

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

INVESTIMENTOS ALTERNATIVOS PARA OS CLIENTES *PRIVATES*

---

Vitor Silva Barbosa

No de Matrícula: 0412904

Orientador: Maria de Nazareth Maciel

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

Dezembro de 2007

"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor"

**Agradecimentos:**

A minha família, que é tudo para mim.

Em especial para grandes amigos e amigas: Paulo Valério, Rodrigo Terrezo, Thiago Mendez, Thiago Jannuzzi, André Azevedo, Arthur Coutinho, Karla Malafaia, Beatriz Freire, Caio Márcio, Eduardo Etchegoyen, Tiago Caruso.

Minha orientadora Maria Nazareth.

**Sumário:**

1. Introdução.....	6
2. Indústria de <i>Private Bank</i> .....	8
2.1. Definição.....	8
2.2. Histórico.....	8
2.3. Características.....	8
3. Semelhanças e diferenças entre gestão de <i>Private</i> e Alocação de ativos.....	10
3.1. Diferenças entre gestão de fundos e gestão de alocação de ativos.....	10
3.2. Foco em classes de ativos e não em operações/papeis.....	11
3.3. Tratamento de horizonte de investimentos.....	12
3.4. Tratamento e administração de risco.....	13
4. Perspectivas do setor de <i>Private</i> no mundo.....	14
4.1 Fortes ganhos de performance no setor de <i>Private</i> .....	14
4.2 PIB Real e Capitalização do Mercado empurram HNWI <i>Wealth</i> .....	16
5. Os produtos disponíveis para os Clientes <i>Private</i> .....	19
5.1 Brasil: Classe de Ativos e Fundos.....	19
5.2 Investimentos Alternativos.....	28
5.2.1 Definição.....	29
5.2.2 Investimentos Alternativos no Brasil.....	29
5.2.3 Expansão dos Investimentos Alternativos no Mundo.....	29
5.3 <i>Hedge Fund</i> .....	32
5.3.1 Definição.....	32
5.3.2 Histórico.....	32
5.3.3 Características.....	33
5.3.4 Estratégia dos <i>Hedge Funds</i> .....	34
5.4 <i>Private Equity/Venture Capital</i> .....	36

	5
5.4.1 Definição.....	36
5.4.2 Características e Funcionamento.....	37
6. Modelos e estimativas de risco.....	39
6.1. Geração de estimativas de risco e de retorno de classes de ativos.....	39
6.2. Limites de risco por classe de aversão a risco de investidores.....	39
6.3. Modelos de Risco.....	41
7. Análise Empírica.....	44
8. Conclusão.....	54
9. Referências bibliográficas.....	57

## 1- Introdução

Os investimentos alternativos com foco nos clientes *private*, vêm ganhando crescente importância no mundo, em comparação aos instrumentos de investimento mais tradicionais. O setor de *Private Banking* existe desde o início do século 19 na Europa e nos Estados Unidos, e atualmente, é um dos setores que mais acompanham o recente crescimento da economia mundial. A aceleração do PIB real mundial, que particularmente reflete a firme performance dos mercados emergentes, teve um efeito positivo na geração de riqueza no mundo. Em 2006 na China e Índia, por exemplo, sustentaram um PIB real com taxas de 10.5% e 8.8%, respectivamente, maior do que qualquer economia no mundo e similarmente em certas áreas da América Latina e Leste Europeu, alguns países tiveram PIB real de 2006 acima da média global de 5.4%.

Com a expansão do setor de *Private/Wealth Management* no mundo, cresce significativamente a demanda por seus serviços, e tal serviço está estruturado para prestar todo o apoio e aconselhamento necessários na definição e implemento das soluções mais adequadas para a preservação, valorização e controle dos ativos financeiros do cliente, de acordo com as suas necessidades individuais. A procura pelos produtos *private*, cresceu de forma vertiginosa, e abordaremos nos capítulos posteriores mais especificamente os investimentos alternativos para os clientes *private*. Os investimentos alternativos fazem parte de uma classe de ativos financeiros diferente dos tradicionais títulos e ações. De forma abrangente, são consideradas estratégias alternativas aquelas que, obtêm seus retornos com base nas ineficiências e imperfeições do mercado e são construídas com base em ativos alternativos, que inclui também os derivativos.

Dos investimentos alternativos mais difundidos e com maior volume de recursos investidos destacamos os de *Hedge Funds*, *Private Equity*, *Real State*, *Funds of Funds* e *Futures*. Recentemente, a indústria de fundos *Hedge Fund* e fundos *Private Equity/Venture Capital* vem crescendo de forma muito elevada e podemos dizer que esses fundos são considerados alternativos, por terem baixa correlação com os mercados acionários e de títulos, e apresentar bons retornos ajustados ao risco. Mais a frente desse estudo, iremos testar essa correlação e retorno.

No Brasil, em específico no mercado doméstico, 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% em 2007.

Dentro deste cenário, a proposta do presente trabalho é aprofundar o conhecimento sobre este segmento do mercado financeiro. Em primeiro lugar procura-se identificar as características de um cliente *private* e de seu mercado, descrever os investimentos alternativos para esta indústria com enfoque em seu perfil de rentabilidade e risco. Em seguida, procura-se testar sua eficiência, verificar se os benefícios das estratégias alternativas oferecidas são de fato verificados no Brasil.

O conteúdo da monografia é apresentado da seguinte forma: O segundo capítulo discorre sobre a definição e história da indústria *Private/Wealth Management*, além de resumir as principais características. O terceiro capítulo desenvolve aspectos das semelhanças e diferenças entre a gestão de um cliente *Private* e da gestão de um fundo. O quarto capítulo discorrerá sobre as perspectivas de crescimento do setor de *Private*, acompanhado do crescimento econômico mundial. A abordagem dos produtos para os clientes *Private*, em específico os investimentos alternativos bem como a indústria de *Hedge Funds* e *Private Equity*, se dá no quinto capítulo, onde se destacam os seus principais aspectos, como definição, atuação, tamanho, entre outros. O sexto capítulo, aborda os modelos e estimativas de risco analisados num investimento financeiro. No sétimo capítulo faz-se uma análise empírica do desempenho dos investimentos alternativos (*Hedge Funds*) entre o período de novembro de 2006 até novembro de 2007,

avaliando-se a performance relativa ao *benchmark*<sup>1</sup> (CDI), o retorno ajustado pelo risco em relação ao ibovespa e a neutralidade de mercado de fundos que utilizam esta estratégia em relação a bolsa.

## **2- Indústria de Private Bank**

### 2.1- Definição

Segundo a Anbid, *Private Banking* é o segmento das instituições financeiras destinado a atender clientes que possuem uma disponibilidade mínima de investimento definido por cada instituição, sendo que, raramente, este valor é inferior R\$ 1 milhão, no caso americano ou europeu esse valor é em dólares americanos. Para atender a demanda desse tipo de cliente, as instituições prestam serviços muito mais abrangentes que os tradicionais serviços bancários e de crédito prestados nas agências. São atendidos por profissionais altamente capacitados os *Financial Advisors (FAs)* que tem o objetivo de saber o perfil e o objetivo patrimonial de cada cliente, sugerir realocação de ativos financeiros e não financeiros, fornecer informações que o auxiliem na tomada de decisão, além de, identificar as necessidades relacionadas às questões legais e tributárias, sucessão familiar e empresarial e, até mesmo, a mercados mais especializados como arte e antiguidade, e encaminhá-los a profissionais habilitados e especializados nestas questões.

### 2.2- Histórico

Segundo o site da Merrill Lynch, os investimentos do setor de *Private* ou *Wealth Management* existem desde o início do século 19 na Europa e Estados Unidos, esse serviço movimenta hoje, cerca de US\$ 38 trilhões no mundo inteiro, e com projeções

---

<sup>1</sup> Benchmark: trata-se de um processo sistemático estruturado etapa a etapa, com o objetivo de avaliar os métodos de trabalho no mercado.



de 45 trilhões para 2009. O número de milionários continua crescendo no mundo todo, e proporcionalmente os serviços de *Private*.

### 2.3- Características

O serviço de *Private* tem como cliente, pessoas com um patrimônio financeiro acima de 1 milhão de dólares, e esse serviço está estruturado para prestar todo o apoio e aconselhamento necessários na definição e implemento das soluções mais adequadas para a preservação, valorização e controle dos ativos financeiros do cliente, de acordo com as suas necessidades individuais. Conjugando esta análise com os objetivos financeiros, o *FA* propõe então uma estrutura eficiente em termos fiscais e sucessórios. Depois, em função dos riscos que estiver disposto a correr, e do horizonte temporal do investimento, o *Financial Advisor* em conjunto com o cliente chegam a uma estratégia de investimento ao perfil financeiro de cada cliente.

Ao longo do relacionamento com os *FAs*, é muito importante a facilidade de controle dos ativos, a avaliação do desempenho, e a possibilidade de rever os objetivos em função das necessidades financeiras. Naturalmente e de forma regular é divulgado uma informação completa e detalhada sobre os investimentos, que inclui o valor de aquisição, valor de cotação e ganho ou perda de cada um dos ativos que compõem o *portfolio*, bem como o extrato de todos os movimentos efetuados na conta.

Em relação aos mercados, o *Financial Advisor* propõem uma abordagem multigestor na construção e gestão das carteiras dos Clientes. Com base no acompanhamento e análise da evolução de um conjunto de veículos de investimento, o *Advisor* seleciona os melhores ativos de investimentos das principais instituições internacionais, os mais adequados para cada perfil de cliente e também investe diretamente nos mercados, de forma a atingir o objetivo de maximizar a rentabilidade.

A gestão do risco e a diversificação dos investimentos são conceitos básicos no domínio da gestão de fortunas, mas gerir o risco não passa apenas por dividir os investimentos em várias classes de ativos, e diversificar não se resume a incluir muitos ativos financeiros nas carteiras. A área de *Private*, tem a preocupação de investir continuamente nas mais atualizadas ferramentas de gestão de risco, com o objetivo de

alcançar rentabilidades superiores, mantendo constante o nível de risco definido em cada caso e mais frente na parte empírica desse estudo, iremos testar se de fato a área de *private* consegue altas rentabilidades com risco mantido de acordo com o desejado. O processo de investimento desenvolve-se em duas fases, análise quantitativa de rentabilidade e risco dos vários ativos monitorizados.

Os produtos oferecidos na área de *Private* abrangem diferentes categorias de risco, liquidez e horizonte de tempo de investimento de modo a que possa construir uma carteira diversificada. Estes produtos permitem investir em diversos ativos e mercados com risco como ações, índices de ações, taxas de câmbio, taxas de juro, etc. Mas sua forma de atuação é mais segura, pelo fato de a maior parte dos investimentos estarem nas mãos de fundos de investimento, e esses fundos vão desde um *portfolio* de investimentos alternativos a investimentos tradicionais. Formatados com o objetivo de proporcionarem uma rentabilidade superior à esperada numa aplicação financeira tradicional, os investimentos alternativos apresentam-se como solução de investimentos, para os que pretendem aplicar seu capital em ativos nos mercados financeiros de uma forma mais segura do que lhes seria possível através de um investimento direto. Os maiores bancos *private*, costumam ter uma plataforma com vários tipos de fundos como *Hedge Funds*, *Private Equities Funds*, *Fixed Income Funds*, *Commodities Funds*(CTAs), *Real State Funds* e outros. No capítulo posterior, nos ocuparemos de descrever mais detalhadamente os investimentos de *Hedge Funds* e *Private Equity*.

### **3- Semelhanças e Diferenças entre Gestão de *Private* e Alocação de Ativos**

#### 3.1- Diferenças entre gestão de fundos e gestão de alocação de ativos

Na concepção de Ney Roberto através de sua publicação *Alocação de Ativos em Private Bank*, em uma empresa de gestão de ativos (*Asset Management*)<sup>2</sup> bem estruturada, o “produto” final é a gestão de seus fundos. Na concepção atual, qualquer

---

<sup>2</sup> É um fundo de investimentos que atua em serviços financeiros.

empresa de gestão de ativos é uma “fábrica”, e seus fundos são “produtos”. Como ocorre em qualquer “fábrica”, os produtos devem ter uma especificação técnica precisa. No caso da “fábrica gestão de ativos”, a especificação do produto/fundo a ser gerido é expressa no que se convencionou chamar de “Definição do Produto/Fundo”. A definição de um fundo, em geral, estabelece:

- - Os tipos de ativos que o gestor pode adquirir
- - As maturidades dos ativos que podem ser adquiridos
- - Os limites de posições nos ativos permitidos
- - O *benchmark* do fundo
- - Os tipos e limites de risco a serem respeitados pelo gestor – VAR (*value at risk*)<sup>3</sup>, *stress* e *tracking error*<sup>4</sup>.

A gestão de alocação de ativos em serviços de gestão de patrimônio para grandes clientes/investidores não tem, e nem poderia ter, a rigidez de uma definição de produto/fundo. Na realidade, o cliente é parte do processo de decisões de alocação e de investimentos. Por outro lado, o processo não pode ser totalmente desestruturado, senão a interface com o cliente cai em um processo de gerência de relacionamento para venda de produtos/fundos.

Nesse contexto, a gestão de alocação de ativos difere fundamentalmente da gestão de um fundo, por não ter uma definição de produto específica e estruturada. Entretanto a gestão de alocação de ativos representa um processo estruturado que evita deixar a interface com o cliente cair em um processo de gerência de relacionamento desestruturado. Em nível operacional, existem três substanciais diferenças entre os processos de gestão de alocação de ativos e os processos de gestão de fundos:

- O foco está em classes de ativos e não em operações/papéis.
- O tratamento de horizonte de tempo de investimentos.

---

<sup>3</sup> Value at Risk ou sua já famosa sigla VaR, é uma medida, em montante financeiro, que demonstra a maior perda esperada de um ativo ou carteira, para um determinado horizonte de tempo e dada uma probabilidade de ocorrência (nível de confiança).

<sup>4</sup> Tracking error é uma medida em relação a proximidade do portfolio com o índice.

- O tratamento de risco.

### 3.2- Foco em classes de ativos e não em operações/papeis

A gestão de fundos essencialmente acompanha no dia a dia os mercados dos ativos e títulos permitidos na definição de produto, procurando papeis ou operações geradores de *alfa*<sup>5</sup> e retorno extraordinários.

Por exemplo, um gestor de um fundo observa uma oportunidade de arbitragem no curto prazo, que seria um desvio entre o título à vista e o seu preço futuro, ele então poderá montar uma operação de arbitragem comprando e vendendo à vista, e vendendo e comprando futuro, para obter ganhos de arbitragem com o eventual fechamento do desvio.

A gestão de alocação de ativos acompanha as grandes tendências do cenário econômico e dos mercados, procurando analisar as implicações para o comportamento de um conjunto restrito de grandes classes de ativos que seja amplamente representativo das alternativas de investimento do mercado. Com isso, o foco do gestor de fundos está na formação dos preços dos ativos permitidos em sua definição de produto e nas operações que podem ganhar de seu benchmark no dia ou na semana. Em claro contraste, o gestor de alocação de ativos tem uma visão ampla do mercado e concentra-se em como alocar nas grandes classes de ativos do mercado com um horizonte de investimentos de pelo menos 3 meses.

O gestor de fundo tem um problema de seleção de carteira entre muitos papéis e alternativas de operações. O gestor de alocação de ativos, por sua vez, tem um problema de alocação entre um número restrito de classes de ativos amplamente representativas do mercado. O problema de seleção de carteira não deve ser confundido com o problema de alocação de ativos.

### 3.3- Tratamento de horizonte de tempo de investimentos

---

<sup>5</sup> Alfa é definido como a parte da performance da ação, descontado somente o efeito dos movimentos do mercado, em geral

O gestor de fundos trabalha com o horizonte das operações que estrutura dentro de seus limites de risco. A operação pode ter um limite definido ou não, por exemplo, a operação de arbitragem entre os mercados à vista e futuro será desfeita quando os ganhos de arbitragem forem realizados, um horizonte incerto. Adicionalmente, diferentes operações estruturadas terão diferentes horizontes de investimento.

O gestor de alocação de ativos trabalha com um horizonte de investimentos rigorosamente definido, três meses, seis meses ou uma data específica, estimando risco e retorno das grandes classes de ativos até o horizonte determinado. Todas as análises de alocações centram-se no horizonte de investimentos definido, cuja seleção é uma decisão importante na gestão por alocação de ativos.

#### 3.4- Tratamento e administração de risco

O gestor de um fundo tem medidas de risco, VAR, *stress* ou *track error* – em base diária e seus limites diários são especificados na definição de produto. Ele monta suas operações estimando o risco agregado da carteira do fundo do dia e respeitando os limites definidos. Nos dias seguintes, o risco agregado pode romper os limites diários especificados, e a área de controle de risco da *asset management* exige que o gestor ajuste-se aos limites de risco.

O gestor desfaz posições no dia posterior e ajusta-se ao limite diário de risco de mercado especificado, supondo-se que o risco é regido em base diária, mas o ajuste é flexível e, em geral, é feito *ex-post*, após avaliar-se o risco. O gestor de alocação de ativos analisa alocações considerando risco e retorno no horizonte de investimento definido, não em base diária. Ele deve rever alocações sempre que suas estimativas de risco e retorno das classes de ativos no horizonte se modificarem substancialmente. A realocação não segue um processo mecânico simples de ajuste de posições a um limite diário de risco; no

processo de realocação, pode-se até mesmo decidir mudar o limite de risco do cliente no horizonte.

Após analisar alternativas de realocação e de novos limites adequados de risco para o cliente, pode ser necessário discutir a realocação com cliente. Em síntese, o gestor da alocação de ativos não opera no mesmo *timing* de administração de risco, tão pouco segue um processo estruturado de gestão de risco diário, como faz o gestor de fundo.

Finalmente, em gestão de patrimônio, o gestor de alocação de ativos em geral leva em consideração o risco da posição global do cliente. Nesse contexto, a gestão de alocação de ativos pode ser vista como a gestão de alocação de risco. O gestor de um fundo preocupa-se com os limites de risco do fundo e desconsidera o risco global de seus clientes. Para ele, a diversificação de risco global é um problema exógeno e da alçada do cliente.

Portanto, as exigências de administração de risco na gestão de alocação de ativos são muito mais rigorosas. Como alocações não podem, e em geral, não devem ser rapidamente modificadas, é preciso ser bem mais cauteloso na alocação de risco ao cliente desde o início. Ao contrário da gestão de um fundo, a gestão de risco em alocação de ativos deve ser muito mais criteriosa.

Na verdade, as duas áreas se complementam. A área de gestão de alocação de ativos em gestão de patrimônio analisa e recomenda alocações em grandes classes de ativos, os vértices de alocação, e a área de *asset management* conduz a gestão dos fundos vértices de alocação representativos das classes de ativos. Esses fundos vértices podem ser passivos, de modo a representar exatamente o *benchmark* da classe de ativos, ou podem ter algum grau de atividade com *tracking error* controlado em relação ao vértice *benchmark*.

#### **4- Perspectivas do Setor de *Private* no Mundo.**

##### 4.1- Ganhos de performance no setor de *Private*

Segundo o estudo desenvolvido pela Merrill Lynch e Capgemini, o ano de 2006 foi marcado pelo retorno de performance em níveis que não eram visto há vários anos, um

resultado dos indicadores da aceleração macroeconômica e do crescimento dos *High Net Worth Individuals* (HNWI). Os ganhos de 2006 foram frutos da tendência global de crescimento, vindo de um fraco desempenho em 2005.

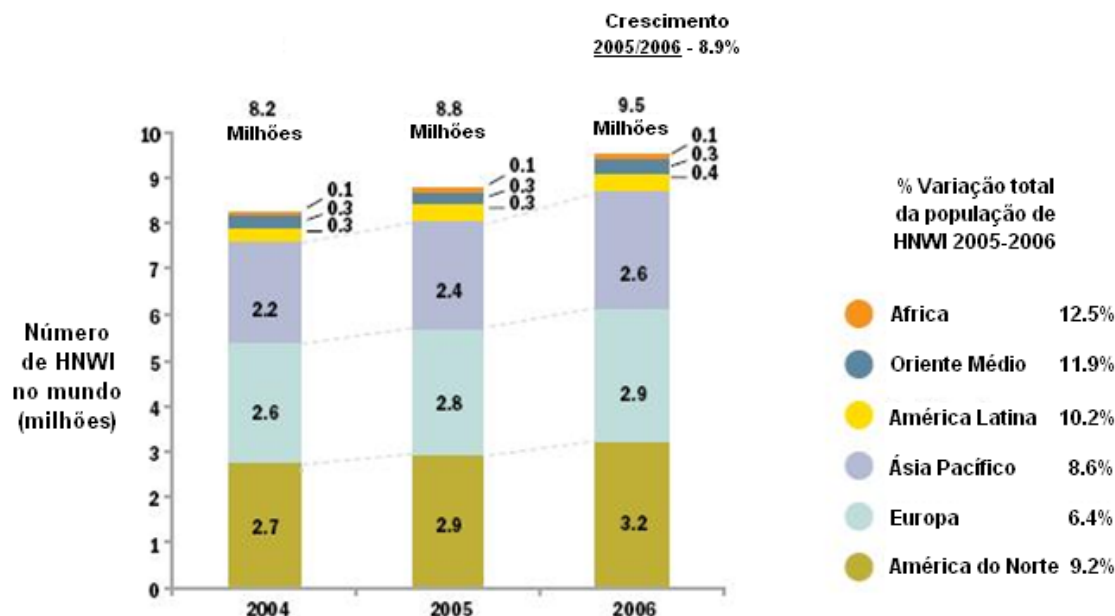
Produto Interno Bruto Real e a capitalização do mercado são os dois principais dados para um bom desempenho da administração de fortunas. O bom desempenho do ano de 2006 ajudou a aumentar o número total de HNWI no mundo inteiro assim como o montante de dinheiro sob controle do *private bank*.

Globalmente a população de *High Net Worth Individuals* cresceu 8.3% em 2006, de 8,7 milhões para um total de 9,5 milhões indivíduos. A população de HNWI aumentou mais onde o nível de crescimento econômico se manteve forte, como África, Oriente Médio e América Latina, avançando 12.5%, 11.9% e 10.2%, respectivamente e ainda tomando a dianteira de nações mais desenvolvidas como por exemplo Estados Unidos e Inglaterra. Esses aumentos surgem em países com mercados emergentes, onde a economia e a infra-estrutura estão se solidificando e se tornando cada vez mais desenvolvidas.

A fortuna global continua crescendo. Observou-se em 2006, uma tendência que vem sendo reportada há 11 anos, com a fortuna dos mais milionários crescendo a uma taxa mais rápida que a de todos os normais HNWI, sendo que o Oriente Médio teve uma notável participação. O total de fortuna dos HNWI em 2006 cresceu em 11.4% para US\$ 37.2 trilhões, um ganho significativo de mais de 8.5% em comparação com 2005 e 7.8% em 2004. O crescimento de fortunas em 2006 tomou a dianteira do crescimento da população de HNWI por 3.1%. Esses ganhos foram particularmente mais fortes na América Latina, África e Ásia Pacífico onde em 2006 a fortuna dos HNWI cresceu 23.2%, 14.0% e 10.5% respectivamente, graças aos recordes de preços do petróleo e de metais que são abundantes nessas regiões. No Oriente Médio, o total de riqueza dos HNWI cresceu 11.7% em 2006, enquanto o resto da população de HNWI cresceu 11.9%, o que sugere uma dispersão de riqueza nessa parte do mundo.

### População de HNWI, 2004-2006 por região

(em milhões)



Fonte: Merrill Lynch e Capgemini - World Wealth Report 2007

Numa mensuração mais larga, o crescimento contínuo da riqueza dos HNWI tem sido direcionado pelos indivíduos mais ricos, os ultra HNWI, aqueles que possuem mais de US\$ 30 milhões. Em 2006 o número de ultra HNWI cresceu para 94970 indivíduos, um aumento de 11.3%, melhor que 10.5% em 2005. O total de riqueza acumulado para esse grupo de elite também cresceu ano passado, expressivo 16.8% para US\$ 13.1 trilhões, outro sinal de que a riqueza global está rapidamente se consolidando.

#### 4.2- PIB Real e Capitalização do Mercado empurram HNWI Wealth.

Com ganhos econômicos voltando aos patamares de 2003 e 2004, o PIB real e a capitalização do mercado aceleraram em várias regiões do mundo. O aumento do preço do petróleo no primeiro semestre de 2005, ajudou a fortalecer PIB real e aumentar a produção de petróleo nas nações em 2006. Esse aumento de preço das *commodities*



ajudou a manter o PIB mundial em 5.4% em 2006 e 5.0% ganho em 2005. O ganho do PIB mundial foi expressivamente influenciado pela performance do crescimento da economia de países na Ásia-Pacífico e Leste Europeu.

A aceleração do PIB real mundial, que particularmente reflete a firme performance dos mercados emergentes, teve um efeito positivo na geração de riqueza nesses países emergentes. Em 2006 na China e Índia, por exemplo, sustentaram um PIB real com taxas de 10.5% e 8.8%, respectivamente, maior do que qualquer economia no mundo. Similarmente em certas áreas da América Latina e Leste Europeu, alguns países tiveram PIB real acima da média global de 5.4%. De modo que ficou bem evidente em países como Venezuela e Rússia, países que produzem petróleo, seus PIBs reais foram de 10.4% e 6.6% respectivamente.

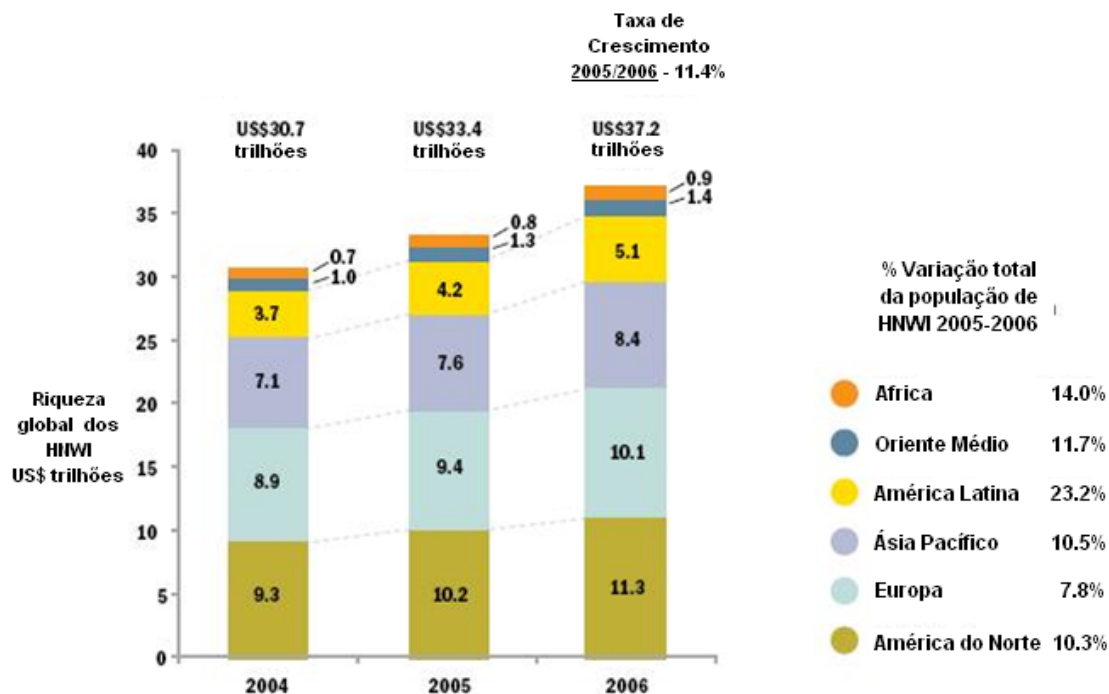
A capitalização do mercado cresceu rapidamente na Europa, Ásia e América Latina. Impulsionados pelo forte lucro corporativo dessas regiões e originando uma forte atividade de lançamento de ações, os chamados IPO, além de investimentos externos, fusões e aquisições. Um exemplo seria a Ásia, onde a capitalização nos mercados de Shanghai/Shenzhen teve um aumento expressivo de 220.6% em 2006, principalmente em investimentos ligados aos IPOs<sup>6</sup>. Realmente, aproximadamente 90% dos IPOS da China, listados na Hong Kong Exchange foram absorvidos por investidores institucionais do mundo inteiro. Em geral, vemos HNWI interessados nas oportunidades no mundo inteiro, e para tirar proveito de tal, cada vez mais procuram investimentos em países que detenham *commodities* em geral.

---

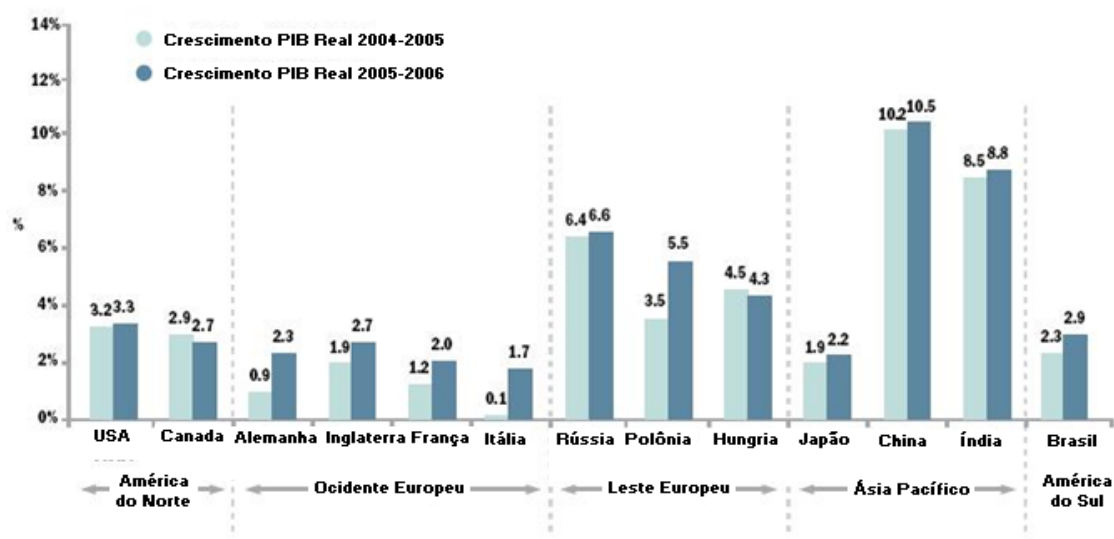
<sup>6</sup> IPO (Initial Public Offering) Lançamento de Ações

## Distribuição de riqueza dos HNWI, 2004-2006 por região

(em trilhões)



## Crescimento do PIB Real nas economias selecionadas



Fonte: The Economist Intelligence Unit, February 2007

## **5. Os produtos disponíveis para os Clientes Privates**

### 5.1- Mercado Local (Brasil): Classes de Ativos e Fundos

A definição de classes de ativos a serem utilizados na alocação de ativos é de importância fundamental. O número de classes de ativos não pode ser muito grande, senão perde-se a sensibilidade alocativa, fundamental para o sucesso do processo. Uma consideração fundamental na definição de um conjunto de classes de ativos para alocação é a sua representatividade em termos de abrangência do mercado. As classes de ativos envolvem selecionar o menor número possível de classes que seja, em conjunto, adequadamente representativo em termos de abrangência do mercado. No mercado nacional, as classes de ativos recomendadas são:

- Selic – Aplicações diárias em operações compromissadas que rendem Taxa Selic
- Pré- Fixado Curto – Aplicações em títulos pré fixados (LTNs) com maturidade de cerca de seis meses no início do período de investimento.
- Pré-fixado Longo – Aplicações em títulos pré-fixados (LTNs) com maturidade de cerca de nove meses no início do período de investimento.
- LFTs – Aplicações em LFTs com cerca de 15 meses de maturidade no início do período de investimentos e que renderão à taxa Selic, acrescida do efeito de variação de um ágio/deságio no período de investimentos.
- Títulos Indexados ao IGP-M – Aplicações na NTN-C indexada ao IGP-M, e que renderão a correção pelo índice, acrescida do efeito de variação do cupom do título no período.
- C-BOND – Aplicações em C Bond e também Global 40, como títulos representativos de risco soberano no mercado internacional, os quais terão rendimento associado à variação da taxa do *Treasury* corresponde, à

variação do *Spread Over Treasury* do título e à variação cambial no período.

- Bolsa de Valores- Aplicações na Bolsa de valores, com rendimentos acompanhando a variação do Ibovespa diário.

Nesse contexto, a primeira etapa da operacionalização da decisão de alocação para um cliente de *private banking* envolve uma avaliação de sua capacidade e preferências por exposição ao risco. É a etapa de determinação do perfil de risco do cliente. Ela pode ser desenvolvida de forma simplificada, com o uso de questionários aplicados por gerentes abordando os itens clássicos associados a preferência por risco, como patrimônio, renda, idade, educação e atividade profissional.

Uma forma mais sofisticada de determinação do perfil de risco de um cliente exige um processo interativo, conduzido por um gerente experiente, a partir das alternativas de alocação eficientes definidas no processo de modelagem. O gerente deve então conversar com o cliente, mostrando os potenciais de ganhos e perdas das possíveis alocações, até obter uma alocação com nível de risco que o cliente julgue aceitável.

Ao final da etapa de determinação do perfil de risco do cliente, dispõe-se de uma alocação específica de investimentos adequada as suas necessidades e distribuída entre as diversas classes de ativos. Esta alocação precisa ser operacionalizada na definição da carteira de títulos do cliente. Na operacionalização devem ser consideradas três questões relevantes: o veículo da operacionalização, os ativos a serem utilizados e a relação entre a alocação final da carteira do cliente e a alocação inicial definida entre classe de ativos.

Existem dois possíveis veículos de operacionalização: o Fundo de Investimento Financeiro(FIF) exclusivo do cliente e o Fundo de Investimento em Cotas(FIC) de FIFs exclusivo do cliente. O FIF exclusivo investe diretamente em títulos e ativos e o FIC exclusivo investe em cotas de FIFs. As carteiras administradas compram ativos ou cotas de fundos para o cliente. Quanto aos ativos a serem utilizados nas alocações existem duas alternativas: títulos ou fundos de investimento disponíveis no mercado.

Primeiramente antes de abordar esses dois tipos de fundos, é interessante mostrar todos os fundos regularizados no Brasil.

Diante dessas alternativas, resta discutir a relação entre a alocação inicial de classes de ativos definidas com o cliente e a alocação final de sua carteira no contexto do veículo de operacionalização escolhido. Veremos agora as vantagens e desvantagens de cada um dos veículos de operacionalização.

A alternativa do FIF exclusivo é ideal sob a ótica de eficiência alocativa. Como um FIF exclusivo pode comprar diretamente os títulos dentro das classes de ativos, a relação entre a alocação final na carteira do FIF e a alocação entre classes de ativos selecionada pode ser perfeita. O gestor do FIF deve escolher títulos respeitando a distribuição entre as classes de ativos definidos no processo interativo entre o gerente e o cliente. Entretanto, a alternativa do FIF exclusivo é também a mais cara. O custo de controlar uma carteira de títulos é maior do que o custo de controlar uma carteira de fundos, por exemplo. Os maiores custos de um FIF exclusivo exigem escala nos investimentos para justificar a sua seleção.

Outra escolha seria um FIC, que investe em cotas de FIFs que detêm carteiras de títulos. Com isto, em geral, o gestor de um FIC não tem o controle da posição final do cliente por não ter o controle das carteiras dos FIFs. Neste contexto, a relação entre a alocação entre classes de ativos definidas com o cliente e a carteira de títulos final – associada aos títulos das carteiras dos FIFs – não será, em geral, perfeita.

Entretanto, é possível organizar uma família de FIFs com carteiras de títulos com carteiras de títulos estruturados, permitindo uma alocação entre classes de ativos perfeitamente ajustadas as decisões definidas com o cliente. Com dois ou três FIFs dedicados de renda fixa com carteiras de títulos distribuídos entre as classes pré-curto, pré-longo, cambiais e IGPM e alguns outros fundos específicos – DI, Bolsa e FIEX – pode-se operacionalizar alocações perfeitas para diferentes níveis de aversão e preferência por risco dos clientes. A existência de uma família de FIFs dedicados permite a criação de um FIC exclusivo para cada cliente, que investiria em cotas da família de FIFs, de modo a gerar uma alocação perfeitamente adequada às suas preferências e riscos.

Num segundo momento é interessante olhar todos os tipos de fundos regulamentados pela Anbid, e também uma apresentação dos fundos de investimento para os clientes *private*, baseado na base de dados do banco BBM.

A Anbid (Associação Nacional de Bancos de Investimentos) possui, dentre outras funções, a de classificar os fundos de investimento e acompanhar suas rentabilidades, captações, valores patrimoniais, entre outros aspectos. A nova classificação de fundos criada pela Anbid em 2001 e aprimorada ao longo dos anos, enquadra os fundos de investimentos por perfil de risco. Dentro desta classificação, os fundos multimercados são divididos em seis categorias distintas: balanceados, sem renda variável, sem renda variável com alavancagem, com renda variável, com renda variável e alavancagem, capital protegido e o mais recente fundo *long and short*- renda variável. A Tabela mostra a classificação atual da ANBID.

### Classificação atual da ANBID

Categoria ANBID	Tipo ANBID	Riscos
Curto Prazo	Curto Prazo	DI/SELIC
	Aplicação Automática	
Referenciados	Referenciado DI	Indexador de Referência
	Referenciado Outros	
Renda Fixa	Renda Fixa	Juros + Ind de Preços
	Renda Fixa Crédito	Juros + Crédito + Ind de Preços
	Renda Fixa com Alavancagem	Juros + Crédito + Ind de Preços + Alavancagem
Multimercados	Balanceados	Diversas Classes de Ativos
	Multimercados Sem RV	
	Multimercados Com RV	
	Multimercados Sem RV Com Alavancagem	
	Multimercados Com RV Com Alavancagem	
	Capital Protegido	
	<i>Long And Short</i> - Renda Variável	DI/SELIC + Renda Variável
Investimento no Exterior	Investimento no Exterior	Títulos da dívida externa e taxa de câmbio
IBOVESPA	Ações IBOVESPA Indexado	Índice de Referência
	Ações IBOVESPA Ativo	
	Ações IBOVESPA Ativo com Alavancagem	Índice de Referência + Alavancagem
IBX	Ações IBX Indexado	Indexador referência

	Ações IBX Ativo	
	Ações IBX Ativo Com Alavancagem	Índice de Referência + Alavancagem
Ações Setoriais	Ações Setoriais Telecomunicações	Risco do Setor
	Ações Setoriais Energia	
Ações Outros	Ações Outros Com Alavancagem	- Alavancagem
Cambial	Cambial Dólar Sem Alavancagem	Moeda de Referência
	Cambial Euro Sem Alavancagem	

Fonte: [www.anbid.com.br](http://www.anbid.com.br)

No que diz respeito à regulação, a Instrução CVM 409, de 18 de agosto de 2004 dispõe sobre as regras de funcionamento da indústria nacional de fundos. No Brasil, os fundos de investimento operam todos sob a mesma regulação. Os fundos Multimercado, nesse sentido, devem seguir a mesma legislação aplicada aos fundos tradicionais, o que não acontece nos EUA, onde a regulação é diferenciada, com liberdades operacionais muito maiores para os chamados *hedge funds* (classe correspondente aos fundos multimercado locais), como a possibilidade de cobrança de taxas de performance sem restrições, a liberdade no uso da alavancagem<sup>7</sup> e a possibilidade de seleção de clientes (fundos restritos a investidores qualificados ou a investimentos mínimos elevados).

No dia 30/03/2007, com o intuito de promover melhoras ao funcionamento da indústria de fundos do Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários - CVM publicou a Instrução nº 450, que alterou a disciplina dos fundos de investimento regulados pela Instrução 409, de 18 de agosto de 2004.

A principal motivação das alterações na Instrução 409/04 foi a de preparar a regulamentação da indústria de fundos de investimento brasileira para cenários de menor rentabilidade dos títulos públicos, dada a perspectiva de quedas de juros ainda maiores, que se constituíram, ao longo de muitos anos, nos principais ativos dos fundos brasileiros de "renda fixa" (já incluídos os fundos referenciados e mesmo os fundos multimercado).

<sup>7</sup> Segundo definição da ANBID, “um fundo é considerado alavancado sempre que existir possibilidade (diferente de zero) de perda superior ao patrimônio do fundo, desconsiderando-se casos de default nos ativos do fundo”.

Em um cenário de remunerações menores de títulos públicos, é razoável prever-se uma migração de investidores para fundos de renda variável ou para fundos multimercados mais alavancados, e de parte da carteira de fundos de "renda fixa" para ativos de crédito privado, e outros ativos que permitam uma maior rentabilidade, evidentemente com maior risco.

Dentro deste cenário de perspectivas de grandes investimentos em ativos de maiores riscos, a Instrução fez alterações destinadas a melhorar o nível de informação dos investidores sobre os ativos e riscos das carteiras dos fundos. Por outro lado, foram criadas regras para ampliar as alternativas de investimento dos gestores, permitindo que possam buscar maior competitividade e maior rentabilidade para os fundos por eles geridos. Por último, foram criadas medidas destinadas a assegurar que os distribuidores dos fundos, seus gestores e administradores analisem cuidadosamente o perfil de risco dos investidores dos fundos, e obedeçam com precisão as normas de limitação de investimentos.

Dentre o grupo de medidas acima citadas, uma especificamente impacta de forma significativa os fundos multimercados. Com o intuito de dar maior liberdade de aplicação pelos gestores e alternativas que permitam uma maior rentabilidade à carteira, foi dada a permissão para que fundos multimercado possam aplicar até 20% de seu patrimônio em ativos no exterior sem restrições de qualificação dos investidores pertencentes aos fundos. Esta é uma importante medida e confirma o cenário globalizado em que vivemos

Nos exemplos de fundos abaixo, podemos olhar os produtos oferecidos aos clientes *private*, com objetivos e estratégias. Toda a base de dados abaixo foi baseado nos moldes de *private banking* do banco BBM.

Exemplo de Produtos focados em clientes *private*:

BBM FI Cambial

Objetivo: Proporcionar ao investidor rentabilidade indexada a variação cambial – do dólar norte-americano em relação à moeda nacional (apurado pela Ptax e divulgado pelo Bacen), através de uma gestão ativa nos mercados de juros e câmbio.



Estratégia: Investir em títulos, valores mobiliários e seus derivativos referenciados em moedas e taxas de juros, de forma a atrelar o desempenho da carteira às variações da moeda norte-americana. A atuação no mercado de derivativos é restrita à realização de operações com o objetivo de proteger (operações de “*hedge*”) posições detidas à vista pelo mesmo, até o limite destas.

#### BBM DI 1 FI Curto Prazo

Objetivo: Proporcionar ao investidor rentabilidade que acompanhe a variação da taxa de juros no mercado interbancário (mensurada pela variação do Depósito Interbancário) com alto grau de correlação.

Estratégia: Investir em ativos e modalidades operacionais de renda fixa disponíveis no mercado financeiro que ofereçam alta liquidez aliada a um baixo risco, de forma a acompanhar a rentabilidade do Certificado de Depósito Interfinanceiro - CDI.

#### BBM Fiex FI Dívida Externa

Objetivo: Proporcionar ao investidor uma modalidade de investimento que acompanhe o desempenho dos títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União.

Estratégia: Investir em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União - mantendo a sua carteira posicionada entre 80% e 100% - de forma a acompanhar o chamado “Risco Brasil”. O montante eventualmente não aplicado nestes ativos serão alocados em ativos financeiros e modalidades operacionais de renda fixa disponíveis no mercado internacional.

#### BBM Allocation FIC

Objetivo: O objetivo do Fundo é proporcionar ganhos de capital no longo prazo, através de aplicações em cotas de fundos de investimento classificados como multimercados com diferentes focos, buscando aumentar a diversificação.

Estratégia: Investir em fundos que apresentem bons fundamentos e grande potencial de valorização selecionados a partir de rigorosos critérios quantitativos e qualitativos. Não obstante, as aplicações são constantemente monitoradas e reavaliadas através de uma gestão ativa que busca obter máxima rentabilidade ajustada ao risco.

#### BBM Brady FI Multimercado

Objetivo: Proporcionar ao investidor uma modalidade de investimento que acompanhe o desempenho dos títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União.

Estratégia: Investir em ativos e/ou derivativos referenciados em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União - mantendo a sua carteira posicionada entre 50% e 100% - de forma a acompanhar o chamado “Risco Brasil”. O montante eventualmente não aplicado nestes ativos e/ou derivativos serão alocados em operação pós-fixadas referenciadas na rentabilidade média dos Certificados de Depósitos Interfinanceiros – CDI.

#### BBM Equity Hedge

Objetivo: O objetivo do fundo é proporcionar ao investidor ganhos de capital no longo prazo, concentrando sua atuação em operações de long short e de posição direcional no mercado acionário.

Estratégia: Investir parte dos seus recursos no mercado acionário, visando capturar retorno em posições de caráter direcional e em operações de long short. O Fundo explora eventuais distorções de precificação dos ativos por meio da seleção de ações segundo critérios de análise fundamentalista. Adicionalmente, o Fundo utiliza outros mercados para fazer hedge de suas posições de bolsa.

#### BBM FI Referenciado DI

Objetivo: O objetivo do fundo é acompanhar a rentabilidade média dos Certificados de Depósito Interfinanceiro - CDI.

Estratégia: Consiste na alocação dos seus recursos em títulos públicos ou operações nos mercados de derivativos, visando a acompanhar, direta ou indiretamente, a variação do benchmark.

#### BBM Yield Referenciado FI RF Crédito Privado

Objetivo: Proporcionar ao investidor rentabilidade que supere de maneira consistente a variação da taxa de juros no mercado interbancário.

Estratégia: Investir em títulos públicos e/ou privados de renda fixa, de emissores do setor financeiro e não financeiro que apresentem retornos superiores a taxa de juros praticada no Mercado interbancário. A atuação no mercado de derivativos será restrita às necessidades de proteção das posições detidas no Mercado à vista - hedge, até o limite destas.

#### BBM Valuation 1 FIA

Objetivo: O objetivo do Fundo é investir no mercado de renda variável, buscando proporcionar ao investidor ganhos de capital, a longo prazo, sem apresentar, necessariamente, correlação com qualquer Índice de Ações.

Estratégia: Investir em ações que apresentem bons fundamentos e grande potencial de valorização selecionadas a partir de análise fundamentalista - *Valuation*. As aplicações buscarão sempre evitar a concentração em um único setor ou em uma companhia específica, para que não incorra em riscos específicos, sejam eles relacionados a um determinado setor e/ou a uma determinada companhia.

#### BBM High Yield 1 FI Multimercado

Objetivo: O objetivo do fundo é proporcionar ao investidor ganhos de capital no longo prazo, por meio de investimentos em quaisquer ativos disponíveis no mercado financeiro.

Estratégia: Investir em ativos e derivativos financeiros, buscando oportunidades nos mercados de ações, juros, câmbio, títulos da dívida externa soberana, índices de preços e derivativos diversos referenciados em qualquer fator de risco. Os investimentos serão realizados com base numa criteriosa análise fundamentalista de cenários macroeconômicos associado a um rigoroso controle de risco.

#### BBM Long and Short FI Multimercado

Objetivo: O objetivo do Fundo é fornecer uma opção de investimento que supere, no longo prazo, a rentabilidade dos Certificados de Depósito Interbancário - CDI, através de operações de *relative value*, sem exposição direcional, no mercado acionário.

Estratégia: Investir parte dos seus recursos no mercado acionário, visando capturar performances relativas entre ações e índices de ações. Identificando distorções nas

precificações dos ativos, o fundo busca oportunidade de retorno em operações de *relative value* através da seleção de ações segundo critérios de análise fundamentalista. O fundo não terá risco direcional em renda variável.

## 5.2 Investimentos Alternativos

### 5.2.1- Definição

A definição de investimentos alternativos, segundo dados da Merrill Lynch, são aqueles que fornecem um risco e retorno único onde não se encontra facilmente em tradicionais investimentos como ações e títulos. Antigamente há 20 anos atrás, os investimentos alternativos eram acessíveis só para investimentos com volume de milhões de dólares. Atualmente, todos os investidores têm acesso, com maiores vantagens conforme maiores volumes investidos.

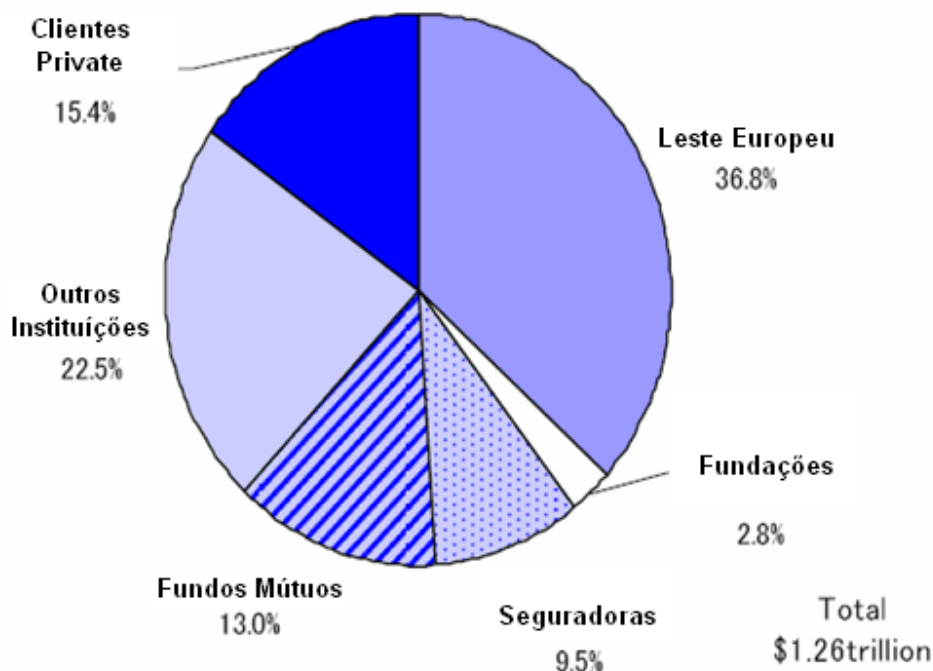
Os Investimentos Alternativos fazem parte de uma classe de ativos financeiros diferente dos tradicionais títulos e ações. Essa classe pode ser dividida em dois grupos, o de ativos e o de estratégias. São considerados ativos alternativos basicamente todas as Commodities, *Private Equity/Venture Capital*, Imobiliário. Em certo sentido, os derivativos como futuros, opções e *swaps*, também são considerados na classe dos ativos alternativos. Nas economias do EUA e Europa são considerados ativos alternativos os investimentos financeiros em mercados emergentes ou subdesenvolvidos, títulos domésticos de baixa qualidade e investimentos imobiliários. De maneira muito geral são consideradas estratégias alternativas aquelas que obtêm seus lucros em função de imperfeições e ineficiências do mercado e são construídas com base em ativos alternativos, incluindo derivativos. Os investimentos alternativos mais difundidos e com maior volume de recursos investidos são os de *Hedge Funds*, *Private Equity*, *Real State*, *Funds of Funds* e *Futures*.

### 5.2.2- Investimentos Alternativos no Brasil

No Brasil, onde a capitalização do mercado financeiro cresce a cada dia, com recente evolução da indústria de fundos, em especial investimentos alternativos, à luz do que se tem observado em mercados mais desenvolvidos, aponta para um mercado em franca evolução. Recentemente, o crescimento da indústria de fundos *Hedge Fund* (Multimercado) e fundos *Private Equity/Venture Capital* vem crescendo de forma muito elevada e podemos dizer que esses fundos são considerados Investimentos Alternativos, por terem baixa ou nenhuma correlação com os mercados acionários, e apresentar bons retornos ajustados ao risco. Para comprovar se os investimentos alternativos são, de fato, neutros ao mercado acionário e com bons retornos ajustados ao risco, iremos mais a frente testar numa regressão a correlação entre Bovespa e Fundos Alternativos e calcular seus respectivos índices de *sharpe*.

### 5.2.3- Expansão dos Investimentos Alternativos no mundo

Segundo um estudo realizado pelo fundo de pensão americano *Calpers*, nos últimos anos, o fluxo desse tipo de investimento, para vários setores da economia, mostrou um elevado crescimento. Como podemos ver no gráfico 1, do total investido em investimentos alternativos, 36.8% são compostos por fundos de pensões americanos, que nos Estados Unidos possuem volumes muito elevados, em segundo lugar aparece Outras Instituições com 22.5%, que seriam bancos e *assets*, em terceiro aparece com 15.4% os investidores de *Wealth Management*.



FONTE: (www.calpers.ca.gov - MAR/06)

Um dos fatores por trás do crescimento dos investimentos alternativos deve-se provavelmente por uma busca de novos rendimentos, ocorridos nesses últimos anos com um cenário econômico, no qual as taxas de juros mundiais estão nas baixas históricas e com uma abundância de liquidez.

Nesse cenário, vários investidores encontraram dificuldades para atingir seus retornos desejáveis, com isso, tomadores de decisões aumentaram suas alocações em investimentos alternativos para alcançar suas expectativas de retornos e também para obter uma melhor diversificação no *portfolio*. Embora as condições financeiras globais possam mudar no futuro, espera-se que se mantenha essa recente tendência de alta nos investimentos alternativos.

Esses investimentos novos, fornecem diferentes tipos de risco-retorno para se acrescentar nos investimentos comuns como ações e títulos, sugerindo que investidores podem melhorar também seu *trade off* de risco retorno. Abaixo no gráfico 2, mostra uma indicação segundo o Banco *Merrill Lynch* de quanto deve-se alocar em investimentos alternativos num *portfolio* que busca a maximização, no gráfico 3 é detalhado as

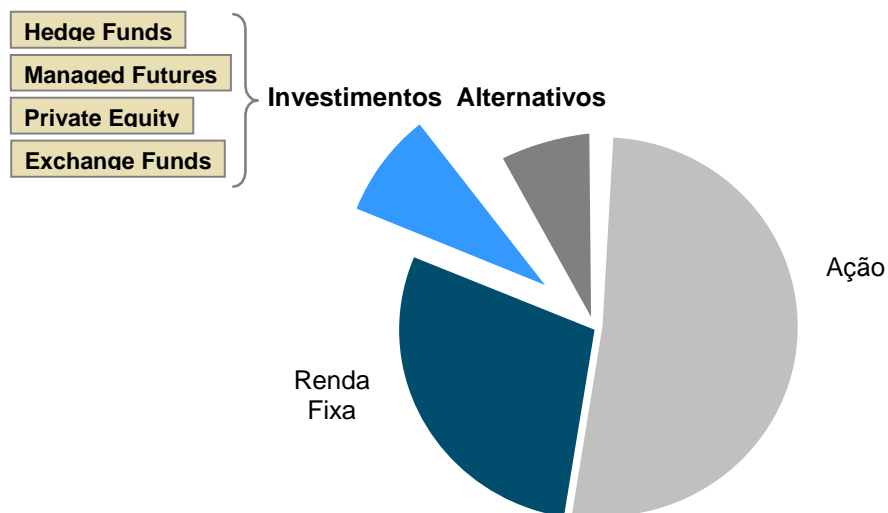
porcentagens de cada perfil de cliente. Esses dados são seguidos pelo Banco Merrill Lynch, quinta maior instituição no setor, sendo assim relevante suas indicações para diversificação de investimentos.

Ranking das maiores instituições em *Private Banking*:

- |                  |                  |
|------------------|------------------|
| 1. UBS           | 6. Deutsche Bank |
| 2. Citi          | 7. JPMorgan      |
| 3. HSBC          | 8. BNP Paribas   |
| 4. Credit Suisse | 9. SG            |
| 5. Merrill Lynch | 10. ABN Amro     |

Fonte: Euromoney Magazine - January 2007.

#### Tabela de Alocação



Fonte: The RIC Report, February 20, 2006, Asset Allocation by Investor Profile including Alternative Investments.

### Alocação global de ativos com investimentos alternativos

	Intervalo de Alocação				
	Conservado	Moderado Conservado	Moderado Moderado	Moderado Agressivo	Agressivo
<b>Ações</b>	<b>25%</b>	<b>35%</b>	<b>45%</b>	<b>55%</b>	<b>65%</b>
Range	10-30	20-40	30-50	40-60	50-70
<b>Renda Fixa</b>	<b>50</b>	<b>45</b>	<b>35</b>	<b>25</b>	<b>10</b>
Range	45-65	40-60	30-50	20-40	5-25
<b>Caixa</b>	<b>20</b>	<b>15</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Range	10-30	5-25	0-20	0-10	0-10
<b>Invest. Alternat.</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>15</b>	<b>20</b>	<b>25</b>
Range	0-10	0-10	0-20	5-25	10-30

Fonte: The RIC Report, July 2007

No próximo capítulo iremos ver 2 tipos de investimentos alternativos, Hedge Funds e Private Equity, foram escolhidos esses dois pelo fato de serem bem difundidos no mercado financeiro.

### 5.3- Hedge Funds no Mundo

#### 5.3.1- Definição

Segundo a ANBID (Associação Nacional dos Bancos de Investimento), “um fundo de investimento é um condomínio que reúne recursos de um conjunto de investidores, com o objetivo de obter ganhos financeiros a partir da aquisição de uma carteira de títulos ou valores mobiliários”.

Os *hedge funds* são um tipo de fundo de investimento, pouco regulamentado, que administra recursos através da utilização de estratégias agressivas de investimentos, com o objetivo de gerar um alto retorno absoluto. Estas estratégias podem envolver a compra



e venda de ações, o uso de derivativos, entre outros, de forma a proteger, até certo ponto, os investimentos à flutuações do mercado.

### 5.3.2- Histórico

No século XIX, surgiu o primeiro hedge funds, na Bélgica e em seguida se espalhou para outros países de Europa. Em 1949 Alfred Winslow Jones criou o primeiro e seu próprio *hedge funds*. O fundo foi classificado como neutro, comprava ações com grande potencial de valorização e se protegia contra o risco de mercado vendendo ações à descoberto. Dessa forma, o fundo estava “*hedged*” na medida em que a carteira estava dividida entre ações que se valorizariam com uma alta do mercado, e posições vendidas que se beneficiariam com uma baixa do mercado. Até então ninguém tinha pensado em combinar estas estratégias. Nos termos atuais, diria-se que Alfred 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. Outra idéia desenvolvida, foi a aplicação de uma comissão de 20% sobre o retorno do fundo. A grande mudança adotada por Jones foi que por ter um número limitado de cotistas, este tipo de fundo estava isento do poder regulatório.. Então surgiam os chamados *Hedge Funds*. Os fundos *hedge funds* tem criado tanto interesse do mercado, em virtude da sua boa *performance* obtida, ou de casos de fracassos, como por exemplo, o fundo LTCM - Longo Term Capital Management. Atualmente, essa indústria faz as mais variadas estratégias, com suas carteiras de investimentos de difícil acesso e existem hoje em torno de 8000 fundos no estilo de *Hedge Funds* na América, chegando a um patrimônio total de US\$ 1 trilhão.

### 5.3.3- Características

A performance dos *hedge funds* costuma ser melhor que os fundos tradicionais na maioria das vezes. Em geral sua vantagem mais clara, é em oferecer maiores retornos em relação

ao risco (índice de *Sharpe*). A cobrança de taxas de performance é diferente dos fundos tradicionais que cobram uma taxa de administração, os *hedge funds* utilizam uma taxa de performance à mais, para estimular os gestores a atingir maiores retornos possíveis. O tamanho dos *hedge funds*, varia de acordo com as características de cada gestor e de cara tipo de atuação do fundo. Para alcançar retornos maiores que os tradicionais, suas atividades abrangem várias estratégias, mercados e ativos. Podem alavancar posições, assumir posições vendidas, concentrar investimentos, operar qualquer classe de ativo, ganho em mercados de baixa, atuação de forma direcional e não direcional, e outros. Os *hedge funds* tentam alcançar um nível de retorno absoluto, seja em um mercado “em alta” ou em um mercado “em baixa”. Esses fundos possuem uma 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, e ainda é comum o estabelecimento de um período mínimo de aviso prévio para a retirada de recursos. Essas medidas ajudam o gestor a manter suas posições em momentos difíceis.

#### 5.3.4- Estratégias dos Hedge Funds

Primeiramente temos dois estilos de atuação, direcional e não direcional. No estilo direcional, são utilizados métodos arbitrários ou sistemático para obter retornos em movimentos de baixa ou de alta nos mercados. Acertar a direção correta é vital para o sucesso desse estilo. Temos como exemplo os fundos que operam com *Global Macro* e *Equity Long/Short*. No estilo não direcional, temos a procura de precificações erradas ou ineficientes através de arbitragens. Os exemplos seriam os fundos que atuam em *Equity Market Neutral*, *Merger Arbitrage*, *Convertible Arbitrage*.

Segundo o Felippo Stefanini na sua publicação *Investment Strategies of Hedge Funds*, podemos seguir os *Hedge Funds* com as seguintes estratégias direcionais:

Estratégia *Global Macro*, está estratégia põe ênfase na análise fundamental das variáveis macro-econômicas ou de mercado. Estratégias que procuram identificar ineficiências relevantes na relação valor/preço assim como tendências dos mercados acionistas, taxas de juro, divisas, realizando investimentos alavancados das projeções realizadas. Outra estratégia seria *Long/Short Funds*, estes fundos tentam explorar discrepâncias de preços entre títulos dentro de uma mesma classe de ativo, essa é a estratégia mais comum na indústria de hedge funds.

Analisando as estratégias não-direcionais: *Merger Arbitrage*, é um exemplo de estratégia onde pretende-se obter retornos através do investimento em empresas com um processo de fusão ou aquisição, recompra de ações ou desinvestimentos de negócios pendente. *Convertible Arbitrage*, este tipo de estratégia envolve, por exemplo, a compra de obrigações convertíveis, ações preferenciais ou *warrants* de determinada empresa considerados sub-avaliadas, enquanto simultaneamente se vende a descoberto ações da mesma empresa. *Equity Market Neutral*, envolve estratégias cujos retornos derivam da combinação de posições curtas e longas de instrumentos sobre ou infra valorizados, selecionando os títulos mediante modelos tanto qualitativos como quantitativos, independentemente da tendência de mercado. A exposição ao mercado de ações é neutralizada cobrindo todas as posições longas (ações compradas) com posições curtas (ações vendidas a descoberto) de igual montante.

Como foi visto várias são as possibilidades de estratégias a serem utilizadas. Não podemos identificar qual é a melhor ou a pior. O gráfico abaixo mostra o desempenho desses fundos durante os últimos anos e podemos perceber que nenhum fundo sempre *outperform*<sup>8</sup> os outros fundos, devido a complexidade de cada fundo e sua área de atuação, eles podem variar muito de acordo com os ciclos econômicos mundiais.

---

<sup>8</sup> Ótimo desempenho

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	YTD 4-30-07
1	Global Macro 18.4%	Managed Futures 18.3%	MSCI World 33.8%	MSCI World 15.3%	Emerging Mkts 17.4%	Emerging Mkts 20.5%	Long/Short Equity 6.8%
2	Convertible Arbitrage 14.6%	Global Macro 14.7%	Emerging Mkts 28.8%	Event Driven 14.5%	MSCI World 10.0%	MSCI World 16.1%	Event Driven 6.6%
3	Event Driven 11.5%	Lehman Agg Bond 10.26%	S&P 500 28.7%	Emerging Mkts 12.5%	Long/Short Equity 9.7%	S&P 500 15.8%	MSCI World 5.9%
4	Equity Market Neutral 9.3%	Equity Mkt Neutral 7.4%	Event Driven 20.0%	Long/Short Equity 11.6%	Global Macro 9.3%	Event Driven 15.7%	Emerging Markets 5.5%
5	Lehman Agg Bond 8.4%	Emerging Mkts 7.4%	Global Macro 18.0%	S&P 500 10.9%	Event Driven 9.0%	Long/Short Equity 14.4%	CSFB/Tremont HF Index 5.4%
6	Fixed Income Arbitrage 8.0%	Fixed Income Arbitrage 5.8%	Long/Short Equity 17.3%	CSFB/Tremont HF Index 9.6%	CSFB/Tremont HF Index 7.6%	Convertible Arbitrage 14.3%	S&P 500 5.1%
7	Emerging Mkts 5.8%	Convertible Arbitrage 4.1%	CSFB/Tremont HF Index 15.4%	Global Macro 8.5%	Equity Market Neutral 6.1%	CSFB/Tremont HF Index 13.9%	Global Macro 4.8%
8	CSFB/Tremont HF Index 4.4%	CSFB/Tremont HF Index 3.1%	Managed Futures 14.1%	Fixed Income Arbitrage 6.9%	S&P 500 4.9%	Global Macro 13.5%	Equity Market Neutral 3.8%
9	Managed Futures 1.9%	Event Driven 0.2%	Convertible Arbitrage 12.9%	Equity Market Neutral 6.5%	Lehman Agg Bond 2.4%	Equity Market Neutral 11.2%	Convertible Arbitrage 3.7%
10	Long/Short Equity -3.7%	Long/Short Equity -1.6%	Fixed Income Arbitrage 8.0%	Managed Futures 6.0%	Fixed Income Arbitrage 0.6%	Fixed Income Arbitrage 8.7%	Fixed Income Arbitrage 3.3%
11	S&P 500 -11.9%	MSCI World -19.5%	Equity Mkt Neutral 7.1%	Lehman Agg Bond 4.3%	Managed Futures -0.1%	Managed Futures 8.1%	Lehman Agg Bond 2.1%
12	MSCI World -16.5%	S&P 500 -22.1%	Lehman Agg Bond 4.1%	Convertible Arbitrage 2.0%	Convertible Arbitrage -2.6%	Lehman Agg Bond 4.3%	Managed Futures -0.9%

Fonte: CSFB/Tremont.

#### 5.4 Private Equity e Venture Capital

##### 5.4.1- Definição

Segundo a GP Investment, são fundos de investimento fechado, compostos de investidores institucionais, que aplicam, preferencialmente em empresas de capital

fechado, de tamanho médio e frequentemente de propriedade familiar. O objetivo principal é agregar valor financeiro à empresa visando aumentar as vendas, produtividade rentabilidade e por consequência o patrimônio líquido. O efeito principal da entrada de investimentos de *Private Equity* é que a empresa de capital fechado quase imediatamente passa a ter um valor de mercado, sem abrir o capital valor este que supera de longe o montante do patrimônio líquido do contábil.

#### 5.4.2- Características e Funcionamento

*Private Equity/Venture Capital* é um tipo de investimento, onde investidores através dos profissionais de PE/VC, aplicam capital em empresas com potencial de crescimento através de compra de participação acionária ou também de ativos patrimoniais. Os fundos de PE/VC, são elaborados com acordos e contratos privados entre gestores e investidores, sendo oferecidos com alocação privada. As empresas receptoras dessa modalidade de investimento, na maioria dos casos ainda não estão no momento de acesso ao mercado público de capitais, que não são de capital aberto, tendo sua composição acionária em capital fechado.

Os investimentos de PE/VC visam o longo prazo, com no mínimo um ano de comprometimento com a empresa. Os investimentos se caracterizam por um aporte de capital e expertise no setor, com a finalidade de agregar valor e expandir os negócios da empresa, para no futuro o investidor de PE/VC vender sua participação por um valor muito maior que o inicial.

Ao contrário de financiamentos por empréstimos (bancos) que dão direito a incidência de juros e amortização do principal, desgastando os rendimentos da empresa, no caso de PE/VC, não é um empréstimo, e sim um sócio aportando capital na empresa, com expectativa de sucesso e retorno do investimento de capital no longo prazo. Com isso, investidores de capital de risco dão capital acionário e vão mais além, com contatos, experiência e conselhos sobre a estratégia da empresa, fazendo desta categoria de investimento diferente de outras modalidades usadas no mercado.

A relação entre *Private Equity* e *Venture Capital*, ambos são similares em relação ao tipo de investimentos, em *equity*, suas diferenças são de acordo com o porte da

empresa. O *Private Equity* atua normalmente na aquisição de empresas já existentes, com maior solidez e tamanho, e que não necessitam de uma ajuda direta do investidor na gestão do negócio. Em relação ao *Venture Capital*, ele já atua em empresas de menor porte, muitas vezes empresas que estão começando aonde o investidor acompanha de perto o processo de gestão.

Depois de todas essas análises, pode-se dizer que os retornos potenciais da atividade são vários entre os segmentos e agentes envolvidos: empresas, empreendedores que fazem os planos de negócios serem realizados gerando um aumento da competitividade e de atividades; os investidores diversificam riscos buscando retornos diferenciados; a atividade econômica fica mais vasta nos setores da economia, gerando novos negócios e empregos, o mercado de capitais público se torna mais sólido para preparação dos lançamentos de ações.

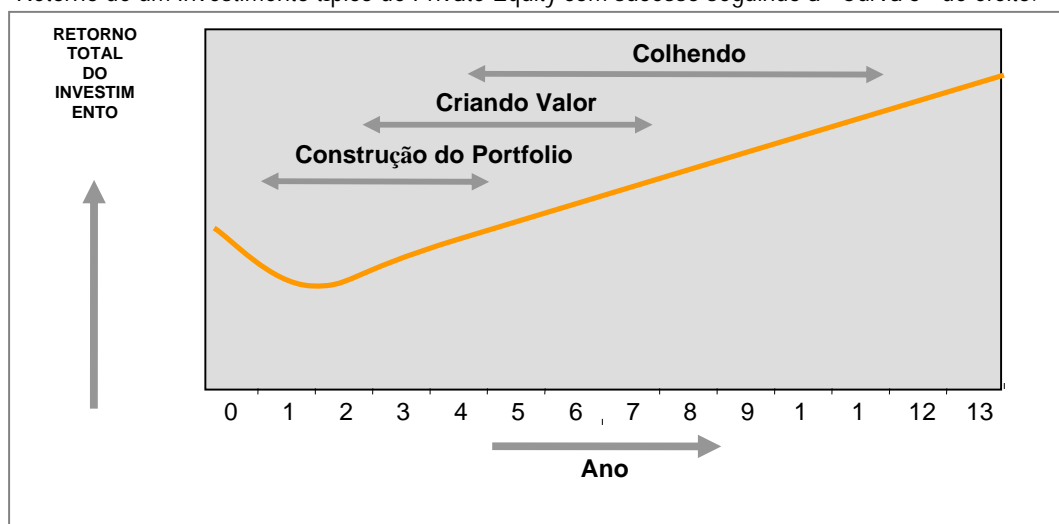
Em relação ao mercado de capitais, deve ser dito que os investidores em *Venture Capital* buscam ter uma estratégia definida para a saída do investimento, que é a venda de sua posição nela. Mesmo sendo mais interessante e lucrativo que esta saída ocorra pelo mercado público (IPO “*Initial Public Offering*”), mas nem sempre existe liquidez e porte para que tal lançamento ocorra, por exemplo no Brasil em 2000 a bolsa não tinha liquidez para absorver qualquer lançamento de ações, e este fato ocorre em outros países emergentes. Por isso, devem ser analisadas outras formas de saída como, por exemplo, a venda da participação para investidores estratégicos que atuam no mesmo setor, ou para instituições que queiram diversificar seus investimentos.

Em relação aos fundos de *Private Equity* e *Venture Capital*, é importante também o tipo de aplicação financeira que se situa na relação Risco x Retorno. Os riscos-chaves, podem ser a perda de todo capital investido, como uma opção de compra, a iliquidez que os fundos de *private equity* exigem alguns podem durar até 1 ano, depois de um investimento efetuado sua desistência pode não ser mais feita. Na figura abaixo evidencia-se os vários tipos de fundos que atuam no nicho de *private equity*, onde investimentos desse tipo são vistos pelos tomadores de decisão como de risco elevado e a taxa requerida de retorno adiciona um elevado prêmio de risco. Isto também se deve ao fato do investimento gerar uma perspectiva de amplo sucesso ou a de fracasso extremo (falência).

Os retornos desses Fundos de *Private Equity* com sucesso, seguiram uma tendência de retorno conhecida como curva-J, onde o fundo divulga retornos negativos durante o começo do período, e em seguida começa a agregar e produzir valor num horizonte de tempo mais longo, como se pode ver no gráfica abaixo: Primeiramente, se depara com a construção de um portfólio que gere um potencial de crescimento no longo prazo. Num segundo momento, é a performance do investimentos que irá agregar valor ao *portfolio* escolhido. No último momento, é quando o investimento é concluído, e pode ser feito de 3 maneiras: o antigo dono da empresa, recompra a participação vendida ou vende a participação para terceiros ou lança ação (IPO – Initial Public Offering) no mercado e pulveriza sua participação.

### RETORNO DOS INVESTIMENTOS

Retorno de um Investimento típico de Private Equity com sucesso seguindo a “Curva-J” de efeito.



Fonte: Total Merrill Lynch – Alternative Investment

## 6 – Modelos e estimativas de risco

### 6.1- Geração de estimativas de risco e de retorno de classes de ativos

Estimativas de risco e de retorno são necessárias em qualquer alocações de ativos. Sem dúvida, o *input* mais importante são as estimativas de retorno, pois a modelagem

mostra-se extremamente sensível ao vetor de retornos esperados para as classes de ativos. Pequenas variações de retornos esperados podem gerar grandes variações nas carteiras recomendadas.

O processo de obtenção de estimativas de retorno para as classes de ativos no horizonte de investimentos é a etapa mais delicada para a geração de *inputs* para modelagem. Nesse processo, é de importância fundamental que exista total consistência entre os retornos esperados estimados para as classes de ativos. Tal consistência somente poderá ser obtida se existir uma clara definição da conjuntura econômica global e local que se espera que prevaleça no horizonte de investimentos.

Outra dimensão relevante é a geração de estimativas de risco para cada classe de ativos. A volatilidade e o risco de cada classe de ativos podem ser estimados com base em informações passadas e de séries de retornos históricos. Entretanto, o cenário de risco no passado pode ser substancialmente diferente do cenário de risco no futuro. As estimativas de risco histórico não parecem ser suficientes para a definição de estimativas de risco em processos de alocação de ativos. Estimativas de risco *forward* com base nas informações de retorno projetadas têm importância significativa na geração de estimativas de risco. Levando em consideração o risco histórico e o risco forward de cada classe de ativos, é possível determinar sua estimativa de volatilidade no horizonte de investimentos utilizado.

#### 6.2- Limites de risco por classe de aversão a risco de investidores

A definição final de alocações a serem recomendadas ao investidor envolve, essencialmente, a definição do limite de risco que se considera adequado a ele nas condições atuais de mercado. O limite de risco para determinado investidor ou classe de investidor não deve ser visto como algo rígido a ser utilizado constantemente ao longo do tempo. Em condições de maior risco de mercado, deve-se utilizar menores limites de risco, e em mais amplos de alocação de risco para o investidor. Uma dimensão fundamental para o sucesso de processos de alocação de ativos será ajustar adequadamente os limites de risco a serem utilizados para cada classe de investidor em diferentes condições de mercado.



Após considerar os aspectos relevantes destacados, as carteiras são selecionadas seguindo rigorosos procedimentos de alocação de ativos com horizontes trimestral de investimentos, as carteiras são regularmente revistas a qualquer tempo, em razão de eventos ou de qualquer informação extraordinária que afete fundamentalmente as expectativas de risco ou retorno das classes de ativos no horizonte de trabalho definido.

Segundo a metodologia de Ney Brito, cada revisão de carteira no mercado brasileiro segue rigorosamente quatro etapas. A primeira etapa envolve a análise de cenários dos mercados internacionais e nacionais, com projeções específicas de cinco variáveis básicas envolvidas: taxas de *treasuries* americanos, prêmio de risco de emergentes em geral e prêmio de risco Brasil, cotações do dólar, projeções de inflação pelo IGP-M e projeções taxa selic. Essas variáveis são projetadas no horizonte de trabalho trimestral definido. A segunda etapa envolve a geração de projeções de retorno esperado e de risco para cada uma das oito classes de ativos no horizonte de investimento definido. As estimativas de risco e de retorno de cada uma das classes de ativos, geradas nesta etapa, servem de base para a seleção de carteiras com base em modelagem no espaço risco e retorno, procurando otimizar o acréscimo de risco sob ótica de acréscimo de retorno por unidade de risco. A terceira etapa envolve a modelagem no espaço média variância do processo de seleção de uma macrocarteira distribuída entre as oito classes de ativos que maximize a relação de troca entre risco e retorno. Esta etapa envolve procedimentos sofisticados de análise de sensibilidade e de consistência de expectativas para suportar as decisões finais de seleção de carteira. A quarta e última etapa envolve a seleção dos níveis de aversão a risco e de *stress* adequados para a seleção de carteiras para cada uma das classes de investidores: conservadores, moderados, arrojados e agressivos. A seleção do nível de *stress* e do nível de aversão a risco é sempre conduzida considerando-se a percepção de risco no momento de mercado em que são selecionadas as carteiras. Em condições de maior risco, reduz-se o nível de perdas e de *stress* a serem alocados nos investidores e, inversamente, em condições de menor percepção de risco, pode-se alocar um maior nível de *stress* a uma mesma classe de aversão a risco de investidores.

### 6.3- Modelos de Risco

Os riscos de mercado surgem de mudanças nos preços (ou volatilidades) de ativos e passivos financeiros, sendo mensurados pelas mudanças no valor das posições em aberto ou nos ganhos. Há dois tipos de risco de mercado:

- Risco Absoluto - Mensurado pela perda potencial em valores monetários. Enfoca a volatilidade dos retornos totais.
- Risco Relativo - Relacionado a um índice de referência. Mede o risco em termos do desvio em relação a este índice.

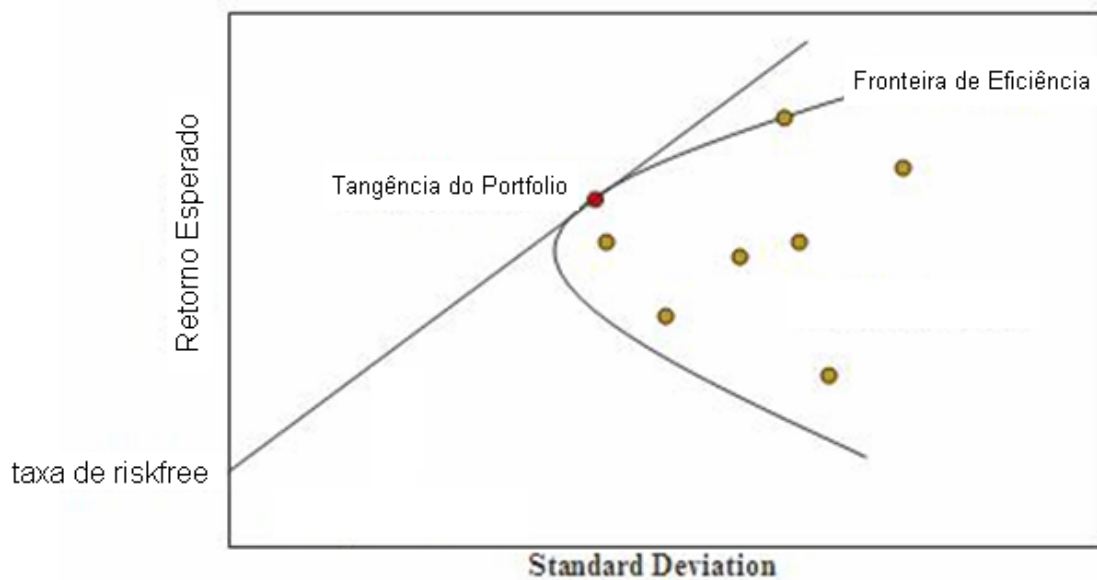
O *Value at Risk* (VaR) é uma medida de risco de mercado. Ele mede a pior perda esperada ao longo de determinado intervalo de tempo, sob condições normais de mercado e dentro de determinado nível de confiança. Depois de uma série de desastres com derivativos, o VaR é um instrumento abrangente e de fácil aceitabilidade e compreensão para mensurar o risco de mercado, e induz ao conceito de gestão de risco global da carteira, fornecendo aos usuários uma medida concisa do risco de mercado.

Fronteira eficiente que Markowitz desenvolveu, um modelo básico de carteira que mostra a importância da variância como medida de risco de um portfólio, sob alguns pressupostos a cerca do comportamento do investidor, a saber:

- Os investidores consideram cada alternativa de investimento como sendo representada por uma distribuição de probabilidade dos retornos esperados durante um período;
- Os investidores maximizam sua curva de utilidade;
- Os investidores estimam o risco do portfólio com base na variabilidade dos retornos esperados;
- Os investidores baseiam suas decisões somente em retorno esperado e risco. Logo, suas curvas de utilidade são uma função do retorno esperado e da variância esperada (ou desvio padrão) dos retornos somente;

- Para um dado nível de risco os investidores preferem retornos maiores a retornos mais baixos. De forma semelhante, para um dado nível de retorno esperado, os investidores preferem menos risco a mais risco.

Com base nesses axiomas, pode-se traçar o gráfico abaixo:



O *Tracking Error* é uma medida que mede a variabilidade dos retornos comparados a um *benchmark* definido. Em outras palavras, é o desvio dos retornos só que para se calcular esse desvio, se utiliza o *benchmark* e não a média de retornos.

Desenvolvido por William F. Sharpe, em 1996, o índice de Sharpe procura avaliar a performance dos fundos de investimentos, tendo como medida de risco o desvio padrão dos retornos. Utilizando dados passados, o índice avalia o *portfolio manager* com base em retorno e diversificação. Para este fim, Sharpe sugere a seguinte fórmula:

$$S_{x,t} = \frac{R_{x,t} - R_{f,t}}{\sigma_{x,t}}$$

$R_{x,t}$  – Média dos retornos da carteira  $i$  num período  $t$ .

$R_{f,t}$  – Média dos retornos de um título sem risco num período  $t$ .

$S_i$  – Desvio padrão do retorno da carteira  $i$  num período  $t$ .

O *Beta* mede o risco sistemático baseado na covariância do ativo com o mercado, sendo risco sistemático o risco do mercado, que não pode ser diversificado. De forma mais simples, ele mede o quanto deve variar um ativo com relação a variação do mercado. Em outras palavras, o coeficiente beta mede a quantidade de risco sistemático presente em determinado ativo com risco, relativamente a um ativo com risco médio. Por definição, um ativo médio tem um beta de 1,0 em relação a ele mesmo. Um ativo com beta de 0.5 tem, portanto, a metade de risco sistemático de um ativo médio; um ativo com beta igual a 2.0 tem o dobro.

O *Stress Test* é uma análise que estima a perda financeira em cenários econômicos financeiros críticos, pois, através de simulação vai “stressando” as variáveis e analisando o que ocorre na carteira. Ele permite complementar a análise do VaR, que considera as condições de mercado como de normalidade. Enquanto o VaR tende a avaliar o risco “cotidiano”, em condições de normalidade, o *Stress Test* avalia o risco em situação de crise. A análise conjunta tende a ser muito mais eficiente.

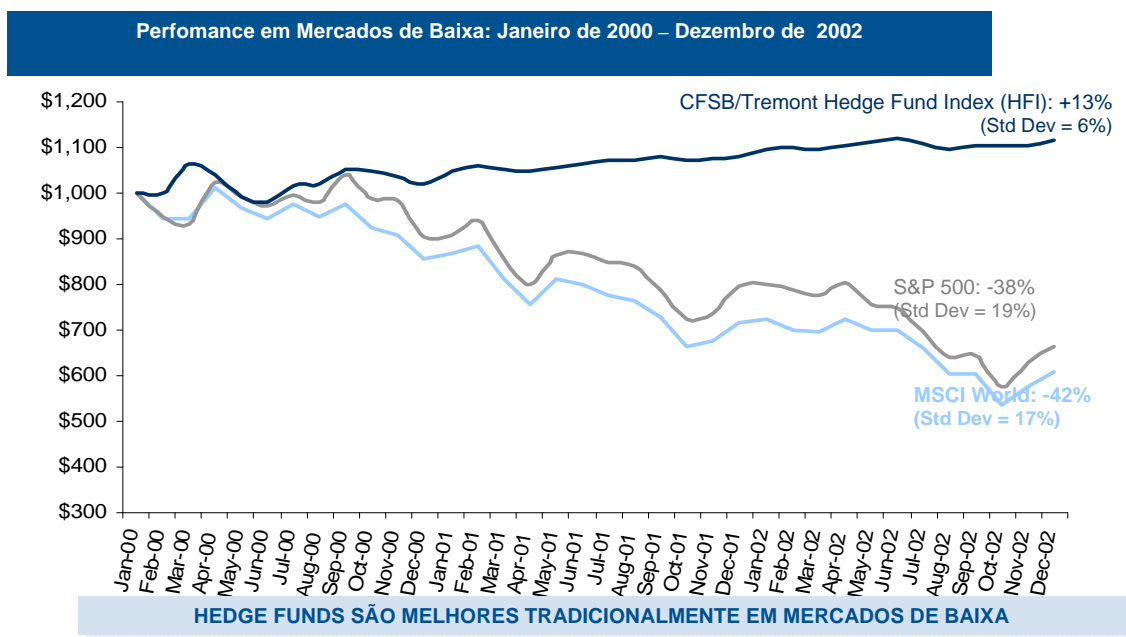
## **7. Análise Empírica**

Uma vez apresentadas as principais características do setor do *Private Banking* e seus Investimentos Alternativos no mundo e no Brasil, propõe-se uma análise empírica sobre os fundos Multimercado (*Hedge Funds* Brasileiros), que são voltados para área de private. A análise irá se basear na performance (variação do valor das cotas) destes fundos em comparação com o *benchmark* CDI – taxa livre de risco e em relação ao *ibovespa* para testar sua neutralidade a este mercado. Posteriormente será também analisado a capacidade de estes fundos proporcionarem retornos ajustados pelo risco acima do *ibovespa*. É importante ressaltar que devido à falta de dados para fundos de *private equity*, esta categoria de fundo alternativo não será analisada empiricamente.

Primeiramente, antes de abordar a análise brasileira, seria importante relatar um estudo da Merrill Lynch sobre os *hedge funds* americanos em comparação com o

*benchmark* S&P500. No mercado americano, os *hedge funds* já são uma indústria mais consolidada em termos de volume, e possuem uma base histórica maior que em outros países. Segundo a análise do setor de Private Banking da Merrill Lynch, os *hedge funds* americanos voltados para o setor *private*, tem um melhor desempenho em mercados de baixa e de alta, do que o índice acionário S&P500. Deve-se se levar em conta que a indústria de *hedge funds* americana é bem diferente da brasileira, devido a legislação de seu país, mas em linhas gerais seguem o mesmo objetivo de obter melhor desempenho que o seu *benchmark*. O gráfico a seguir mostra o desempenho da indústria de *hedge fund*, utilizando como base de dados o índice geral de *hedge funds*, o CSFB/Tremont Hedge Fund Index (Índice geral dos hedge funds americanos, feito pelo Credit Suisse), o S&P500 (500 maiores empresas listadas na NYSE) e o MSCI World Index (As mais importantes ações globais). Podemos observar num período de queda, que o índice S&P500 teve um desempenho negativo de 38% com um *standart deviation* de 19%, enquanto o índice geral dos *hedge funds* tiveram um resultado positivo de 13% com *standart deviation* de 6%, e o índice global de ações teve queda de 42% e *standart deviation* negativo de 17%, mostrando que os *hedge funds* possuem melhor retorno ajustado ao risco. No caso de mercados em alta, os *hedge funds* também tiveram performance muito superior aos mercados tradicionais (MSCI World Index) e ao índice S&P500, além de obter uma menor volatilidade. No gráfico a seguir mostra como foi o desempenho nos últimos 10 anos do mercado americano.

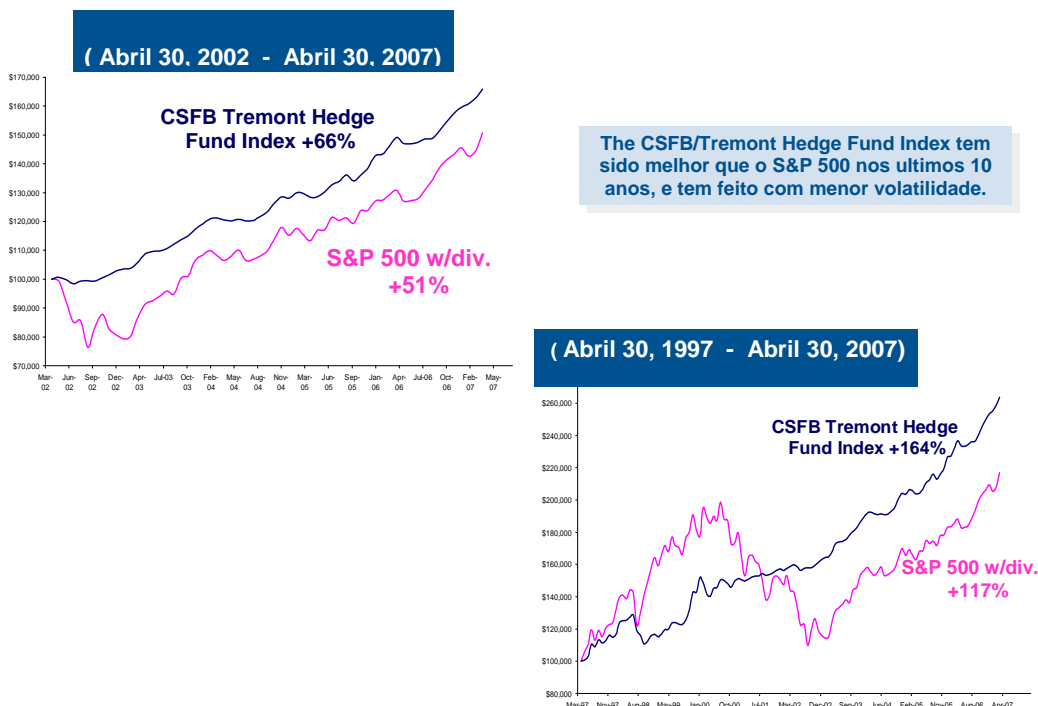
**Mercados de Baixa (JAN/2000 – DEZ/2002):**



Fonte: Global Private Client - Merrill Lynch 2007

**Mercados de Alta (ABR/2002 – ABR/2007):**

**HEDGE FUNDS VS. U.S.A AÇÕES**



Fonte: Global Private Client - Merrill Lynch 2007

Podemos concluir que segundo a Merrill Lynch, para o caso americano, onde a indústria de *hedge fund* existe a mais de 10 anos, os fundos de *hedge funds* conseguem ter baixa correlação com o mercado acionário e sendo assim, podem ser chamados de investimentos alternativos.

Num segundo momento, é interessante verificar se, os recentes fundos Multimercado (*hedge funds* brasileiros), são dotados das mesmas características dos *hedge funds* americanos. O que distingue um típico fundo *hedge funds* dos fundos tradicionais, é o fato de ter 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 no caso dos *hedge funds* brasileiros, estes se propõem a superar um determinado *benchmark* (geralmente o CDI). Também será analisada a capacidade de estes fundos *hedge funds* proporcionarem retornos ajustados pelo risco acima do *benchmark* Ibovespa. Isto porque os defensores dos *hedge funds* afirmam que sua eficiência de baseia na possibilidade de fazer uso de todas as informações disponíveis no mercado. Com todas as informações em mãos, é possível escolher ativos com melhores perspectivas de retornos, obtendo assim, retorno positivo independente das variações do mercado.

Dentro dessa análise, também será verificado se estes fundos conseguiram superar o CDI, *benchmark* geralmente usado por gestores de fundos. Apesar de alguns fundos usarem como meta rentabilidade acima do CDI, como por exemplo 120% do CDI, para efeito de padronização de resultados será utilizado apenas o CDI como *benchmark*.

### **Descrição da Amostra**

Todos os dados de performance dos fundos de investimentos foram obtidos através do site e programa [www.quantumaxis.com.br](http://www.quantumaxis.com.br), que por sua vez, obtém todos os dados através da ANBID (Associação Nacional dos Bancos de Investimentos).

Dada a nossa pesquisa focada nos investimentos alternativos para clientes *private*, vamos limitar o universo de fundos através de alguns critérios. O critério escolhido foi em relação ao tempo de existência dos fundos, para que estes possuíssem dados

suficientes para tornar o teste significativo, também restringiu-se fundos com investimento inicial menor que R\$ 300.000,00 e selecionou-se somente fundos Multimercados. Todas as análises foram realizadas com dados de performance dos fundos do período de novembro de 2006 até o novembro de 2007 (01/11/2006 a 30/11/2007) – Foram resultantes 15 fundos com observações de rentabilidade diária, portanto, fundo cujo histórico é menor do que este período, não é considerado na amostra. Foram excluídos da amostra fundos FICs e FACs para evitar dupla contagem. O patrimônio médio dos fundos é de R\$ 337 milhões, variando de R\$ 9.8 mi a R\$ 1572 mi. Segue abaixo uma tabela com as informações sobre o número de fundos e o patrimônio líquido dos fundos Multimercado considerados na amostra.

#### **Fundos Multimercado – Patrimônio Líquido e Número de Fundos**

<b>Patrimônio Líquido (Rentabilidade diária) - 30/10/2007</b>			
Médio	R\$ 470,780,630.88	Número de Fundos	15
Mínimo	R\$ 9,862,028.05	Número de Fundos com PL < PL Médio	10
Máximo	R\$ 1,572,952,339.09	Número de Fundos com PL > PL Médio	5

#### **Testes Empíricos**

##### 1º, TESTE

Em relação à performance dos fundos Multimercado em relação ao CDI, verificou-se que 12 fundos apresentaram retornos acima do CDI para o período de



novembro de 2006 até o novembro de 2007, e 3 tiveram retorno abaixo do CDI, sendo a média 21.27% e o CDI no período de 12.17%.

Nome	Retorno	Gestor
LUXOR FI MULTIMERCADO	62.56%	Opportunity
HG PRIVATE FI MULTIMERCADO	30.54%	Hedging-Griffo Asset Manag.
BLACK RIVER YIELD FI MULTIMERCADO	27.05%	Black River Brasil Gestão Invest.
FATOR ALPHA CENTAURO FI Multimercado	25.86%	Fator Administração de Recursos
VENTURA HEDGE FI MULTIMERCADO	23.14%	Ventura Gestão de Recursos
FATOR FABASA ITAPOÃ FI Multimercado	21.65%	Fator Administração de Recursos
GÁVEA BRASIL FI MULTIMERCADO	17.08%	Gávea Investimentos
SAFRA ADVANCED FI MULTIMERCADO	16.95%	Safra Asset Management
ARX EXTRA FI MULTIMERCADO	16.22%	ARX Capital Management
Unibanco Master Institucional FI Multimercado	15.52%	Unibanco Asset Management
Opportunity Target Institucional FI Multimercado	14.00%	Opportunity
HYDRA FI MULTIMERCADO	12.48%	Safra Asset Management
<b>CDI</b>	<b>12.17%</b>	<b>CDI</b>
BRADESCO MAIS FI MULTIMERCADO	12.14%	Bradesco Asset Management
BRADESCO Multiperformance FI Multimercado	11.97%	Bradesco Asset Management
BRADESCO SOVEREIGN Plus FI Multimercado	11.96%	Bradesco Asset Management

## 2º. TESTE

Para testar a neutralidade dos fundos Multimercado, foi realizado um estudo econométrico envolvendo 15 regressões, uma para cada fundo multimercado. Para cada regressão consideraram-se 249 observações (dados diários relativos ao período de 01/11/2006 a 30/11/2007), sendo a variável dependente o retorno diário do fundo, e a variável explicativa a variação diária do Ibovespa (medida pelo seu preço médio, pois as cotas dos fundos também são calculadas baseadas nos preços médios dos ativos no dia). Formulou-se então a seguinte equação:

$$Y = c + \beta X \text{ e, onde } X \text{ é a variação diária do Ibovespa médio.}$$

O teste de neutralidade de mercado segue abaixo:

$$H_0: \beta = 0 \text{ (Hipótese nula)}$$

H1:  $\beta \neq 0$  (Hipótese alternativa)

Se a hipótese nula de que o coeficiente do Ibovespa ( $\beta$ ) é igual a zero não for rejeitada, temos que o fundo é neutro ao mercado. Isto porque o beta é o coeficiente angular da regressão linear que relaciona o retorno do fundo e o retorno do Ibovespa, portanto, se o beta é nulo, significa que o retorno do fundo não é correlacionado ao retorno do Ibovespa, ou seja, o fundo pode ser considerado neutro ao mercado.

O nível de significância utilizado foi de 5% (nível de confiança de 95%), chegando a uma estatística  $T^{350}$  correspondente de 1,96. Analisando os resultados (detalhados no Anexo), observou-se que apenas 7% dos fundos analisados são neutros ao mercado, ou seja, a estatística  $T^{350}$  referente ao Ibovespa encontrada em cada uma destas regressões não foi superior a 1,96 e o coeficiente do Ibovespa, portanto, não é estatisticamente significante.

Nome	R2	Beta	P-valor	
LUXOR FI MULTIMERCADO	0.1253941	0.6799378	0.0000000	***
HG PRIVATE FI MULTIMERCADO	0.0069567	0.0149717	0.1895865	
BLACK RIVER YIELD FI MULTIMERCADO	0.0542144	0.0345666	0.0002099	***
FATOR ALPHA CENTAURO FI MULTIMERCADO	0.0331251	0.1155714	0.0039564	***
VENTURA HEDGE FI MULTIMERCADO	0.2923376	0.1501969	0.0000000	***
FATOR FABASA ITAPOÁ FI MULTIMERCADO	0.2150615	0.0696334	0.0000000	***
GÁVEA BRASIL FI MULTIMERCADO	0.3835974	0.1512074	0.0000000	***
SAFRA ADVANCED FI MULTIMERCADO	0.3817425	0.1501231	0.0000000	***
ARX EXTRA FI MULTIMERCADO	0.2323964	0.1028830	0.0000000	***
UNIBANCO MASTER INSTITUCIONAL FI MULTIMERCADO	0.3765895	0.0362844	0.0000000	***
OPPORTUNITY TARGET INSTITUCIONAL FI MULTIMERCADO	0.2812636	0.0631262	0.0000000	***
HYDRA FI MULTIMERCADO	0.1035620	0.0024165	0.0000000	***
BRADESCO MAIS FI MULTIMERCADO	0.0960568	0.0055613	0.0000006	***
BRADESCO MULTIPERFORMANCE FI MULTIMERCADO	0.0654338	0.0198275	0.0000442	***
BRADESCO SOVEREIGN PLUS FI MULTIMERCADO	0.0876157	0.0047253	0.0000020	***

\* Significante a 90%

\*\* Significante a 95%

\*\*\* Significante a 99%

É importante ressaltar que nem todos os fundos Multimercado desejam ser neutros ao mercado. Alguns preferem fazer apostas direcionais de mercado ou podem decidir ter uma maior exposição comprada do que vendida, ou vice versa. Portanto, foram

verificados quais fundos tiveram performance neutra ao mercado, no período (23/07/2007 a 16/08/2007), tal período teve baixa acumulada de 17.4%, e numa análise de toda as observações de Ibovespa, observamos uma alta de 61%.

### Destaque dos resultados das regressões

Característica	Resultado	Total da amostra	% sobre o total
Número de fundos cujo coeficiente do Ibovespa não é estatisticamente significativo	1	15	6.67%
Número de fundos com a correlação positiva com o Ibovespa durante o período de alta.	14	15	93.33%
Número de fundos com correlação positiva durante o mercado de baixa	13	15	86.67%

### 3°. TESTE

Para a análise da performance ajustada pelo risco dos fundos *hedge funds* comparada com o Ibovespa, utilizou-se o índice Sharpe, formulado por William Sharpe em 1966, devido ao fato deste índice ser comumente utilizado na avaliação de fundos de investimentos. O índice Sharpe expressa a relação retorno/risco de um fundo, informa se o fundo oferece rentabilidade compatível com o risco a que expõe o investidor. Ele representa o retorno de um fundo excedente à taxa livre de risco da economia ajustados pela volatilidade do fundo no período. Nos *rankings* de fundos de investimentos com base no índice de Sharpe, quanto maior o Sharpe do fundo, desde que positivo, melhor a sua classificação.

No Brasil, a taxa livre de risco mais adequada para esta análise é a taxa dos títulos do Governo Federal, taxa Selic, já que o governo pode emitir moeda para pagar suas dívidas, e, portanto oferece baixo risco ao investidor. O CDI pode ser utilizado também como taxa livre de risco, pois seu rendimento está atrelado à taxa básica da economia, a Selic. O administrador que quisesse obter para o fundo rendimento referenciado ao CDI poderia alcançar esse objetivo sem correr risco fazendo operações que oferecessem esse rendimento. Neste estudo foi utilizado o CDI como taxa livre de risco, por ser mais

comumente usado neste tipo de análise no Brasil. Calculou-se, então, um índice Sharpe (IS) para cada fundo através da fórmula:

$IS = (r(x)-y) /d(x)$ , 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 da série de retornos anualizado (multiplicado por raiz de 252). Calculou-se uma média do índice Sharpe para cada categoria de fundos de investimentos, a partir do cálculo do índice Sharpe para cada fundo separadamente, conforme tabela abaixo.

### Índice Sharpe – Nov/2006 – Nov/2007

Nome	Retorno	Volatilidade	Sharpe
LUXOR FI MULTIMERCADO	62.56%	49.07%	1.03
HG PRIVATE FI MULTIMERCADO	30.54%	4.52%	4.06
BLACK RIVER YIELD FI MULTIMERCADO	27.05%	3.79%	3.93
FATOR ALPHA CENTAURO FI MULTIMERCADO	25.86%	16.12%	0.85
VENTURA HEDGE FI MULTIMERCADO	23.14%	6.95%	1.58
FATOR FABASA ITAPOÁ FI MULTIMERCADO	21.65%	3.78%	2.51
GÁVEA BRASIL FI MULTIMERCADO	17.08%	6.12%	0.80
SAFRA ADVANCED FI MULTIMERCADO	16.95%	6.09%	0.78
ARX EXTRA FI MULTIMERCADO	16.22%	5.34%	0.76
UNIBANCO MASTER INSTITUCIONAL FI MULTIMERCADO	15.52%	1.58%	2.12
OPPORTUNITY TARGET INSTITUCIONAL FI MULTIMERCADO	14.00%	2.99%	0.61
HYDRA FI MULTIMERCADO	12.48%	0.19%	1.63
BRADESCO MAIS FI MULTIMERCADO	12.14%	0.45%	-0.07
BRADESCO MULTIPERFORMANCE FI MULTIMERCADO	11.97%	1.95%	-0.10
BRADESCO SOVEREIGN PLUS FI MULTIMERCADO	11.96%	0.40%	-0.53
<b>MÉDIA</b>	21.27%	7.29%	1.33
<b>BOVESPA MÉDIO</b>	67.17%	22.32%	2.46
<b>CDI</b>	12.17%	0.05%	

Fonte: Quantum

Pode-se observar que somente 3 fundos apresentaram, em média, índice Sharpe maior que à média do índice bovespa. Após estas constatações, devem-se mencionar alguns pontos. O primeiro diz respeito ao rendimento do Ibovespa no período analisado. O Ibovespa apresentou alta de 67% entre o período, com desvio padrão anualizado de 22%. Os únicos períodos onde aconteceram grandes realizações da bolsa foram os meses de julho 2007 e agosto 2007, conforme observado no gráfico abaixo.

### Evolução do Ibovespa Médio



Fonte: Intra Corretora

O resultado deste teste nos leva a crer que os fundos Multimercado, não conseguem, de fato, proporcionar retornos ajustados pelo risco melhor que o *benchmark* bovespa e não podem ser considerados uma alternativa em tempo de incertezas no mercado. É importante ressaltar, no entanto, que os índices Sharpe foram calculados através de poucas observações, o que pode prejudicar a eficiência do teste. Recomendo que, no futuro, sejam realizados novos testes com um maior número de observações.

Deve-se observar, no entanto, que o índice Sharpe é calculado a partir de resultados obtidos pelo fundo num período. Portanto, ele mostra o passado do fundo. Não há como prever rentabilidade a partir do Sharpe, porém ele é um bom indicativo de volatilidade futura, medida pelo desvio padrão.

## 8. Conclusão

O presente trabalho procurou descrever a os Investimentos Alternativos para os clientes de Private Baking no mundo e no Brasil. Traçando um panorama geral sobre a indústria de fundos alternativos e dos clientes *private* no mundo, e uma análise empírica sobre os *hedge funds* no Brasil.

Verificou-se que o serviço de Private existe desde o início do século 19 na Europa e Estados Unidos, e que os investimentos alternativos, como fundos *hedge funds* existem desde 1949, e até hoje é uma das principais estratégias de investimento alternativo difundida no mundo.

O setor de Private teve um aumento significativo nos últimos anos, com a aceleração do PIB real mundial, que particularmente reflete a firme performance dos mercados emergentes, teve um efeito muito positivo na geração de riqueza nesses países emergentes, e conseqüentemente gerando novos clientes *private*.

Antes de analisar o investimento do capital dos clientes *private*, comparamos a diferença entre a gestão de alocação de ativos e a gestão de um fundo. Vimos que a gestão de um fundo difere por não ter uma definição de produto específica e estruturada, entretanto a gestão de alocação de ativos representa um processo estruturado que evita deixar a interface com o cliente cair em um processo de gerência de relacionamento desestruturado. O foco do gestor de fundos está na formação dos preços dos ativos permitidos em sua definição de produto e nas operações que podem ganhar de seu *benchmark* no dia ou na semana. Em claro contraste, o gestor de alocação de ativos tem uma visão ampla do mercado e concentra-se em como alocar nas grandes classes de ativos do mercado, com um horizonte de investimentos de pelo menos 3 meses.

O gestor de fundos trabalha com horizonte de operações estruturada dentro dos seus limites de risco, o gestor de alocação de ativos trabalha com um horizonte de investimentos rigorosamente definido, três meses, seis meses ou uma data específica, estimando risco e retorno das grandes classes de ativos até o horizonte determinado. O gestor de alocação de ativos não opera no mesmo *timing* de administração de risco, tão pouco segue um processo estruturado de gestão de risco diário, como faz o gestor de fundo.

No Brasil, quando as taxas de juros chegaram a quase 20% ao ano, instrumentos de renda fixa eram muito procurados por investidores, pois o retorno era alto e o risco praticamente zero. Apesar de as taxas de juros reais no Brasil ainda continuarem sendo uma das mais elevadas do mundo, elas vêm caindo e muitos investidores começam a buscar instrumentos alternativos para retornos altos com risco baixo. Neste cenário, a estratégia de investir em investimentos alternativos vem ganhando cada vez mais importância no Brasil, e podemos citar dois importantes produtos alternativos importantes, como os fundos *hedge funds* e os fundos de *Private Equity*.

Através de uma análise empírica com dados de cotas de fundos Multimercados (*hedge funds*), focados nos clientes *private*, buscou-se verificar se o benefício dessa estratégia, tais como retornos maiores que o CDI, melhores retornos ajustados pelo risco e a neutralidade de mercado, se são de fato verificados no Brasil.

Constatou-se que 13 dos 15 fundos Multimercado analisados, que utilizam o CDI como *benchmark*, tiveram performance superior ao CDI no período de novembro de 2006 a novembro de 2007, revelando que os *hedge funds* brasileiros conseguem obter melhores resultados que o *freerisk* Brasil.

O retorno ajustado pelo risco dos fundos Multimercado, medido pelo índice Sharpe, na média foi positivo, porém inferior ao índice Sharpe do índice ibovespa. Isto pode ser explicado pela alta de 67% do índice no período, com poucos períodos de instabilidade. Esse resultando, aparentemente mostra que os *hedge funds* brasileiros voltados para os clientes *private*, não possuem melhores retornos estáveis em comparação com o ibovespa. É importante ressaltar, que na gestão de patrimônio, o foco do gestor é de gerir a fortuna do cliente, e não para obter uma performance extraordinária, em comparação com um gestor de fundos, e sim agregar valor com rentabilidades estáveis.

Quanto à neutralidade de mercado, foi constatado que somente 6.67% dos fundos Multimercado da amostra analisada são efetivamente neutros ao mercado. É importante destacar que nem todos os fundos têm como objetivo serem neutros ao mercado. Este resultado, não é, na realidade, surpreendente. Durante este período de tempo, observamos que o Ibovespa teve alta de 67%. Esta pode ser uma justificativa para este baixo percentual de fundos efetivamente neutros ao mercado. É razoável supor que muitos

destes fundos podem ter optado por realizar investimentos direcionais em bolsa para se aproveitar da perspectiva de alta do Ibovespa.

É importante destacar que todas as análises foram realizadas com dados de um período curto de tempo (de novembro de 2006 a novembro de 2007). Durante este espaço de tempo houve poucos períodos de instabilidade na bolsa, na maior parte do tempo o mercado oscilou positivamente. Como sugestão para estudos futuros, indico a realização dos mesmos testes abrangendo um maior período de tempo de forma a se obter resultados mais significantes. Outro aspecto que pode ser destacado é que o Ibovespa é representado pelas ações de maior índice de negociabilidade da Bovespa. Hoje, dentre estas ações, as empresas Petrobrás e Vale do Rio Doce tem um peso muito significativo (cerca de 1/3 do índice) e portanto, seria curioso testar esta neutralidade de mercado em relação a toda bolsa e não só em relação a carteira do Ibovespa onde Petrobrás e Vale do Rio Doce são determinantes, como nos EUA para evitar esse tipo de determinantes, utiliza-se muito o índice S&P500 (500 Maiores empresas nos EUA), para o Brasil seria indicado o IBrX-100 (100 empresas mais negociadas).



## 8. Referências bibliográficas

Filippo Stefanini *Investment Strategies of Hedge funds* (New Jersey: John Wiley and Sons, Inc, 2006).

De Brito, Ney Roberto O. *Alocação de Ativos em Private Banking*. (São Paulo: Artmed, 2006).

Global Private Client Presentation - Merrill Lynch (New York, 2007)

Carta Dynamo, Investimento Alternativos, (Rio de Janeiro, Setembro 2007)

Sharpe, W.F *Capital Asset Prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk*

*World Wealth Report, 2007* Merrill Lynch/Cap Gemini Ernst & Young

Gallagher, Lilian. *Análise dos Produtos no Mercado Financeiro 2005*

Sites utilizados:

[www.quantumaxis.com.br](http://www.quantumaxis.com.br), [www.valor.com.br](http://www.valor.com.br), [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br), [www.anbid.com.br](http://www.anbid.com.br),  
[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br), [www.fortuna.com.br](http://www.fortuna.com.br), [www.calculo.com.br](http://www.calculo.com.br), [www.bancoinvest.com.br](http://www.bancoinvest.com.br),  
[www.ml.com](http://www.ml.com)