedge fund* “Leveraged Capital Holdings” em Novembro de 1969, que ainda existe e atualmente encontra-se fechado para novos investidores. Mas sem dúvida a preferência por estes fundos como meios alternativos de investimentos se intensificou somente nos últimos anos. Lhabitant (2003) menciona, de acordo com o banco de dados do Zurich Capital Markets, a existência de 197 fundos de fundos, dos quais apenas 9 iniciaram suas operações antes de 1990. *Hedge fund* Research (HFR) estima que em torno de 85% do dinheiro novo que foi aplicado em *hedge funds* em 2003 entrou via fundos de fundos, comparado com menos de 50% em 2000. Johansen (2004)¹³, por sua vez, afirma que em 2002 o total de ativos administrados em *hedge funds* singulares cresceu aproximadamente 16%, enquanto os ativos na administração de fundos de fundos cresceu mais

¹³ Ver relatório “Tools for Alpha”

de 30%. Em 2003, estima que os ativos de fundos de fundos cresceram em torno de 46%, enquanto que os de *hedge funds* nos quais fundos de fundos investem cresceram somente 30%.

III.4.1) Vantagens

Diversificação do investimento: A idéia de que um investidor aloca seus recursos em ações de diferentes companhias ao invés de em uma única ação buscando reduzir os riscos de perda é igualmente válida e aplicável a *hedge funds* e fundos de fundos. Ou seja, através da seleção de diferentes gestores e estratégias, os fundos de fundos conferem aos investidores um nível extra de diversificação ao distribuir seus investimentos em *hedge funds* com características de risco, retorno e volatilidade distintas. A diversificação de risco pode ser alcançada de duas maneiras distintas. A forma mais ampla é aquela em que se aplica em uma variedade de *hedge funds* de diferentes estratégias, gestores, mercados, fatores de risco e estilos de investimento que historicamente demonstraram ter pequena correlação. A maneira mais concentrada, por sua vez, envolve diversos *hedge funds* com o mesmo perfil e estratégia, de forma a reduzir ou minimizar o risco relacionado à má seleção de gestores mas ainda manter uma exposição a determinado estilo de investimento. Gestores e especialistas no assunto costumam divergir em relação ao número ótimo de *hedge funds* num fundo de fundos, alguns preferindo 15-20 fundos enquanto outros defendendo estruturas com 50 fundos aproximadamente.

Terceirização das decisões de investimento para profissionais: Através da delegação das análises quantitativas e qualitativas, das *due diligences* e do monitoramento constante de risco atrelado aos investimentos, o investidor profissionaliza a gestão no sentido de maximizar seus ganhos e evitar possíveis erros usualmente cometidos pelo investidor sem equipe, tempo ou infra-estrutura necessários (ex. limitação da escolha do fundo exclusivamente em função de desempenho recente). Vale acrescentar que através de tal delegação, possibilita-se ainda o balanceamento automático de carteira por ocasião de aportes, resgates ou mudanças relevantes de preços no mercado financeiro, normalmente deixados de lado pelo investidor comum.

Menor valor aplicado: Fundos de fundos podem ser considerados mais acessíveis a pequenos investidores em comparação com *hedge funds* individuais, pelo menor valor

mínimo a ser aplicado. Enquanto que muitos *hedge funds* individuais não aceitam investimentos abaixo de US\$500.000 (alguns nem menos que US\$1 milhão), fundos de fundos requerem como mínimo às vezes menos de US\$20.000 (em alguns poucos casos, até menos que US\$10.000). No caso de investimento em *hedge funds* individuais, construir um portfólio de 20 fundos distintos (isto é, um nível de diversificação sugerido por muitos para fundos de fundos) exigiria um investimento de US\$10 a US\$20 milhões. Assim sendo, um investidor pode diversificar seus investimentos através de fundos de fundos utilizando um valor investido menor do que seria necessário se aplicasse em fundos individuais. Este ponto é extremamente significativo para investidores privados e pequenos investidores institucionais, que podem não conseguir diversificar suas carteiras adequadamente via *hedge funds* individuais devido ao requerimento mínimo de investimento.

Potencial acesso a fundos fechados: fundos de fundos também possuem a vantagem de gerar acesso potencial de investidores a fundos fechados, pela relação sólida de longo prazo que conseguem estabelecer com seus gestores. Alguns dos melhores gestores do mercado têm seus fundos fechados, de forma que o investidor do fundo de fundos pode ter acesso a eles, seja através de investimentos feitos anteriormente ao fechamento, seja através de acordos de “capacidade” previamente elaborados junto a eles. Isto mostra que muitos fundos que se classificam como fechados na prática aceitam investidores de longo prazo com alto grau de comprometimento (*soft close*), como é o caso de diversos fundos de fundos.

Centralização dos investimentos por parte do investidor: O investidor, ao aplicar em um fundo de fundos reduz a necessidade de acompanhar diversos fundos, podendo monitorar apenas uma cota e lendo apenas uma carta de gestão, por exemplo.

Maior transparência: fundos de fundos costumam ter um maior grau de transparência que *hedge funds* individuais. Sabe-se que a indústria de *hedge funds* é ineficiente e obscura em termos de fluxo de informação, sendo que pequenos investidores muitas vezes não têm acesso ou têm acesso atrasado a dados referentes às posições, operações e estratégias completas dos fundos em que investem. Fundos de fundos, assim como outros investimentos de larga escala e de comprometimento de longo prazo, possuem portanto vantagem sobre investidores individuais quanto a acesso a informação. Conseguem obter informações mais precisas e inclusive acesso privilegiado a determinadas posições dos *hedge funds* individuais, o que traz mais transparência para investidores privados e institucionais.

III.4.2) Desvantagens

Camada adicional de taxas: fundos de fundos costumam cobrar diversas taxas, destacando-se taxa de administração (em geral 1% do total de ativos administrados) e taxa de performance (normalmente 10% da performance). Tais taxas são cobradas em cima das taxas dos *hedge funds* individuais nos quais o fundo de fundos está aplicado, geralmente 2% de administração e 20% de performance. A estrutura de taxas é portanto dobrada. O contra-argumento para este aspecto negativo é o acesso a habilidades e qualificações extras dos gestores de fundos de fundos, os quais provêm um serviço de monitoramento contínuo do desempenho de inúmeros *hedge funds* visando a seleção ótima de *hedge funds* e a alocação ótima entre eles.

Liquidez superior: liquidez é vista de duas maneiras distintas no mundo de *hedge funds*. Se por um lado maior liquidez significa maior flexibilidade para aporte e resgate de capital, por outro pode gerar perda de foco dos administradores e impactar negativamente a alocação de recursos e a performance do fundo. Fundos de fundos oferecem liquidez maior que seus componentes.

Falta de controle: o investidor não possui o mesmo controle sobre um fundo de fundos como possui sobre uma carteira de fundos individuais. Se, por exemplo, um investidor não aprova um determinado tipo de estratégia do fundo de fundos ele não é capaz de modificar esta alocação. Além disso, gestores de fundos de fundos têm pouco controle sobre o que os gestores de seus fundos individuais estão executando.

Cancelamento de transações: pode ocorrer de um fundo vender a descoberto uma ação enquanto outro fundo em um mesmo fundo de fundos compra esta mesma ação. Para o fundo de fundos neles aplicado, as duas transações simplesmente se cancelam em termos de exposição de risco, mas geram significativas comissões para corretoras, assim como taxas de performance para um dos dois fundos.

Duplicação de posições: é possível que os *hedge funds* nos quais um fundo de fundos está aplicado tenham seus investimentos concentrados nos mesmos setores ou ativos. Em

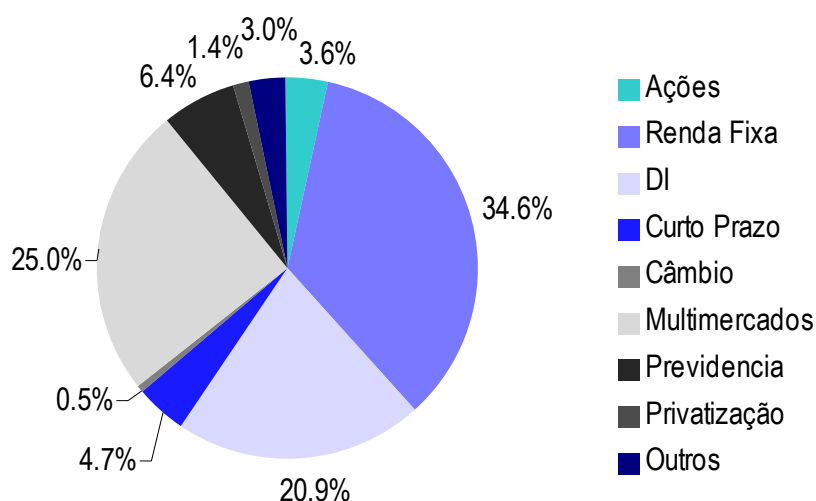
1999, por exemplo, a maioria dos fundos *long/short* de ações estavam fortemente concentrados em tecnologia ou ações ligadas à internet. Quando estourou a bolha da tecnologia, estes fundos amargaram grandes perdas, assim como os fundos de fundos que se apoiavam nestes fundos para diversificar.

CAPÍTULO IV - HEDGE FUNDS NO BRASIL

IV.1) VISÃO GERAL DA INDÚSTRIA

Diferente dos Estados Unidos e demais países desenvolvidos, o surgimento da indústria de *hedge funds* (aqui conhecidos como fundos multimercados) no Brasil é um fato bastante recente. Esta modalidade de investimento começou a aqui ser explorada no início dos anos 90's e atualmente se encontra em crescimento e desenvolvimento. De acordo com um estudo elaborado pelo consultor e especialista em mercados de capitais e finanças corporativas Denis Barros Pedreira¹⁴, o valor patrimonial dos *hedge funds* de gestores independentes no Brasil deverá crescer em torno de 30% ao ano nos próximos cinco anos, ritmo significativamente superior ao dos demais fundos. Por outro lado, a tendência é que a concorrência seja cada vez mais acirrada, de sorte que o número de fundos multimercados não venha a ser tão diferente do atual. Hoje em dia, o número de fundos multimercados está em torno de 2000, com um patrimônio total da ordem de R\$160 bilhões, valor que corresponde a aproximadamente 25% do patrimônio total dos fundos no Brasil¹⁵.

Gráfico 4: Patrimônio Líquido dos fundos no Brasil (%)

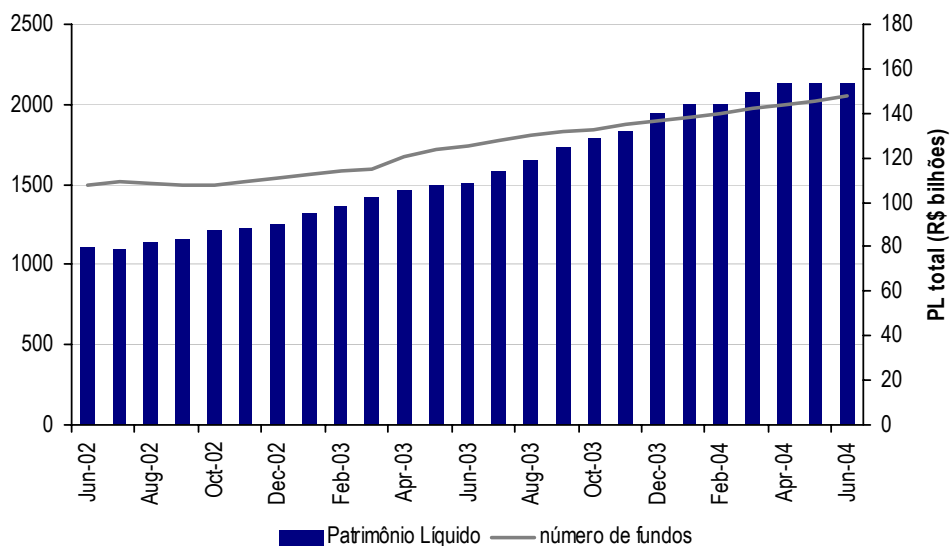


fonte: Valor Econômico, Site Fortuna (www.fortuna.com.br), Novembro de 2004

¹⁴ Trata-se do projeto de conclusão de um curso de MBA na Harvard Business School. Neste estudo, Pedreira considerou como *hedge funds* somente aqueles de gestores independentes.

¹⁵ Fonte: Valor Econômico (extraído do site Fortuna), estatísticas de novembro de 2004.

Gráfico 5: Patrimônio Líquido e número de *Hedge funds* no Brasil



Fonte: Anbid. (1) Valores de patrimônio líquido excluem os FACs

Desde o início de 2003 observa-se no Brasil um grande movimento de lançamentos de novos fundos multimercados. Apenas em 2003 a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) concedeu o registro a mais de 150 novas administradoras de recursos independentes (*assets*) e até o primeiro trimestre de 2004 aproximadamente 10. Ainda que nem todas estas operem no mercado em questão, estima-se¹⁶ que haja mais de 60 *assets* atuantes no mesmo. Além da excelente performance de 2003, a acelerada expansão recente do segmento de *hedge funds* tem como explicação alguns outros fatores. Em primeiro lugar, as diversas fusões entre instituições financeiras e reestruturações internas voltadas para aumento da produtividade trouxeram ao mercado uma grande oferta de profissionais especializados, incluindo os gestores de recursos e suas equipes, que encontraram na estruturação de *assets* um novo caminho para o desenvolvimento profissional. Outro ponto relevante é a tendência de grandes bancos nacionais e estrangeiros em diminuir sua participação na gestão de fundos de risco mais elevado. Isto devido ao receio em prejudicar a reputação da instituição através de possíveis perdas substanciais neste tipo de investimento, como observado recentemente no Brasil (Bank

¹⁶Estimativa da consultoria Global Invest

of América, por exemplo). Por último, o aumento da compreensão dos investidores nacionais do mecanismo de funcionamento e das estratégias adotadas pelos fundos multimercados também pôde concorrer para a elevação da captação destes fundos.

O desenvolvimento da indústria de fundos no Brasil, em especial os *hedge funds*, vem levando à proliferação dos fundos de fundos, tal qual vem ocorrendo nos mercados mais maduros. Nos EUA o estágio é muito mais avançado de forma que o crescimento dos fundos de fundos teve um grande impacto na captação dos “single managers”. E, mais ainda, uma nova tendência que surgiu no mercado norte-americano são os chamados 3F ou “fundos de fundos de *hedge funds*”. Acredita-se que esse novo produto poderá persuadir inclusive os investidores mais avessos a risco para ingressarem no mundo dos *hedge funds*.

A concentração da indústria de *hedge funds* no Brasil é vista como elevada. Mesmo o surgimento de diversas *assets* independentes ao longo de 2003 e 2004 não fez com que os recursos se tornassem significativamente mais distribuídos na indústria. De acordo com um estudo de outubro de 2004 feito pela Consultoria Global Invest¹⁷, de um total de 113 fundos analisados, 51% do volume total estava concentrado em 11 fundos, dentre os quais 4 geridos por bancos e 7 por *assets* independentes.

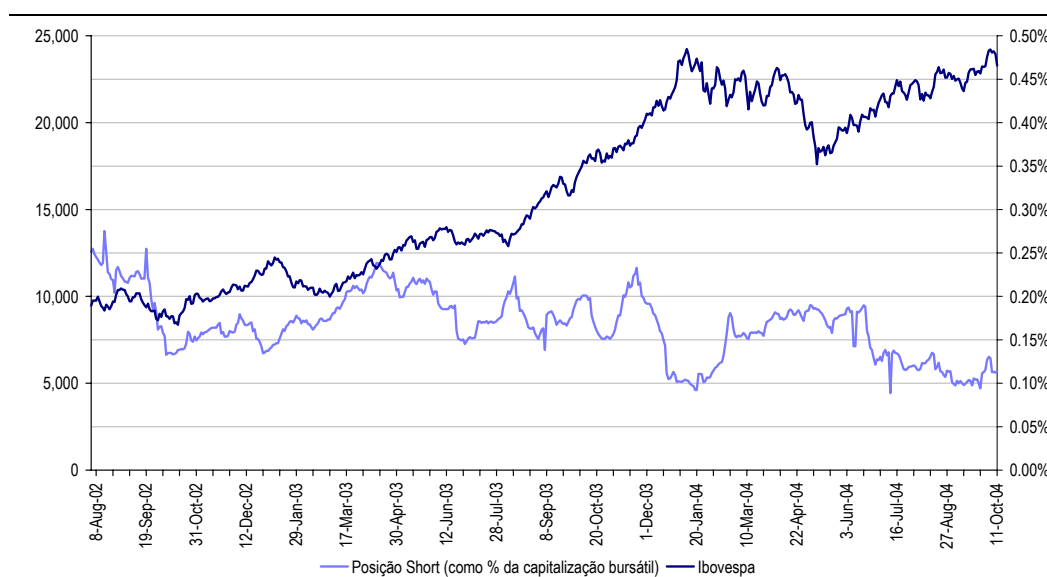
Comparando com a variedade de estratégias implementadas pelos *hedge funds* globais, o espectro de atuação dos *hedge funds* nacionais pode ser considerado bastante limitado. Em contraste com as estratégias dos primeiros que passam por mercados emergentes, arbitragens com debêntures conversíveis e apostas na recuperação de empresas em situação financeira delicada (até mesmo pré-falimentar), os *hedge funds* no Brasil se limitam a montar operações de câmbio, DI, *C-Bond* e opções de índice Ibovespa¹⁸ com a diferença para os fundos convencionais de poderem manter posições vendidas, de forma a fazer *hedge* para as posições compradas e extrair ganhos nas duas pontas. Alguns fundos multimercados exploram ainda o mercado de ações, estruturando operações de *long/short*, e o mercado de commodities. Mesmo assim, o valor total das posições short de ações na Bovespa é ainda muito pequeno quando visto como percentual da capitalização bursátil da Bovespa. (ver gráfico 3). Em relação a

¹⁷ Relatório Especial Fundos Multimercados – Outubro 2004. A análise do estudo envolveu 113 fundos multimercados abertos, dos quais 36 eram geridos por 19 bancos e os demais 77 geridos por 62 *assets* independentes.

¹⁸ O Índice Bovespa é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Sua relevância advém do fato do Ibovespa retratar o comportamento dos principais papéis negociados na BOVESPA e também de sua tradição, pois o índice manteve a integridade de sua série histórica e não sofreu modificações metodológicas desde sua implementação em 1968.

debêntures conversíveis, a emissão deste instrumento de dívida pelas empresas brasileiras não é tão comum e freqüente como nos Estados Unidos e outros países desenvolvidos. Estratégias montadas visando explorar oportunidades em fusões, aquisições ou reestruturação de empresas também podem se tornar difíceis para os *hedge funds* nacionais tendo em vista os sistemas regulatórios de diversos setores no Brasil, os quais, apesar de às vezes possuírem regras claras e precisas, não conseguem implementá-las com rigor, contribuindo para um ambiente regulatório imprevisível e portanto arriscado.

Gráfico 6: Posição *Short* como percentual da Capitalização Bursátil



Fonte: UBS, Bovespa, CBLC

Paradoxalmente, ainda que uma das propostas fundamentais dos *hedge funds* seja de obter retornos absolutos, ou seja, não correlacionados com o mercado, o objetivo da maioria dos fundos multimercados no Brasil, normalmente descrito nos prospectos, não difere muito daquele de muitos dos fundos mais tradicionais, qual seja: superar o CDI¹⁹.

No que tange a liquidez dos fundos, quer dizer, as condições de aporte e resgate, ainda se observa no Brasil grande parte dos *hedge funds* permitindo entrada e saída de aplicações em prazos inferiores a três dias. Em contraste, nos EUA e demais países desenvolvidos, a

¹⁹ Taxa de juros de empréstimos interbancários.

possibilidade de aporte e resgate dos grandes *hedge funds* costuma ser em bases trimestrais, semestrais ou até mesmo anuais. Como já mencionado no primeiro capítulo, tal aspecto, ainda que visto como positivo para os investidores por lhes conferirem maior flexibilidade em seus investimentos, pode vir a comprometer a performance dos fundos. Condições curtas de resgate tendem a dificultar ou impedir o bom desempenho dos fundos, na medida em que podem obrigar o gestor a reduzir ou liquidar posições em períodos igualmente curtos. Adicionalmente, em situações de estresse no mercado financeiro, a liquidez do mercado como um todo tende a se reduzir. Diante deste cenário, o gestor se vê limitado a duas opções: liquidar as posições de qualquer maneira a qualquer preço, trazendo perdas imediatas a todos os investidores de seu fundo, ou não liquidar ou diminuir estas posições, levando a importância das mesmas na carteira a níveis indesejados e arriscados.

Enquanto no mercado norte-americano não há qualquer tipo de regulação sobre os *hedge funds*, de modo que estes não sejam nem registrados na SEC (Securities and Exchange Commission), no Brasil estes fundos são regulados pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e pelo Banco Central. O controle e o acompanhamento são feitos pelo Banco Central quando não há renda variável, enquanto que os fundos com renda variável ficam sob a fiscalização da CVM.

O Banco Central do Brasil divide os fundos sob sua fiscalização em Fundos de Investimento Financeiro (FIFs), os quais investem seu patrimônio diretamente em títulos diversos do mercado, como títulos públicos federais, CDBs²⁰ e debêntures, entre outros; e os Fundos de Aplicação em Cotas (FACs) aplicam seu patrimônio em cotas de diferentes tipos de FIFs. Os FACs, portanto, são fundos de fundos, o que significa que em vez de aplicar diretamente em ativos, aplicam em cotas de fundos.

As duas principais instruções da CVM para fundos de investimentos são a 409 e a 304. A instrução 409 trata essencialmente da constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimento, não tendo grandes especificidades quanto aos fundos multimercados. A única menção feita a estes fundos determina que estes, “desde que destinados exclusivamente a investidores qualificados, poderão adquirir cotas de Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes, Fundos de Investimento

²⁰ Certificados de Depósitos Bancários

Imobiliário, Fundos de Investimento em Participações, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios e Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios nos limites previstos nos seus regulamentos e prospectos, se houver”. Assim sendo, a alocação do patrimônio dos fundos multimercados fica a critério dos próprios gestores, tendo eles a possibilidade de aplicar nos mais variados tipos de ativos e de manter posições vendidas sem qualquer limitação, desde que respeitem as restrições estabelecidas nos seus prospectos.

Já a instrução 304, de 5 de maio de 1999, versa sobre fundos de investimentos em cotas de fundos de investimento em títulos e valores imobiliários, os chamados FACs. De acordo com tal instrução, o FAC deve manter no mínimo noventa e cinco por cento de seu patrimônio investido em cotas de fundo de investimento em títulos e valores mobiliários, de forma que os restantes cinco por cento podem ser mantidos em depósitos à vista ou aplicados em: (i) cotas de fundo de investimento financeiro (FIF), cotas de fundo de aplicação em cotas de FIF e cotas de fundo de investimento no exterior; (ii) títulos de emissão do Tesouro Nacional ou do Banco Central; (iii) títulos de renda fixa de emissão de instituição financeira; e (iv) operações compromissadas, de acordo com a regulação específica do Conselho Monetário Nacional (CMN).

A Anbid (Associação Nacional de Bancos de Investimentos) tem, por sua vez, dentre outras funções, a de classificar os fundos de investimento e acompanhar suas rentabilidades, captações, valores patrimoniais, entre outros aspectos. Dentro desta classificação, os fundos multimercados são divididos em quatro categorias distintas: sem renda variável, sem renda variável com alavancagem, com renda variável e com renda variável e alavancagem.

Tabela 1: Classificação dos Fundos no Brasil – ANBID

Classe	Subclasse	Classe	Subclasse
Curto-Prazo	-	Investimento no Exterior	-
Referenciados	DI Dólar Euro Outros	Ações Setoriais	Telecomunicações Energia
		Ações outros	Com alavancagem Sem alavancagem
Renda Fixa	Renda Fixa Renda Fixa Crédito Renda Fixa Multi-índices Renda Fixa Alavancados	Multimercados	Sem renda variável/sem alavancagem Com renda variável/sem alavancagem Com renda variável/com alavancagem Sem renda variável/com alavancagem
Balaceados	-	Capital Protegido	-
Ações indexados	IBOVESPA IBX	Ações fechados	-
		Investimento Imobiliário	-
Ações ativos	IBOVESPA com Alavancagem IBOVESPA sem Alavancagem IBX com Alavancagem IBX sem Alavancagem IBA	Privatização	Petrobras-FGTS Petrobras-Recursos Próprios CVRD-FGTS CVRD-Recursos Próprios CVRD-Migração FGTS-Carteira Livre

Fonte: Anbid.

Quanto à estrutura operacional dos fundos multimercados no Brasil, não há muita diferença em relação à descrição realizada no primeiro capítulo. Os principais agentes envolvidos são o gestor, o administrador, o custodiante e o auditor. Outra figura relevante, mas não obrigatória é a do gestor de riscos. Deve-se mencionar que a atividade do gestor do fundo é regulada pela resolução 306 da CVM. Este deve ser responsável exclusivamente pela gestão do fundo, sua política de investimento deve estar de acordo com o perfil do investidor e o regulamento do fundo, e para atuar como tal, é imprescindível uma autorização da CVM.

Em relação à remuneração dos *hedge funds*, há basicamente duas fontes: a taxa de administração e a taxa de performance. A primeira é cobrada pela instituição administradora pelo serviço de gestão e custódia dos recursos. A porcentagem cobrada deverá ser informada no regulamento do fundo. Essa taxa é calculada diariamente sobre o patrimônio líquido do fundo (independente do resultado do mesmo), e paga mensalmente por período vencido. Na maior parte dos multimercados, esta taxa situa-se em 1%-2% do patrimônio. Apesar de não ser muito comum, o fundo pode remunerar diretamente o gestor e/ou custodiante. Por sua vez, a taxa de performance dos *hedge funds* no Brasil é na maioria das vezes cobrada com base na parcela de rentabilidade do fundo que exceder determinado percentual do CDI (normalmente este percentual é de 20%). Esta taxa é provisionada por dia útil e paga semestralmente por

período vencido. No caso dos multimercados que são FACs, o administrador pode se valer também dos chamados rebates dos fundos. São rebates de taxas de administração e performance cobradas pelos fundos selecionados para compor a carteira do FAC. O gestor do FAC faz um contrato de distribuição com o *hedge fund* de forma que os rebates são pagos todo o início de mês. Cada instituição tem a sua própria política de rebates. Existe um mínimo exigível e uma escala crescente que comumente varia entre 25% e 50%. Todavia, nem todos os *Hedge funds* “rebatem” a taxa de performance e de administração, apesar de este segundo caso ser mais raro. Em alguns casos, cobra-se ainda uma taxa de entrada e uma de saída, com o objetivo de reter o cotista por um certo período de tempo no fundo e assim evitar que um grande resgate de cotas pressione o gestor na execução de suas estratégias.

Além da remuneração do administrador, os fundos se confrontam principalmente com as seguintes despesas: taxas de agentes reguladores (Selic, Cetip e Anbid), despesas do auditor independente e despesas com custódia e liquidação das operações. Estas despesas são provisionadas diariamente na carteira e pagas no final de cada período. Há também alguns custos iniciais, como os referentes à abertura da conta Cetip e o cadastro do fundo na Anbid.

IV.2) O INVESTIDOR BRASILEIRO E OS FUNDOS MULTIMERCADOS

De maneira geral, pode-se afirmar que a maneira de pensar do investidor advém da cultura de mercado onde o mesmo se formou. Este raciocínio é sem dúvida importante para entendermos o perfil do investidor brasileiro.

Nossa história foi marcada por muitos e prolongados momentos de juros elevados, volatilidade cambial, inflação elevada, e mercado acionário pouco robusto. Em ambientes como estes, os investidores brasileiros se acostumaram a investir em produtos de curto prazo lastreados em títulos do governo, e em momentos de estresse maior, em dólares e no ouro, o que pode ser lido como uma combinação de retornos elevados com aplicações de curto prazo. Compreende-se assim o perfil geral do investidor brasileiro, que consiste no foco em liquidez diária com consistência mensal de superação do CDI.

É importante ressaltar que a volatilidade no mercado brasileiro é ampliada pelo fluxo de investimentos estrangeiros de curto prazo. Tais fluxos influenciam de maneira significativa a liquidez no mercado local, ocasionando movimentos bruscos de compra ou venda de ativos.

Este fenômeno também contribui para a predominância de operações de curto prazo nos mercados domésticos de títulos públicos, moedas e taxas de juros.

Além disso, de maneira geral, o aplicador brasileiro despense pouco tempo na análise e seleção de fundos e, num momento de volatilidade, acaba sacando muito rápido. Essa característica de “short trigger”, possibilitada pelas condições flexíveis de resgates dos fundos multimercados, poderá assumir maior magnitude com a criação das contas-investimento, em funcionamento desde outubro passado, através das quais os recursos podem transitar de uma aplicação para outra sem a cobrança da CPMF. Tal isenção dará maior mobilidade na alocação de recursos, permitindo que o investidor troque de aplicação em busca de melhores oportunidades de rendimento sem incorrer na alíquota de 0,38% que era até então cobrada na mudança.

Entretanto, com a MP 206/04, que estabeleceu a tabela regressiva de imposto de renda em função do tempo investido no fundo, o investidor poderá se mostrar mais propenso em investir por maiores períodos de tempo nos fundos. Deste modo, se de um lado a conta-investimento incentiva a mudança de aplicação, de outro, o imposto de renda decrescente premia a maior permanência nas aplicações.

Diante desta característica do investidor brasileiro e da associada onda de consideráveis saques dos fundos multimercados em abril e maio de 2004, alguns gestores dos fundos multimercados procuraram ser mais seletivos em relação a seus investidores, estabelecendo limites para fundos e distribuidores, além de se esforçarem para estimular a criação de prazos maiores para aviso prévio em relação aos saques.

Outro aspecto do investidor brasileiro que talvez possa comprometer a rentabilidade dos fundos é o fato deste em geral levar em consideração somente a performance recente dos fundos na hora de decidir a alocação de recursos, assim como no momento de efetuar novos aportes e resgates. Sabe-se que a performance histórica de um fundo não garante por si só semelhante performance no futuro. Além disso, análise quantitativa, análise qualitativa e *due diligence*, são trabalhos fundamentais no processo de escolha dos melhores fundos. Tal característica do investidor brasileiro tende a afetar em maior grau os fundos multimercados, na medida em que o retorno destes, ao menos teoricamente, é proveniente das habilidades e estratégias adotadas pelos gestores, as quais possuem um determinado prazo de maturação. Assim sendo, se a cada turbulência no mercado financeiro ou a cada rentabilidade baixa que o

fundo divulgar os investidores precipitadamente sacarem seus recursos, o gestor encontrará dificuldades para delinear e implementar estratégias, que se mantidas por um maior período de tempo, poderiam gerar resultados mais satisfatórios.

Muitos investidores brasileiros continuam se mostrando céticos e receosos em relação ao investimento em fundos multimercados, devido em parte à falta de abertura de informação desta modalidade assim como de um ambiente regulatório mais frouxo. Outros são por simples costume avessos ao risco e preferem a renda fixa tradicional. Como explica Alexandre Póvoa em seu artigo “Fundos Multimercados e o Efeito Diversificação”, isto se deve em boa parte ao fato de que desde o início do Plano Real foi possível investir em fundos DI obtendo em média 1.1% ao mês acima da inflação. Ainda assim, a popularidade e a atratividade destes fundos têm crescido e trazido maior captação. É de se esperar que o ritmo de captação dos fundos multimercados supere nos próximos anos o de fundos tradicionais, como os de renda fixa e de ações. Ao mesmo tempo, a proliferação destes fundos não só deve diminuir como um processo de seleção natural deve se fazer presente no mercado de *hedge funds* brasileiro, com a extinção de alguns fundos e a consolidação de outros. Neste cenário, deverão ser premiados aqueles que forem capazes de gerar resultados satisfatórios de forma consistente e de apresentar maior transparência nas estratégias traçadas e resultados gerados. Além disso, os gestores que forem capazes de estabelecer critérios de liquidez mais longos também tenderão a se beneficiar. É por último provável que os melhores gestores que sobreviverem a este ambiente competitivo optem por fecharem seus fundos para novas captações, na tentativa de atingir um valor patrimonial ótimo que permita retornos sólidos e recorrentes.

IV.3) ANÁLISE EMPÍRICA

Uma vez apresentadas as principais características da indústria de *hedge funds* no Brasil, propõe-se uma análise empírica da performance (variação do valor das cotas) destes fundos movida por alguns objetivos distintos.

Primeiramente, seria interessante verificar se em média, eles conseguem cumprir com a meta normalmente estabelecida pelos gestores de gerar retornos superiores ao CDI (*benchmark* adotado pela maioria dos fundos multimercados). Alguns fundos visam superar o

CDI em no mínimo um determinado valor (por exemplo, trazer retornos acima de 120% do CDI), mas para efeito deste estudo, não faremos este tipo de discriminação.

Outro ponto a ser estudado é se estes fundos de fato são capazes de entregar a seus investidores o que esta modalidade de investimento a nível global costuma prometer, isto é, retornos ajustados pelo risco acima daqueles de fundos convencionais, os quais derivam seus ganhos basicamente de posições compradas em ações, títulos públicos, taxa de câmbio, entre outros.

Por último, caberá avaliar se os *hedge funds* brasileiros são dotados de uma das principais características dos *hedge funds*, que os distingue dos fundos tradicionais: uma baixa correlação com o mercado, de forma a atribuir a performance do fundo em maior parte às habilidades e *expertise* do gestor. Deve-se lembrar, de qualquer maneira, que este último aspecto parece, inicialmente, um tanto contraditório no caso dos *hedge funds* brasileiros, já que estes se propõem a superar um determinado *benchmark* (geralmente o CDI), deixando assim subentendida a existência de alguma correlação, ainda que pequena, com este indicador.

Para os três aspectos a serem estudados, usou-se uma mesma amostra de fundos. Dada a miríade de fundos, optou-se por limitar o universo de estudo pelo patrimônio líquido, selecionando de cada categoria aqueles de maior patrimônio que correspondessem a um percentual significativo da mesma. As categorias selecionadas foram as principais definidas pela Anbid: para os fundos multimercados, as quatro subcategorias previamente enumeradas, e para os demais fundos, os de ações, renda variável, referenciados DI, referenciados dólar, balanceados e fundos de investimento no exterior (FIEX). Além disso, foram excluídos os FACs, que representariam para o estudo uma dupla contagem, e os fundos exclusivos, ou seja, fundos restritos a apenas um conjunto pré-determinado de participantes que é definido pela instituição administradora do fundo. Por último, considerando que a indústria de *hedge funds* no Brasil é bastante recente, optou-se por analisar a performance dos mesmos de janeiro de 2002 até outubro de 2004²¹, eliminando portanto diversos fundos que atenderiam aos critérios acima descritos mas cuja atividade foi iniciada após janeiro de 2002. Do contrário, utilizando um histórico mais longo, a amostra de fundos seria muito menos representativa de cada categoria.

²¹ Exceto para os fundos Votorantim Vintage FIF, Porto Seguro Institucional e Bradesco FIF Performance, cujos dados iniciam em fevereiro de 2002.

Considerados tais critérios, chegou-se a uma amostra de 180 fundos, de bancos ou de *assets* independentes, dos quais 82 são multimercados e 98 são fundos tradicionais de outras categorias. Dentre os multimercados, há 34 de renda variável com alavancagem, 21 com renda variável sem alavancagem, 7 sem renda variável com alavancagem e 20 sem renda variável sem alavancagem.

A base de dados construída é mensal. As rentabilidades dos fundos foram extraídas do site Pladin (www.pladin.com.br), que disponibiliza um histórico da Anbid de rentabilidade dos fundos, entre outros aspectos. Quanto aos valores patrimoniais dos fundos, coletados apenas para filtrar a amostra e saber a representatividade da mesma, as informações foram obtidas através da Anbid e são referentes ao mês de setembro. Por sua vez, os dados relativos aos indicadores financeiros CDI, Ibovespa e taxa de câmbio real/dólar foram obtidos através da Bovespa e do Banco Central.

Em relação à performance dos fundos multimercados contra o CDI, observou-se que no período de janeiro de 2002 a outubro de 2004, todas as subcategorias apresentaram em média retornos acumulados superiores ao CDI acumulado no mesmo período (115% do CDI na média). Assim, pode-se afirmar que, em média, estes fundos têm conseguido cumprir com o seu objetivo principal, ou seja, gerar retornos acima do CDI. O melhor desempenho relativo ao *benchmark* foi apresentado pelos multimercados com renda variável alavancados (122% do CDI), seguidos dos com renda variável não alavancados (116% do CDI), sem renda variável não alavancados (108% do CDI) e sem renda variável alavancados (102% do CDI). Observou-se também que 21% dos fundos da amostra tiveram uma performance acumulada inferior a 100% do CDI, representando respectivamente 18%, 38%, 5% e 29% das subcategorias listadas anteriormente. Além disso, realizando o mesmo exercício para os três anos em separado, nota-se que a performance contra o CDI foi em média acima do *benchmark* em 2002 e 2003 (respectivamente 136% e 107% do CDI) enquanto que em 2004 (de Janeiro a Outubro) a performance veio em média quase em linha com o CDI (99%). Os dados separados por anos e subcategorias estão apresentados na tabela abaixo.

Tabela 2: Fundos Multimercado – Performance relativa ao CDI.

		todos	com RV alav.	com RV	sem RV alav.	sem RV
Média da Performance vs. CDI	2002-2004	115%	122%	116%	100%	108%
	2002	136%	127%	133%	247%	118%
	2003	107%	121%	105%	63%	101%
	2004	99%	101%	101%	71%	102%
% fundos com performance < CDI	2002-2004	21%	18%	38%	29%	5%
	2002	32%	29%	48%	43%	15%
	2003	16%	6%	29%	29%	15%
	2004	51%	59%	48%	57%	40%

Fonte: Site Pladin, Anbid e Banco Central. (1) RV representa renda variável. (2) Alav. Representa com alavancagem

Para o estudo da performance corrigida pelo risco dos fundos multimercados comparada com os fundos tradicionais, utilizou-se o índice de Sharpe, formulado por William Sharpe em 1966, que tem sido comumente empregado na indústria de fundos de investimento. Este representa o retorno de um fundo excedente à taxa livre de risco da economia ajustado pela volatilidade do retorno do fundo, a qual é melhor representada pelo desvio padrão da série de retornos.

No caso brasileiro, poderia-se pensar na taxa livre de risco como sendo a taxa da poupança ou a taxa dos títulos do Governo Federal. A primeira opção não parece muito razoável se considerarmos que no Brasil já houve o congelamento deste ativo (poupança), especificamente no Plano Collor. A segunda opção se mostra mais plausível para representar localmente o menor risco possível, tendo em vista que o Governo Federal pode emitir moeda e com ela pagar toda dívida em moeda local. Assim sendo, para avaliar fundos considera-se a taxa Selic (taxa de um dia para financiamento de títulos públicos federais) como a mais adequada para representar a taxa de juros sem risco. Como esta é muito semelhante ao CDI e como este é o mais amplamente utilizado na indústria de fundos local, optou-se pela utilização do CDI. Calculou-se então para cada fundo o índice de Sharpe (IS) da seguinte maneira:

$IS = (r(x)-y)/d(x)$, onde $r(x)$ é a rentabilidade acumulada no período anualizada, y é o CDI acumulado no período anualizado e $d(x)$ é o desvio padrão anualizado (multiplicado por raiz de 12) da série de retornos. A partir dos resultados obtidos para cada fundo separadamente, calculou-se uma média do índice de Sharpe para cada categoria, como apresentado na tabela abaixo.

Tabela 3: Resultados do estudo de Índice de Sharpe

	r(x)	d(x)	índice de sharpe
Multimercados			
com RV e alavancagem	23.0%	3.46%	0.89
com RV	21.9%	4.05%	0.48
sem RV e alavancagem	19.6%	11.03%	0.11
sem RV	20.9%	2.16%	0.72
Demais			
ações	33.6%	22.75%	0.76
renda fixa	19.0%	1.54%	-0.34
referenciados DI	19.4%	1.46%	0.00
referenciados US\$	13.9%	20.99%	-0.28
balanceados	19.2%	9.80%	0.03
FIEX	27.6%	16.66%	0.44

Fonte: Site Pladin, Anbid e Banco Central. (1) RV representa renda variável. (2) Dados correspondem à média aritmética de cada categoria. (3) Índice de Sharpe foi calculado utilizando o CDI anualizado para o período de Janeiro de 2002 a Outubro de 2004 correspondente a 19.6%

Pôde-se observar que nem todas as subcategorias dos fundos multimercados tiveram uma relação retorno/risco mais atraente que os demais tipos de fundo. Em particular, os multimercados com renda variável e alavancagem foram a única categoria que apresentaram um índice de Sharpe médio superior ao de todas as demais categorias de fundos não multimercados. Além disso, os fundos de renda variável, de retornos elevados mas também de alta volatilidade, apresentaram um índice de Sharpe médio de 0.76, superior a três das quatro subdivisões de fundos multimercados.

Portanto, apenas a categoria de fundos multimercados caracterizada pela alavancagem e uma alocação mais diversificada, com parte de suas aplicações em renda variável, conseguiu gerar em média, no período analisado, um retorno corrigido pelo risco superior aos demais tipos de fundos de investimento disponíveis no mercado brasileiro.

É importante ressaltar que os resultados apresentados apenas descrevem o desempenho passado dos fundos, não sendo suficientes para prever o desempenho futuro dos mesmos. Além disso, ainda que um fundo da amostra tenha apresentado no período um índice de Sharpe superior ao de outro, isto não necessariamente significa que o primeiro deve ter

preferência na seleção de um investidor. Isso porque, como descreve Gyorgy Varga²², o cálculo do índice de Sharpe não agrega a informação sobre a correlação entre os ativos. Desta forma, ele “perde importância quando se quer utilizar esse indicador para adicionar um ativo (ou carteira) com risco a uma carteira que já tenha ativos arriscados.” Como o estudo realizado visou comparar a rentabilidade ajustada pelo risco de alguns tipos de fundos com os multimercados, e não determinar qual o fundo mais atraente para um investidor que já possui investimentos com risco, o índice de Sharpe pôde ainda ser julgado como uma ferramenta bastante válida.

Para tentar verificar a existência de correlação dos retornos dos fundos multimercados com os principais indicadores de mercado e observar se tais retornos podem ser explicados pelos mesmos indicadores, dois estudos complementares foram realizados. O primeiro consistiu em correlacionar os retornos de Janeiro de 2002 a Outubro de 2004 de todos os fundos de uma mesma categoria entre si, repetindo este exercício para todas as categorias e subcategorias selecionadas para o estudo. O segundo envolveu somente os fundos multimercados e tratou-se de um estudo econométrico com 82 regressões, uma para cada um dos fundos da amostra. Para cada regressão, consideraram-se 34 observações (dados mensais relativos ao período Janeiro 2002-Outubro 2004), a variável dependente foi o retorno mensal do fundo, e as variáveis explicativas foram a variação mensal do Ibovespa, o CDI e a variação da taxa de câmbio de venda média R\$/US\$ oficial do Banco Central. Optou-se por incluir tais indicadores por acreditar que eles são os mais representativos dos ativos com os quais os *hedge funds* brasileiros constroem suas estratégias: ações, dólar e sobretudo juros (DI). Pôde-se formular então a seguinte equação:

$$Y = c + a_1X_1 + a_2X_2 + a_3X_3 + e$$
, onde X_1 , X_2 e X_3 são o CDI, a variação cambial e a variação do Ibovespa.

Analisando as correlações entre fundos de mesma categoria, foi possível constatar uma diferença significativa entre as categorias de fundos multimercados e as demais categorias. Enquanto os multimercados de uma mesma classificação apresentaram algumas correlações negativas entre si, os fundos tradicionais de ações, renda fixa, DI, câmbio e investimento no exterior não apresentaram nenhuma correlação inferior a zero dentro da

²² Estudo “Índice de Sharpe e outros Indicadores de Performance Aplicados a Fundos de Ações Brasileiros”.

mesma categoria. Além disso, um percentual bastante elevado das correlações nestes fundos (no caso de ações e referenciados dólar) a totalidade das correlações superaram 0.5. Os fundos multimercados, por sua vez, registraram uma proporção menor de correlações elevadas. Isto denota um maior grau de diversificação das estratégias e da alocação de recursos dos *hedge funds* brasileiros em relação aos demais fundos.

Nota-se que a categoria de multimercados sem renda variável apresenta um percentual expressivamente maior de correlações acima de 0.5 e menor de correlações negativas em comparação com os demais tipos de fundos multimercados, provavelmente em função da grande concentração dos fundos desta categoria em DI.

Tabela 4: Resultado das correlações

Fundo	% de correlacoes entre fundos da mesma categoria		
	< 0	> 0.5	> 0.8
Multimercados			
com RV e alavancagem	14%	25%	3%
com RV	15%	34%	8%
sem RV e alavancagem	38%	43%	10%
sem RV	7%	78%	24%
Demais			
ações	0%	100%	58%
renda fixa	0%	87%	48%
referenciados DI	0%	93%	62%
referenciados US\$	0%	100%	99%
balanceados	0%	86%	25%
FIEX	0%	71%	20%

Fonte: Site Pladin, Anbid. (1) RV representa renda variável.

Em relação ao R^2 das regressões, que representa a capacidade de explicação da variável dependente pela equação, os resultados obtidos foram bastante variados, tendo algumas regressões apresentado R^2 inferiores a 30% e outras R^2 superiores a 80%. Tal resultado já era de certa forma previsto, tendo em vista que uma parte dos ganhos dos fundos multimercados derivam de posições vendidas e que muitas operações são estruturadas com opções, swaps, contratos a termo e futuros, cujo retorno não seria bem representado pela variação dos indicadores selecionados.

Quanto à importância das variáveis independentes utilizadas, algumas observações podem ser feitas. Em primeiro lugar, utilizando-se um nível de significância de 5% (nível de

confiança de 95%), na maior parte das regressões realizadas (aproximadamente 70%), o coeficiente do CDI pôde ser considerado estatisticamente significativo, ou seja, nestes casos a estatística-T²³ referente ao CDI foi superior a 1.96. Olhando para cada subcategoria de fundos multimercados, percebe-se ainda que este percentual é maior para os fundos que não aplicam seus recursos em ações. Portanto o CDI contribui na explicação do retorno da maior parte dos fundos multimercados, com o destaque para aqueles sem renda variável.

Mais interessante talvez seja notar que a maioria dos fundos multimercados cujo coeficiente do CDI na regressão é estatisticamente insignificante apresentam correlações baixas (menores de 0.5, e em alguns casos até mesmo negativas) com os demais multimercados da mesma categoria. De maneira inversa, os fundos cuja rentabilidade caminha em direção bastante similar à dos demais fundos de mesma classificação têm o CDI como um determinante importante de sua performance. Isso indica que tais fundos, ainda que possuam a liberdade para investir em classes variadas de ativos e estruturar diversas modalidades estratégias, devem estar fortemente aplicados em DI. Em contrapartida, aqueles que apresentam uma rentabilidade pouco atrelada à dos demais fundos da mesma categoria devem apresentar uma maior variedade de estratégias e uma alocação de recursos mais diversificada. Neste caso, o retorno destes fundos pode ser em boa parte atribuído a características específicas de gestão dos mesmos, tais como *market timing* e seletividade dos ativos e das estratégias.

Estas observações se encontram consolidadas, por subcategoria de fundos, na tabela abaixo. Nota-se que as subcategorias que apresentaram um maior percentual de regressões com o CDI estatisticamente significativo foram aquelas que tiveram um maior percentual dos fundos com correlação (com os fundos de mesma subcategoria) superior a 0.5.

²³ A estatística T do teste T de Student representa a significância do coeficiente de uma variável independente. A hipótese nula do teste T é que o coeficiente é nulo, quer dizer, que a variável independente cujo coeficiente é testado não contribui para explicar a variável dependente. A hipótese alternativa é de que o coeficiente difere de zero, ou seja, que ele é estatisticamente significativo.

Tabela 5: Destaques dos resultados das regressões e correlações

Característica	com RV alavancados	com RV	sem RV alavancados	sem RV
% vezes que coeficiente do CDI é estatisticamente significante	61.8%	61.9%	71.4%	90.0%
% correlacoes entre fundos negativas	13.7%	14.8%	38.1%	7.4%
% correlacoes entre fundos > 0.5	25.5%	34.3%	42.9%	78.4%

Fonte: Site Pladin, Anbid e Banco Central. (1) RV representa renda variável.

Os coeficientes das demais variáveis explicativas não se mostraram, em média, estatisticamente significantes na determinação do retorno dos fundos analisados. Em apenas 22% das regressões, verificou-se que a variação cambial pôde contribuir para a explicação do retorno do fundo. Este percentual alcançou 40% para o Ibovespa, ou seja, para 60% dos fundos da amostra, a variação do índice pode ser considerado insignificante na explicação do retorno.

Olhando fundo a fundo, podemos destacar que todos os fundos que não apresentaram estatísticas T significativas para nenhuma das variáveis explicativas utilizadas no modelo (variação cambial, CDI e variação do IBOVESPA) apresentaram um grau de correlação bastante baixo com os demais fundos dentro da mesma categoria. Exemplos disso são os fundos Sul América Dinâmico FIF 30, FIF Pactual Hedge Plus, FIF Nobel Advanced Agressivo, Claritas Hedge, Direcional FIF e MB Invest FIF.

Tabela 6: Fundos e correlações

Fundo	subcategoria	correlações ¹	
		< 0.5	< 0
Sul América Dinâmico FIF 30	com RV alavancado	100%	33%
FIF Pactual Hedge Plus	com RV alavancado	88%	9%
FIF Nobel Advanced Agressivo	com RV alavancado	76%	12%
Claritas Hedge	com RV alavancado	100%	18%
Direcional FIF	com RV alavancado	100%	76%
MB Invest FIF	com RV	90%	50%

(1) com fundos pertencentes à mesma categoria

Fonte: Site Pladin, Anbid. (1) RV representa renda variável.

CAPÍTULO V – CONCLUSÃO

Desde o conceito original introduzido por Alfred Winslow Jones, os *hedge funds* passaram por uma série de transformações. Algumas delas, como a adoção de uma ampla variedade de novas estratégias e um acompanhamento mais profissional dos aspectos e medidas de risco decorreram sobretudo da criação de novos instrumentos financeiros e da contínua inovação tecnológica.

Outras mudanças, como a maior abertura de informação (todavia ainda considerada pequena) das operações, estratégias e posições dos fundos, representaram ajustes a demandas e exigências de investidores. Estas adaptações surgiram sobretudo após alguns percalços experimentados no final dos anos 90's, como apostas agressivas equivocadas no mercado russo pouco antes do *default* e da desvalorização do rublo, incidentes diplomáticos com governos asiáticos devido a movimentos especulativos em seus mercados e, principalmente, o colapso do Long Term Capital Management (LTCM).

O aparecimento da alternativa de fundos de fundos também pode ser visto como uma sofisticação da indústria, atraindo por exemplo investidores sem muita experiência ou tempo para dedicar à estruturação de suas carteiras de investimento próprias e para os quais, conseqüentemente, selecionar os *hedge funds* certos representava uma tarefa um tanto quanto complicada.

Nos últimos anos, talvez o que mais tem chamado atenção seja o crescente interesse de investidores pelos *hedge funds* e a decorrente expansão desta indústria em ritmo superior das demais modalidades de investimentos, o que nos remete a algumas indagações. O que motivou este impressionante crescimento? Porque muitos investidores continuam se mostrando indecisos e relutantes em ingressar no “mundo” dos *hedge funds* e diversificar suas carteiras? Por último, qual promete ser o futuro desta indústria no Brasil e em âmbito global? São, sem dúvida, perguntas difíceis de se responder, mas ainda assim algumas observações merecem ser feitas.

Em primeiro lugar, os benefícios associados aos hedge funds conseguiram atrair inúmeros investidores. Defende-se que estes aumentam os retornos, reduzem os riscos, são não correlacionados entre si e com os movimentos de mercado e conseguem extrair ganhos em épocas de “alta” ou “baixa” no mercado financeiro. A verdade, no entanto, é que este veículo

de investimento, mais do que qualquer outro, representa um grupo extremamente amplo e heterogêneo. Portanto, ao invés de investir em hedge funds movidos pelos aspectos positivos que lhes são comumente atribuídos, os investidores devem se envolver num processo de análise caso a caso, levantando de cada fundo aspectos qualitativos, quantitativos e sobretudo realizando o trabalho de *due diligence*, conforme desenvolvido no terceiro capítulo (“Procedimentos para a seleção de Hedge Funds”). Na falta de conhecimento apurado da indústria ou mesmo de tempo realizar um contínuo monitoramento da mesma, faz-se válido contratar especialistas ou consultores com mais prática e familiaridade com o processo de seleção de fundos ou aplicar em fundos de fundos, deixando a tarefa nas mãos de gestores mais especializados.

A indecisão de muitos investidores quanto à alocar ou não um percentual do patrimônio em *hedge funds* pode ser atribuída ao histórico relativamente curto da indústria, à sua heterogeneidade e complexidade e à insuficiente disponibilidade de informação.

Finalmente, a continuidade da atratividade dos *hedge funds* dependerá de alguns aspectos como *disclosure* e performance futura. Quanto ao primeiro aspecto, como já previamente mencionado, já houve algum avanço, com agora um nível mínimo de transparência disponível para trabalho de *due diligence*. No entanto, é pouco provável que mais abertura de informação seja provida, principalmente se levarmos em conta que o anúncio ao público das posições, estratégias e transações efetuadas por um fundo pode comprometer o bom andamento das mesmas e afetar negativamente o desempenho do fundo.

Em relação aos futuros resultados, há quatro determinantes a se considerar²⁴: atividade corporativa, liquidez, volatilidade e regulação. Existe um limite natural à maioria de estratégias de retorno absoluto, incluindo *hedge funds*: o montante de atividades corporativas. Isto inclui fusões e aquisições, quantidade de debêntures conversíveis emitidas, número de empresas em processo de reestruturação entre inúmeras outras oportunidades de arbitragem, que, se inferiores ao número de fundos envolvidos, podem gerar uma maior competição e queda dos retornos. Liquidez, dependendo de cada caso, pode ser benéfica ou não para o retorno dos *hedge funds*. Por um lado, uma maior liquidez representa menos capital disponível para se explorar ineficiências de um mercado. Por outro, é mais provável de se encontrar

²⁴ Ver relatório “In Search of Alpha”.

ineficiências e conseqüentemente oportunidades de arbitragem em mercados ilíquidos do que naqueles de maior liquidez. Volatilidade elevada, por sua vez, tende a contribuir positivamente para o resultado destes fundos, considerando que os *spreads* (e novamente as “janelas” de arbitragem) são maiores em mercados de maior volatilidade. Por último, a futura regulação dos fundos tradicionais também afetaria o desempenho dos hedge funds, de forma que um menor rigor da mesma significaria menos oportunidades de ganhos para os *hedge funds*.

No Brasil, os fundos multimercados, como são conhecidos os *hedge funds*, se encontram ainda num patamar mais inicial de desenvolvimento. As estratégias e instrumentos utilizados são menos diversificados, a liquidez é na maioria dos casos diária, os gestores nem sempre possuem um percentual das cotas e alguns fundos classificados nesta categoria nem sequer cobram taxas de performance. Há portanto muito espaço para desenvolvimento e crescimento desta indústria. Resta saber se o perfil do investidor brasileiro marcado pelo conservadorismo, aversão ao risco e imediatismo não representará um obstáculo a esta promissora expansão dos multimercados.

BIBLIOGRAFIA

CREREND, William J. (1998). *Fundamentals of Hedge Fund Investing: A Professional Investor's Guide*. McGraw-Hill.

CROWLEY, Paul e PURCELL, Dave (1998). *The Reality of Hedge Funds*. UBS Warburg, Alternative Investment Strategies, Global Equity Research.

EICHENGREEN, Barry (1999). *Hedge Funds in the New International Financial Architecture*. University of California, Berkeley.

GLOBAL INVEST. *Relatório Especial-Fundos Multimercados*- Edições de Abril e Outubro de 2004.

HULL, John C. (2001). *Opções, Futuros e Outros Derivativos*. Bolsa de Mercadorias & Futuros (BMF).

INEICHEN, Alexander M. (2000) *In Search of Alpha: Investing in Hedge Funds*. UBS Warburg, Global Equities Research.

INEICHEN, Alexander M. (2001) *The search for Alpha Continues*. UBS Warburg, Global Equities Research.

INEICHEN, Alexander M. e JOHANSEN, Jens (2002). *Food for Thought*. UBS Warburg, Alternative Investment Strategies, Global Equity Research.

INEICHEN, Alexander M. (2002). *Fund of Hedge Funds: Industry Overview*. Institutional Investor.

JOHANSEN, Jens (2004). *AIS Structuring: Tools for Alpha*. UBS, Global Equity Research.

KRUGMAN, Paul (2000). *The Return of Depression Economics*. W. W. Norton & Company. Cap. 7.

LHABITANT, François-Serge (2002). *Hedge funds: Myths and Limits*. John Wiley & Sons, London.

LHABITANT, François-Serge (2004). *Finding the sweet spot of hedge fund diversification*. Journal of financial transformation, vol. 10, pag. 31-39.

LOEYS, Jan e FRANSOLET, Laurent (2004). *Have hedge funds eroded market opportunities?* JP Morgan.

PAVINI, Angelo. *Um olhar sobre os fundos hedge*. Jornal Valor Econômico, Outubro de 2004.

PÓVOA, Alexandre (2004). *Fundos Multimercados e o efeito-diversificação*. Modal Asset.

RUSSO, Miguel. *Índice de Sharpe*. Sul América Investimentos.

SCHOLES, Myron S. (2002). *The future of Hedge Funds*. Journal of Financial Transformation.

VARGA, Gyorgy (1999). *Índice de Sharpe e outros Indicadores de Performance Aplicados a Fundos de Ações Brasileiros*. Fundação Getúlio Vargas (FGV).

WOOLDRIDGE, J. M. (2000). *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, South-Western College Publishing.

ZUCKERMAN, Gregory (2004). *Hedge Funds Grab More in Fees As Their Popularity Increases*. The Wall Street Journal.

Sites utilizados:

www.valor.com.br, www.bcb.gov.br, www.pladin.com.br, www.anbid.com.br,
www.bovespa.com.br, www.fortuna.com.br, www.globalinvest.com.br.