



24

PERFORMANCE DE FUNDOS MÚTUOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL:

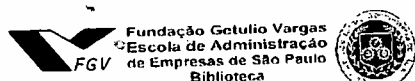
UMA ANÁLISE DOS FENÔMENOS DE "HOT-HANDS",

SINALIZAÇÃO E PERSISTÊNCIA DE RETORNOS.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

MÁRCIO ROSENHEK

**PERFORMANCE DE FUNDOS MÚTUOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL:
UMA ANÁLISE DOS FENÔMENOS DE "HOT-HANDS",
SINALIZAÇÃO E PERSISTÊNCIA DE RETORNOS.**



456/2002



1200200456

Dissertação apresentada à EAESP/FGV como requisito para a obtenção do título de mestre em Administração de Empresas.

Área de concentração:
Administração Contábil Financeira

Orientador: Prof. Dr. Cláudio Vilar Furtado

São Paulo

2002

S Escola de Administração de Empresas de São Paulo	
Data 21.03	N.º de Chamada 326.767 (81) RB13p
Tombo 456/2002	Des. 2-1

SP-00025195-3

ROSENHEK, Márcio. Performance de Fundos Mútuos de Investimento no Brasil: Uma análise dos fenômenos de "hot-hands", sinalização e persistência de retornos. São Paulo: EAESP/FGV, 2002. 157 p. (Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Pós-Graduação em Administração de Empresas da EAESP/FGV, Área de Concentração: Administração Contábil-Financeira).

Resumo:

O presente trabalho apresenta um resumo não só dos conceitos básicos sobre fundos de investimento, como também seu histórico e evolução no Brasil e no mundo, o contexto institucional nacional e os principais *ratings* de classificação de performance. Sua parte empírica foca-se no exame do fenômeno de persistência de performance para os fundos de investimentos ativos brasileiros entre julho de 1996 e junho de 2001.

O estudo empírico dividiu-se em três partes: a comparação do retorno das categorias de fundos de ações ativos, de renda fixa e multimercados com os respectivos *benchmarks* e fundos passivos; a verificação do fenômeno de persistência baseando-se em Malkiel (1995); e a análise dos resultados de investimentos em *portfólios* formados pelos grupos de uma mesma categoria pertencentes a um mesmo percentil de retorno não ajustado ao risco.

Os fundos de ações ativos com *benchmark* no Ibovespa apresentaram retornos médios superiores ao Ibovespa e aos fundos indexados ao Ibovespa (fundos passivos). Verificaram-se o fenômeno de persistência de performance para a amostra total, grupos de alta volatilidade e baixa volatilidade para períodos de investimento semestrais, anuais e de 2,5 anos. Estratégias de investimento em grupos dos melhores fundos apresentaram, de maneira geral, retornos simples (líquidos de taxa de administração) superiores à média do retorno de todos os fundos de ações ativos analisados. Entretanto houve exceções para as médias dos 10% e 20% piores fundos (quando analisados para períodos de investimento de 1 ano).

Os fundos de renda fixa obtiveram retornos inferiores ao CDI e aos fundos referenciados DI. Entretanto, verificou-se, nessa categoria, a maior evidência estatística de persistência de performance. Todas as estratégias de investimentos, nos melhores fundos do período anterior, mostraram-se eficientes.

Os fundos multimercados conseguiram superar o retorno do CDI e apresentaram o menor grau de evidência de persistência de performance. A estratégia de investimento em vencedores do período anterior obteve retornos inferiores ao investimento nos grupos de pior desempenho anterior, em todos os períodos analisados. A estratégia de investimento baseada nos melhores fundos classificados de acordo com o *Índice de Sharpe Generalizado*, mostrou-se mais eficiente que a baseada, exclusivamente, na classificação dos fundos por retorno bruto não ajustado para risco.

Palavras-Chaves: Fundos de Investimento; Avaliação, Hot-hands, Persistência de Performance, Rating, Retorno.

Abstract of thesis presented to FGV-EAESP as partial fulfillment for the degree of Master of Science (M.Sc.)

**PERFORMANCE DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL:
UMA ANÁLISE DOS FENÔMENOS DE "HOT-HANDS", SINALIZAÇÃO
E PERSISTÊNCIA DE RETORNOS.**

Márcio Rosenhek
February/2002

Chairman: Prof. Dr. Cláudio Vilar Furtado
Department: Business Administration

This work presents basic concepts about investment funds, its history and evolution in Brazil and in the world, the Brazilian institutional context and the main performance ratings. Its empirical part focuses on the exam of the performance persistence phenomenon for actively managed funds from July 1996 to June 2001.

The active equity funds (whose benchmark is the Ibovespa Index) presented superior returns relative to the Ibovespa Index and to the indexed Ibovespa funds (passive funds). The study presents confirming evidence of the performance persistence phenomenon for the entire sample, for the high volatility and the low volatility groups. Strategies of investing in the top performance funds proved to be efficient during the entire period (except for investment in the 10% and 20% lower performance funds considering annual holding periods).

The fixed income funds achieved lower return in relation to the CDI (Brazilian fixed income benchmark) and to the CDI indexed funds. However, that category of funds presented the greatest degree of performance persistence. All strategies of investing in the top performance funds returned better than the investment in the lower performance funds.

The multimarket funds (hedge funds) achieved superior return relative to the CDI but presented the weaker indication of performance persistence in the period. The investment strategy to buy bottom performers yielded better results than the investment in the top funds. The strategy of investing in the top 20% funds rated according to the Generalized Sharpe Index achieved superior return than those based on a strategy of investing according to a raw return ranking unadjusted for risk.

Sumário

Capítulo I: Introdução.....	13
Capítulo II: Contexto Institucional.....	15
2.1 Conceitos Preliminares.....	15
2.2 Estrutura de Taxas e Despesas dos Fundos Mútuos de Investimento.....	18
2.3 Medidas de Performance dos Fundos Mútuos de Investimento.....	19
2.4 Os Fundos de Investimento nos EUA - Breve Histórico de sua Evolução.....	24
2.5 Contexto Mundial.....	27
2.6 Evolução do Mercado Brasileiro de Fundos de Investimentos.....	30
2.7 Contexto Institucional Atual no Brasil.....	32
2.8 Dados Consolidados do Setor de Fundos de Investimento no Brasil.....	36
2.9 Metodologias Adotadas para Classificação de Fundos Internacionais e Nacionais.....	47
Capítulo III: Revisão Bibliográfica.....	54
3.1 Publicações Internacionais.....	56
3.2 Publicações Nacionais.....	69

Capítulo IV: Análise de Performance dos Fundos Mútuos Brasileiros.....	74
4.1 Caracterização da Amostra.....	76
4.2 Metodologia.....	82
4.2.1 Comparação entre Amostra de Fundos Ativos, Passivos e Benchmark	83
4.2.2 Método Binomial de Verificação de Persistência de Performance.....	85
4.2.2.1 Teste da Hipótese de Persistência de Performance.....	86
4.2.3 Análise de Estratégias Baseadas na Persistência de retorno.....	90
 Capítulo V: Resultados do Estudo Empírico.....	 92
5.1 Resultados Observados nos Fundos de Ações Ativos com <i>Benchmark</i> Ibovespa	92
5.1.1 Comparação entre Fundos de Ações Ativos, Ibovespa e Fundos Indexados ao Ibovespa.....	92
5.1.2 Análise da Persistência de Performance dos Fundos de Ações Ativos...	97
5.1.3 Estratégias de Investimento em Fundos de Ações Ativos.....	102
5.2 Resultados Observados nos Fundos de Renda Fixa.....	105
5.2.1 Comparação entre Fundos de Renda Fixa, Referenciados DI e o CDI..	105
5.2.2 Análise da Persistência de Performance dos Fundos de Renda Fixa.....	109
5.2.3 Estratégias de Investimento em Fundos de Renda Fixa.....	113
5.3 Resultados Observados nos Fundos Multimercados.....	115
5.3.1 Comparação entre Fundos Multimercado, Referenciados DI e o CDI..	115
5.3.2 Análise de Persistência de Performance dos Fundos Multimercados....	119
5.3.3 Estratégias de Investimento em Fundos Multimercados.....	124

Capítulo VI: Conclusões	126
Capítulo VII: Bibliografia	130
Capítulo VIII: Glossário Explicativo	137
Capítulo IX: Anexos	142
9.1 Classificação ANBID.....	142
9.2 Fundos de Investimento Utilizados no Estudo Empírico.....	149

Lista de Anexos

Anexo I - Tabela de Classificação de Fundos ANBID.....	142
 Anexo II - Lista de fundos utilizados no Estudo Empírico:	
<i>Fundos de Ações Indexados ao IBOVESPA.....</i>	<i>149</i>
 <i>Fundos Ativos de Ações:</i>	
i) Fundos Ativos IBOVESPA.....	149
ii) Fundos Ativos Alavancados IBOVESPA.....	150
iii) Fundos de Ações - Outros.....	150
iv) Fundos de Ações - Outros Alavancados.....	150
 <i>Fundos Referenciados DI.....</i>	 151
 <i>Fundos de Renda Fixa:</i>	
i) Fundos de Renda Fixa.....	153
ii) Fundos de Renda Fixa Crédito.....	154
iii) Fundos de Renda Fixa Alavancados.....	155
iv) Fundos Multi-índices.....	155
 <i>Fundos Multimercados:</i>	
i) Fundos Multimercado sem Renda Variável.....	155
ii) Fundos Multimercado com Renda Variável.....	156
iii) Fundos Multimercado sem Renda Variável com Alavancagem.....	157
iv) Fundos Multimercado com Renda Variável com Alavancagem.....	155

Lista de Tabelas

Tabela 2.1:	Evolução dos Fundos Mútuos de Investimento nos EUA.....	26
Tabela 2.2:	Distribuição dos Fundos Mútuos Abertos por País.....	28
Tabela 2.3:	Distribuição dos Fundos Mútuos Abertos - G7, Brasil e Luxemburgo.....	29
Tabela 2.4:	Brasil - Principais Ativos Financeiros - Valor de Mercado.....	36
Tabela 2.5:	Patrimônio dos Fundos Mútuos de Investimento no Brasil.....	37
Tabela 2.6:	Patrimônio dos Fundos Mútuos de Investimento-Resultados Consolidados	38
Tabela 2.7:	Fundos Mútuos de Investimento e Carteira Administradas - Estrutura das Aplicações e seus Rankings.....	39
Tabela 2.8:	Percentual de Aplicações por Tipo de Ativo.....	40
Tabela 2.9:	Patrimônio dos Fundos Ativos e Passivos.....	41
Tabela 2.10:	Fundos Mútuos de Investimento e Carteiras Administradas - Tipos de Investidores e seu Ranking.....	43
Tabela 2.11:	Fundos Mútuos de Investimento e Carteiras Administradas - Recursos Administrados por Instituição.....	44
Tabela 4.1:	Quantidade e Capitalização dos Fundos da Amostra.....	77
Tabela 4.2:	Características dos Fundos da Amostra por Classe de Fundo.....	80
Tabela 4.3:	Características dos Fundos da Amostra por Categoria de Fundo.....	81
Tabela 5.1:	Média Aritmética dos Retornos e Desvios Padrões Anualizados dos Fundos de Ações.....	93
Tabela 5.2:	Percentagem dos Fundos de Ações que Superam a rentabilidade do Ibovespa.....	95
Tabela 5.3:	Percentagem dos Fundos de Ações que Superam a Rentabilidade dos Fundos Indexados ao Ibovespa.....	95
Tabela 5.4:	Percentagem dos Fundos de Ações que Superam a Rentabilidade do CDI..	96
Tabela 5.5:	Teste de Persistência de Performance dos Fundos de Ações - Amostra Total.....	99
Tabela 5.6:	Teste de Persistência de Performance dos Fundos de Ações - Alta Volatilidade.....	100

Tabela 5.7:	Teste de Persistência de Performance dos Fundos de Ações - Baixa Volatilidade.....	101
Tabela 5.8:	Resultados de Estratégias de Investimento nos Percentis de Retorno do Período Anterior - Fundos de Ações.....	104
Tabela 5.9:	Média Aritmética dos Retornos e Desvios Padrões Anualizados dos Fundos de Renda Fixa.....	106
Tabela 5.10:	Percentagem dos Fundos de Renda Fixa que superam a Rentabilidade do CDI.....	108
Tabela 5.11:	Percentagem dos Fundos de Renda fixa que superam a Rentabilidade dos Fundos Referenciados DI.....	108
Tabela 5.12:	Teste de Persistência de Performance dos Fundos de Renda Fixa - Amostra Total.....	110
Tabela 5.13:	Teste de Persistência de Performance dos Fundos de Renda Fixa - Alta Volatilidade.....	111
Tabela 5.14:	Teste de Persistência de Performance dos Fundos de Renda Fixa - Baixa Volatilidade.....	112
Tabela 5.15:	Resultados de Estratégias de Investimento nos Percentis de Retorno do Período Anterior - Fundos de Renda Fixa.....	114
Tabela 5.16:	Média Aritmética dos Retornos e Desvios Padrões Anualizados dos Fundos Multimercados.....	116
Tabela 5.17:	Percentagem dos Fundos Multimercados que Superam a Rentabilidade do CDI.....	117
Tabela 5.18:	Percentagem dos Fundos de Ações que Superam a Rentabilidade dos Fundos Referenciados DI.....	118
Tabela 5.19:	Teste de Persistência de Performance dos Fundos Multimercados - Amostra Total.....	121
Tabela 5.20:	Teste de Persistência de Performance dos Fundos Multimercados - Alta Volatilidade.....	122
Tabela 5.21:	Teste de Persistência de Performance dos Fundos Multimercados - Baixa Volatilidade.....	123
Tabela 5.22:	Resultados de Estratégias de Investimento nos Percentis de Retorno do Período Anterior - Fundos Multimercados.....	125

Lista de Gráficos

Gráfico 5.1:	Rentabilidade mensal dos fundos referenciados DI como porcentagem do CDI (Julho de 1996 a Junho de 2001).....	107
Gráfico 5.2:	Rentabilidade mensal dos fundos de Renda Fixa DI como porcentagem do CDI (Julho de 1996 a Junho de 2001).....	107
Gráfico 5.3:	Rentabilidade mensal dos fundos Multimercado como porcentagem do CDI (Julho de 1996 a Junho de 2001).....	116

Lista de Quadros

Quadro 2.1:	Principais Medidas de Performance de Fundos de Investimento.....	21
-------------	--	----

A meus pais:

Kalman Jacob (z'l) e Ienta Liba.

Agradecimentos:

A todos que contribuíram para a realização desta pesquisa, dando-me incentivo para prosseguir na tarefa a que me propus.

Ao Professor Dr. Cláudio Vilar Furtado, pela orientação e aconselhamento indispensáveis para a elaboração deste trabalho.

Aos professores membros da banca, por aceitarem o convite e pelo tempo dedicado.

Ao Professores André Samartini e William Eid Junior, pela contribuição acadêmica.

A Professora Sara Mechlin Prado, pela criteriosa revisão.

Ao CEF-GV, pelo apoio com relação a base de dados.

Ao CNPQ, pela ajuda financeira.

Capítulo I - Introdução:

Nestas últimas duas décadas, os fundos de investimento apresentaram, no Brasil, um crescimento expressivo, chegando em Junho de 2001 a 3.694 fundos com patrimônio líquido total de R\$323.42 bilhões (US\$140.34 bilhões). Esse valor, deflacionado pelo CPI (*Consumer Price Index*), equipara-se ao tamanho da indústria de fundos norte-americana em 1977 (aproximadamente US\$49 bilhões).

A importância dos fundos mútuos no panorama financeiro brasileiro não cresceu apenas de maneira absoluta, mas também os fundos de investimento tornaram-se o principal veículo de investimento no país. Apesar da magnitude e importância do setor, ainda poucos foram os estudos acadêmicos empíricos desenvolvidos no Brasil.

A hipótese de eficiência de mercado sustenta que a performance passada não é indicador para o futuro desempenho dos fundos. Sendo a hipótese verdadeira, a performance média dos fundos de investimento não deve apresentar-se superior à de uma estratégia passiva de investimento (ou de um benchmark), bem como os excedentes de retornos do passado não devem sinalizar excedentes de retornos positivos futuros. Para a hipótese da eficiência de mercado, o excedente de retorno é um resultado de sorte, e não de habilidades ou informações superiores.

Diversos estudos indicam que, na média, a performance dos fundos de investimento não é superior à do mercado¹. Entretanto, tal constatação não exclui a possibilidade de que um grupo seleto de fundos possa exibir, consistentemente, um excedente de retorno positivo em relação ao mercado.

Evidências sobre o fenômeno da persistência de performance de fundos mútuos são constatadas pela maioria dos estudos empíricos² e refutadas por uma minoria³ a qual baseia suas conclusões, principalmente, em erros metodológicos apresentados pelos outros pesquisadores, tais como: viés de sobrevivência, erros na seleção dos benchmarks ou inadequação dos modelos CAPM e APT nos quais se baseiam os testes empíricos.

¹ Friend et Al (1962), Friend e Vickers (1965), Sharpe (1966), Treynor e Mazuy (1966), Jensen (1968), Friend et Al (1970), Williamson (1972), Vital (1973), McDonald (1974), Kon (1983), Henriksson (1984), Chang e Lewellen (1984), Manassero (1985), Grinblatt e Titman (1989), Blake, Elton e Gruber (1993), Malkiel (1995), Gruber (1996), Andrade (1996), Diniz (1997), Ackermann, McEnally e Ravenscraft (1999), Jain e Wu (2000) e Suaide (2001).

² Grinblatt e Titman (1992), Grinblatt e Titman (1993), Hendricks, Patel e Zeckhauser (1993), Goetzmann e Ibbotson (1994), Brown e Goetzman (1995), Gruber (1996), Khorana e Nelling (1998).

O presente trabalho tem como principal objetivo verificar se o desempenho dos fundos de investimentos brasileiros apresenta evidência do fenômeno de persistência de performance entre 1996 e 2001. A averiguação da hipótese de persistência de performance é complementada por um estudo empírico de diversas estratégias que buscam maximizar a performance das carteiras compostas por fundos selecionados.

Os capítulos desta dissertação estão divididos em:

- a) capítulo II: que apresenta um histórico da evolução dos fundos no cenário internacional e no mercado brasileiro. O contexto institucional atual, o perfil dos fundos mútuos brasileiros e a metodologia utilizada por diversas instituições, as quais classificam fundos mútuos no Brasil e no mundo, são também examinados;
- b) capítulo III: que descreve a amostra de fundos analisada e a metodologia aplicada no estudo empírico. Basicamente, analisaram-se os fundos de investimento sob três enfoques: i) comparação entre os retornos dos fundos não ajustados ao risco e os retornos dos *benchmarks* e dos fundos passivos; ii) análise de persistência de performance baseadas nas tabelas de contingência desenvolvidas em MALKIEL (1995); e iii) análise de estratégias de investimento em fundos vencedores e perdedores;
- c) capítulo IV: que apresenta os resultados obtidos para as categorias de fundos de ações ativos, de renda fixa e multimercados;
- d) capítulo V: explicita as principais conclusões da dissertação.

Os resultados desse estudo empírico são importantes tanto para estudiosos acadêmicos, quanto para os investidores e gestores de recursos, podendo-se verificar se existe ou não evidência de persistência de performance no mercado brasileiro de fundos mútuos de investimento.

Pode-se, outrossim, avaliar se estratégias de aplicar recursos em fundos vencedores tendem a apresentar resultados satisfatórios e se o ranking de fundos tende a ser um bom indicativo de investimento, seja pela sinalização de performance no futuro, seja pela exclusão de fundos que tendem a ser continuamente perdedores.

³ Malkiel (1995) e Jain e Wu (2000). Observa-se que Carhart (1997) possui uma posição intermediária que refuta a persistência para os vencedores, mas evidencia o fenômeno de "cold hand" pelo qual os piores fundos tendem a manter uma performance pior no futuro.

Capítulo II - Contexto Institucional dos Fundos de Investimento:

2.1 Conceitos Preliminares:

Fundos mútuos de Investimento são instrumentos de intermediação financeira, que reúnem recursos de diversos investidores individuais (quotistas), com a finalidade de que o capital seja investido em uma grande variedade de títulos e ativos financeiros. Os fundos dispõem de um grupo de administradores e gestores, os quais são os profissionais responsáveis pela gestão dos ativos; recebendo, em contrapartida, a taxa administrativa e de performance. São, também, os responsáveis pela alocação das despesas do fundo.

A primeira grande divisão entre os fundos de investimentos se refere à sua estrutura de capital: fundos mútuos de investimento (denominados em inglês: *mutual funds* ou *open-end funds*), ou fundos fechados (*closed-end funds*). No primeiro, a emissão de quotas é contínua e ilimitada, sendo o fundo obrigado a recomprar quotas pelo valor proporcional ao patrimônio líquido na opção do quotista. O segundo apresenta um número fixo de quotas que devem ser negociadas no mercado secundário, caso o investidor queira comprar novas quotas ou vender sua posição, assemelhando-se a uma holding que detém participações em outras empresas.

Uma segunda divisão importante refere-se à gestão da carteira, dividindo os fundos mútuos de investimento em: *Fundos Passivos* e *Fundos Ativos*. Os *Fundos Passivos* ou *Indexados* utilizam uma estratégia, denominada passiva, que visa a reproduzir o risco e o retorno do *benchmark* (que pode ser um índice de renda fixa, renda variável, ou mesmo uma ação ou título de renda fixa específico). Por despenderem menos recursos em pesquisas, seleções de ações e possuírem um *turn-over* da carteira menor, possuem taxas de administração e despesas com corretagem menores. Os *Fundos Ativos* utilizam uma estratégia – denominada ativa – que busca superar o mercado, baseando-se na hipótese de que a superioridade de suas qualificações para seleção do portfólio irá proporcionar um excedente de retorno positivo em relação ao mercado e aos fundos passivos.

Os fundos ativos utilizam, basicamente, duas estratégias para obter retornos superiores ao mercado: a alocação de recursos - *asset allocation* (mudança na composição das carteiras no que se refere à porcentagem dos recursos investidos em cada classe de ativos, de acordo com a

expectativa do gestor) e a seleção de ativos - *security selection* (habilidade do gestor de selecionar ativos que tenham desempenho superior dentro das classes às quais pertencem).

BODIE, KANE E MARKUS (1999) subdividem os fundos mútuos de investimento em relação às políticas de investimento em:

a) *Money-Market Fund* (Fundos de Disponibilidade Imediata): investindo em ativos de liquidez imediata oferecem ao investidor a opção para investimento de recursos de curto prazo, com riscos reduzidos em relação à flutuação de taxas de juros;

b) *Equity Funds* (Fundos de Ações): sua carteira é composta, principalmente, por ações; entretanto, podem conter títulos de renda fixa ou outros ativos a critério dos gestores. Geralmente, possuem uma carteira de instrumentos de *money-market* para cobrir saques imediatos. O manual *Investment Companies*, publicado pela Wiesenberger Investment Companies, classifica-os, de acordo com seus objetivos, em: I) *Maximum Capital Growth* (Ganho de Capital Máximo); II) *Growth* (Crescimento); III) *Growth and Income* (Crescimento e Renda); IV) *Income* (Renda); V) *Income and Security* (Renda e Segurança).

c) *Bond Funds* (Fundos de Renda Fixa): que investem em instrumentos de renda fixa. Entretanto, existe campo para especialização como, por exemplo: fundos de títulos de estados ou municípios específicos, de títulos corporativos, de *junk bonds* e de longo ou curto prazo.

d) *Balanced Funds* (Fundos Balanceados) e *Income Funds* (Fundos de Renda): os fundos balanceados foram criados com a intenção de poderem ser utilizados como o único ativo do portfólio do investidor, visto que visam a manter uma proporção fixa entre ações e renda fixa (com o objetivo de minimizar o risco e garantir a rentabilidade). Já, os *Income Funds* são planejados com a mesma estrutura dos balanceados, entretanto, com o objetivo de garantir o principal investido.

e) *Allocation Funds* (Fundos de Alocação): São semelhantes aos fundos balanceados, por investirem tanto em ações quanto em títulos de renda fixa; entretanto, possuem a alternativa de alterar o percentual investido em cada classe de ativo, permitindo, assim, a administração ativa do portfólio.

f) *Index Funds* (Fundos Indexados): têm como objetivo igualar a performance de um índice de ações ou renda fixa. Os administradores procuram nivelar a composição do fundo à do índice referência com intenção de obter um portfólio espelho. As taxas de administração e despesa costumam ser menores do que as dos fundos ativos pela menor necessidade de especialização e menor turn-over da carteira respectivamente.

g) *Sectorial funds* (Fundos Setoriais): Fundos que concentram sua atuação em um determinado setor (metais preciosos, ações de empresas de tecnologia, telecomunicações, energia, etc.).

As principais citações de vantagens do investimento em fundos mútuos, em relação a outras modalidades de investimento para o investidor individual, são:

i) acesso a modalidades de investimento não disponíveis a investidores individuais;

ii) diluição dos custos de administração da carteira entre os quotistas;

iii) administração profissional dos recursos;

iv) diversificação do portfólio – os fundos mútuos de investimento propiciam ao investidor individual a possibilidade de ter uma carteira diversificada, o que seria inviável, caso aplicasse seus recursos isoladamente;

v) menores custos de transação, devido aos volumes envolvidos, podendo-se obter descontos consideráveis em taxas de corretagem ou custódia e comissões pagas a intermediadores financeiros. Por outro lado, pode-se conseguir, no mercados de renda fixa, taxas de juros mais elevadas do que as disponíveis ao investidor individual.

2.2 Estrutura de taxas e despesas dos fundos mútuos de investimento:

Os fundos de investimento apresentam uma estrutura de taxas a qual inclui:

a) *taxa administrativa*: percentual do patrimônio do fundo cobrado pelos administradores pelo trabalho de seleção e gerência da carteira (vide tabela 4.2 e 4.3 para estimativas para o mercado brasileiro);

b) *taxa de ingresso (Front-End Load)*: cobrada na entrada do fundo;

c) *taxa de saída (Back-End Load)*: cobrada na saída do fundo (não costuma ser exigida na indústria de fundos brasileira);

d) *taxa de performance*: cobrada pelos gestores do fundo, caso o portfólio selecionado tenha superado um *benchmark* determinado (vide tabela 4.1 e 4.2 para estimativas de porcentagem de fundos que cobram taxas de performance no Brasil). No Brasil, as taxas de performance são, costumeiramente, cobradas sobre porcentagens que superem os rendimentos obtidos no período para *benchmarks* como: CDI e IGPM, para fundos de renda fixa; e IBOVESPA, IBA, IBX, IGPM e CDI, para fundos de ações. Nota-se que a cobrança de taxa de performance para fundos de ações, com base em benchmarks de inflação ou de rendimento de títulos de renda fixa, pode prejudicar, profundamente, o investidor; pois, em épocas nas quais a rentabilidade da bolsa é elevada, estarão pagando uma alta porcentagem de seus ganhos para os administradores, sem que esse rendimento seja decorrente da *expertise* do gestor. No contexto brasileiro, a alta volatilidade das bolsas poderá agravar o fenômeno de *Agency Cost* apresentado;

e) *outras despesas*: diversas despesas, que são cobradas dos fundos, como, por exemplo: taxa de corretagem, honorários de auditores e advogados, e taxas de publicação.

2.3 Medidas de Performance dos Fundos Mútuos de Investimento:

No contexto de importância crescente dos fundos mútuos como forma de gestão de portfólios, é indispensável a análise aprofundada das diversas alternativas de medição e comparação de seus resultados. Os instrumentos de classificação de performance dos fundos são indispensáveis para que possamos avaliar, se um administrador está sendo ou não eficiente na gestão dos recursos. Sendo assim, são fontes de informação, também, para investidores (que podem compará-los a fim de encontrar as alternativas mais atraentes do mercado) e podem ser utilizados como critérios de remuneração dos gestores. Podem, também, descrever-nos através de estudos empíricos, se existe eficiência de mercado nesse setor.

Existem várias medidas de performance para fundos de investimentos que ajustam os retornos obtidos pelos fundos ao seu grau de risco (visto que o binômio retorno-risco deve ser estudado simultaneamente) e entre os principais indicadores de performance de fundos, há:

- a) *índice de Sharpe* [$S_p = (r_p - r_f) / \sigma_p$]: que correlaciona o excedente de retorno de um portfólio ou fundo de investimento ao seu desvio padrão durante determinado período, medindo, assim, a recompensa pela troca entre retorno e volatilidade (risco total). O *Índice de Sharpe* usa a *capital market line* como benchmark e é calculado: dividindo o prêmio de risco da carteira pelo seu desvio padrão; medindo o prêmio de risco ganho por unidade de exposição ao risco total. O *Índice de Sharpe* é o coeficiente angular da reta a qual liga o retorno da carteira ao retorno da taxa livre de risco nas coordenadas retorno esperado - desvio padrão;
- b) *índice de Sharpe Generalizado* [$ISG = (r_p - r_{bi}) / \sigma_{(r_p - r_{bi})}$]: que compara o excedente de retorno do fundo de investimento selecionado em relação ao seu respectivo *benchmark*, dividindo-o pelo desvio padrão da diferença entre os retornos do fundo e do *benchmark* no período analisado;
- c) *índice de Treynor* [$T_p = (r_p - r_f) / \beta_p$]: apresenta o excedente de retorno de um portfólio dividido por unidade de risco sistemático (em contraposição a Sharpe que utiliza o risco total). Consiste no prêmio de risco obtido por unidade de risco tomado, sendo o risco medido pelo *beta* da carteira;
- d) *índice de Jensen* ($J_p = \alpha_p = r_p - [r_f + \beta_p(r_m - r_f)]$): é o retorno médio do portfólio acima do previsto pelo *CAPM*, a partir do beta, retorno do mercado e retorno livre de risco. O *Índice de Jensen*

(1969) usa a *security market line* como um benchmark e consiste na diferença entre a taxa de retorno esperada de uma carteira e a taxa de retorno esperada, se a carteira estiver na *SML*. Se a carteira tiver um *Índice de Jensen* positivo, ela está acima da *SML*, e considera-se que tem um bom desempenho; no entanto se for negativo, indica um desempenho ruim e está posicionada abaixo da *SML*;

- e) *appraisal ratio* [$A_p = \alpha_p / \sigma_{(ep)}$]: divide o α_p pelo risco não sistemático do portfólio;
- f) *índice de Modigliani* (M^2): Franco Modigliani e sua neta Leah Modigliani adaptaram o Índice de Sharpe para criar uma medida de maior facilidade de interpretação. Para se calcular o M^2 , igualamos a volatilidade do portfólio à do mercado (*benchmark*), através da compra de títulos livre de risco (no caso americano *T-Bills* de 90 dias) se o portfólio possuir uma volatilidade superior à do mercado. No caso de apresentar volatilidade inferior tomar-se-á emprestada a quantia necessária para alavancar o investimento, igualando a sua volatilidade à do mercado. Graficamente, a medida M^2 equivale à distância vertical entre a *CML* (*Capital Market Line*) e *CAL* ajustada (*Capital Asset Line*). O Índice de Modigliani iguala a volatilidade de todos os fundos comparados à do mercado, portanto; aqueles, que obtiverem um M^2 superior ao obtido pelo mercado, apresentaram um desempenho risco-retorno superior ao mercado. Quanto maior for o M^2 , melhor será o desempenho do fundo.

Um aspecto muito importante a ser analisado é que todos os modelos possuem as premissas de que a volatilidade e a média dos retornos do fundo são constantes. Na prática, entretanto, o administrador muda, constantemente, a composição do portfólio, gerando mudanças em ambos e tornando a avaliação dos fundos muito mais complexa.

Quadro 2.1: Principais medidas de performance para fundos de investimento	
<i>Medida</i>	<i>Fórmula</i>
Índice de Sharpe (S_p)	$S_p = (r_p - r_f) / \sigma_p$
Índice de Treynor (T_p)	$T_p = (r_p - r_f) / \beta_p$
Índice (J_p) ou alfa (α_p) de Jensen	$J_p = \alpha_p = r_p - [r_f + \beta_p(r_m - r_f)]$
Appraisal ratio (A_p)	$A_p = \alpha_p / \sigma_{(ep)}$
Índice de Modigliani (M^2)	M^2
Índice de Sharpe Generalizado (ISG)	$ISG = (r_{ft} - r_{bt}) / \sigma_{(rft-rbt)}$
Erro Quadrático Médio	$EQM = \sqrt{\sum (R_{ft} - R_{bt})^2}$
onde; r_p = retorno do portfólio; r_f = retorno livre de risco; σ_p = desvio padrão do portfólio $\beta_p = \beta$ = covariância entre o retorno do portfólio e do benchmark R_{ft} = retorno do fundo no período t R_{bt} = retorno do benchmark no período t) $\sigma_{(rft-rbt)}$ = desvio padrão do excedente de retorno entre o fundo e o benchamrk	

Apesar de muito importantes, teoricamente, as medidas de performance propostas incorrem em alguns problemas em casos de mudança de composição de carteira e market timing (relacionados à gestão ativa de portfólio). Em se tratando de composições variáveis (administração ativa), é necessário fazermos adaptações para que os índices possam refletir melhor as mudanças de estratégia adotadas. É recomendável que se acompanhe a mudança dos portfólios, pois, caso contrário, os índices resultantes terão um viés de subestimar a eficiência do gestor do fundo. Nota-se que, se considerarmos o período como um todo, poderemos estar adicionando volatilidade ao portfólio, portanto, reduzindo seus indicadores de desempenho.

A expressão *market timing* se refere à mudança de alocação de recursos de um portfólio correlacionado ao mercado (e.g. um fundo de ações) para um ativo livre de risco (no caso brasileiro, CDI), dependendo da expectativa em relação à performance do mercado em relação aos títulos de risco. Os modelos clássicos não prevêem que possa haver mudanças na alocação dos ativos dos fundos de investimento e, portanto, no valor de seus *betas*. Os modelos clássicos

supõem que o *beta* seja constante (ou seja, que a *linha característica* é uma reta com tangente constante).

Uma inovação dos modelos de avaliação surgiu depois do trabalho de TREYNOR E MAZUY (1966), o qual propôs que a *linha característica* poderia ser delimitada com adição de um termo quadrado. O modelo seria basicamente: $r_p - r_f = a + \beta \cdot (r_m - r_f) + c \cdot (r_m - r_f)^2 + e_p$ (onde c é a variável da regressão referente ao excedente de performance ao quadrado), ou seja, dever-se-ia fazer uma regressão dos retornos do fundos e do mercado de tal forma que, se o coeficiente c fosse positivo, haveria uma indicação de que existe uma performance positiva, adquirida através do fator *Market Timing*. Em seus estudos empíricos, notaram, entretanto, que, para a amostra analisada, não existia evidência de habilidade de *market timing*.

Adicionalmente, HENRIKSSON E MERTON (1981) fizeram um modelo no qual prevêem que existam somente duas possibilidades de *beta* (uma, quando se espera que a performance do mercado em questão supere a do ativo livre de risco; e outra, quando se espera que ela seja inferior à do ativo livre de risco). Criaram, para analisar esse fenômeno, um modelo que utiliza uma variável *dummy* (D , que tem valor zero, quando $r_m < r_f$, e um, quando $r_m > r_f$). Esse modelo seria uma regressão, baseada na seguinte equação: $r_p - r_f = a + \beta \cdot (r_m - r_f) + c \cdot (r_m - r_f) \cdot D + e_p$. Portanto, consideram que o *beta* do fundo é b (quando se tem uma expectativa desfavorável em relação ao mercado) e $b+c$ (em caso de uma expectativa de alta).

HERIKSSON (1984) analisou uma amostra de 116 fundos mútuos (1968 a 1980) e verificou que c era, em média, igual a -0.07 (entretanto a 5% de confiança, esse valor não era, significativamente, diferente de zero). Na amostra, 62% dos fundos apresentaram c negativo, 11 tiveram c extremamente positivos e 8 extremamente negativos. Os resultados obtidos induziram à conclusão de pouca possibilidade de que os fundos, no geral, sejam capazes de superar o mercado, evidência plenamente coerente com a tese de mercado eficiente.

No Brasil, Brito (2001) desenvolveu o Índice de Habilidade de Brito (IHB), o qual mede a habilidade dos gerentes em conseguir superar o benchmark passivo (ou seja, a capacidade de *market timing*). Essa medida, basicamente, quantifica a probabilidade de o fundo superar o benchmark. Trata-se de um modelo binomial no qual existem duas possibilidades de o benchmark superar o retorno dos outros ativos ou de ter um desempenho inferior. Em se tratando de fundos

ativos, o gestor prevendo maior retorno de outros ativos, deverá concentrar a carteira dos fundos nesse outros ativos e desinvestir do benchmark (e vice-versa). Um IHB significativamente superior a 0,5, evidencia que o gestor possui habilidades de market timing, enquanto um IHB menor que 0,5 indica que ele foi incapaz de prever os movimentos nos quais o *benchmark* teve um rendimento inferior ou superior aos outros ativos disponíveis para investimento.

Nota-se, portanto, a necessidade de adequação dos índices de performance às hipóteses mais pragmáticas que capturem fenômenos que as anteriores o fizeram. O método de mensuração da habilidade de *timing* se incorpora aos anteriores, podendo ser utilizado para prever e avaliar, de maneira mais adequada, o resultado dos gestores de investimento.

2.4 - Os Fundos de Investimento nos EUA - Breve Histórico de sua Evolução:

Em 1822, o primeiro Fundo de Investimento, o *Société Generale de Belgique*, foi criado, na Bélgica, pelo Rei William I. Após o seu aparecimento, surgiram outros fundos na França e Suíça. Entretanto, foi na Grã-Bretanha que se encontrou o ambiente propício para o desenvolvimento da indústria de fundos. A prosperidade, advinda da Revolução Industrial, foi responsável pelo aumento na acumulação interna. Simultaneamente, a demanda interna por recursos era incapaz de absolver todo o capital gerado (resultando em taxas de juros baixas) e a Europa Continental possuía uma grande demanda por recursos com taxas de retorno atraentes. A exportação de recursos ocorreu, primeiramente, em empreendimentos ferroviários, que, constantemente, fracassavam. Por esse motivo, os investidores começaram a consultar, com frequência, especialistas financeiros que foram o embrião dos analistas financeiros ou administradores de investimentos.

O *Foreign and Colonial Government Trust*, criado em Londres, em 1868, foi o fundo pioneiro do mercado britânico (tendo como objetivo propiciar ao pequeno poupador a possibilidade de investir em ativos, os quais, antes, só eram disponíveis aos grandes investidores). Os primeiros fundos de investimento britânicos concentravam seu portfólio em obrigações de Estados estrangeiros que ofereciam grandes rendimentos e riscos (de 6 a 8% ao ano). O aumento das cotações dos fundos levou ao crescimento da indústria, no entanto, a prosperidade era seguida por períodos de oscilações, que abalavam o mercado.

Após a 1ª Guerra Mundial, os Estados Unidos tiveram um crescimento acentuado em suas exportações para a Europa. O fortalecimento do EUA foi acompanhado pela debilitação das economias européias. Para se manter o sistema de exportação para a Europa, havia a necessidade de um mecanismo de financiamento, que seria feito através da emissão de títulos de empresas européias, os quais seriam vendidos para investidores norte-americanos. O risco e a desconfiança não permitiram o crescimento desse esquema, embora a situação tenha permitido que surgissem instituições especializadas na administração da poupança coletiva - fator que foi indispensável para o desenvolvimento da indústria de fundos nos EUA.

O primeiro fundo norte-americano foi o *Alexander Fund*, criado em 1907, na Filadélfia; entretanto o setor só começou a se desenvolver, significativamente, entre 1920 e 1930. Em 1926, existiam 160 fundos fechados com ativos da ordem de US\$1 bilhão (dólar da época); em 1929,

os fundos já totalizavam US\$7 bilhões em ativos. Após a crise de 1929, começou-se a regular o mercado, visando a acabar com fraudes e comportamentos anti-éticos. O *Investment Company Act de 1940* foi um dos principais responsáveis pelo crescimento dos fundos nos Estados Unidos, pois proporcionou ao investidor segurança ao legislar sobre os limites da atuação dos administradores de recursos.

A partir desse momento, a evolução da indústria norte-americana de fundos foi impressionante (vide Tabela 2.1) Em Dezembro de 2000 (segundo o *2001 Mutual Fund Fact Book*), os 8.171 fundos de investimento abertos norte-americanos (distribuídos em 431 complexos - grupos de fundos, sob mesmo sistema de administração ou distribuição) totalizavam US\$6.965 Bilhões em Ativos, contidos em 243,518 milhões de contas de investidores.

A distribuição percentual dos ativos entre os grupos de fundos era a seguinte: 59,45%, em fundos de ações (*equity funds*); 5,25%, em fundos híbridos (*hybrid funds*) - tendo em sua carteiras ações e ativos de renda fixa; 12,12%, em fundos de renda fixa (*bond funds*) ; 19,61%, em taxable money market funds (fundos de curto prazo taxados) e 3,57%, em *tax-exempt money market funds* (fundos de curto prazo isentos de impostos).

Podemos contrastar a preferência norte americana por fundos de ações com a situação do Brasil, onde apenas 10,35% dos ativos dos fundos mútuos de investimento são investidos em ações e, aproximadamente, 7,02% do total dos fundos mútuos de investimento são destinados a fundos de ações.

Em contraste com os EUA, o Brasil apresenta um panorama de altos juros reais, acompanhado por alta volatilidade do mercado acionário e instabilidade econômica constante, que fazem predominar o investimento em fundos de investimento financeiro (FIFs), eles aplicam 75,10% de seu patrimônio em títulos federais (um dos ativos com menor risco no país).

Tabela 2.1: Evolução dos Fundos Mútuos de Investimento nos EUA

Ano	Ativos Totais dos Fundos (US\$ milhões)	Número de Fundos Disponíveis	Número de Contas de Investidores (mil)	Número de Complexos*
1970	47,618,1	361	10.690,3	-
1971	55,045,3	392	10.901,0	-
1972	59,830,6	410	10.635,3	-
1973	46,518,5	421	10.330,9	-
1974	35,776,8	431	10.074,2	-
1975	45,874,4	426	9.876,1	-
1976	51,276,6	452	9.060,1	-
1977	48,936,9	477	8.692,6	-
1978	55,837,7	505	8.658,4	-
1979	94,511,3	524	9.790,0	119
1980	134,760,9	564	12.087,6	123
1981	241,365,4	665	17.499,0	134
1982	296,678,1	857	21.448,4	150
1983	292,985,1	1.026	24.604,7	164
1984	370,680,0	1.241	28.268,3	189
1985	495,385,1	1.527	34.762,3	217
1986	715,667,8	1.835	46.012,8	261
1987	769,171,9	2.312	54.421,2	314
1988	809,370,5	2.708	54.676,9	349
1989	980,671,1	2.900	58.135,0	357
1990	1,065,194,1	3.081	61.948,6	361
1991	1,393,189,3	3.405	68.334,8	361
1992	1,642,543,0	3.826	79.932,8	364
1993	2,070,023,5	4.538	93.217,3	375
1994	2,155,396,0	5.330	114.388,3	398
1995	2,811,484,0	5.728	131.231,1	401
1996	3,526,270,0	6.254	150.176,5	417
1997	4,468,200,6	6.684	170.521,1	424
1998	5,525,209,3	7.314	193.854,0	419
1999	6,846,339,2	7.791	226.872,9	433
2000	6,965,249,1	8.171	243.518,9	431

* Complexos se referem a um grupo de fundos sobre uma administração ou distribuição comum (ex: Complexo Janus).

fonte: http://www.ici.org/pdf/01fb_dataedition.pdf.
ICI – Investment Company Institute

2.5 - Contexto Mundial:

No primeiro trimestre de 2001, os fundos abertos de investimento totalizaram, mundialmente, mais de US\$11 trilhões em ativos em mais de 51.000 fundos de Investimento. Nota-se, na tabela de distribuição de fundos abertos por país, que os Estados Unidos são o líder absoluto em termos de patrimônio dos fundos (US\$6.62 trilhões - 60,14% do total apresentado na amostra), seguido por Luxemburgo (US\$688.44 milhões), França (US\$ 684.67 milhões), Japão (US\$ 418.47 milhões) e Itália (US\$372.50 milhões).

O Brasil é classificado em 12º em relação ao patrimônio total de seus fundos. Apesar de estar muito distante dos primeiros colocados, encontra-se em posição muito vantajosa, quando comparado com outros países latinos (onde o México é o segundo país em termos de ativos em fundos, apresentando US\$21.22 Bilhões em 310 fundos).

A Tabela 2.3 analisa o Patrimônio Líquido dos Fundos Mútuos de Investimento nos países do G-7, Brasil e Luxemburgo, comparando-o com o PIB e população em 2.000. É importante sublinhar que os Estados Unidos encontram-se na liderança não somente em termos absolutos de tamanho da indústria de fundos, mas também em termos de volume médio investido em fundos por habitante (US\$23,529), ou em termos relativos ao PIB (66,93%). Posteriormente, vêm: França (US\$ 11,684 e 48,90%, respectivamente), Canadá (US\$ 8,336 e 39,55%), Itália (US\$ 6,456 e 48,90%) e Grã-Bretanha (US\$ 6,085 e 24,22%). Japão (US\$ 3,300 e 9,73%) e Alemanha (US\$ 2,531 e 9,91%) apresentam valores totais pequenos em relação ao potencial de suas economias.

O Brasil – em decorrência da baixa taxa de poupança – apresenta somente 23,89% do PIB investido em fundos e, devido a baixa renda per capita, apenas US\$ 852 investidos em fundos por habitante.

Luxemburgo – tradicional centro financeiro europeu – apresenta-se como exceção, pois apesar de possuir população e PIB absolutamente baixos, consegue, devido a sua legislação e estrutura tributária favorável, atrair recursos mundiais – apresentando US\$ 1,571,772 investidos, em fundos por habitante ou 3.548,64% do seu PIB.

Tabela 2.2:
Distribuição Fundos Mútuos Abertos por País (1º Trimestre de 2001)

Ordem	País	Número de Fundos Disponíveis	US\$ (Milhões)
1	ESTADOS UNIDOS	8.240	6,625,828
2	LUXEMBURGO	6.247	688,436
3	FRANÇA	7.250	684,665
4	JAPÃO	2.762	418,473
5	ITALIA	980	372,501
6	GRÃ-BRETANHA	2.069	363,246
7	AUSTRALIA	-	301,691
8	CANADÁ	1.745	255,903
9	ALEMANHA	1.009	208,082
10	HONG KONG	1.025	198,466
11	ESPAÑA	2.458	154,402
12	BRASIL	2.180	144,978
13	KOREA	8.004	113,329
14	SUÍÇA	295	79,362
15	AUSTRIA	1.859	74,746
16	BELGICA	948	63,903
17	SUÉCIA	515	62,966
18	TAIWAN	296	38,406
19	DINAMARCA	412	30,091
20	GRÉCIA	260	24,811
21	MÉXICO	310	21,239
22	PORTUGAL	195	15,480
23	AFRICA DO SUL	348	15,468
24	NORUEGA	377	14,877
25	ÍNDIA	249	12,602
26	FINLÂNDIA	259	11,581
27	ARGENTINA	237	7,473
28	NOVA ZELÂNDIA	400	6,985
29	REPÚBLICA TCHECA	66	1,914
30	HÚNGRIA	89	1,867
31	POLÔNIA	86	1,230
32	COSTA RICA	133	1,142
33	RUSSIA	39	212
34	FILIPINAS	20	127
35	ROMÊNIA	20	10
TOTAL		51.382	11,016,492

fonte: [http:// www.ici.org / facts_figures / intl_survey_3_01.htm](http://www.ici.org/facts_figures/intl_survey_3_01.htm).
ICI – Investment Company Institute

Tabela 2.3: Distribuição Fundos Mútuos por País (1º Trimestre de 2001)
Países: G-7, Brasil e Luxemburgo

Ordem	País	PIB (2000) (US\$)	População (2000)	Patrimônio		PL/habitante (US\$)	PL/PIB
				Líquido dos Fundos Mútuos US\$ (Milhões)			
1	EUA	9,9 trilhões	281,6 milhões	6.625,828		23,529	66,93%
2	JAPÃO	4,3 trilhões	126,8 milhões	418,473		3,300	9,73%
3	ALEMANHA	2,1 trilhões	82,2 milhões	208,082		2,531	9,91%
4	GRÁ-BRETANHA	1,5 trilhões	59,7 milhões	363,246		6,085	24,22%
5	FRANÇA	1,4 trilhões	58,6 milhões	684,665		11,684	48,90%
6	ITALIA	1,2 trilhões	57,7 milhões	372,501		6,456	31,04%
7	CANADÁ	647,1 bilhões	30,7 milhões	255,903		8,336	39,55%
8	BRASIL	606,8 bilhões	170,1 milhões	144,978		852	23,89%
9	LUXEMBURGO	19,4 bilhões	438,0 mil	688,436		1,571,772	3548,64%

Fontes:

ICI- Investment Company Institute

World Development Indicators April 2001 - World Bank

2.6 - Evolução dos Fundos Mútuos de Investimento no Brasil:

O primeiro fundo fechado, criado no Brasil, foi o Fundo Valéria Primeira do grupo Deltec, seguido, posteriormente, pelos Fundos Valéria II, III e IV; que foram incorporados à Valéria Financeira S/A. (que deu origem ao Banco de Investimentos do Brasil S/A).

Em 1954, surgiu o primeiro fundo aberto, o Fundo Brasil. Em seguida, o Fundo Atlântico (1960); o Condomínio Deltec (1961); o fundo fechado Brasval (1963) e o fundo Halles (1964).

Com a lei de Mercado de Capitais (lei nº 4.728 de 1965), o Decreto-Lei nº 167 (Fundos Fiscais) e a Resolução nº 18 do CMN de 18/02/1966 (que estabeleceu os bancos de investimentos) houve uma aceleração no crescimento dos fundos mútuos os quais evoluíram de 11 a 153 fundos entre 1967 a 1972.

Em 1967, surgiram os fundos fiscais 157, devido ao objetivo do governo em fortalecer o mercado financeiro, através de aplicações subsidiadas pelas reduções no Imposto de Renda para quem neles aplicasse. As reduções que, inicialmente, eram de até 10%, passaram para 5% (1968); 3% (1969) e 1% (1971). As aplicações eram lastreadas em ações e debêntures e tinha carência mínima de dois anos.

Em 1984, constituíram-se os primeiros fundos de renda fixa no Brasil, entretanto, a legislação referente a essa modalidade só surgiu, em 1987, com a Resolução 1286 da CMN que fixou regras, limites para a composição da carteira e tributação.

O grande crescimento dos fundos de renda fixa ocorreu durante o Plano Cruzado de 1986 (que congelou preços e salários). Grande parcela dos poupadores pequenos aumentou seu consumo como resposta à redução das taxas nominais de juros. A demanda por investimentos mais rentáveis que os disponíveis pelos pequenos poupadores (caderneta de poupança) e as necessidades de financiamento crescentes do governo foram responsáveis por esse fenômeno.

Em 1987, a Resolução 1289 do CMN autorizou a formação de fundos de capital estrangeiro.

Em 1991, criaram-se os Fundos de Aplicação Financeira, que eram um investimento que garantia liquidez e possuía uma carteira com grande parcela de seus ativos em títulos públicos, depósitos no BC, títulos de desenvolvimento econômico e quotas do fundo de desenvolvimento social. Os FAFs foram populares desde o período de alta inflação até o início do Plano Real.

Em 1992, a Resolução 1912 da CMN autorizou a criação dos Fundos de Commodities com a finalidade de incrementar as operações realizadas nos mercados físicos e futuros de produtos agrícolas, pecuários e agroindustriais. Em 1994, permitiu-se a substituição dos obrigatórios 25% em aplicações de Commodities por títulos públicos federais.

Em 1993, a Resolução 2.028 do CMN autorizou a formação dos Fundos de Renda Fixa com Capital Estrangeiro.

No final de 1993, surgiram os Fundos de Ações Carteira Livre com limites de diversificação não restritos, como os fundos de ações comuns, agregando, assim, mais flexibilidade na gestão dos portfólios. Em 1995, devido à utilização de operações com derivativos (que se enquadravam na constituição dos fundos carteira livre, mas resultavam em operações de renda fixa) com o intuito de redução da carga tributária, o governo regulamentou a composição da carteira desses fundos a fim de reduzir o efeito de diminuição da carga fiscal.

Em abril de 1994, regulamentou-se o funcionamento de Fundos de Renda Fixa de Curto Prazo semelhantes aos FAFs, contudo sem a obrigação de aplicação em TDEs e quotas do FDS.

Em 1995, a Resolução 2.111 da CMN permitiu a criação dos Fundos de Investimento no Exterior.

Até 1995 - além dos fundos citados - existiam também: Fundos de Cotas de FAF, FRF-CP e Ações, os quais possibilitavam a aplicação diversificada através de um único fundo.

A Resolução 2.183 do CMN de 1995 regulamentou a substituição dos Fundos de Renda Fixa; Fundos de Renda Fixa Curto Prazo, Fundo de Commodities e FAFs por Fundos de Investimentos Financeiros (FIFs) e FIF Curto Prazo.

2.7 - Contexto Institucional Atual no Brasil:

Os fundos mútuos no Brasil estão sob a regulamentação de dois órgãos: o Banco Central (BACEN) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). As duas principais modalidades disponíveis são os FIFs (Fundos de Investimentos Financeiros), regulamentados pelo BACEN, e os FITVMs (Fundos de Investimentos em Títulos e Valores Mobiliários), fiscalizados pela CVM.

É muito importante verificar que o BACEN é o responsável pela regulamentação dos fundos, cuja composição predominante é de títulos de renda fixa, e a CVM é responsável pelos fundos, cujas carteiras sejam compostas, predominantemente, por instrumentos de renda variável.

A Carta Circular nº 2958 do BACEN de 06/01/2000 define os principais parâmetros para constituição da carteira de um FIF (ou fundo de quotas de FIF). Os ativos da carteira do FIF devem atender aos seguintes requisitos: a) os títulos devem estar registrados no SELIC ou CETIP; b) os títulos emitidos, fisicamente, devem estar custodiados em entidade habilitada pelo BACEN; c) ouro deve estar custodiado em Bolsa de Mercadorias e Ações de companhias abertas registradas na CVM; d) ações e fundos de ações podem representar, no máximo 49%, da carteira; e) warrants e outros títulos mercantis devem ser garantidos por instituições financeiras ou seguradoras autorizadas e f) operações com derivativos podem ser realizadas tanto em Bolsa quanto em Balcão (desde que registradas no CETIP).

Em relação à concentração título por emissor da carteira dos FIFs, definem-se os seguintes limites: i) o total de emissão por pessoa jurídica, controlador, sociedade ligada e sociedade controlada direta ou indiretamente, não podendo exceder 10% do total da carteira do fundo; ii) no caso de títulos emitidos por instituições financeiras, o limite máximo é de 20% da carteira por emissor.

Fundos que aplicam em quotas de outros FIF não podem ultrapassar o percentual de 25% por FIF, a não ser que isso esteja expresso em regulamento.

O resgate das cotas do fundo não pode ser acompanhado de cobrança de taxas de saída; deve ser feito em, no máximo, d+5 pela cota do dia da solicitação do resgate ou do dia anterior ao resgate (conforme regulamento do fundo).

Nota-se que a Circular 2.958 estabeleceu três classes de FIFs e FAFs de renda fixa: *fundos referenciados*, *não referenciados* e *genéricos*. Os *fundos referenciados*, também

conhecidos como *passivos*, seguem à risca seu *benchmark*. Os fundos *não referenciados* podem ser considerados *ativos*, mas possuem, no mínimo, 80% de seu patrimônio líquido investidos em títulos federais ou privados de renda fixa. Os *fundos genéricos*, no entanto, possuem liberdade de gestão de carteiras. É importante ressaltar que a CVM não classificou os FITVM entre fundos referenciados e não referenciados (tarefa realizada pela ANBID para todos os fundos de investimento).

Definem-se as regras abaixo, que devem ser preenchidas cumulativamente para que um fundo possa ser denominado *referenciado* a um indicador financeiro (uma *proxy* para *Administração Passiva*):

I - que tenha 80% (oitenta por cento), no mínimo, de seu patrimônio líquido representado, isolada ou cumulativamente por: a) títulos de emissão do Tesouro Nacional e/ou do Banco Central do Brasil, b) títulos e valores mobiliários de renda fixa, cujo emissor esteja classificado na categoria baixo risco de crédito ou equivalente, com certificação por agência de classificação de risco, localizada no País;

II - estipule que 95% (noventa e cinco por cento), no mínimo, da carteira seja composta por ativos financeiros e/ou modalidades operacionais a fim de acompanhar, direta ou indiretamente, a variação do indicador de desempenho ("benchmark") escolhido;

III- restrinja a respectiva atuação nos mercados de derivativos à realização de operações com o objetivo de proteger posições detidas à vista até o limite delas.

As Instruções n.º 302, 303, 304, 305 e 306 (e alterações posteriores) da CVM de 05/05/1995 estabelecem as normas de atuação dos FITVMs. Entre os principais pontos regulamentados estão: a) a exigência de patrimônio líquido mínimo de R\$100.000,00; b) a necessidade de comunicação expressa caso o fundo utilize derivativos que gerem riscos de perda de patrimônio para o investidor; c) o estabelecimento de fechamento da quota de resgate em d+1 e pagamento máximo em d+4; d) a obrigatoriedade de o fundo possuir regulamento constando: i) qualificação do administrador; ii) espécie de fundo – aberto ou fechado; iii) prazo de duração – determinado ou indeterminado; iv) política de investimento; v) taxa de administração; vi) condições de resgate das cotas; vii) distribuição de resultados e viii) público alvo.

Em relação à carteira do fundo, estabelece que ela deverá conter, no máximo, 49% do patrimônio líquido em ativos de renda fixa ou operações que as sintetizem. O FITVM poderá

investir em: a) ações de emissões de companhias com registro na CVM; b) valores mobiliários com distribuição registrada na CVM; c) CDB e RDB de acordo com a CMN; e) títulos públicos do Tesouro e Banco Central; f) títulos de instituições financeiras; g) quotas de FIF; h) operações compromissadas; i) empréstimos de ações e j) operações com derivativos. Algumas condições extras restringem a carteira: i) o fundo não pode deter mais de 10% de títulos ou valores mobiliários de emissão do administrador ou de empresa ligada, sendo vedada a aquisição de ações de empresas do administrador e ii) o regulamento do fundo deve fixar limites máximos para aplicação em fundos de investimentos do próprio administrador.

As taxas de administração devem ser provisionadas diariamente e as taxas de performance só podem ser cobradas, no mínimo semestralmente, de fundos com investimento inicial maior de R\$50.000,00 e com movimentações mínimas de R\$5.000,00.

É interessante notar que as Resoluções 2829 e 2850 do CMN estabeleceram normas de funcionamento das entidades de previdência privada; fixando, também, políticas de investimento e limites de composição de carteira nos quatro segmentos previstos (renda fixa, renda variável, imóveis, e empréstimos e financiamentos); as funções do administrador; custodiante e os comportamentos considerados éticos para todos os participantes da indústria.

A partir de 2002, a alíquota de tributação dos fundos de renda variável (FITVM) passará de 10% para 20% da diferença positiva entre a quota de entrada e saída, igualando-se à tributação atual dos FIFs.

A legislação brasileira declina do princípio de que fundos mútuos são um condomínio de investimento (com existência de vários investidores), prevendo como exceção a existência de *fundos exclusivos* que divergem da maioria dos fundos mútuos no quanto à presença de um único quotista com mais do que 49% do patrimônio do fundo.

Os fundos exclusivos podem ser um instrumento muito útil para grandes investidores quanto ao planejamento tributário; visto que permitem a movimentação entre ativos sem pagamento de CPMF, e permitem a consolidação de ganhos e perdas financeiras em uma única conta; reduzindo a incidência tributária, que poderia existir, se os recursos fossem aplicados em diversos fundos (os fundos ganhadores pagariam imposto na fonte, enquanto os perdedores não teriam suas perdas compensadas imediatamente).

Os Investidores, que podem constituir um fundo exclusivo, são: i) instituições financeiras; ii) companhias seguradoras; iii) pessoas jurídicas não financeiras com patrimônio superior a R\$5.000.000,00; iv) investidores individuais, que possuam carteiras com investimentos em valores mobiliários superiores a R\$250.000,00; vi) fundos de investimento em cotas destinadas exclusivamente a investidores qualificados e vii) pessoas físicas com patrimônio superior a 5.000.000,00.

A ANBID (Associação Nacional dos Bancos de Investimento) elaborou um código de auto-regulamentação do setor, definindo normas de atuação para seus membros e punições, em caso de descumprimento (inclusive a exclusão). Um dos pontos mais destacados da atuação da ANBID, no sentido de prover o mercado com parâmetros e regulamentação, foi a elaboração em Abril de 2001, de uma classificação mais específica para os diversos tipos de fundos existentes no mercado, levando em conta tanto a composição dos ativos da carteira quanto seus principais riscos (risco de mercado, de crédito, de liquidez e de operações com derivativos).

A classificação ANBID dos fundos de investimentos divide os fundos em *ativos e referenciados*; sempre alocando o *benchmark* mais adequado para comparação (CDI, Dólar, IBOVESPA, IBA e IBX). Constituindo-se numa classificação adequada não só quanto aos ativos e estratégia dos fundos, como quanto a uma *proxy* em relação ao grau de risco, a qual será utilizada tanto na apresentação dos resultados consolidados do setor quanto na elaboração do estudo empírico. A íntegra da classificação ANBID - obtida através de sua homepage (www.anbid.com.br)- encontra-se no Anexo I.

2.8 - Dados Consolidados do Setor de Fundos Mútuos de Investimento no Brasil:

A análise da evolução do patrimônio dos fundos mútuos de investimento no Brasil apresenta uma data marcante - o Plano Cruzado (1986) - no qual surgiram os primeiros fundos de investimento em renda fixa, com a finalidade de atrair pequenos investidores (antes acostumados à ilusão monetária de altas taxas nominais), insatisfeitos com as baixas taxas de juros nominais vigentes no período. A partir desse momento, os fundos de renda fixa foram, gradativamente, crescendo de importância em termos absolutos e relativos.

A Tabela 2.4 apresenta o panorama da evolução dos principais ativos financeiros do país desde dezembro de 1997 até junho de 2001. Enquanto o patrimônio líquido dos FIFs e Fundos de Ações tiveram um crescimento nominal, respectivamente, de 166,23% e 78,44% (87,09% e 25,40% de crescimento real indexado pelo IGPM). Depósitos à vista, depósitos a prazo e cadernetas de poupança apresentaram variações de 51,85%, 12,93% e 16,93% (6,71%, -20,64% e -17,83% em termos reais). Nesse intervalo, o valor de mercado das ações listadas, na Bovespa, caiu -23,84% (-46,48% de decréscimo real) devido ao fenômeno de cancelamento de registro de diversas companhias.

Tabela 2.4:						
Brasil - Principais Ativos Financeiros - Valor de Mercado - R\$ Bilhões						
Período	FIF	Fundos de Ações	Depósitos a Vista	Depósitos a Prazo	Caderneta de Poupança	Valor das Ações Listadas na Bovespa
Dez/97	112,1	15,0	28,1	86,7	97,1	255,4
Dez/98	134,8	13,4	28,5	89,1	107,4	160,8
Dez/99	198,7	20,8	35,5	94,7	110,7	228,5
Jan/00	208,2	20,6	35,1	94,8	112,0	223,2
Fev/00	214,9	21,9	33,3	89,1	111,3	237,2
Mar/00	220,1	22,1	33,0	90,5	110,7	245,1
Abr/00	224,5	20,9	33,4	88,7	110,4	211,7
Mai/00	229,6	20,7	33,7	88,1	109,9	202,8
Jun/00	241,7	22,0	34,1	86,2	110,5	230,6
Jul/00	246,6	22,4	35,6	87,3	110,4	244,9
Ago/00	251,6	23,6	36,0	89,0	110,2	252,0
Set/00	257,6	22,5	36,7	88,0	109,0	240,4
Out/00	264,6	21,8	38,1	88,8	108,2	225,0
Nov/00	269,1	23,1	39,1	92,0	108,7	208,5
Dez/00	271,5	24,5	43,7	89,9	111,7	225,5
Jan/01	283,1	27,1	43,7	90,1	112,0	250,7
Fev/01	287,2	25,9	42,8	90,5	112,3	228,6
Mar/01	291,9	25,7	42,8	92,0	111,7	205,2
Abr/01	292,1	27,2	42,4	93,0	111,7	208,5
Mai/01	295,9	27,8	42,2	95,8	112,6	193,8
Jun/01	298,5	26,8	42,6	97,9	113,5	194,5

Fonte: Homepage do BACEN (<http://www.bacen.gov.br>) - Relatório Agosto/2001

As altas taxas de juros (que prejudicam o mercado acionário), a imposição do CPMF (que onera as reaplicações em depósitos à prazo) e o diferencial de rendimento real entre os fundos de renda fixa e a poupança fizeram com que os FIFs obtivessem um crescimento nominal anualizado no período de 32,28% (19,59% em termos reais indexados ao IGPM); enquanto os fundos de ações apresentaram crescimento nominal de 17,99% (6,67%), depósitos à vista, 12,68% (1,87%); depósitos a prazo, 3,54% (-6,40%) e a caderneta de poupança, 4,57% (-5,46%).

A tabela 2.5 demonstra o crescimento exponencial dos fundos de investimento de Dezembro de 1992 a Julho de 2001. A indústria de FIFs cresceu, em menos de dez anos, aproximadamente cinco vezes. Observa-se, também, a predominância dos FIF's em relação aos FITVMs e Fundos Mútuos de Privatização FGTS.

Tabela 2.5:
Patrimônio Líquido dos Fundos de Investimento no Brasil - US\$ Bilhões

Período	Fundos de Investimento Financeiro(1)	Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários (2)	Fundos Mútuos de Privatização FGTS
Dez/92	18.3	-	-
Dec/93	21.9	-	-
Dez/94	50.5	-	-
Dez/95	65.7	-	-
Dez/96	99.5	-	-
Dez/97	97.2	-	-
Dez/98	108.0	-	-
Dez/99	107.5	-	-
Jul/00	135.5	-	-
Ago/00	135.6	12.7	1.5
Set/00	136.6	12.1	1.4
Out/00	135.6	11.1	1.4
Nov/00	134.3	10.8	1.2
Dez/00	134.3	11.6	1.2
Jan/01	140.6	12.6	1.3
Fev/01	137.1	11.5	1.3
Mar/01	132.1	10.3	1.1
Abr/01	131.1	11.1	1.3
01/05/2001 (*)	94.5	10.4	1.3
Jun/01	97.9	10.6	1.2
Jul/01	94.5	9.4	1.1

Fonte: Homepage da CVM (<http://www.cvm.gov>)

(1) FIF's - Renda Fixa, DI, Cambial, Livre D0

Dados: Anbld e CVM

(2) Nova denominação a ser adotada para fundos de valores mobiliários, de acordo com a Instrução nº 302/99 de 05.05.99

A tabela 2.6 apresenta o número de fundos existentes e o valor de seu patrimônio líquido em Junho de 2001, no Brasil, segundo a classificação ANBID. A amostra totaliza 3.694 fundos de capital doméstico com patrimônio líquido de R\$323,42 bilhões (US\$140.34 bilhões). As principais categorias de fundos por patrimônio líquido total seriam: fundos de renda fixa (41,38%), referenciados DI (26,90% do total) e multimercados (20,57%). Esses dados, conjuntamente com a tabelas 2.6 e 2.7 (de composição das carteiras dos fundos), demonstram a preferência por ativos de renda fixa em relação a ações e debêntures.

**Tabela 2.6: Patrimônio dos Fundos Mútuos de Investimento
Resultados Consolidados (Junho/2001)**

Fundos de Investimento (Capital Doméstico)

Tipo	Nº Fundos	PL		% Total
		R\$ Milhões	US\$ Milhões	
RENTA FIXA (a)	940	133.826,20	58.061,61	41,38%
REFERENCIADOS DI (b)	528	86.992,46	37.742,40	26,90%
MULTIMERCADOS (c)	1105	66.525,03	28.881,32	20,57%
REFERENCIADOS CÂMBIO (d)	94	5.077,93	2.203,10	1,57%
BALANCEADOS (e)	118	1.384,93	600,86	0,43%
CAPITAL PROTEGIDO (f)	35	201,69	87,50	0,06%
REFERENCIADOS OUTROS (g)	10	62,28	27,02	0,02%
TOTAL FIFs (a+b+c+d+e+f+g)	2830	294.070,52	127.603,81	90,93%
FUNDO DE AÇÕES	592	22.713,71	9.854,55	7,02%
FUNDOS PREVIDÊNCIA	177	3.189,37	1.383,74	0,99%
FUNDOS DE PRIVATIZAÇÃO	70	3.078,20	1.335,50	0,95%
INVESTIMENTO NO EXTERIOR	25	365,85	158,73	0,11%
TOTAL (I)	3694	323.417,65	140.336,33	100%

Fundos de Investimento (Capital Externo)

Tipo	Nº Fundos	PL		% Total
		R\$ Milhões	US\$ Milhões	
FUNDO DE CONVERSÃO	9	19,59	8,50	-

Fundos Offshore

Tipo	Nº Fundos	PL		% Total
		R\$ Milhões	US\$ Milhões	
OFF SHORE RENDA RENDA VARIÁVEL	52	3.855,10	1.672,57	51,59%
OFF SHORE RENDA FIXA	43	2.337,23	1.014,03	31,27%
OFF SHORE RENDA MISTA	38	1.281,03	555,79	17,14%
TOTAL (II)	133	7.473,36	3.242,39	-
TOTAL GERAL (I+FCCE+II)	3836	330.910,60	143.587,22	-

fonte: Revista da Anbid Julho de 2001

A tabela 2.7 nos mostra a participação de 78,88% dos títulos públicos federais na composição das carteiras dos fundos mútuos de investimento, seguida por 10,35%, investidos em ações.

Tabela 2.7: Fundos Mútuos de Investimento e Carteiras Administradas Estrutura das Aplicações e seu Ranking (Junho 2001)

Ordem	Ativo	Recursos Totais* R\$ (Milhões)	%Total	Porcentagem Acumulada
1	Títulos Públicos Federais	280.600.535	78,88%	78,88%
2	Ações	36.833.773	10,35%	89,24%
3	CDB/RDB	16.152.355	4,54%	93,78%
4	Debêntures	10.802.141	3,04%	96,82%
5	Outros Renda Fixa	7.943.604	2,23%	99,05%
6	Notas Promissórias	2.368.461	0,67%	99,72%
7	Outros Renda Variável	875.082	0,25%	99,96%
8	Títulos Estaduais e Municipais	136.959	0,04%	100,00%
Sub-Total Renda Fixa		318.004.055	89,40%	
Sub-Total Renda Variável		37.708.855	10,60%	
Total dos Fundos Mútuos		355.712.910		

* Excluindo Recursos de Dupla Contagem

fonte: Revista da Anbid Julho de 2001

A tabela 2.8 revela um outro fenômeno interessante: a presença de 7,6% de ativos de renda fixa em fundos de ações, o que poderia ser uma das explicações para o fenômeno de amenização de volatilidade dos fundos de ações em relação às oscilações de indicadores do mercado acionário.

A grande participação de títulos públicos federais na carteiras dos FIFs (75,10%), em contraposição com a percentagem investida em títulos privados de renda fixa (5,70%) e debêntures (3,10%), demonstra a preferência por ativos com liquidez e quase isentos de risco. Uma grande perspectiva para as emissões de empresas privadas surge com a diminuição das taxas de juros reais e a necessidade dos gestores de buscar instrumentos de diferenciação dos concorrentes.

Tabela 2.8: FIFs e FITVM
PERCENTUAL DE APLICAÇÕES POR TIPO DE ATIVO (JUN/2001):

Ativo	FIF	FITVM
Títulos Federais	75,10%	6,30%
Títulos Estaduais e Municipais	0,00%	0,00%
Títulos Privados de Renda Fixa	5,70%	0,30%
Debêntures (de empresas)	3,10%	0,60%
Notas Promissórias	0,10%	0,00%
Quotas de Fundos	0,00%	1,30%
Operações Compromissadas ¹	14,40%	0,40%
Ações	0,50%	88,50%
Depósitos no Bacen	0,00%	0,00%
Outros	1,10%	2,60%

1- Operações de compra de títulos de renda fixa com recompra já previamente estabelecida.

fonte: Relatório Bacen- Ago/2001

Segundo a tabela 2.9, os fundos ativos analisados totalizam R\$219,95 bilhões, enquanto os passivos R\$93,24 bilhões; revelando uma tendência de discricionariedade na gestão dos ativos no Brasil, ou seja, existe uma tendência de o investidor brasileiro delegar poderes de administração ativa do fundo ao gestores. Ao aplicar em fundos ativos de ações ou de renda fixa, o investidor espera que a administração ativa consiga resultados superiores aos fundos ativos e ao benchmark.

Os fundos de investimento apresentam um patrimônio líquido médio de R\$91,13 milhões, entretanto, fundos de renda fixa, multi-índices e referenciados DI têm uma média consideravelmente superior à das outras categoria (principalmente, fundos de ações).

Tabela 2.9: Patrimônio dos Fundos Ativos e Passivos (Junho/2001)**Fundos de Investimento (Capital Doméstico)****FUNDOS ATIVOS:**

Classe	Referencial	Tipo	Nº Fundos	PL		% Total
				R\$ (Milhões)	US\$ (Milhões)	
ATIVO	CDI	REND. FIXA	586	85.071,23	36.908,86	27,16%
ATIVO	CDI	REND. FIXA MULTI-ÍNDICES	233	39.504,61	17.139,40	12,61%
ATIVO	CDI	MULTIMERCADOS SEM RV	225	27.295,41	11.842,34	8,72%
ATIVO	CDI	MULTIMERCADOS COM RV	228	23.046,88	10.017,97	7,36%
ATIVO	CDI	MULT. COM RV COM ALAVANCAGEM	537	12.823,98	5.563,79	4,09%
ATIVO	CDI	REND. FIXA CRÉDITO	74	7.309,71	3.171,38	2,33%
ATIVO	CDI	MULT. SEM RV COM ALAVANCAGEM	115	3.358,76	1.457,22	1,07%
ATIVO	CDI	REND. FIXA COM ALAVANCAGEM	47	1.940,65	841,97	0,62%
ATIVO	CDI	BALANCEADOS	118	1.384,93	600,86	0,44%
ATIVO	CDI	INVESTIMENTO NO EXTERIOR	25	365,85	158,73	0,12%
SUBTOTAL FUNDOS ATIVOS REFERENCIADOS CDI			2.188	202.102,01	87.702,52	64,53%
ATIVO	IBA	AÇÕES IBA ATIVO	11	460,88	199,96	0,15%
ATIVO	IBOVESPA	AÇÕES OUTROS	102	9.546,75	4.141,94	3,05%
ATIVO	IBOVESPA	AÇÕES IBOVESPA ATIVO	162	3.213,50	1.394,21	1,03%
ATIVO	IBOVESPA	BOVESPA ATIVO COM ALAVANCAGEM	99	2.075,82	900,61	0,66%
ATIVO	IBOVESPA	AÇÕES OUTROS COM ALAVANCAGEM	38	1.332,67	578,19	0,43%
SUBTOTAL ATIVOS REFERENCIADOS IBOVESPA			401	16.168,74	7.014,95	5,16%
ATIVO	IBX	AÇÕES IBX ATIVO	59	870,63	377,73	0,28%
ATIVO	IBX	AÇÕES IBX ATIVO C/ ALAVANCAGEM	9	343,01	148,82	0,11%
SUBTOTAL FUNDOS ATIVOS REFERENCIADOS IBX			68	1.213,64	526,55	0,39%
TOTAL DE FUNDOS ATIVOS			2.668	219.945,27	95.443,98	70,23%

vide continuação próxima página

Continuação Tabela 2.9: Patrimônio dos Fundos Ativos e Passivos

FUNDOS PASSIVOS:

Classe	Referencial	Tipo	Nº Fundos	PL		% Total
				R\$ (Milhões)	US\$ (Milhões)	
PASSIVO CDI	REFERENCIADOS DI		528	86.992,46	37.742,40	27,78%
PASSIVO DÓLAR	REFERENCIADOS CÂMBIO		94	5.077,93	2.203,10	1,62%
PASSIVO OUTROS	REFERENCIADOS OUTROS		10	62,28	27,02	0,02%
PASSIVO IBOVESPA	AÇÕES IBOVESPA INDEXADO		57	854,42	370,70	0,26%
PASSIVO IBX	AÇÕES IBX INDEXADA		6	254,53	110,43	0,08%
TOTAL DE FUNDOS PASSIVOS			695	93.241,62	40.453,65	29,76%
TOTAL ANALISADO:			3.363	313.186,89	135.897,63	-

fonte: Revista da Anbid Julho de 2001

A tabela 2.10 nos revela que os principais clientes dos fundos de investimentos e carteiras administradas (as carteiras administradas somam R\$ 72,20 bilhões dos quais R\$ 34,39 bilhões estão aplicados em fundos mútuos de investimento) são: o varejo (pequenos poupadores individuais), com 37,89% dos recursos; o segmento Corporate (grandes corporações), com 13,10%; fundos de pensão públicos, com 12,06% e privados, com 9,63% e o segmento Private (grandes clientes individuais), com 7,92%.

A importância fundamental do *Varejo* explica, parcialmente, a concentração de recursos sob administração de bancos que possuem uma ampla rede de agências distribuídas pelo país. Tal tendência é reforçada pela crescente onda de fusões e aquisições no setor bancário brasileiro e pela terceirização de serviços de custódia e administração por parte de gestores de menor porte.

Outra característica interessante do mercado brasileiro se refere à baixa participação de investidores estrangeiros no volume de aplicações em fundos de investimentos e carteiras de investimentos. Alguns dos principais motivos da baixa atratividade dos fundos e carteiras administradas brasileiras ao investidor externo são: a percepção de risco político elevado, diversos entraves tributários (CPMF, IOF, entre outros) que formam barreiras ao investimento

externo e diversos entraves burocráticos, que dificultam a entrada de diversos investidores estrangeiros no Brasil.

O nicho de investidores estrangeiros poderia ser ampliado com medidas de proteção ao capital estrangeiro, políticas mais estáveis em relação à tributação e desburocratização, o que poderia permitir que o pequeno/médio investidor estrangeiro pudesse investir seu dinheiro no Brasil

Tais reformas no sistema financeiro brasileiro, provavelmente, atrairiam os investidores estrangeiros que poderiam tornar-se importantes investidores nos fundos locais; visto que investimentos no Brasil possuem atratividade tanto no campo de renda fixa (devido a altas taxas de juros locais, quando comparadas às praticadas no exterior) como no campo acionário (devido às novas oportunidades de desenvolvimento de negócios lucrativos com alto crescimento e aos baixos preços em relação aos praticados externamente).

A atração do investidor estrangeiro poderia diminuir o problema da dificuldade de financiamento de médio e longo prazo das empresas brasileiras, fazendo do mercado de capitais um intermediário que promove o desenvolvimento nacional.

Tabela 2.10: Fundos Mútuos de Investimento e Carteiras Administradas
Tipos de Investidores e seu Ranking

Ordem	Investidor	Recursos Totais* R\$ (Milhões)	%Total	Porcentagem Acumulada
1	Varejo	134.784.896	37,89%	37,89%
2	Corporate	46.582.284	13,10%	50,99%
3	Fundos de Pensão Empresas Públicas	42.907.796	12,06%	63,05%
4	Fundos de Pensão Empresas Privadas	34.270.938	9,63%	72,68%
5	Private	28.175.889	7,92%	80,60%
6	Previdência Privada Aberta	13.408.640	3,77%	84,37%
7	Middle Market	12.913.743	3,63%	88,00%
8	Seguradoras	12.555.697	3,53%	91,53%
9	Fundos de Investimento	10.447.265	2,94%	94,47%
10	Estrangeiros	8.596.200	2,42%	96,89%
11	Outros	6.948.720	1,95%	98,84%
12	Capitalização	4.120.842	1,16%	100,00%
		355.712.910	100,00%	100,00%

* Excluindo Recursos de Dupla Contagem

fonte: Revista da Anbid Julho de 2001

Nota-se, na tabela 2.11, que os cinco primeiros administradores por patrimônio líquido (Banco do Brasil, Bradesco, Itaú, HSBC e CEF) representam 53,15% do mercado de *Asset Management* do país e 90,76% do valor do patrimônio líquido dos fundos de investimento e são administrados pelas 19 maiores administradoras de recursos do país.

TABELA 2.11: FUNDOS MÚTUOS E CARTEIRAS ADMINISTRADAS
Recursos Administrados por Instituição (Jun/01)

Ordem	Administrador	Recursos Totais* R\$ (Milhões)	%Total	Porcentagem Acumulada
1	BB	56.004,80	15,74%	15,74%
2	BRADESCO	50.097,80	14,08%	29,83%
3	ITAU	43.388,46	12,20%	42,03%
4	HSBC	19.910,98	5,60%	47,62%
5	CEF	19.651,83	5,52%	53,15%
6	CITIBANK	18.807,88	5,29%	58,44%
7	UNIBANCO	17.390,73	4,89%	63,32%
8	SANTANDER BRAZIL	14.911,99	4,19%	67,52%
9	BANKBOSTON	14.704,39	4,13%	71,65%
10	ABN AMRO REAL	14.077,34	3,96%	75,61%
11	SAFRA	9.575,72	2,69%	78,30%
12	SUDAMERIS	7.573,44	2,13%	80,43%
13	NOSSA CAIXA	6.495,55	1,83%	82,25%
14	BBA ICATU DTVM	6.304,70	1,77%	84,03%
15	OPPORTUNITY	6.044,16	1,70%	85,73%
16	LLOYDS	4.900,81	1,38%	87,10%
17	PACTUAL	4.598,51	1,29%	88,40%
18	BANK OF AMERICA	4.249,96	1,19%	89,59%
19	J.P. MORGAN	4.167,18	1,17%	90,76%
20	SUL AMERICA INVESTIMENT.	2.949,78	0,83%	91,59%
21	VOTARANTIM ASSET	2.745,43	0,77%	92,36%
22	BBV BANCO	2.712,57	0,76%	93,13%
23	DREYFUS BRASCAN	2.528,59	0,71%	93,84%
24	DEUTSCHE	1.971,90	0,55%	94,39%
25	ALFA	1.943,14	0,55%	94,94%
26	FINASA	1.859,00	0,52%	95,46%
27	BNP PARIBAS	1.604,34	0,45%	95,91%
28	ING INVESTMENT	1.575,00	0,44%	96,35%
29	FATOR ADM	1.293,19	0,36%	96,72%
30	HEDGING GRIFFO	1.239,00	0,35%	97,07%
31	DYNAMO	1.018,22	0,29%	97,35%

Vide continuação na próxima página

**Tabela 2.11: Fundos e Carteiras Administradas
Recursos Administrados por Instituição (continuação)**

Ordem	Administrador	Recursos Totais* R\$ (Milhões)	%Total	Porcentagem Acumulada
32	DRESDNER	910,47	0,26%	97,61%
33	BBM	892,68	0,25%	97,86%
34	FIBRA DTVM	822,70	0,23%	98,09%
35	BANCO AGF	718,42	0,20%	98,29%
36	CREDIT LYONNAIS	708,15	0,20%	98,49%
37	BANCOCIDADE	632,69	0,18%	98,67%
38	BNL DTVM	576,96	0,16%	98,83%
39	BESC	533,31	0,15%	98,98%
40	SANTOS	458,72	0,13%	99,11%
41	TOKYO-MITSUBISHI	429,46	0,12%	99,23%
42	INTER AMERICAN EXPRESS	409,10	0,12%	99,35%
43	BMG	389,20	0,11%	99,46%
44	BANESTES	283,73	0,08%	99,54%
45	UBS WARBURG	279,18	0,08%	99,61%
46	CONCORDIA	278,23	0,08%	99,69%
47	BEC	233,90	0,07%	99,76%
48	MERCANTIL DO BRASIL	229,31	0,06%	99,82%
49	PICTET MODAL	219,37	0,06%	99,88%
50	PROSPER	89,44	0,03%	99,91%
51	BEA	78,14	0,02%	99,93%
52	BASA	39,68	0,01%	99,94%
53	BANPARA	39,49	0,01%	99,95%
54	MAGLIANO	38,50	0,01%	99,96%
55	BANIF PRIMUS CVC	29,48	0,01%	99,97%
56	TITULO	27,40	0,01%	99,98%
57	BMC	27,14	0,01%	99,99%
58	PAM- PARANA BANCO ASSET	14,72	0,00%	99,99%
59	PILLA	14,65	0,00%	100,00%
60	COINVALORES	6,60	0,00%	100,00%
61	COMPACTA CCTVM	3,26	0,00%	100,00%
62	VERTICE	1,84	0,00%	100,00%
63	DC	0,78	0,00%	100,00%
64	TECBENS	-	0,00%	100,00%
TOTAL		355.712,91	100,00%	

* Excluindo Recursos de Dupla Contagem

fonte: Revista da Anbid Julho de 2001

Através da análise dos dados dispostos é possível se chegar a algumas conclusões sobre tendências da indústria de fundos de investimento no Brasil:

- a) concentração de recursos em fundos de renda fixa ou referenciados no CDI : os altos retornos reais, durante mais de dez anos, fizeram com que o investidor brasileiro concentrasse seus recursos em fundos de renda fixa ou referenciados no CDI. Tais fundos se mostraram como instrumentos de altos retornos reais e baixos riscos em relação ao mercado acionário (apenas 7,02% dos recursos estão aplicados em fundos de ações);
- b) preferência pela administração ativa dos fundos: os fundos com características de gestão ativa possuem 70,23% dos recursos aplicados - o que demonstra uma tendência do investidor em buscar melhores rendimentos através da expertise de seus gestores.
- c) *Varejo e Corporate* são os principais segmentos do mercado: o segmento de varejo é o principal segmento do mercado de fundos de investimento, representando 37,89% do mercado, seguido pelo segmento Corporate 13,10%. Tal fato demonstra a grande vantagem de instituições com grande pulverização de agências na conquista de *market share* no setor de fundos mútuos no Brasil (os bancos com uma estrutura muito capilar de captação são os principais administradores por volume);
- d) concentração de recursos administrados em poucas instituições (grandes bancos apresentam uma grande vantagem na captação dos principais clientes);
- e) baixa participação na carteira de títulos corporativos (debêntures): os gestores investem, principalmente, em títulos públicos federais que possuem alta rentabilidade e baixo risco de crédito. O mercado para emissões privadas fica muito prejudicado nesse aspecto, entretanto, apresenta grande potencial de crescimento com a diminuição dos juros reais praticados pelo governo;
- f) pequena participação de ações na composição dos ativos dos fundos: os gestores e investidores locais não tendem a investir em ativos de risco, devido aos altos rendimentos dos títulos públicos, que inibem a captação por outras formas que não a emissão de títulos públicos federais.

2.9 Metodologias adotadas para classificação de Fundos Internacionais e Nacionais:

Com o desenvolvimento da indústria de fundos mútuos no mundo, ficou, praticamente, inviável para a maioria dos investidores individuais e institucionais a avaliação da composição, performance e volatilidade dos fundos disponíveis locais e mundiais. Com o intuito de facilitar a escolha entre as diversas alternativas disponíveis de investimento, surgiram diversas empresas e publicações especializadas em analisar, tanto qualitativa quanto quantitativamente, os diversos fundos de investimento.

A **Morningstar** é a mais tradicional empresa classificadora de fundos dos Estados Unidos. Seus relatórios incluem medidas cardinais como *Índice de Sharpe*, o *Alpha* e *Best Fit Alpha* (referente à regressão com maior R^2). Todos esses indicadores são calculados em relação ao *Treasury Bill* (títulos federais norte-americanos) de 90 dias para um período mínimo de 3 anos de observações mensais e não incluem taxas de entrada e saída.

Os fundos são divididos em quatro classes de ativos principais e cada classe, em uma categoria específica (fundos de ações nacionais e internacionais têm, como referência, o S&P500; enquanto cada categoria de fundo de *Taxable* e *Municipal Bonds* tem um índice elaborado pela Lehman Brothers como referência). Os fundos se dividem em:

a) *Domestic Equity*: i) *Large Value*, ii) *Large Blend*, iii) *Large Growth*, iv) *Medium Value*, v) *Medium Blend*, vi) *Medium Growth*, vii) *Specialty - precious metal* e viii) *Specialty - natural resources*⁴;

b) *International Equity*⁵: i) *Europe*, ii) *Latin America*, iii) *Diversified Emerging Markets*, iv) *Pacific*, v) *Pacific ex-Japan*, vi) *Japan*, vii) *Foreign Stock*, viii) *World Stock* e ix) *International Hybrid*.

c) *Taxable Bonds*⁶: i) *Long-Term Government*, ii) *Intermediate-Term Government*, iii) *Short-Term Government*, iv) *Long-Term Bond*, v) *Intermediate-Term Bond*, vi) *Short-Term Bond*, vii) *Ultrashort Bond*, viii) *High-Yield Bond*, ix) *Multisector Bond* e x) *International Bond*.

⁴ Ações Domésticas: i) Grandes empresas valor; ii) Grandes empresas misto; iii) Grandes empresas crescimento; iv) Médias empresas valor; v) Médias empresas misto; vi) Médias empresas crescimento; vii) Especiais – metais preciosos; vii) Especiais – recursos naturais.

⁵ Ações Internacionais: i) Europa; ii) América Latina; iii) Mercados emergentes diversificados; iv) Pacífico; v) Pacífico excluindo Japão; vi) Japão; vii) Ações estrangeiras; viii) Ações mundiais; ix) híbrido internacional.

⁶ Renda Fixa Taxada: i) Governamental de longo prazo; ii) Governamental de médio prazo; iii) Governamental de curto prazo; iv) Títulos de Longo Prazo; v) Títulos de Médio Prazo; vi) Títulos de Curto Prazo; vii) Títulos de Ultra-Curto Prazo; viii) Títulos de alto rendimento; ix) Títulos multi-setor e x) Títulos internacionais.

d) *Municipal Bonds*⁷: i) *Muni National - Long-Term*; ii) *Muni National - Intermediate*; iii) *Muni Single State - Long-Term*; iv) *Muni Single State - Intermediate* e v) *Muni Bond - Short-Term*.

Os Indicadores Ordinais de Desempenho são o *Category Risk Adjusted Rating* (três anos) e o *Overral Risk Adjusted Rating* (uma ponderação para intervalos maiores de até 10 anos).

Para se calcular o *Rating* ajustado ao risco para o período de três anos, dividem-se os componentes da performance do fundo em dois: Retorno e Risco; atribuindo a cada um deles uma variável.

Em relação ao Retorno, cria-se uma variável ($MsCRet_i$) que representa o excedente de valor do fundo i em relação a um investimento em T-Bills durante três anos (EVR_i) e divide-se por uma Base ($BaseRet_i$), que seria o maior entre: (i) o excedente médio de retorno entre os fundos de sua categoria e o *T-bill* de 90 dias em 36 meses, ou (ii) o retorno em 36 meses dos *T-Bills* de 90 dias.

Em relação ao Risco, cria-se uma variável ($MsCRisk_i$) que representa a perda mensal média para o fundo i (AML_i), dividida pela perda mensal média dos fundos da categoria.

Para se classificar os fundos através do *Rating* ajustado ao Risco, utiliza-se a variável ($MsCRAR_i$), que é equivalente a $[MsCRet_i - MsCRisk_i]$, ordenam-se os fundos através dos percentis da variável $MsCRAR_i$, da seguinte maneira:

Do Percentil	Até Percentil	Estrelas
0.0	10.0	1
10.0	32.5	2
32.5	67.5	3
67.5	90.0	4
90.0	100	5

⁷ Títulos Municipais: i) Títulos Municipais em âmbito nacional – Longo Prazo; ii) Títulos Municipais em âmbito nacional – Médio Prazo; iii) Títulos Municipais em âmbito nacional – Longo Prazo; iv) Títulos Municipais em âmbito estadual – Curto Prazo; v) Títulos Municipais em âmbito estadual – Médio Prazo; v) Títulos Municipais em âmbito estadual – Longo Prazo.

Para se determinar o *Overall Risk Adjusted Rating*, aplica-se a mesma metodologia proposta para 3 anos, entretanto, utilizam-se os períodos de três, cinco e dez anos, atribuindo ao fundo uma média ponderada das estrelas atribuídas a cada período (conforme a tabela abaixo).

Mês	Rating de 3 anos	Rating de 5 anos	Rating de 10 anos
36 a 59	1.00	0	0
60 a 119	0.40	0.60	0
120 ou maior	0.20	0.30	0.50

A **Lipper Leader List** para crescimento analisa uma série histórica de 36 *excedentes de retorno* mensal do fundo em relação à classe do fundo e os classifica em estrela, atribuindo de forma crescente, um número de estrelas de acordo com a posição do fundo. Subdividem-se as classes de fundos em cinco grupos, cada um com 20%, atribuindo 1 estrela para o pior grupo e assim por diante.

A Lipper faz também um rating de preservação de capital, em que se determina o retorno máximo e mínimo do fundo no período de 36 meses. Os fundos são classificados por categorias e o número de estrelas é concedido de forma decrescente em relação às faixas de oscilação do fundo (rentabilidade máxima - rentabilidade mínima). A cada 20% dos melhores é atribuída, cumulativamente, uma estrela extra para o fundo.

A **Standart and Poors (S&P)** apresenta um rating para fundos que os classifica em seis categorias gerais: i) *Domestic equity*; ii) *Domestic fixed income (taxable)*; iii) *Domestic fixed income (tax-exempt)*; iv) *International equity*; v) *International fixed income* e vi) *Money market*⁸. Essas categorias gerais estão subdivididas em categorias de estilo, a categoria Ações Domésticas está subdividida no seguintes estilos: *Large Cap Growth*; *Large Cap Blend*; *Large Cap Value*; *Mid Cap Growth*; *Mid Cap Value*; *Small Cap Growth*; *Small Cap Value*; *International* e *Investment Grade*⁹. Basicamente, S&P classifica os fundos sob a óptica dos retornos absolutos (sem levar em conta o risco) e sob o prisma de retornos ajustados ao risco. Quando considerados em relação ao risco, os fundos são classificados de acordo com o *Índice de Sharpe*, recebido em três anos (comparado com o *T-Bill* de três meses); cada fundo é

⁸ i) Ações Domésticas, ii) Renda Fixa Doméstica (taxada), iii) Renda Fixa Doméstica (não taxada), iv) Ações Internacionais, v) Renda Fixa Internacional, vi) Disponibilidade Imediata

⁹ Grandes Corporações Crescimento, Grandes Corporações Misto, Grandes Corporações Valor, Médias Corporações Crescimento, Médias Corporações Misto, Médias Corporações Valor, Pequenas Empresas Crescimento, Pequenas Empresas Misto, Pequenas Empresas Valor, Internacional e Nível de Risco Adequado.

comparado com os fundos de sua categoria de estilo. Os resultados são divididos por ano sendo atribuídos pesos 0,34, 0,33 e 0,33 para os decis obtidos no 1º, 2º e 3º ano, respectivamente. Finalmente, atribui-se o número de estrelas para cada fundo, de acordo com a distribuição abaixo (em relação ao retorno absoluto, a tabela é a mesma):

Do Percentil	Até Percentil	Estrelas
0	10	1
10	30	2
30	70	3
70	90	4
90	100	5

Para se obter o rating geral, somar-se-ia, ponderando por 50% cada um dos ratings anteriores (o dos retornos absolutos e o Índice de Sharpe).

Apesar de atribuir muita importância para os critérios quantitativos, ao se comparar os relatórios da S&P com os da Morningstar e da Lipper, é clara a ênfase maior da S&P em analisar aspectos qualitativos da administração de recursos como, por exemplo: características da organização gestora; qualificações do gestor; *research team*; processo de decisão; constância de estilo e aderência a um *benchmark*.

No Brasil, diversas instituições e publicações classificam os fundos de investimentos e, entre elas: o IBMEC; a ANBID; a Gazeta Mercantil; a Quantum; a Investtracker-Thompson e a revista Exame.

O IBMEC elabora um rating de FIVTM através de uma amostra que compreende os retornos diários em 24 meses para fundos de ações. Os dados mais recentes têm uma ponderação mais elevada (as vinte últimas observações totalizam 1/3 do peso da amostra) e fundos ativos há menos de 24 meses ou que tenham mudado de classificação são descartados. O Resultado Geral é uma somatória de dois fatores o fator rentabilidade (representado pelo *excedente de retorno* entre o fundo e a caderneta de poupança) e volatilidade (desvio padrão dos retornos diários). Elaboram-se dois *scores* separados para volatilidade e rentabilidade. Para rentabilidade, atribui-se aos 30% melhores - 2 pontos; aos 40% seguintes, 1 ponto e aos 30% piores, 0 ponto. Para

volatilidade, se atribui 1 ponto para os 50% melhores e 0 ponto para os outros. Somam-se os valores de tal maneira que: 3 pontos equivalem a A; 2 pontos a B; 1 ponto a C e 0 a D.

A **ANBID** elabora um *ranking* baseado no tipo do fundo: Renda Fixa; DI; Cambial; Ações; Carteira Livre; Multiportfólio; Livre e FIEIX; e na faixa do patrimônio do fundo (grupo 1 - 7% menores; grupo 2, 43% seguintes ; grupo 3, 43% posteriores e grupo 4, 7% maiores). O Ranking é elaborado por tipo e tamanho de fundo através do *Índice de Sharpe* anualizado, calculado através do rendimento semanal do fundo em relação ao ativo livre de risco caderneta de poupança.

A **Gazeta Mercantil** elabora um encarte dos 1000 Maiores Fundos de Investimento da América Latina, classificando-os pelo patrimônio líquido na América Latina e, secundariamente, pela posição no País. Além desses dados as tabelas contém: a) a rentabilidade dos fundos entre 30/09 e 30/12/2000, no ano de 2000, e, no intervalo de três anos; b) o risco do fundo medido através de sua volatilidade histórica (desvio padrão da série histórica de rendimentos diários do fundo); c) nome do gestor; d) patrimônio líquido; e) categoria do fundo; f) taxa de administração e g) investimento mínimo.

A **Quantum** (consultoria especializada em fundos e gestão de risco) elabora seu ranking de retorno ajustado ao risco para fundos que existiam antes de 1998. Seu sistema de classificação se baseia no RAR (Retorno Ajustado ao Risco), que seria uma relação entre a nota de retorno e a nota de risco mais dois ($RAR = \text{nota_de_retorno}/(\text{nota_de_risco}+2)$). A nota de retorno é calculada através do excedente de rentabilidade em relação ao benchmark adotado (CDI ou IBOVESPA) e a nota de risco, em relação à volatilidade do fundo. Para os dois melhores decis (tanto de retorno quanto de risco) são dados 5 pontos; para os dois decis posteriores, 4 e assim por diante.

A **Investracker-Thompson** estabelece três categorias distintas de fundos: a de fundos agressivos (com desvio padrão maior que metade do apresentado pelo IBOVESPA); a de fundos moderados (com desvio padrão entre duas vezes o do CDI e metade do IBOVESPA) e a de fundos conservadores (com desvio padrão de até duas vezes o apresentado pelo CDI). Dentro dessas classes, classificam-se os fundos segundo a relação entre retorno e risco nas seguintes divisões:

Do Percentil	Até Percentil	Estrelas
0	30	1
30	50	2
50	70	3
70	90	4
90	100	5

A **Revista Exame**, com o apoio técnico da **Fundação Getúlio Vargas**, elaborou um ranking de fundos que se baseia na classificação ANBID. Os fundos se dividiam em algumas categorias e subcategorias (entre parênteses): a) Referenciados (DI, Câmbio e Outros); b) Renda Fixa (Renda Fixa, Renda Fixa Crédito, Renda Fixa Multi-Índice e Renda Fixa Alavancado); c) Fundos Balanceados; d) Fundos Multimercados (sem alavancagem sem renda variável, sem alavancagem com renda variável, com alavancagem sem renda variável e com alavancagem com renda variável); e) Fundos de Capital Protegido; f) Fundo de Investimento no Exterior; Fundos de Ações (Indexados ao Ibovespa; Indexados ao IBA; Indexados ao IBX; Ativos Ibovespa; Ativos Ibovespa com alavancagem; Ativo IBX; Ativo IBX com Alavancagem; Ativo IBA; Ativo IBA com Alavancagem; Setoriais Telecomunicações; Setoriais Energia; Outros e Outros com alavancagem); g) Fundos Imobiliários; h) Fundos Mútuos de Privatização (Renda Fixa; Renda Variável e Renda Mista); i) PGBL (Plano Soberano; Plano Renda Fixa; Plano Composto); e j) FAPI.

Desses itens, foram avaliados os de *a* a *g* com exceção dos itens e dos fundos de ações setoriais energia e telecomunicações. A classificação da última edição do guia de fundos (2001) se baseava numa amostra de 01 de setembro de 1999 até 29 de junho de 2001 para os 1000 fundos não exclusivos com maior patrimônio líquido.

Dividir-se-iam os fundos em duas espécies fundos *referenciados* (*passivos*) cuja função seria espelhar o *benchmark* (CDI, dólar, Ibovespa, IBX ou IBA), e *fundos ativos*, cujo objetivo seria superar os *benchmark*.

Sendo assim, para fundos passivos escolheu-se, como forma de classificação, o Erro Quadrático Médio ($EQM = \sum (R_{ft} - R_{bt})^2$, onde R_{ft} = retorno do fundo no período *t* e R_{bt} = retorno do valor de referência no período *t*) que mede a disparidade entre a carteira e o indicador escolhido (quanto menor o EQM, mais eficiente é a estratégia de espelhar o indicador).

Para fundos ativos, que têm como objetivo superar a rentabilidade do Indicador, escolheu-se o Índice de Sharpe Generalizado ($ISG = (R_f - R_{bt}) / DP(R_f - R_{bt})$; excedente de retorno do fundo em relação ao benchmark dividido o desvio padrão de sua diferença). Para cada subcategoria de fundos define-se se é ativo ou referenciado; escolhendo-se a metodologia do ISG ou EQM; quando o indicador de performance é ISG ordena-se de maneira crescente (fundos melhores são os com maior ISG) e, para EQM, ordenam-se os fundos de maneira decrescente (fundos melhores são os com melhores EQM). Ao ordenarem-se os fundos nas subcategorias se atribui estrelas através da seguinte distribuição:

Do Percentil	Até Percentil	Estrelas
0	25	1
25	50	2
25	75	3
75	90	4
90	100	5

Capítulo III - Revisão Bibliográfica:

A literatura sobre fundos de investimento começou a florescer a partir dos estudos realizados na Wharton School por FRIEND ET AL (1962). Dessa data até 1989, os principais temas analisados nesse campo foram:

a) a comparação entre a performance dos fundos de investimento e do mercado (quer representado por um *benchmark*, específico quer por um portfólio aleatório);

b) a criação de índices de performances que representassem uma medida confiável de comparação de retornos e riscos dos fundos de investimento (nesse período foram criados os Índices de Sharpe, Treynor e Jensen);

c) a observação de características de *market timing* (ou seja, se os gestores são capazes de prever os movimentos do mercado) e *security selection* (capacidade da gestão em selecionar os ativos - dentre uma classe de ativos específica - que consigam gerar *excedente de rentabilidade*);

d) a discussão sobre adequação dos *benchmarks* e modelos utilizados para avaliar os fundos.

A partir de 1989, nota-se uma tendência do surgimento de outros tópicos referentes às pesquisas sobre fundos de investimento:

a) comparação entre performance entre fundos ativos e passivos;

b) análise do fenômeno de persistência de performance;

c) relação do retorno do fundo com: taxa de administração, taxa de performance, patrimônio líquido, turn-over e outros;

d) análise de estilo dos fundos;

e) relação entre performance e fluxo de caixa;

f) métodos inovadores de composição de *benchmarks* (*single e four index model*),

g) correlação entre a performance dos fundos e os atributos dos gestores;

h) aspectos relacionados ao Agency Cost (como, por exemplo, o fenômeno de windows dressing).

Através da comparação entre os estudos realizados nos dois períodos, nota-se que, até 1989, os fundos eram analisados de maneira mais global; enquanto que, a partir de 1989, começou-se a prestar atenção mais individualizada, procurando-se correlacionar os retornos passados aos futuros, a fim de se verificar se existe ou não persistência de performance entre os fundos vencedores. Apesar de os fundos como um todo poderem ter retornos inferiores aos do mercado, o grupo de fundos vencedor no passado poderia apresentar *excedentes de retorno* no futuro.

A importância da revisão bibliográfica para o estudo empírico a ser desenvolvido é a de fornecer bases teóricas das questões que foram analisadas internacionalmente, podendo ser adaptadas para o estudo do caso brasileiro.

Os sub-ítem a seguir fornecerão um panorama cronológico do desenvolvimento da Teoria das Finanças em relação ao tópico fundos mútuos de investimento nacional e internacional.

3.1- Publicações Internacionais:

O primeiro estudo a respeito da performance de fundos mútuos foi realizado por FRIEND ET AL (1962) a pedido da SEC, avaliando a performance de 189 fundos mútuos entre 1952 e 1958, não encontraram os autores diferenças significativas entre a performance dos fundos mútuos e das carteiras não administradas.

FRIEND E VICKERS (1965) analisaram os retornos e desvios padrões de 50 fundos mútuos, comparando-os a 50 portfólios aleatórios entre 1958 e 1963 e concluíram que não há evidências para afirmar que a performance dos fundos mútuos é superior a formas aleatórias de construção de portfólios.

TREYNOR (1965) examinou 20 fundos mútuos entre os anos de 1953 a 1962, indicando um possível método de classificação, usando a comparação entre as linhas características de cada fundo. Através desse estudo, criou-se uma medida de performance (*Índice de Treynor*) que estabelece a relação entre o excedente da expectativa de retorno de um fundo comparado a um portfólio livre de risco e o beta do fundo em relação ao mercado.

SHARPE (1966) analisou 34 fundos mútuos de 1951 a 1963, criando seu índice de performance e observando que os fundos mútuos não apresentam resultados superiores aos portfólios aleatórios.

TREYNOR E MAZUY (1966) estudaram a capacidade dos gestores em antecipar os movimentos de mercado (*market timing*) através de uma amostra de 57 fundos, entre os anos de 1953 e 1962, não encontrando evidências de que os gerentes dos fundos tivessem habilidades positivas de *market timing*.

JENSEN (1968) formulou sua medida de avaliação de performance e analisou 115 fundos mútuos entre 1945 e 1964, não encontrando evidências de desempenho superior dos fundos em relação às carteiras aleatórias não administradas.

FRIEND ET AL (1970) estudaram o desempenho de 136 fundos mútuos entre 1960 e 1969, concluindo que um portfólio investido em todas as ações da *New York Stock Exchange* (NYSE) obteria um desempenho superior à média dos fundos mútuos.

FRIEND E BLUME (1970) realizaram uma pesquisa em 200 portfólios aleatórios de ações da *NYSE* entre 1960 e 1968 e os resultados obtidos através dos *índices de Jensen, Treynor e Sharpe* indicaram que todos esses indicadores produzem avaliações enviesadas.

WILLIAMSON (1972) analisou os retornos de 180 fundos mútuos de 1961 a 1970, evidenciando que não há *excedente de retornos* positivos decorrentes de habilidades correlacionadas ao *market timing* ou seletividade de ações.

MCDONALD (1974) estudou a performance de 123 fundos mútuos utilizando uma série de 120 retornos mensais através dos *índices de Sharpe e Treynor*, obtendo resultados que indicavam que 67 dos 123 fundos com índice de Treynor superior ao do mercado e 39 fundos tiveram o *índice de Sharpe* superior ao do mercado. O autor observou que a média de performance dos fundos mútuos não foi significativamente diferente das apresentadas por portfólios aleatórios.

MAINS (1977) reexaminou os resultados encontrados por JENSEN (1968) afirmando que a metodologia utilizada subestimou as taxas de retornos dos fundos, concluindo que os fundos apresentam uma média de performance positiva em sua reavaliação da performance dos fundos de investimento.

HENRIKSSON E MERTON (1981) utilizaram testes não paramétricos para conseguir distinguir a parcela de retorno de performances dos fundos mútuos decorrentes do fator seletividade do portfólio ou *market timing*. Como requisito para esse tipo de estudo, enfatizaram a necessidade de se conhecer o retorno esperado do mercado, do portfólio e do título livre de risco.

KON (1983) analisou o desempenho de gerentes de 37 fundos mútuos, entre janeiro de 1960 e junho de 1976, criando uma metodologia empírica para avaliar os fatores *market-timing* e seletividade dos fundos. Obtiveram-se resultados que indicavam que, apesar de alguns fundos apresentarem individualmente, indicadores positivos de *market-timing*; no geral, não se pode concluir que existem habilidades especiais de gestão.

HENRIKSSON (1984), através de testes paramétricos e não paramétricos em 116 fundos mútuos abertos entre 1968 e 1980, obteve resultados empíricos, que não suportam a hipótese de que os gestores de fundos mútuos consigam seguir uma estratégia, que supere os retornos do mercado. Dos fundos analisados, somente três tiveram resultados positivos de *market-timing* nos

testes paramétricos no período e somente um apresentou resultados nos dois sub-períodos, quando o período era dividido em dois. Quatro fundos tiveram performance superior nos testes não paramétricos, e somente um obteve resultado positivo nos dois sub-períodos.

CHANG E LEWELLEN (1984) chegaram, através de testes estatísticos paramétricos em uma amostra de 67 fundos mútuos, no período de janeiro de 1971 até dezembro de 1979, à conclusão de que não há evidências nem de habilidades superiores de *market-timing* (mudanças de proporção entre as classes de ativos) nem seleção superior de ativos (*security selection*). Nesse contexto, conclui-se que, coletivamente, os fundos mútuos se mostraram ineficientes em superar uma estratégia passiva de investimento.

LEHMAN E MODEST (1987) examinaram o retorno de 130 fundos mútuos de janeiro de 1963 até dezembro de 1982, com o intuito de verificar se as performances dos fundos são sensíveis aos *benchmarks* escolhidos, concluindo que os *índices de Jensen e Treynor* são sensíveis ao método usado para construir o modelo e evidenciando diferenças consideráveis entre os resultados produzidos por modelos *APT* e *CAPM*.

GRIMBLATT E TITMAN (1989) compararam o *excedente de retorno* de estratégias ativas e passivas de 1974 a 1984 - tanto antes quanto depois de custos de transação. Os principais resultados foram: a) o *viés de sobrevivência* é pequeno, da ordem de 0,5% ao ano; b) os custos de transação são da ordem de 2,5% ao ano e são inversamente proporcionais ao tamanho do fundo; c) o *excedente de performance* (baseado em retornos brutos) são inversamente proporcionais ao tamanho do fundo (como os custos de transação são também inversamente proporcionais ao tamanho do fundo, observa-se que os retornos líquidos não são relacionados ao tamanho do fundo); d) os fundos não apresentam, na média, excedente de retorno positivo para nenhuma categoria de fundo; entretanto, fundos de crescimento e de crescimento agressivo possuem excedentes positivos antes dos custos de transação, graças à administração ativa dos mesmos.

BRISON, SINGER E BEEBOWER (1991), através de uma amostra de retornos de 82 grandes planos de pensão entre dezembro de 1977 e dezembro de 1987, analisaram a contribuição para o retorno total de diferentes aspectos: (a) política de alocação de ativos; (b) alocação ativa dos ativos e (c) seleção de ativos, concluindo que a política de alocação de recursos é o aspecto determinante para a performance, explicando 91,5% da variação nos retornos trimestrais dos planos da amostra. Decisões de investimento ativas de ativos fizeram

pouco para melhorar a performance dos fundos; enquanto decisões ativas de alocação de ativos contribuíram com um retorno de -0,26, a seleção de ativos contribuiu com +0,26%. Ocorrendo um balanceamento entre os dois fatores (que, isoladamente, não são de forma significativa diferentes de zero).

SHARPE (1992) desenvolveu um modelo que possibilita classificar o estilo do fundo, através da alocação de recursos (*asset allocation*) obtida de uma regressão entre os retornos dos fundos e os retornos das doze classes de ativos especificadas no estudo. Por meio da regressão, obtêm-se os coeficientes de ponderação dos ativos nas carteiras dos fundos. O autor analisou o retorno de diversos estilos de fundos, concluindo que, aproximadamente 90% da variação do retorno mensal, pode ser atribuído ao *asset allocation* (nota-se que, para fundos setoriais de *utilities*, o coeficiente de explicação é de 59,3% por esses portfólios concentrarem seus ativos em uma determinada indústria). Nota-se que o fator seletividade representa, em média, 10% de explicação das variações dos retornos; entretanto, em fundos passivos, o coeficiente de explicação é menor pelo fator seletividade, contrastando com um fator maior para fundos ativos.

GRINBLATT E TITMAN (1992), através do estudo de uma amostra de 279 fundos que existiram entre 31 de dezembro de 1974 e 31 de dezembro de 1984, evidenciaram que existe persistência positiva de performance para fundos mútuos que não pode ser explicada pela ineficiência de utilização do *benchmark* em relação ao tamanho da empresa, taxa de dividendos, retornos passados, *skewness*, sensibilidade à taxa de juros ou ao *beta* do *CAPM*. Parcela da persistência pode ser explicada pela diferenças entre taxas e custos de transações entre fundos. Segundo os resultados desse artigo, a performance passada é informação útil para investidores que queiram investir em fundos mútuos.

GRINBLATT E TITMAN (1993) introduziram uma nova medida de avaliação de performance de portfólios através da análise da composição dos fundos (sem a necessidade de utilização de um *benchmark*). O estudo verificou que para a amostra de 155 fundos mútuos, houve um *excedente de retorno* positivo, especialmente para algumas classes de fundos como a de crescimento agressivo. Os fundos, no geral, demonstram ter persistência de performance - o que faz os autores concluírem, novamente, que a performance passada é um bom indicador da futura.

HENDRICKS, PATEL E ZECKHAUSER (1993) analisaram os retornos trimestrais entre 1974-1988 de 165 fundos mútuos abertos na categoria de ações de crescimento, tendo

como resultado a confirmação da persistência de performance. Simulações de investimento em portfólios formados nos diversos octis de performance passada mostraram um aumento monotônico do *excedente de retorno*, *índice de Sharpe*, *alfa de Jensen* para os fundos com melhores desempenhos passados. Concluíram que investir, baseando-se em performance passada, mostrou ser uma estratégia que obteve retornos superiores à média dos fundos e marginalmente superior aos retornos dos *benchmarks* no período.

BLAKE, ELTON E GRUBER (1993) pesquisaram 46 fundos de renda fixa existentes desde 1979 - excluindo aqueles que investem, exclusivamente, em títulos municipais - e outra amostra com todos os fundos em atividades existentes no final de 1991. Os autores evidenciaram que os fundos têm performance média inferior aos índices de mercado e que essa diferença é explicada, principalmente, pelo fator despesas do fundo. Verificaram que o aumento de 1% nas despesas leva, em média, a uma diminuição da mesma magnitude nos retornos. Não encontraram evidências de persistência de performance para a amostra livre de viés de sobrevivência (composta por 46 fundos); enquanto a amostra mais ampla apresentou evidências de persistência. Entretanto os autores não avaliaram as causas deste fenômeno - formulando somente hipóteses de resultarem do *viés de sobrevivência* ou do tamanho mais representativo da amostra.

GRINBLATT E TITMAN (1994) chegaram, através da análise de 114 portfólios aleatórios e 279 fundos mútuos, a três importantes conclusões: a) a escolha do *benchmark* acarreta grandes efeitos na avaliação de performance (devem-se evitar, portanto, *benchmarks* enviesados ou ineficientes); b) as três medidas de performance analisadas - α de Jensen, *Índice de Treynor e Mazuy*, e *Medida Ponderada Positiva de Grinblatt e Titman* apresentam alta correlação; c) a análise das características dos fundos (patrimônio líquido, taxa de entrada, despesas, turnover do portfólio e taxa de administração) mostram que a taxa de turnover da carteira foi, de forma surpreendente, correlacionada positivamente à performance do fundo.

GOETZMANN E IBBOTSON (1994) realizaram um estudo desde 1976 em 728 fundos mútuos que sobreviveram até 1988, encontrando evidências de que a performance passada e *rankings* são úteis na previsão de retornos e *ratings* futuros. Ao dividirem os fundos em de alta e baixa volatilidade, encontraram maior persistência para fundos de alta volatilidade e os resultados indicaram persistência para períodos de 1 mês, 1 ano e 2 anos.

MALKIEL (1995) analisou os retornos desde 1971 até 1991 de todos os fundos mútuos existentes a cada ano, chegando aos seguintes resultados: a) o *viés de sobrevivência* é

substancial; b) fundos de investimentos tendem a ter performances inferiores ao mercado mesmo líquidas de taxas de administração e outras despesas; c) evidencia que o relacionamento entre risco e retorno pelo *CAPM* não é válido para fundos da mesma forma em que o é para ativos individuais. Ao estudar a persistência de retornos dos fundos mútuos, argumenta que, além de o *viés de sobrevivência* influenciar os resultados em estudos que encontram persistência positiva, sua amostra apenas evidencia o fenômeno nos anos 70, não observando o mesmo nos anos 80. Estratégias de simulação de investimento em fundos ganhadores produziram excedentes de retornos nos anos 70; não, nos 80. Conclui que não há evidências para afirmar que o mercado é ineficiente, sendo mais recomendável ao investidor comprar fundos passivos com baixas despesas e taxas de administração.

BROWN E GOETZMAN (1995) realizaram um estudo em fundos mútuos entre 1976 e 1988, encontrando evidências de que a performance relativa ajustada ao risco tende a persistir devido, principalmente, a fundos perdedores. Isso implicaria que investidores teriam a performance passada como indicador de quais fundos evitar; entretanto, apostar em fundos vencedores como forma de superar o *benchmark* não é uma estratégia que tende a ser bem sucedida; porém, se fosse possível comprar fundos vencedores e vender perdedores, obter-se-ia um retorno positivo. Adicionalmente, chegou-se à conclusão de que a baixa performance dos fundos é o fator que mais contribui para o desaparecimento dos mesmos.

GRUBER (1996) realizou estudo empírico com 270 fundos de ações entre 1985 e 1994, concluindo que, na média, os fundos têm uma performance inferior aos *benchmarks* (-1,94% de *excedente de retorno* absoluto; -1,56% pelo *single index model*; e -0,65% pelo *four index model*) e que possuem despesas administrativas médias de 1,13% ao ano. Por comparar os resultados do modelo de quatro índices (julgado mais eficiente pelo autor) às despesas administrativas, considera que os fundos adicionam valor aos investidores.

Observou que tanto fundos passivos quanto fechados têm desempenho superior e apresentam taxas administrativas inferiores. Como forma de explicar esse comportamento dos investidores ao investirem em fundos ativos (que apresentam médias de performance inferiores), utilizou-se da teoria da clientela, dividindo os investidores em duas classes: a) investidores sofisticados e bem informados (que obtêm retornos superiores ao mercado, por investirem em fundos com performance superior) e b) investidores que investem, ineficientemente, baseando-se em publicidade; ou que não podem investir em fundos superiores por estatuto; ou que possuem

uma situação fiscal que torna inviável a migração para fundos superiores. Conclui que possibilidade de investir em fundos ativos com performance superior e a inviabilidade do desinvestimento de fundos explicam o porquê de se investir em fundos ativos. Notou que a estratégia de investir em fundos com maior fluxo de recursos (recursos dos investidores sofisticados que escolhem os melhores fundos) tem rentabilidade superior à média de mercado e que o estoque de fundo que inclui recursos investidos em fundos menos eficientes tem performance inferior.

MODIGLIANI E MODIGLIANI (1997) estabeleceram inovações em relação à mensuração de performance de portfólios, esclarecendo que apenas as análises de retornos tradicionais não são suficientes para medirmos as performances; visto que elas devem ser ajustadas em relação ao nível de risco. Uma das medidas possíveis para se verificarem as performances de portfólios é compará-las, tendo como metodologia, a utilização de portfólios simulados que utilizam o conceito de leverage como forma de mesclar um portfólio com risco com um ativo ou portfólio livre de risco, formando, assim, conjuntos de mesmo nível de alavancagem (risco) e, portanto, diretamente comparáveis (metodologia designada como M^2).

CARHART (1997) utilizou uma amostra livre do *viés de sobrevivência*, verificando que o retorno superior, em um ano de um fundo, não significa um retorno superior no segundo momento. A única continuidade se refere em relação aos fundos com piores desempenhos. Os resultados não concluem que existam gestores mais eficientes ou mais informados que o mercado como um todo.

GALLO E LOCKWOOD (1997) compararam, em seu artigo, os resultados de se classificarem estilos de fundos mútuos, segundo diferentes metodologias. Comparam-se as metodologias do CDA Investment Technologies (que subdivide os fundos em *growth and income*, *growth e aggressive growth*), da Morningstar de cinco estilos (*income*, *growth and income*, *growth*, *aggressive growth e small companies*) e da Morningstar de quatro estilos (onde *aggressive growth e small companies* fazem parte de uma categoria só).

Criaram metodologias nas quais se investe em portfólios de um e quatro fundos escolhidos randomicamente e cria-se um modelo (*Factor Model*) que classifica os fundos, segundo o valor da firma e os fatores de crescimento (utilizam-se as categoria *Wilshire large capitalization growth*, *small capitalization growth*; *large capitalization value e small capitalization value*), atribuindo-se ao fundo a categoria cuja regressão mostre maior correlação.

A amostra de 195 fundos de ações (1978 a 1993) trouxe os seguintes resultados: a) a classificação Morningstar de quatro estilos mostrou-se a mais adequada dentre as classificações analisadas; b) as estratégias aleatórias atuaram tão bem quanto o CDA e Morningstar e c) o modelo do múltiplo fator, baseado na sensibilidade aos índices Wilshire, superaram todas as outras formas.

KHORANA E NELLING (1998) examinaram o poder preditivo do rating Morningstar, concluindo que fundos com maiores *ratings* tendem a ter maiores *excedentes de retornos* ajustados ao risco; menores riscos sistemáticos; maior nível de diversificação; maior base de ativos; maior tempo de mandato do gestor; menores taxas de entradas e menores despesas. Os fundos tendem a exibir significativa persistência num período curto de tempo, sendo que fundos bem classificados tendem a atuar melhor que os outros no período analisado pelo artigo.

CHEVALIER E ELLISON (1999) estabeleceram uma nova perspectiva para a análise de performance dos fundos mútuos, ao estudarem a correlação com as características pessoais dos gestores de recursos e os retornos dos fundos. Utilizaram uma amostra de 492 gestores que tiveram sob sua responsabilidade um fundo de crescimento (*growth*) ou crescimento e renda (*growth and income*) durante, pelo menos, parte do período de 1988-1994. As características analisadas foram idade do gestor; média do exame SAT para admissão na instituição de ensino superior cursada pelo gestor; posse ou não de MBA e o mandato da atual posição de gestor.

O resultado desse artigo revela que existem diferenças na performance de gestores que não podem ser facilmente atribuídas só as diferenças de comportamento gerencial. Entre elas, observa-se que gestores, que cursaram instituições de ensino mais seletivas, tiveram maior performance (o que sugere maior habilidade de seleção de ativos). Os autores propuseram três hipóteses para a correlação entre os resultados do SAT e os retornos dos fundos: a) maior habilidade de seleção de ações, advinda de uma melhor educação; b) diferença no valor da rede social que cada escola proporciona ou c) relacionam-se às características dos fundos que tendem a empregar gestores de determinadas escolas.

Observou-se que gestores mais velhos tendem a ter uma pior performance que os mais novos; o que pode ser resultado de o fato de gestores mais jovens terem de trabalhar mais pesado porque têm uma carreira mais longa e seriam, com maior probabilidade, demitidos mais facilmente por baixa performance (outra explicação é que os gestores mais velhos são menos preparados educacionalmente). Um fato interessante é que alguns perfis de gestores - segundo os

modelos da regressão adotados - podem, inclusive, possuir expectativa de superar o retorno de mercado mesmo depois de deduzidas as despesas e taxas administrativas.

MUSTO (1999) investigou, em seu artigo, o fenômeno de *window-dressing* em carteiras de fundos mútuos *money-market* nos Estados Unidos. Verifica-se, por meio da análise da composição das carteiras dos fundos, obtida através de dados semanais, que abrangem 95% dos fundos disponíveis e 98% do valor entre 24/11/87 e 15/07/97, da revista especializada (Money Fund Report - MFR) - não acessível ao investidor médio - e de dados de divulgação obrigatória pelo SEC, que os fundos de money market tendem a aplicar mais em títulos governamentais que emissões privadas em datas próximas às divulgações compulsórias do SEC - que são acessíveis aos investidores em geral. O efeito geral é modesto: 0,3% da carteira, entretanto, é significativo e mais acentuado em fundos de pior performance recente.

ZHENG (1999) avaliou 227 fundos de janeiro de 1985 até dezembro de 1994, encontrando a evidência de que fundos que receberam mais recursos, posteriormente, apresentaram melhores performances. Tal fenômeno é de curto prazo, podendo ser resultado da persistência de fundos vencedores e é mais acentuado para fundos de pequeno porte do que para os de grande porte.

LIANG (1999) descreveu que hedge funds diferem, substancialmente, de veículos de investimentos tradicionais (como fundos mútuos) quanto à possibilidade de maior variedade de estratégias de investimento, menor risco sistemático, estrutura de taxas que alinha melhor os interesses dos gestores aos dos investidores. Nota-se que os retornos dos hedge funds são superiores aos dos fundos mútuos; sendo positivamente correlacionados ao total de ativos dos fundos, período de iliquidez dos recursos (*lockup period*) e negativamente correlacionados a sua idade. Verificou-se, também, que os retornos dos fundos de hedge possuem baixa correlação com os ativos tradicionais, o que propicia oportunidades de diversificação para o investidor.

ACKERMANN, MCENALLY E RAVENSCRAFT (1999) realizaram uma pesquisa em 547 *hedge funds* entre 1 de janeiro de 1994 e 31 de dezembro de 1995. Observaram que os fundos de *hedge* possuem diferenças fundamentais em relação aos fundos mútuos tradicionais: os gestores tendem a investir parte considerável de seu patrimônio, recebem parte considerável do seu pagamento em forma de taxa de performance e têm responsabilidades em caso de perdas extremas. Possuem, também, maiores alternativas de investimentos como alavancagem, uso de derivativos, concentração de investimentos e vendas a descoberto. Essas características

representam uma vantagem clara sobre os fundos mútuos. A análise para períodos de investimento de 2, 4, 6 e 8 anos, terminados em dezembro de 1995, mostrou que os fundos de hedge possuem um *índice de Sharpe* 0,21% maior que os fundos mútuos. Apesar de terem retornos ajustados ao risco, superiores aos fundos mútuos, não conseguiram superar o retorno do mercado. Os autores salientaram que a existência de taxa de performance é um harmonizador dos interesses da administração e dos investidores.

JAIN E WU (2000) examinaram uma série de 294 fundos mútuos de ações que anunciaram nas revistas Barrons e na Money entre 18 de julho de 1994 e 20 de junho de 1996. A performance desses fundos, antes do anúncio, foi, evidentemente, superior ao mercado. Entretanto, os resultados do artigo não demonstram nenhum *excedente de retorno* após o anúncio. Esse artigo vai contra a teoria da sinalização na qual fundos com performances superiores tenderiam a manter suas posições. Por outro lado, verificou-se que houve incremento no fluxo de recursos para os fundos que anunciaram em relação aos grupos de controle, fenômeno que pode ser explicado porque os anúncios diminuem o custo de o investidor procurar por um fundo.

IBBOTSON E KAPLAN (2000), através de uma amostra de 94 fundos balanceados norte-americanos e 58 fundos de pensão com, no mínimo, 10 anos de dados até 31 de março de 1998, explicaram três diferentes fenômenos relacionados à estratégia de alocação de ativos e à performance dos fundos: a) concluíram que, em relação à variabilidade de retorno através do tempo, a política de alocação de ativos explica, na média, 87,6% da performance de fundos mútuos e 90,7% de fundos de pensão; b) identificaram que, em relação à diferenças de retornos entre fundos derivadas de diferentes políticas de alocação de ativos, as diferentes estratégias explicam 40% da variação entre os fundos (sendo os outros 60% explicados por outras variáveis como *market-timing*, *security selection* e outros). Um baixo coeficiente de explicação pode ser justificado por altos níveis de gestão ativa; c) em relação à percentagem do nível de retorno, explicada pela política de alocação de recursos, chegou-se à conclusão de que a estratégia é responsável por 99% dos retornos dos fundos de pensão e 100% dos retornos dos fundos mútuos.

KHORANA (2001) examinou o impacto da substituição do gestor na performance do fundo de investimento. Analisa-se esse fenômeno através de uma amostra composta por 393 substituições de gestores de fundos domésticos de ações e renda fixa entre 1979 e 1997.

O autor conclui, através da análise de regressões simples e de quatro variáveis, que o retorno para os fundos que tiveram performance inferiores ao mercado apresenta um decréscimo monotônico de excedente de retorno em relação ao *benchmark* do terceiro ano que antecede à substituição do gestor até sua substituição (de -2,4% a -4,00% ao ano). Depois da substituição do gestor, os fundos citados apresentam um crescimento monotônico do excedente de retorno até atingir 0,5% no terceiro ano após a mudança do gestor.

Em fundos que superavam a performance do indicador, observa-se que, no período posterior à substituição do gestor, ocorre um decréscimo monotônico de excedente de performance. Os fundos tiveram, em média, seu rendimento diminuído de 1,9% a 0,4% ao ano até o terceiro ano após a troca de gestor.

Adicionalmente, o autor notou que o fluxo de recursos pré-substituição para fundos com performance negativa é, de forma substancial, menor que os de performance positiva, sugerindo que existe uma pressão do mercado sobre o *investment advisor* (que recebe proporcionalmente aos recursos aplicados) para substituição do gestor.

BECKER (2001) examinou o impacto do tamanho dos fundos de investimento em sua performance. O fato de diversos gestores bem sucedidos fecharem a entrada de novos recursos para seus fundos, fez com que os autores se questionassem sobre as razões do aparecimento desse fenômeno.

O mercado “premia” os fundos que têm um excedente de performance superior ao do *benchmark* com um fluxo adicional de recursos oriundos de investidores desejosos em lucrar com as estratégias vencedoras. Entretanto, a entrada de mais recursos para um fundo acarreta: a) perda de flexibilidade; b) dificuldade de entrar e sair das posições; c) impactos negativos nos preços de mercado e d) demora na execução de operações. Em suma, há uma tendência de diminuição da performance do fundo quando ele se torna maior.

O autor fez uma simulação de operações com as 250 principais ações do mercado australiano (por capitalização), utilizando a mesma política de investimento para fundos de diferentes tamanhos. Configuraram-se as mesmas restrições relacionadas a limites de investimento por ação, setor ou capitalização.

Verificou-se que um gestor com 2,00% da capitalização do mercado australiano (AU\$12 bilhões) teria uma perda de 2% nos retornos e mais da metade do *information ratio* em

comparação com um fundo 20 vezes menor. O aumento de AU\$600 milhões (0,1% da capitalização do mercado) para AU\$1,500 milhões (0,25%) acarretaria uma perda de 0,68% nos retornos e uma queda de 0,22 na *information ratio*.

Conclui-se que o aumento do tamanho dos fundos de investimento diminui seu potencial de retorno, além de exigir um maior *tracking error* (erro quadrático médio) para se obter o mesmo *excedente de retorno* de um fundo de menor porte.

HARRINGTON (2001) descreveu os principais resultados de uma pesquisa realizada pelo TIAF-CREF (fundo de pensão dos professores norte-americanos) a respeito da eficiência preditiva do ranking Morningstar. A pesquisa foi realizada entre 1997 e 1999, concluindo que os fundos não tendem a manter o número de estrelas atribuídas no ano anterior. Entre os fundos 5 estrelas, apenas 50% mantiveram-se entre as categorias 4 e 5 estrelas.

O artigo sugere uma possível explicação relacionada a mudanças de rentabilidade dos ativos entre os períodos, ou seja, os fundos que concentram sua carteira de investimento em determinado ativo tendem a acompanhar sua performance. Os fundos, que obtiveram altas classificações em um ano; podem, no ano posterior, obter uma posição inferior, visto que os ativos nos quais estavam investidos tiveram uma performance inferior.

Verificou-se que, para fundos com mais de 10 anos, existe uma tendência de manutenção do rating, o que sugere que esses gestores possuem estratégias consolidadas que propiciam retornos mais estáveis.

FRYE (2001) verificou que a parcela do mercado, detida por fundos proprietários dos bancos (onde o investment advisor é o próprio banco que distribui o fundo), nos EUA, tem crescido consideravelmente. De 1991 a 1999, passou de 8% para 14% dos recursos totais da indústria de fundos, sendo que a parcela de distribuição via bancos comerciais passou de 11,6% para 15,3%. Dentre o total de fundos proprietários, cerca de 62% são *bonds funds* (fundos de renda fixa).

O autor realizou um estudo empírico em 2 amostras distintas, abrangendo fundos de bancos e outras instituições financeiras de janeiro de 1991 a setembro de 1999. A amostra restrita (na qual o fundo tinha como requisito existir durante todo o período analisado) contém 97 fundos de bancos e 699 fundos de outras instituições e a amostra não restrita contém 731 fundos de bancos e 3.368 fundos de outras instituições.

Os fundos proprietários dos bancos englobam: 4% dos fundos de *high yield*, 22% dos fundos de *corporate bonds* e 32% dos fundos de *Treasury bonds*, revelando-se, pela composição da carteira, como mais conservadores do que os fundos de outras instituições.

Verificou-se um retorno anual médio de 6,04% em fundos de renda fixa dos bancos e de 6,29% em outras instituições, representando uma diferença de performance significativa, entretanto, não ajustada ao risco. Ajustando-se os retornos ao risco pelo Índice de Sharpe, verificou-se que as diferenças de performances não são significativas. Nota-se que o desvio padrão dos retornos mensais dos fundos de bancos é significativamente inferior ao dos outros grupos financeiros.

O tamanho médio dos fundos de bancos é de \$112 milhões versus \$218 milhões dos outros grupos. Nota-se, outrossim, que a clientela dos fundos dos bancos é formada, principalmente, por clientes individuais que valorizam, com prioridade, o marketing e a credibilidade do banco em detrimento à performance do fundo.

Notar-se-á a importância fundamental dos trabalhos desenvolvidos por GRIMBLATT E MALKIEL (1995), GRIMBLATT E TITMAN (1992,1993,1994) , BROWN E GOETZMANN (1995) e GOETZMANN E IBBOTSON (1994) para o desenvolvimento desse estudo empírico sobre persistência de performance adaptado ao caso brasileiro.

3.2 Publicações Nacionais:

As pesquisas sobre fundos de investimentos no Brasil se desenvolveram com muito menos ênfase do que nos EUA, devido ao desenvolvimento muito mais recente dos fundos de investimento, menor número de fundos disponíveis e menor patrimônio líquido sob gestão dos fundos. Atualmente, os fundos de investimento representam uma das principais formas de investimento no país, o que tem gerado maior interesse pelo tema; e, com isso, mais estudos empíricos sobre o assunto. Apesar de os fundos de renda fixa, indexados DI e multi-mercado representarem a maior parcela do patrimônio líquido da indústria brasileira de fundos, nota-se que a maior parte dos estudos se dedica aos fundos de ações seguindo o modelo americano (onde há predominância dos investimentos no mercado acionário).

Existem poucos trabalhos nacionais sobre fundos de investimentos (os que existem apresentam grandes intervalos temporais entre si), o que faz surgir, nessa área, oportunidades para elaboração de trabalhos que poderão ser úteis tanto para academia, quanto para o mercado financeiro local. Como podemos notar, na cronologia dos estudos abaixo, existem vários temas ainda não pesquisados que podem agregar muito a teoria das Finanças no mercado brasileiro.

Em trabalho pioneiro para o mercado brasileiro, VITAL (1973) desenvolve artigo que discorre sobre os três principais temas: a) histórico dos fundos de investimento no Brasil e no Mundo; b) aspectos teóricos dos *índices de Treynor e Sharpe* e c) avaliação da performance de 10 fundos de ações (que totalizavam 68% do mercado) e 4 fundos fiscais 157. Dos dez fundos analisados entre dezembro de 1968 a dezembro de 1972; nenhum obteve performance superior ao Ibovespa; sendo que quatro fundos apresentaram retornos inferiores à inflação, um apresentou retorno ligeiramente superior e cinco apresentaram retornos significativamente superiores à inflação.

Os fundos obtiveram retornos de, aproximadamente, 50% do retorno do Ibovespa em períodos de altas e 100%, em épocas de baixa. A classificação dos fundos foi feita através dos índices de Treynor e Sharpe, tendo como ativo livre de risco as ORTNs. A ordenação entre os dois indicadores não diferiu significativamente e levou o autor à conclusão de que há, aproximadamente, 93% de chances de um fundo repetir sua performance passada. De maneira geral, constatou-se que há uma má diversificação das carteiras originada, entre outros, nos requisitos legais que impõem restrições da composição dos portfólios dos fundos mútuos.

MANASSERO (1985) analisou os retornos mensais de 35 fundos mútuos de ações brasileiros entre 1974 e 1983. Conclui que a rentabilidade média dos fundos é inferior à do *benchmark* (Ibovespa) ou de outros indicadores de mercado (correção monetária, IGP, taxa de retorno da LTN). Nota-se que as carteiras dos fundos são mal diversificadas, gerando maiores riscos e menores retornos para os fundos em relação à carteira do Ibovespa. Até 1982, com a criação dos fundos de renda fixa, o mau desempenho dos fundos de ações foi um elemento limitador do crescimento do mercado; a partir dessa data, o crescimento explosivo da indústria deu-se no segmento de renda fixa. Adicionalmente, evidenciou-se alta correlação entre os *Índices de Treynor e Sharpe* dos fundos.

ANDRADE (1996) avaliou 652 fundos de investimentos brasileiros, divididos em 9 categorias, entre o período de abril de 1993 a setembro de 1995 e sugeriu um novo modelo de avaliação de performance, baseado no *APT* (o *Índice Andrade*). Obteve os seguintes resultados: a) os fundos de investimentos, com raras exceções, não apresentaram desempenho superior ao mercado e b) as diferentes medidas de desempenho apresentam uma alta correlação entre si.

DINIZ (1997) analisou os retornos mensais de 40 fundos mútuos de ações brasileiros de agosto de 1990 a maio de 1996, observando que 10% dos fundos apresentaram retornos superiores ao Ibovespa pelos *índices de Jensen e Treynor* e apenas 7,5%, pelo critério de *Sharpe*. Os fundos apresentaram *betas* médios de 0,7017 (revelando serem menos alavancados que o Ibovespa), o *alfa de Jensen* médio foi de -1,0823%, demonstrando um desempenho fraco dos fundos. As despesas administrativas médias foram de 4,82%.

As comparações entre indicadores revelaram altas correlações entre os mesmos e os estudos não evidenciaram relações nem entre patrimônio líquido ou mesmo em despesas administrativas e os retornos auferidos pelos fundos. O autor não encontrou habilidades de seletividade superiores ao mercado (isto é, fundos capazes de escolher ativos de tal maneira a produzir *excedente de rentabilidade*), mas notou que 15 entre 40 fundos apresentaram resultados significativamente positivos em relação ao *market timing* (ou seja, capacidade de previsão de períodos de alta ou baixa do mercado acionário, capaz de fazer o fundo ter um *excedente de retorno* em relação ao Ibovespa).

WILNER (2000) estudou, pioneiramente, o fenômeno do *Agency Cost* (Custo do Agente) para fundos de investimento brasileiros. A *Agency Theory* - teoria que tem por objetivo estudar os conflitos entre agente-principal - ampliou as possibilidades de análise dos fundos de

investimento, ao adicionar os conflitos entre principal (investidor) e agente (administrador do fundo). A autora lista possíveis conflitos de interesses ao analisar o caso brasileiro: conflito com outras atividades exercidas pelo administrador (compra de ações de empresa controlada pelo administrador; favorecimento para a tesouraria do banco em relação ao fundo na aquisição de ativos interessantes; utilização do fundo para absorção de papéis não interessantes ou que o mercado não aceitou; giro excessivo da carteira com finalidade de aumentar ganhos da corretora do grupo; etc); situações nas quais o gestor está em conflito direto com o investidor (precificação em épocas de cálculo de bônus; compra de papéis presentes na carteira dos administradores com intuito de valorização da mesma; comissões para investimentos em determinados papéis; troca de corretagem por pesquisa; aumento do risco, quando o fundo está com problemas na classificação, com o intuito de atrair mais recursos e *windows-dressing* às vésperas de publicações da carteira).

Tais conflitos podem se refletir, segundo muitos teóricos, na rentabilidade do fundo, e alguns dos meios de evitá-los seriam através de métodos que tornem as remunerações dos administradores mais simétricos com os retornos dos investidores (ou seja, a implantação da taxa de performance simétrica que faz com que o administrador divida os lucros e as perdas com o investidor e de fundos disponíveis como reserva para que, em caso de perda, os administradores tenham parte considerável de seus lucros disponível e em risco).

ODA (2000) realizou um estudo em 78 fundos de ações brasileiros entre 1995 e 1998, analisando a persistência de performance para: retorno, risco, retorno ajustado ao risco, *timing* e seletividade. Utiliza as seguintes técnicas para análises bi-anuais, anuais, semestrais e trimestrais: testes de correlação de Pearson e de Spearman, teste qui-quadrado para associação e medidas de *relative risk*. Confirma a persistência para todas as variáveis observadas, exceto *market timing*.

Observa que a maior parte dos administradores foi incapaz de vencer o IBOVESPA bruto e ajustado ao risco. Não foram encontradas, no grupo como um todo, habilidades de *timing* ou seletividade. Apesar de os fundos, como um todo, serem incapazes de superar o IBOVESPA, existe maior possibilidade de um fundo vencedor conseguir excedente positivo de performance no futuro.

A variável risco apresentou persistência de performance num intervalo de confiança de 1% para quase todos os períodos estudados (apresentando a maior persistência dentre as variáveis analisadas). Nota-se que todos os fundos apresentam risco inferior ao IBOVESPA. A porcentagem de fundos que apresentou indicadores que superaram o IBOVESPA foi: *Índice de*

Sharpe e de Modigliani de 15,5%, *alfa de Jensen* de 27,7% e *Sortino* de 17,2%. Do grupo analisado, 72,1% apresentam *timing* negativo.

CERETTA E COSTA JR. (2001) desenvolveram, em seu artigo, um novo indicador de performance através da análise de envoltório de dados que permite agregar outros atributos como custos de administração ou restrições de capital aos tradicionais indicadores de risco e retorno. Criaram o *Índice Ponderado de Performance (IPP)*, que é uma relação entre a somatória dos retornos em 1 ano e 2 anos, ponderados, individualmente, por uma constante, dividido pela somatória do risco de 1 ano e de 2 anos, mais um taxa de administração ponderados por constantes mais uma constante c , ou seja $IPP = (u_1.y_1 + u_2.y_2) / (v_1.x_1 + v_2.x_2 + v_3.x_3 + c)$. Foram classificados 106 fundos de ações carteira livre brasileiros, segundo os retornos mensais entre dezembro de 1997 e novembro de 1999. Sete fundos foram identificados como eficientes (isto é, apresentam a melhor relação atributos desejáveis para um determinado nível de indesejáveis). Os demais fundos não apresentaram atributos desejáveis para que se localizassem na linha da fronteira eficiente do atributo IPP.

BRITO (2001) desenvolveu o IHB (Índice de Habilidade de Brito) que procura medir a habilidade em relação à característica de *market timing* dos fundos de investimentos, ou seja, procura verificar se os gestores possuem habilidade de alterar a composição da carteira de forma que superem a rentabilidade de um *benchmark passivo*.

Formalmente, o IHB baseia-se na hipótese binomial na qual o gestor de um fundo ativo (com um *benchmark* determinado) possui duas possibilidades: a primeira modificar a carteira do fundo de tal modo que sua rentabilidade seja superior ao *benchmark* (ou seja acertar); a segunda: modificar a carteira do fundo de forma a ter uma rentabilidade inferior ao indicador pré-determinado (ou seja errar).

O IHB é a probabilidade de acerto da aposta do gestor, tendo em vista que o ele pode errar ou acertar. Portanto, um fundo com um IHB superior a 0,5 indica que seu gestor possui qualidades de *market timing* (podendo prever as oscilações dos ativos componentes da carteira do fundo e do *benchmark* adequadamente e, assim, modificar a carteira do fundo de maneira a gerar um excedente de retorno positivo).

Adicionalmente, realizou-se um teste empírico em 32 fundos de derivativos num período de 90 dias úteis a partir de 31 de outubro de 1999. Verificou-se que apenas dez fundos mútuos

conseguiram obter IHB superior a 0,5 ao nível de 5% e sete fundos, ao nível de 1%. Demonstrou-se, assim, que a maior parte dos fundos analisados não possui evidências de habilidades de *market timing*.

SUAÍDE (2001) propõe-se a determinar métodos para análise do desempenho dos fundos de investimentos no Brasil. Adicionalmente, analisará o desempenho de 70 fundos passivos CDI (representando R\$39,6 bilhões) e 50 fundos ativos Ibovespa (R\$2,6 bilhões).

O autor divide análise de desempenho dos fundos em duas categorias: análise do risco e retorno e análise da eficiência administrativa. Para analisar a relação risco-retorno, em fundos Passivos CDI, utiliza-se do Índice de Sharpe Generalizado e da Análise de Dispersão; para fundos Ativos Ibovespa, do Índice de Sharpe Generalizado, Índice de Treynor, Análise de Dispersão, Alfa de Jensen e Razão de Informação.

Para estudar a eficiência administrativa dos fundos Passivos CDI escolhe o Erro Quadrático Médio e a Análise de Box-Plot e para os fundos Ativos Ibovespa, o Índice de Sucesso, Análise de Balzer e Análise de Box-Plot

Verificou-se, através dos estudos empíricos, que 54% dos fundos passivos CDI e 20% dos fundos ativos Ibovespa apresentaram *índice de Sharpe* negativo. Ambas as categorias apresentaram médias de retornos inferiores ao respectivos *benchmarks* (CDI e Ibovespa). O autor recomenda que o investidor, antes de aplicar seus recursos, não somente deva analisar o desempenho do fundo no período como um todo, mas também os resultados intra-períodos.

O estudo empírico a ser desenvolvido analisará a persistência de performance de fundos nacionais. Ampliará o escopo da pesquisa, anteriormente realizada por ODA (2000), ao incluir também os fundos de renda fixa e multi-mercado (que constituem modalidades de fundos com patrimônio líquido bastante superior à classe dos fundos mútuos de ações) e analisará o universo completo dos fundos ativos brasileiros. Será uma atualização quanto aos fundos de ações e uma inovação em relação à análise dos fundos de renda fixa e multimercado.

Capítulo IV: Análise da Performance dos Fundos Mútuos Brasileiros:

A teoria acadêmica apresenta, basicamente, três vertentes em relação ao fenômeno de persistência de performance em fundos mútuos de investimento.

Os trabalhos de GRIMBLATT E TITMAN (1992 e 1993), HENDRICKS, PATEL & ZECKHAUSER (1993), GOETZMANN E IBBOTSON (1994); BROWN E GOETZAMNN (1995), GRUBER (1996) e, no Brasil, SUAÍDE (2001) e ODA (2001) evidenciam a tendência de persistência de performance para fundos de investimento vencedores.

MALKIEL (1995) e JAIN E WU (2000) refutam o fenômeno de persistência de performance através de seus estudos empíricos.

Uma posição intermediária é exibida por CARHART (1997) que refuta a persistência de performance para os fundos vencedores, mas evidencia o fenômeno de *cold hands* - pelo qual os fundos perdedores tendem a ter desempenhos inferiores constantemente.

Esse estudo empírico analisará os retornos mensais de 1106 fundos mútuos de investimentos brasileiros (totalizando R\$275 bilhões de recursos) entre 28/06/96 e 29/06/01, selecionados entre os disponíveis no banco de dados da ANBID e classificados, segundo as categorias - e sub-categorias - definidas pela ANBID (como consta em anexo).

A amostra fornecerá condições de evidenciar ou refutar a ocorrência da persistência de performance em três categorias de fundos investimentos ativos: fundos de renda fixa, fundos multimercados, e fundos de ações.

A primeira seção do capítulo analisará as características da amostra; entre elas: o número e capitalização dos fundos a serem estudados; o patrimônio médio dos fundos; taxa de administração média; porcentagem dos fundos que cobram taxa de performance e presença média na amostra de cada classe e categoria.

A segunda seção descreverá as metodologias a serem utilizadas nos estudos empíricos. Tais metodologias basear-se-ão nos trabalhos clássicos de avaliação de persistência de performance de MALKIEL (1995), GRIMBLATT E TITMAN (1992,1993,1994) , BROWN E GOETZMANN (1995), GOETZMANN E IBBOTSON (1994).

A segunda secção dividir-se-á em três sub-ítems. O primeiro sub-ítem descreverá os métodos utilizados para comparação entre os retornos dos fundos ativos em relação aos fundos passivos e *benchmarks* correlatos. O segundo sub-ítem descreverá os testes de contingência para verificação de persistência de performance entre fundos vencedores e perdedores (constituindo-se na parte principal do estudo empírico a ser desenvolvido), enquanto o terceiro sub-ítem descreverá os métodos para comparação de estratégias de investimento com o retorno de *benchmarks* ou de fundos de investimento passivos.

Através dessas duas secções, buscar-se-á, primeiramente, mostrar as características da amostra a ser analisada, descrever os procedimentos metodológicos a serem desenvolvidos e formalizar a hipótese central do estudo empírico a ser testada.

4.1 Caracterização da Amostra:

Utilizou-se o banco de dados da ANBID, obtidos através do provedor BDN (Banco Dinheiro Net), disponível no CEF-FGV, para a composição da amostra a ser analisada. Os dados foram coletados no dia 21/08/2001 e constituíam-se, basicamente, de séries diárias de quotas e patrimônios líquidos dos fundos de investime^{nto}, além de séries históricas dos indicadores (Benchmarks). A base de dados utilizada é, provavelmente, a mais completa disponível para o mercado brasileiro; abrangendo, em 29/06/2001, séries históricas de 3205 fundos de investimento entre os quais 2971 ativos na data (87% do número total de fundos).

A discricionariedade por parte dos administradores em divulgar os dados de seus fundos não nos permite afirmar que o banco de dados esteja isento de *viés de sobrevivência* ou de históricos de quotas incompletos, entretanto, de maneira geral, é preciso e completo para a maior parte dos fundos analisados. Tendo como seu intuito principal atender ao mercado financeiro, verifica-se a predominância de fundos sobreviventes (os de maior interesse para os administradores e mercado em geral), impedindo, assim, a análise precisa do *viés de sobrevivência dos fundos*.

Coletou-se, também, manualmente, na Revista ANBID - publicada em Agosto de 2001 - dados relativos à taxa de administração, taxa de performance e exclusividade (se o era aberto ou exclusivo) dos fundos disponíveis em 29/06/2001.

Dos fundos analisados na base de dados foram excluídos: a) fundos Exclusivos; b) fundos que não apresentavam série de dados de pelo menos 1 ano; c) fundos extintos ou sem quota disponível em 29/06/2001 e d) fundos com patrimônio líquido inferior a R\$1.000.000,00.

A tabela 4.1 analisa o número de fundos e sua capitalização nas diversas sub-categorias definidas pela ANBID e nos mostra as categorias que irão ser estudadas conjuntamente (de forma explícita as classes de fundos Referenciados DI; Renda Fixa, Multi-Mercado; Indexados Ibovespa; Ibovespa Ativos).

Tabela 4.1: Quantidade e Capitalização de Fundos da Amostra (R\$Milhões)

Benchmark: CDI					
Data		Fundos Ativos com Benchmark no CDI			
	Referenciado DI (I)	Renda Fixa (II)			
		Renda Fixa	Renda Fixa Crédito	Renda Fixa Alavancado	Renda Fixa Multi-Indices
28-Jun-96	111 fundos R\$ 17.403,57	101 fundos R\$ 18.785,17	16 fundos R\$ 654,81	0	21 fundos R\$ 8.890,64
30-Jun-97	145 fundos R\$ 27.177,79	124 fundos 27.028,58	22 fundos 2.235,84	1 fundo 8,50	31 fundos 13.535,98
30-Jun-98	179 fundos R\$ 38.550,05	141 R\$ 34.415,57	27 R\$ 4.706,41	2 R\$ 39,15	35 R\$ 17.898,20
30-Jun-99	232 fundos R\$ 65.099,89	167 fundos R\$ 52.133,81	29 fundos R\$ 4.487,43	4 fundos R\$ 102,32	40 fundos R\$ 17.376,98
30-Jun-00	301 fundos R\$ 101.373,26	214 fundos R\$ 77.066,79	33 fundos R\$ 5.805,01	8 fundos R\$ 1.583,02	48 fundos R\$ 22.017,54
29-Jun-01	301 fundos R\$ 116.946,14	214 fundos R\$ 86.241,48	33 fundos R\$ 6.435,56	8 fundos R\$ 1.302,89	48 fundos R\$ 25.376,46
Data	Fundos Ativos com Benchmark no CDI (continuação)				(I+II+III)
	Multimercado (III)				
	Multimercado sem Renda Variável	Multimercado com Renda Variável	Multimercado Alavancado sem RV	Multimercado Alavancado com RV	
28-Jun-96	8 fundos R\$ 4.090,69	9 fundos R\$ 1.403,15	5 fundos R\$ 228,91	21 fundos R\$ 1.516,88	292 fundos R\$ 52.973,82
30-Jun-97	16 fundos R\$ 8.792,71	15 fundos R\$ 1.026,03	11 fundos R\$ 568,04	41 fundos R\$ 2.874,65	406 fundos R\$ 83.248,12
30-Jun-98	20 fundos R\$ 10.591,12	26 fundos R\$ 1.172,38	16 fundos R\$ 834,54	65 fundos R\$ 2.026,82	511 fundos R\$ 110.234,24
30-Jun-99	32 fundos R\$ 13.255,57	40 fundos R\$ 1.692,87	19 fundos R\$ 1.100,43	100 fundos R\$ 2.868,65	663 fundos R\$ 158.117,96
30-Jun-00	49 fundos R\$ 18.313,56	58 fundos R\$ 3.220,69	28 fundos R\$ 2.021,84	141 fundos R\$ 7.216,13	880 fundos R\$ 238.617,85
29-Jun-01	49 fundos R\$ 19.310,43	58 fundos R\$ 3.623,29	28 fundos R\$ 1.848,10	141 fundos R\$ 8.482,86	880 fundos R\$ 269.567,22

vide continuação próxima página

Continuação da Tabela 4.1: Quantidade e Capitalização de Fundos da Amostra (R\$Milhões)

Benchmark: IBOVESPA

Data	Indexado Bovespa (I)	Fundos de Ações Ativos com Benchmark no IBOVESPA (II)				(I)+(II)
		Ibovespa Ativo	Ibovespa Ativo Alavancado	Outros	Outros Alavancados	
28-Jun-96	14 fundos R\$ 171,47	35 fundos R\$ 273,57	20 fundos R\$ 190,33	18 fundos R\$ 386,97	3 fundos R\$ 28,46	90 fundos R\$ 1.050,80
30-Jun-97	27 fundos R\$ 1.374,86	51 fundos R\$ 1.898,53	30 fundos R\$ 1.766,44	25 fundos R\$ 757,65	7 fundos R\$ 130,72	140 fundos R\$ 5.928,20
30-Jun-98	35 fundos R\$ 699,76	62 fundos R\$ 1.259,99	40 fundos R\$ 924,19	37 fundos R\$ 465,32	9 fundos R\$ 91,64	183 fundos R\$ 3.440,91
30-Jun-99	41 fundos R\$ 578,32	71 fundos R\$ 1.101,97	43 fundos R\$ 947,68	44 fundos R\$ 509,19	13 fundos R\$ 86,36	212 fundos R\$ 3.223,51
30-Jun-00	44 fundos R\$ 1.117,44	73 fundos R\$ 2.452,89	47 fundos R\$ 1.847,72	47 fundos R\$ 841,18	15 fundos R\$ 204,19	226 fundos R\$ 6.463,42
29-Jun-01	44 fundos R\$ 829,33	73 fundos R\$ 2.048,63	47 fundos R\$ 1.586,81	47 fundos R\$ 809,89	15 fundos R\$ 165,08	226 fundos R\$ 5.465,02

Algumas das categorias listadas na classificação ANBID (fundos com benchmark no IBA, IBX e câmbiais) foram excluídas da análise, devido ao pequeno número de fundos disponíveis para todos os períodos, o que impediria a análise estatística mais precisa.

Os fundos balanceados e FIEIX foram excluídos, além do problema de poucos fundos existentes, também, por apresentarem problemas referentes à escolha do benchmark de comparação. Os fundos balanceados possuem proporções fixas entre ativos (ações e renda fixa), exigindo uma análise mais aprofundada de seus regulamentos para criação de benchmarks individuais para cada um dos fundos. Os FIEIXs apresentam o problema de aplicarem em títulos externos, devendo ser comparados a indexadores semelhantes às suas carteiras (C-Bond, IDU ou títulos brasileiros emitidos externamente).

As Tabelas 4.2 e 4.3 apresentam algumas das principais características dos fundos pertencentes à amostra analisada para diversas classes e categorias. Os principais resultados verificados são o maior tamanho de patrimônio líquido e número de fundos de renda fixa e

indexados ao DI (revelando, novamente, a predominância de fundos de renda fixa no mercado brasileiro).

Verifica-se que o aumento das taxas de administração e porcentagem de fundos com taxa de performance acompanha o crescimento do grau de gestão ativa dos fundos; com exceção dos fundos multimercados, que apresentam menor taxa de administração média (0,91%), mas uma alta porcentagem de fundos que cobra taxa de performance (42,39%), revelando uma tendência de o mercado buscar receitas através de excedente de retorno positivo – o que nem sempre diminui o Agency Cost entre gestores e investidores.

Em WILNER (2000), verifica-se que a existência de taxas de performance assimétricas (nas quais o gestor só apropria parte do retorno superior ao *benchmark*) pode ser um incentivo para que o gestor aumente o risco da carteira com o intuito de aumentar suas receitas. A solução seria a criação de uma taxa simétrica da qual o gestor participaria tanto do ganho quanto da perda de rentabilidade em relação ao *benchmark*, eliminando a tendência natural de aumentar os riscos sem preocupação com retornos negativos de um modelo assimétrico.

Em relação à presença média dos fundos na amostra, verifica-se que os fundos multimercados são os mais recentes (com 2,92 anos de presença média na amostra), seguidos por fundos referenciados DI (3,60 anos); fundos de renda fixa (3,83 anos); fundos de ações ativos referenciados no Ibovespa (4,00 anos) e fundos de ações indexados ao Ibovespa (4,02 anos). Essa observação pode ter suas origens na maior mortalidade e na tendência de criação mais acentuada das categorias mais recentes.

Através da comparação entre as taxas médias de administração das categorias listadas e dos patrimônios totais das categorias (Tabela 2.6), chegar-se-ia, com base nos dados de 29/06/2001, a uma estimativa de taxa de administração anual cobrada pelas categorias de fundos:

- a) fundos de renda fixa representando R\$2.676,52 milhões;
- b) fundos referenciados DI - R\$1.261,39 milhões;
- c) fundos multimercados - R\$ 638,64 milhões;
- d) fundos de ações ativos referenciados no Ibovespa - R\$ 423,62 milhões;
- e) fundos de ações indexados ao Ibovespa - R\$ 22,39 milhões.

Essas categorias representam, aproximadamente, 97% do mercado, totalizando, anualmente, R\$5.022,56 milhões ou US\$ 2.179,08 milhões (dólar cotado à R\$2,30 - junho de 2001). A indústria de fundos mútuos tem receitas advindas da taxa de administração da ordem de 0,85% do PIB.

Tabela 4.2: Características dos Fundos da Amostra (29/02/2001)
Por Classes de Fundos

Tipos	Número de Fundos	Patrimônio Líquido Média (R\$ Milhões)	Taxa de Administração Média	% dos Fundos com taxa de Performance	Presença média na Amostra desde 28/06/2001
Referenciado DI	301	388,53	1,45%	7,64%	3,60
Renda Fixa	214	403,00	2,38%	15,42%	3,79
Renda Fixa Crédito	33	195,02	0,81%	18,18%	4,17
Renda Fixa Alavancado	8	162,86	0,67%	25,00%	2,24
Renda Fixa Multi-Índice	48	528,68	1,33%	18,75%	4,04
Multimercado sem Renda Variável	49	394,09	0,65%	20,41%	3,03
Multimercado com Renda Variável	58	62,47	0,93%	43,10%	3,07
Multimercado Alavancado sem Renda Variável	28	66,00	0,64%	35,71%	3,22
Multimercado Alavancado com Renda Variável	141	60,16	1,15%	51,06%	2,77
Fundo de Ações Indexado Ibovespa	44	18,85	2,20%	6,82%	4,02
Fundo de Ações Ibovespa Ativo	73	28,06	2,49%	19,18%	4,10
Fundo de Ações Ibovespa Ativo Alavancado	47	33,76	2,31%	17,02%	4,12
Fundo de Ações Outros	47	17,23	3,17%	19,15%	3,84
Fundo de Ações Outros Alavancado	15	11,01	2,53%	20,00%	3,58

Tabela 4.3: Características dos Fundos da Amostra por Categoria (29/02/2001)
Média Ponderada pelo Patrimônio Líquido das Categorias

Tipos	Número de Fundos	Patrimônio Líquido Média (R\$ Milhões)	Taxa de Administração Média	% dos Fundos com taxa de Performance	Presença média na Amostra desde 28/06/2001
Referenciado DI	301	388,53	1,45%	7,64%	3,60
Renda Fixa	303	393,92	2,00%	16,50%	3,83
Multimercado	276	120,52	0,96%	42,39%	2,92
Fundos de Ações Indexado Ibovespa	44	18,85	2,20%	6,82%	4,02
Fundos de Ações Ativos referenciados Ibovespa	182	25,33	2,62%	18,68%	4,00

4.2 Metodologia:

Este estudo empírico procurará, através da base de dados disponível, replicar as análises referentes a essas observações clássicas. Nota-se que o banco de dados disponível, por se tratar de uma base de dados, voltada ao mercado que descarta, em certa medida, os fundos perdedores (não disponibilizando sua série de quotas para observação), dificulta ou impossibilita o cálculo do viés de sobrevivência. Dividir-se á a parte metodológica em três partes principais:

- a) comparação dos retornos dos fundos ativos com fundos passivos e com os *benchmarks*;
- b) verificação da persistência de performance - procurar-se-ão replicar os testes realizados por MALKIEL (1995, pp. 559-561). Acrescentar-se-á ao método desenvolvido, nesse artigo, a análise de persistência de performance, separando-se os fundos de alta e de baixa volatilidade (ou seja, com desvio padrão dos retornos mensais superior/inferior à mediana de todos os fundos da categoria) - técnica semelhante à desenvolvida por GOETZMAN E IBBOTSON (1994) ;
- c) análise de estratégias de investimento em fundos mútuos: MALKIEL (1995, pp. 562-567) e GRINBLATT E TITMAN (1993, pp. 64) que verifica os resultados de investimentos nos melhores 10%, 20%, 50% e piores 10%, 20%, 50%.

4.2.1 Comparação entre as amostras de fundos ativos, passivos e os benchmarks.

Primeiramente, elaborar-se-á uma tabela comparando os retornos anuais e os desvios padrões anualizados para as médias aritméticas dos fundos das diversas categorias com os respectivos *benchmarks* e fundos passivos correlatos. Os fundos de Renda Fixa e Multimercado serão comparados com o CDI (*benchmark*) e com os fundos referenciados DI; enquanto os fundos de ações terão o IBOVESPA como *benchmark*, e os fundos indexados ao IBOVESPA como fundos passivos de comparação. Adicionalmente, agregar-se-ão os valores por categorias e obter-se-á a média aritmética dos retornos dos fundos ativos.

Para se obter o desvio padrão anualizado, através dos retornos mensais disponíveis, utilizam-se as seguintes fórmulas:

$$a) Dp_{\text{mensal}} = \sqrt{(\sum(R_{\text{mensal}} - R_{\text{médio}})^2 / (n-1))}; Dp_{\text{mensal}} = \text{Desvio padrão mensal},$$

R_{mensal} = Retorno Mensal, $R_{\text{médio}}$ = Retorno médio, n = número de observações.

$$b) Dp_{\text{anualizado}} = Dp_{\text{mensal}} \cdot \sqrt{12}; Dp_{\text{anualizado}} = \text{Desvio padrão anualizado}.$$

Para os fundos de renda fixa e multimercado apresentar-se-á um gráfico, comparando seus retornos, transformados em percentual do CDI, o que será útil para verificarmos, graficamente sua volatilidade.

Em tabela seguinte, comparar-se-ão os retornos dos fundos mútuos ativos para cada categoria, verificando as porcentagens dos fundos que possuem excedente de retorno positivo em relação a seu benchmark e aos fundos passivos correlatos.

Posteriormente calcular-se-á o *Índice de Sharpe* para os fundos de ações (tendo como ativo livre de risco o CDI). Os fundos de ações serão classificados em duas categorias: uma, que conseguiu retornos superiores ao CDI (apresentando *Índice de Sharpe* positivo); e outra, que não conseguiu superar os retornos do título livre de risco. Os resultados dos fundos de renda fixa e multimercados serão os mesmos dos obtidos pela comparação com o CDI.

Os dados de comparação com CDI serão também úteis para verificarmos as porcentagens de fundos de renda fixa e multimercado que apresentam *Índice de Sharpe* positivo (visto que um excedente de retorno positivo em relação ao benchmark acarreta um *Índice de Sharpe* Generalizado e *Índice de Sharpe* tradicional positivo).

Para a obtenção do Índice de Sharpe Generalizados para os fundos de ações ativos usar-se-á a comparação com o Ibovespa, enquanto a comparação com o CDI será necessária para determinarmos o Índice de Sharpe Generalizado.

4.2.2 Método Binomial de Verificação de Persistência de Performance:

Para se averiguar a hipótese de persistência de performance, utilizar-se-á do método empregado por MALKIEL (1995, pp. 559-561), que pode ser dividido nas seguintes fases:

- a) cálculo do indicador de performance dos diversos fundos nos diversos períodos analisados (no caso de Malkiel, trata-se do retorno total bruto do fundo no período; entretanto poderia ser utilizado o α de Jensen; o Índice de Sharpe, o M^2 de Modigliani, etc.);
- b) ordenação dos fundos de acordo com a medida anterior e obtenção da mediana do indicador para a classe ou categoria analisada;
- c) definição de fundos vencedores para cada período, através da constatação dos fundos que tiveram indicadores superiores à mediana dos fundos; e perdedores, como aqueles que obtiveram inferiores à mediana;
- d) criação da tabela de contingência exibindo as quatro possibilidades de classificação dos fundos entre períodos (t e $t+1$): vencedores em t e $t+1$ (ww); perdedores em t e $t+1$ (ll), vencedores em t e perdedores em $t+1$ (wl) e perdedores em t e vencedores em $t+1$. As situações ww e ll indicam persistência de performance; enquanto wl e lw indicam que houve reversão na performance.
- e) realização do teste de hipótese, descrito abaixo, para verificação da hipótese de persistência de performance.

MALKIEL (1995, p. 559) relata que “o teste Z para vencedores repetidos é calculado da forma que segue. Sendo p a probabilidade que um fundo vencedor continue a ser vencedor no período posterior, e assumindo a independência entre fundos. Se não houver persistência, esperaríamos que p fosse igual a $\frac{1}{2}$. Portanto, a evidência contra a hipótese de persistência de performance seria constituída através da falha em rejeitar a hipótese de que $p = \frac{1}{2}$. Como Y , a variável aleatória do número de fundos vencedores em dois períodos consecutivos, teria uma distribuição binomial $b(n,p)$, poderíamos construir um teste binomial para verificar se a probabilidade p de fundos consistentemente vencedores é maior que $\frac{1}{2}$. Quando n é suficientemente grande ($n \geq 20$), a variável aleatória $Z = (Y - n.p) / (\sqrt{n.p.(1-p)})$ possui uma distribuição próxima à normal com média zero e desvio padrão um”. Sendo assim, a análise do de

Z seria evidência para rejeitar ou não a hipótese de que não existe persistência de performance a um determinado intervalo de significância.

Os principais estudos realizados em relação a testes de persistência de performance no mercado norte-americano, foram feitos com base em retornos brutos por MALKIEL (1995) e BROWN E GOETZMAN (1995), ou com relação ao α de Jensen - por GOETZMAN E IBBOTSON (1994). O mercado americano (diferentemente do mercado brasileiro) possui uma predominância de ações; portanto o indicador de performance α de Jensen é muito indicado por representar um excedente de performance relacionado ao modelo *CAPM*.

O mercado de fundos brasileiro apresenta um panorama muito diferente, pois caracteriza-se pela predominância de recursos investidos em ativos de renda fixa. O α de Jensen apresenta-se como *excedente de retorno*, obtido através de uma equação, na qual o β (fator que correlaciona o retorno do fundo com o do mercado acionário) é um dos fatores determinantes.

Sendo a correlação e grau de explicação entre os retornos dos títulos de renda fixa e o mercado acionário muito pequenos, um indicador, como o *Índice de Sharpe*, torna-se muito mais adequado para representar a performance dos fundos de renda fixa, pois esse indicador independe do retorno acionário.

A amostra a ser estudada possui histórico mensal de retornos para 5 anos. Os testes de hipótese de persistência serão feitos para períodos de investimento semestrais, anuais e de 2,5 anos. Adotar-se-á a metodologia de tabelas de contingência desenvolvida por MALKIEL (1995), entretanto, devido às peculiaridades do mercado brasileiro, utilizar-se-ão duas medidas de avaliação de performance: o retorno bruto dos fundos (que não leva em conta o fator risco) e o retorno bruto dos fundos para sub-categorias de alta e baixa volatilidade - técnica desenvolvida por GOETZMAN E IBBOTSON (1994).

As principais motivações para a escolha do método de divisão em sub-categorias de alta e baixa volatilidade foram:

a) dificuldade de utilização do *alfa de Jensen*, método de ajuste ao risco mais utilizado nos estudos norte-americanos, visto que essa medida se utiliza do conceito de retorno de mercado (referente ao retorno de um índice acionário); portanto, inadequado para avaliar fundos de renda fixa (maior porcentagem do mercado brasileiro);

b) apesar de serem medidas muito eficientes para avaliar os fundos no mercado brasileiro, tanto o *Índice de Sharpe* quanto o de *Modigliani* apresentam um grande inconveniente: a dificuldade de interpretação de resultados negativos (quando o excedente de retorno é negativo). No caso de dois fundos com um mesmo excedente de retorno negativo (X), apresentará o maior *Índice de Sharpe* (menos negativo) aquele que apresentar maior volatilidade (pois o *índice de Sharpe* é obtido através da divisão do *excedente de retorno* pela volatilidade do fundo). Surge o paradoxo de que um fundo apresentará melhor indicador entre dois fundos com o mesmo excedente de retorno negativo, se apresentar a maior volatilidade.

Para evitar situações nas quais fique impossível determinar qual o fundo vencedor ou perdedor (*Índice de Sharpe* negativo), basear-se-á a metodologia no método desenvolvido por GOETZMANN E IBBOTSON (1994, p-15), que subdivide as categorias dos fundos em duas classes de acordo com a mediana do desvio padrão, apresentada no período anterior. Os fundos que apresentarem um desvio padrão superior à mediana pertencerão à classe de alta volatilidade, enquanto os outros à de baixa volatilidade.

4.2.2.1 Teste da Hipótese de Persistência de Performance:

Para se analisar a persistência de performance construir-se-ão tabelas de contingência que mostrarão se um fundo vencedor (perdedor) no período t-1 conseguiu repetir sua performance vencedora (perdedora) no período posterior.

Define-se como vencedor (perdedor): um fundo que obteve uma taxa de retorno no período analisado superior (inferior) à mediana do grupo estudado (amostra total, grupo de alta, e o de baixa volatilidade). Para períodos, nos quais as amostras possuam número ímpares de elementos, considerar-se-á os fundos com retorno igual à mediana como vencedores.

As tabelas mostrarão se a porcentagem de fundos vencedores em dois períodos consecutivos é maior do que a de fundos vencedores que viraram perdedores. Para analisarmos se existe, ou não, evidência de persistência de performance, realizaremos o teste de hipótese descrito a seguir.

HIPÓTESE NULA Nº 1: O fato de um fundo ter sido vencedor no período anterior não implica que esse fundo tenha probabilidade $p \neq \frac{1}{2}$ de ser um fundo vencedor no período subsequente.

HIPÓTESE NULA Nº 2: O fato de um fundo ter sido perdedor no período anterior não implica que esse fundo probabilidade $p \neq \frac{1}{2}$ de ser um fundo perdedor no período subsequente.

É importante esclarecer que a aceitação (rejeição) da Hipótese Nula Nº 1 implica na aceitação (rejeição) da Hipótese Nº 2. Visto que o número de fundos vencedores repetidos é o mesmo que o de perdedores repetidos (existe somente uma diferença de uma unidade no caso de amostra com números ímpares de fundos). A amostra de fundos para cada período possui quatro tipos de fundos: fundos vencedores repetidos (ww), perdedores repetidos (ll), vencedores em t-1 e perdedores t (wl), e perdedores em t-1 e vencedores em t (lw). O número de ww é igual ao número de ll, e o número de wl é igual ao número de lw. Tal constatação advém da necessidade de que um fundo perdedor (vencedor) se torne vencedor (perdedor) no período subsequente para que outro fundo antes vencedor (perdedor) se torne perdedor (vencedor).

Para facilidade de interpretação dos dados, estar-se-á testando explicitamente a hipótese nula nº1. Entretanto sua aceitação (rejeição) será suficiente para tirar a mesma conclusão sobre a hipótese nula nº2. Portanto, o teste aplicado será suficiente para verificar a hipótese de persistência de performance dos fundos estudados.

$$\text{Hipótese 1: } \begin{cases} H_0: p = \frac{1}{2} \\ H_1: p \neq \frac{1}{2} ; \end{cases}$$

Se $n > 20$ tem-se uma distribuição normal com $Z = (Y - n.p) / \sqrt{(n.p.(1-p))} = (2Y - n) / (\sqrt{n})$

Y = número de fundos vencedores nos dois períodos analisados

n = número de fundos da amostra

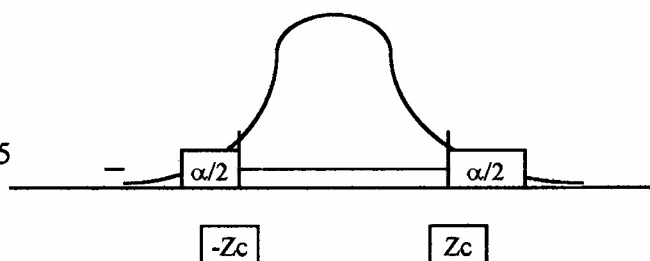
Nível de Significância (α):

Analisar-se-á o fenômeno de persistência de performance para os intervalos de significância bicaudais:

$\alpha_1 = 1\%$ com $Z_{c1} = 2,58$

$\alpha_2 = 5\%$ com $Z_{c2} = 1,96$

$\alpha_3 = 10\%$ com $Z_{c3} = 1,65$



BUSSAB E MORETTIN (1987) afirmam que o fato de a distribuição da média amostral tender à distribuição normal pode ser justificada pelo Teorema do Limite Central (que afirma que diversos tipos de distribuição, inclusive o binomial, tendem a se aproximar a uma distribuição normal de acordo com o aumento do número de elementos da amostra). Sendo o total de indivíduos portadores de uma característica na amostra S_n (onde $S_n = X_1 + X_2 + \dots + X_n$), onde cada X_i têm uma distribuição binomial de Bernoulli com média $\mu = p$ e variância $\sigma^2 = p \cdot (1-p)$, e são duas a duas independentes. Pode-se considerar, pelo Teorema do Limite Central, que \bar{X} terá distribuição aproximadamente normal, com média p e variância $[p \cdot (1-p)]/n$. Podemos, também, denotar $S_n = n \cdot \bar{X}$; portanto a transformada S_n terá a distribuição $S_n: N(n \cdot p, n \cdot p(1-p))$ e $p: N(p, [p \cdot (1-p)]/N)$.

INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS:

Se: $-Z_c < Z < Z_c \Rightarrow$ o tamanho da amostra não foi suficiente para rejeitar a hipótese H_0 .

Se: $Z > Z_c \Rightarrow$ Rejeitar a hipótese $H_0 \Rightarrow$ Evidência de Persistência de Performance.

Se: $Z < -Z_c \Rightarrow$ Rejeitar a hipótese $H_0 \Rightarrow$ Evidência de Reversão de Performance.

Nota-se, portanto, que, ao aceitarmos a Hipótese H_0 , estaremos concordando que não existe diferença entre investir em um fundo vencedor ou perdedor no período anterior; portanto não há evidências significativas do fenômeno da persistência de performance na amostra.

Entretanto, se rejeitarmos a H_0 e obtivermos um $Z > Z_c$, estaremos evidenciando o fenômeno de persistência de performance, ou seja que, vencedores no período anterior tendem a continuar vencedores no período seguinte.

Por outro lado, se rejeitarmos a H_0 e obtivermos um $Z < -Z_c$, estaremos evidenciando o fenômeno de reversão de performance, ou seja, que vencedores no período anterior tendem a virar perdedores no período seguinte.

4.2.3 Análise de Estratégias baseadas na suposição de persistência de mercado:

Com o intuito de verificar os resultados de realizar investimentos, baseando-se em rankings de performance passada, observaremos o comportamento de portfólios constituídos com base nos retornos passados de maneira semelhante aos estudos realizados por MALKIEL (1995, pp.562-567) e GRINBLATT E TITMAN (1993, pp. 63-66).

Construir-se-ão portfólios (para períodos de observação e investimento com duração de 6 meses, 1 ano e 2,5 anos) através da média aritmética simples de retorno para todos os fundos do grupo (utilizando-se a mesma ponderação para todos os ativos componentes do portfólio).

Para se selecionarem os fundos, seguir-se-ão três etapas: a) observação da rentabilidade do período anterior; b) classificação dos fundos por percentis e c) simulação dos investimentos nos percentis de classificação no período posterior. Os portfólios a serem constituídos serão elaborados por categoria de fundo (fundo de renda fixa, fundo multimercado e fundos de ações) e serão formados de fundos pertencentes aos seguintes grupos:

- a) 10% melhores em relação ao retorno simples (isto é, não ajustado para o risco da carteira) ;
- b) 20% melhores em relação ao retorno simples;
- c) 50% melhores em relação ao retorno simples;
- d) 10% piores em relação ao retorno simples;
- e) 20% piores em relação ao retorno simples;
- f) 50% piores em relação ao retorno simples;
- g) todos os fundos da categoria;

Os resultados obtidos serão comparados ao rendimento dos fundos passivos e dos *benchmarks* da categoria.

Adicionalmente, elaborar-se-á um portfólio, com base no *Índice de Sharpe Generalizado*, criando uma simulação (somente para períodos anuais) para verificar qual é a eficiência de se aplicar em fundos, seguindo a metodologia de classificação de fundos, adotada pela Revista Exame. Analisar-se-á o comportamento dos melhores fundos (ou dos fundos classificados pela

Revista Exame como 5 estrelas) assim definidos como aqueles cujo *Índice de Sharpe Generalizado* esteja no último quintil (20% superiores) da distribuição de frequência.

Capítulo V - Resultados do Estudo Empírico:

5.1 Resultados Observados nos Fundos de Ações Ativos com *benchmark* Ibovespa:

5.1.1 Comparação entre Fundos de Ações Ativos, Ibovespa e Fundos Indexados ao Ibovespa:

A tabela 5.1 mostra que a média aritmética dos retornos dos fundos ativos de ações é superior ao do Ibovespa em 3 dos 4 períodos analisados e superior aos fundos indexados ao Ibovespa nos 4 períodos. Adicionalmente, o retorno médio dos fundos de ações ativos, durante o período total (de julho de 1996 a junho de 2001), 158,81%, é superior ao retorno do Ibovespa (139,56%) e à média dos fundos de ações indexados ao Ibovespa (109,14%). Verifica-se, também, que os desvios padrões dos fundos ativos se mostram constantemente inferiores ao do Ibovespa. Conclui-se que, durante o período analisado, houve um excedente de retorno positivo dos fundos de ações ativos tanto em relação ao Ibovespa quanto aos fundos passivos correlatos.

O investidor que aplicasse na média dos fundos ativos obteria retorno superior e risco inferior à carteira Ibovespa, mesmo considerando-os líquidos de taxas administrativas e outras despesas. Tal fato corrobora a hipótese de que a gestão ativa foi capaz de agregar tanto no aumento rentabilidade quanto na diminuição do risco no período.

Apesar de a gestão ativa ter melhorado o desempenho dos fundos de forma incontestável, o uso de derivativos e alavancagem não geraram resultados tão conclusivos. Os fundos de ações ativos Ibovespa apresentaram um retorno de 147,21% nos cinco anos analisados com um desvio padrão anual dos retornos mensais de 37,91%, enquanto os fundos de ações ativos Ibovespa com alavancagem apresentaram resultados de 149,23% e 38,72%, respectivamente. A categoria de “fundos de ações ativos - outros” obteve um retorno de 184,51% e uma volatilidade de 29,30%, enquanto a categoria “fundos de ações ativos - outros com alavancagem” apresentou 143,72% e 32,83%, respectivamente. Portanto, pôde-se verificar que sempre a alavancagem adicionou riscos (aumentando a volatilidade dos portfólios), mas não foi capaz de sempre adicionar um aumento de retorno proporcional.

TABELA 5.1 MÉDIA ARITMÉTICA DOS RETORNOS E DESVIOS PADRÕES ANUALIZADOS DOS FUNDOS DE AÇÕES.

Período		Fundos de Ações Ativo Ibovespa	Fundos de Ações Ativo Ibovespa com Alavancagem	Fundos de Ações - Outros	Fundos de Ações - Outros com Alavancagem	Média Aritmética dos fundos de ações ativos	Fundos de Ações Indexados ao Ibovespa	IBOVESPA
JUL/1996 a	R_t	86,87%	93,25%	64,32%	79,20%	82,72%	82,56%	110,90%
JUN/1997	dp_t	15,20%	15,13%	13,04%	14,69%	14,37%	14,25%	18,78%
JUL/1997 a	R_t	-21,49%	-18,77%	-7,71%	-12,50%	-16,93%	-24,75%	-23,72%
JUN/1998	dp_t	34,94%	34,94%	28,92%	26,50%	32,71%	35,64%	42,62%
JUL/1998 a	R_t	19,85%	19,29%	24,14%	21,89%	21,41%	7,62%	19,71%
JUN/1999	dp_t	60,15%	61,74%	46,54%	52,91%	56,54%	61,47%	58,51%
JUL/1999 a	R_t	58,03%	52,42%	47,44%	44,79%	52,85%	53,60%	44,67%
JUN/2000	dp_t	33,84%	34,53%	26,28%	29,49%	31,64%	31,10%	36,29%
JUL/2000 a	R_t	-11,03%	-12,68%	2,50%	-11,93%	-8,12%	-7,90%	-14,02%
JUN/2001	dp_t	31,75%	33,25%	23,02%	28,86%	29,52%	28,28%	30,26%
JUL/1996 a	R_t	147,21%	149,23%	184,51%	143,72%	158,81%	109,14%	139,56%
JUN/2001	dp_t	37,91%	38,72%	29,30%	32,83%	35,46%	37,32%	39,60%
R_t = Retorno no Período dp_t = desvio padrão anualizado								

Apesar de a média do retorno dos fundos ativos ser superior à rentabilidade do Ibovespa e dos fundos indexados ao Ibovespa, as tabelas 5.2 e 5.3 nos remetem a interessantes conclusões:

- apenas 47,43% do total de observações de retornos anuais dos fundos de ações ativos são superiores ao Ibovespa, e apenas 44,70%, quando se pondera, igualmente, por período;
- em relação aos fundos de ações ativos que superam os fundos indexados Ibovespa, as porcentagens são respectivamente 47,28% e 48,83%.

Os resultados de superioridade dos retornos médios dos fundos ativos e os resultados das porcentagens dos fundos ativos que superam o retorno do Ibovespa e fundos indexados ao Ibovespa nos remetem a uma interessante conclusão: o excedente de retorno positivo dos fundos ativos (de uma minoria de fundos) é suficientemente grande para superar os excedentes negativos

de retornos da maioria dos fundos (que possuiu retornos inferiores), de tal forma a fazer com que a média dos retornos seja superior ao Ibovespa e aos fundos passivos.

O fenômeno de concentração de habilidades de superar os retornos do Ibovespa e dos fundos passivos nos remetem a outra interessante conclusão: existe uma minoria de fundos que consegue superar os retornos do Ibovespa e dos fundos passivos. Entretanto, esses fundos conseguem um *excedente de retorno* considerável em relação aos demais fundos de ações ativos. Se essa capacidade de obter retornos superiores for constante (ou seja se houver persistência de performance), haverá uma grande vantagem em se investir nos fundos vencedores.

A baixa rentabilidade do mercado acionário do período (o Ibovespa apresentou retorno de apenas 139,56%) em relação ao CDI (182,48%) pode explicar, parcialmente, o fenômeno de retornos de índices ativos superiores ao Ibovespa, visto que a carteira dos fundos de ações detém parcela de seu patrimônio em títulos de renda fixa (6,60% das carteiras, em 29/06/2001) como reserva de liquidez ou instrumento de diversificação de portfólio. Os Informativos CVM fornecem dados que permitem verificar carteiras dos fundos de ações com composição em renda fixa superior a 5% na maior parte dos períodos.

Os fundos de ações ativos apresentam um retorno anualizado de 20,95%; os fundos indexados ao Ibovespa, 15,90%; e o Ibovespa, 19,09%. Os excedentes de retorno anualizados dos fundos Ibovespa ativos em relação ao Ibovespa seria de 1,86% e de 5,05%, quando comparados com fundos indexados ao Ibovespa. Os fundos passivos apresentam um excedente de retorno de -3,19% ao ano, em relação ao Ibovespa (que representaria uma performance negativa, mesmo que os retornos dos fundos fossem calculados antes de deduzida da taxa de administração).

Conclui-se que a gestão ativa, mesmo quando considerada líquida de taxas de administração, foi capaz de superar o Ibovespa durante o período analisado, o que demonstra habilidades superiores de gestão em relação ao *benchmark* Ibovespa. Por outro lado, os fundos passivos obtiveram desempenhos inferiores ao Ibovespa (mesmo antes do desconto das taxas de administração), demonstrando a incapacidade dos gestores de criar um portfólio espelho do Ibovespa. Tal evidência é um argumento contra os defensores da gestão passiva, que se baseiam na hipótese de menores estruturas de custos dos fundos passivos em relação aos ativos e na

impossibilidade de se superar, consistentemente, o mercado para apoiar a preferência pela aplicação de recursos em fundos passivos.

Apesar de o Ibovespa ter apresentado retornos inferiores ao CDI, a gestão ativa dos fundos de ações fez com que seus resultados deduzidos das taxas de administração (158,81%, em média) fossem superiores às médias dos retornos dos fundos referenciados DI (155,66%), renda fixa (141,45%); mas abaixo dos fundos multimercados (182,48%).

Tabela 5.2 - Percentagem dos fundos de ações que superam a rentabilidade do Ibovespa.

Período	Indexados Ibovespa	Ibovespa Ativo	Ibovespa Ativo Alavancado	Outros	Outros Alavancados	Média Fundos Ativos
JUL/1996-JUN/1997	0,00%	11,76%	95,24%	5,56%	0,00%	32,05%
JUL/1997-JUN/1998	33,33%	56,00%	3,33%	58,33%	42,86%	41,44%
JUL/1998-JUN/1999	2,86%	33,90%	5,13%	47,06%	22,22%	28,37%
JUL/1999-JUN/2000	80,49%	81,43%	90,70%	46,51%	46,15%	72,19%
JUL/2000-JUN/2001	81,82%	61,64%	2,13%	76,60%	53,33%	49,45%
Médias:						
Do Total de observações	49,07%	53,85%	35,00%	52,41%	38,78%	47,43%
Entre os Períodos	39,70%	48,95%	39,30%	46,81%	32,91%	44,70%

Tabela 5.3 - Percentagem dos fundos de ações que superam a rentabilidade dos Fundos Indexados IBOVESPA.

Período	Ibovespa Ativo	Ibovespa Ativo Alavancado	Outros	Outros Alavancados	Média Fundos Ativos
JUL/1996-JUN/1997	52,94%	95,24%	27,78%	40,00%	57,69%
JUL/1997-JUN/1998	62,00%	3,33%	58,33%	57,14%	45,05%
JUL/1998-JUN/1999	76,27%	7,69%	73,53%	66,67%	56,03%
JUL/1999-JUN/2000	51,43%	93,02%	41,86%	15,38%	56,80%
JUL/2000-JUN/2001	17,81%	2,13%	70,21%	33,33%	28,57%
Médias:					
Do Total de observações	50,00%	36,11%	57,23%	38,78%	47,28%
Entre os Períodos	52,09%	40,28%	54,34%	42,51%	48,83%

A tabela 5.4 nos revela que somente 45,96% dos fundos conseguiram resultados superiores ao CDI ou 48,87% (médias entre períodos). O número de 45,96% representa o número de fundos com índice de Sharpe positivo (quando a taxa livre de risco é o CDI).

Tabela 5.4: Porcentagem dos fundos de ações que superam a rentabilidade do CDI

Período	Indexados Ibovespa	Ibovespa Ativo	Ibovespa Ativo Alavancado	Outros	Outros Alavancados	Média Fundos Ativos
JUL/1996-JUN/1997	100,00%	97,06%	100,00%	94,44%	100,00%	97,44%
JUL/1997-JUN/1998	0,00%	2,00%	10,00%	4,17%	14,29%	5,41%
JUL/1998-JUN/1999	2,86%	11,86%	84,62%	20,59%	11,11%	34,04%
JUL/1999-JUN/2000	97,56%	100,00%	100,00%	90,70%	92,31%	97,04%
JUL/2000-JUN/2001	0,00%	2,74%	4,26%	29,79%	6,67%	10,44%
Médias:						
Do Total de observações	34,16%	39,51%	56,67%	46,99%	40,82%	45,96%
Entre os Períodos	40,08%	42,73%	59,77%	47,94%	44,87%	48,87%

5.1.2 Análise da Persistência de Performance dos Fundos de Ações Ativos:

Ao observarmos a tabela 5.5 (pág. 99), verificamos que a análise da amostra total em períodos de investimento semestrais apresentou 4 períodos com evidências de persistência de performance, 1 período, com evidência de reversão de performance; e 3 períodos, com Z positivo, mas não significativo (a 95% de confiança). O somatório dos resultados apresentou Z positivo (3,88) e significativo a 95% de confiança; e um total de 57,8% de repetições para vencedores.

A análise para períodos de investimento anuais apresentou apenas um Z negativo não significativo (-0,16), um Z positivo significativo e 2 Zs positivos não significativos (a 95% de confiança). O intervalo total apresentou 57,3% de repetições de vencedores com Z positivo e significativo a 95%.

A análise para períodos de investimento de 2,5 anos apresentou 51,3% de repetições, entretanto, o Z é positivo porém não significante a 95% de confiança.

Os testes de persistência de performance para os diversos períodos indicaram persistência significativa para intervalos semestrais e anuais. Entretanto, não se observaram evidências estatísticas significativas para a análise para períodos de investimento de 2,5 anos (a 95% de confiança), apesar de 51,3% de repetições para vencedores.

A tabela 5.6, referente aos fundos com alta volatilidade, apresenta apenas um período com Z positivo e significativo, um negativo não significativo, um nulo e cinco positivos não significativos a 95%. O total da amostra apresenta 59,8% de vencedores repetidos e um Z de 3,17 que suporta a hipótese de persistência de performance.

Em relação ao período anual, observaram-se: 1 Z positivo e significativo, 2 positivos não significativos a 95%, um período no qual o número de observações não permite inferências estatísticas para esse teste. Para o intervalo total, a porcentagem de vencedores repetidos foi de 59,7% com Z de 2,11.

A análise para 2,5 anos apresentou percentagem de vencedores repetidos de 50% e o número de elementos não nos permite fazer inferências estatísticas com significância estatística.

A tabela 5.7 (pág. 101) descreve os resultados para fundos de baixa volatilidade, em relação à observação semestral, obtiveram-se 3 resultados positivos significativos, 2 positivos não significativos, 2 negativos não significativos a 95% e um resultado nulo. A somatória dos resultados indicou 61,6% de repetição de vencedores com um Z de 4,07, que confirma a hipótese de persistência de performance a 95%.

As observações para períodos de investimento anuais obtiveram 3 Zs positivos, mas apenas 1 significativo a 95%. No total, 62,9% de fundos vencedores repetidos e um Z de 2,87.

As observações de 2,5 anos foram prejudicadas pelo pequeno número de observações, entretanto, pode-se notar que a porcentagem de vencedores repetidos foi de 61,1%. Para a maior parte dos períodos analisados (na amostra total, no grupo de alta e no de baixa volatilidade), verificou-se que a probabilidade de repetição de vencedores é maior do que um simples acaso, o que sugere a existência de outros fatores que fazem com que fundos vencedores continuem vencedores. Tais fatores podem ir desde a taxa de administração menor até a qualidade de gestão superior. Entretanto, nossos testes indicam que a probabilidade de ocorrência de repetição de vencedores é maior do que $\frac{1}{2}$, o que faz com que a informação de performance passada seja útil para o investidor que queira obter uma boa referência na previsão de fundos vencedores no futuro.

Tabela 5.5: Teste de Persistência de Performance Amostra Total - Fundos de Ações**Análise para Período de Investimento Semestral**

Início do Semestre		Semestre Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	28,00	11,00	71,8%	2,72 ***
	Perdedor	11,00	28,00		
Jan/97	Vencedor	14,00	30,00	31,8%	(2,41) **
	Perdedor	30,00	15,00		
Jul/97	Vencedor	30,00	25,00	54,5%	0,67
	Perdedor	25,00	31,00		
Jan/98	Vencedor	44,00	20,00	68,8%	3,00 ***
	Perdedor	20,00	44,00		
Jul/98	Vencedor	35,00	35,00	50,0%	0,00
	Perdedor	35,00	36,00		
Jan/99	Vencedor	52,00	25,00	67,5%	3,08 ***
	Perdedor	25,00	53,00		
Jul/99	Vencedor	46,00	38,00	54,8%	0,87
	Perdedor	38,00	47,00		
Jan/00	Vencedor	45,00	43,00	51,1%	0,21
	Perdedor	43,00	46,00		
Jul/00	Vencedor	60,00	31,00	65,9%	3,04 ***
	Perdedor	31,00	60,00		
Total	Vencedor	354,00	258,00	57,8%	3,88 ***
	Perdedor	258,00	360,00		

Análise para Período de Investimento Anual

Início		Ano Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	19,00	20,00	48,7%	(0,16)
	Perdedor	20,00	19,00		
Jul/97	Vencedor	35,00	20,00	63,6%	2,02 **
	Perdedor	20,00	36,00		
Jul/98	Vencedor	41,00	29,00	58,6%	1,43
	Perdedor	29,00	42,00		
Jul/99	Vencedor	47,00	37,00	56,0%	1,09
	Perdedor	37,00	48,00		
Total	Vencedor	142,00	106,00	57,3%	2,29 **
	Perdedor	106,00	145,00		

Análise para Período de Investimento de 2,5 anos

Início do Período		Período Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	20,00	19,00	51,3%	0,16
	Perdedor	19,00	20,00		

* significativo a 10%; ** significativo a 5% e *** significativo a 1%

Tabela 5.6: Teste de Persistência de Performance - Fundos de Ações Alta Volatilidade**Análise para Período de Investimento Semestral**

Início do Semestre		Semestre Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	12,00	6,00	66,7%	-
	Perdedor	6,00	13,00		
Jan/97	Vencedor	8,00	14,00	36,4%	(1,28)
	Perdedor	14,00	8,00		
Jul/97	Vencedor	16,00	11,00	61,5%	0,96
	Perdedor	10,00	16,00		
Jan/98	Vencedor	22,00	10,00	68,8%	2,12 **
	Perdedor	10,00	22,00		
Jul/98	Vencedor	19,00	16,00	54,3%	0,51
	Perdedor	16,00	19,00		
Jan/99	Vencedor	23,00	14,00	62,2%	1,48
	Perdedor	14,00	24,00		
Jul/99	Vencedor	21,00	21,00	50,0%	0,00
	Perdedor	21,00	21,00		
Jan/00	Vencedor	28,00	16,00	63,6%	1,81 *
	Perdedor	16,00	28,00		
Jul/00	Vencedor	27,00	17,00	60,0%	1,34
	Perdedor	18,00	27,00		
Total	Vencedor	155,00	104,00	59,8%	3,17 ***
	Perdedor	104,00	157,00		

Análise para Período de Investimento Anual

Início		Ano Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	9,00	9,00	50,0%	-
	Perdedor	9,00	10,00		
Jul/97	Vencedor	12,00	11,00	52,2%	0,21
	Perdedor	11,00	13,00		
Jul/98	Vencedor	22,00	16,00	57,9%	0,97
	Perdedor	16,00	23,00		
Jul/99	Vencedor	28,00	13,00	70,0%	2,53 **
	Perdedor	12,00	28,00		
Total	Vencedor	71,00	49,00	59,7%	2,11 **
	Perdedor	48,00	74,00		

Análise para Período de Investimento de 2,5 anos

Início do Período		Período Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	9,00	9,00	0,5	-
	Perdedor	9,00	10,00		

* significativo a 10%; ** significativo a 5% e *** significativo a 1%

Tabela 5.7.: Teste de Persistência de Performance - Fundos de Ações- Baixa Volatilidade**Análise para Período de Investimento Semestral**

Início do Semestre		Semestre Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	16,00	3,00	84,2%	-
	Perdedor	3,00	15,00		
Jan/97	Vencedor	12,00	9,00	54,5%	0,43
	Perdedor	10,00	12,00		
Jul/97	Vencedor	13,00	15,00	46,4%	(0,38)
	Perdedor	15,00	13,00		
Jan/98	Vencedor	21,00	11,00	65,6%	1,77 *
	Perdedor	11,00	21,00		
Jul/98	Vencedor	16,00	18,00	47,1%	(0,34)
	Perdedor	18,00	17,00		
Jan/99	Vencedor	26,00	13,00	66,7%	2,08 **
	Perdedor	13,00	26,00		
Jul/99	Vencedor	28,00	14,00	66,7%	2,16 **
	Perdedor	14,00	28,00		
Jan/00	Vencedor	22,00	22,00	50,0%	0,00
	Perdedor	22,00	21,00		
Jul/00	Vencedor	34,00	11,00	75,6%	3,43 ***
	Perdedor	11,00	33,00		
Total	Vencedor	188,00	116,00	61,6%	4,07 ***
	Perdedor	117,00	186,00		

Análise para Período de Investimento Anual

Início		Ano Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	11,00	8,00	57,9%	-
	Perdedor	8,00	10,00		
Jul/97	Vencedor	25,00	6,00	80,6%	3,41 ***
	Perdedor	6,00	25,00		
Jul/98	Vencedor	18,00	13,00	58,1%	0,90
	Perdedor	13,00	18,00		
Jul/99	Vencedor	24,00	19,00	55,8%	0,76
	Perdedor	19,00	24,00		
Total	Vencedor	78,00	46,00	62,9%	2,87 ***
	Perdedor	46,00	77,00		

Análise para Período de Investimento de 2,5 anos

Início do Período		Período Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	11,00	7,00	61,1%	-
	Perdedor	7,00	12,00		

* significativo a 10%; ** significativo a 5% e *** significativo a 1%

5.1.3 Estratégias de Investimento em Fundos de Ações Ativos:

Ao analisarmos a tabela 5.8 (pág. 103), verificamos que, para o período de 6 meses, houve uma tendência de persistência de performance (o retorno da classe dos 50% melhores no período anterior obteve retornos superiores à classe dos 50% piores no período posterior) em 8 dos 9 períodos analisados. Adicionalmente podemos verificar que o retorno do intervalo total (de Jan/1997 a Jun/2001) dos 50% melhores (152,42%) é, de forma substancial, superior ao rendimento dos 50% piores (87,18%), e os desvios padrões dos portfólios são, praticamente, os mesmos (37,82% e 37,76%, respectivamente).

As estratégias de investimento dos melhores fundos foram muito eficientes no período de investimento semestral, e os fundos da categoria 10% melhores apresentaram os maiores retornos (237,52%), seguidos pelos 20% melhores (211,32%), 50% melhores (152,42%). Entretanto, houve uma reversão na tendência quanto aos 10% piores (102,18%), que conseguiram superar o retorno dos 20% piores (88,22%) e dos 50% piores (87,18%).

A estratégia de investir nos fundos vencedores foi consideravelmente superior à média de todos os fundos analisados (118,42%), dos fundos indexados ao Ibovespa (84,86%) e ao Ibovespa (108,58%).

Os dados referentes aos períodos de investimento de 1 ano possuem uma reversão de performance acentuada em Jul/07 a Jun/1998, e 3 períodos com persistência de performance (50% melhores apresentaram maiores retornos que os 50% piores). O retorno dos 50% melhores (37,45%), no período total, é superior ao dos 50% piores (35,92%); entretanto, em proporção muito menor ao observado para períodos de 6 meses.

Um fato interessante é que, apesar de os 10% e 20% piores fundos apresentarem os melhores resultados para o período total, 134,52% e 69,69%, a faixa dos 50% piores fundos apresentou um retorno de 35,92% inferior aos 37,45% obtidos pelos 50% melhores. Isto indica que os fundos localizados entre o segundo e o quinto decil apresentaram um resultado muito inferior ao dos dois primeiros decis (20% piores).

Os 20% melhores fundos apresentaram retorno de 54,21% e os 10% melhores, de 47,45%, superando, consideravelmente, a média total de retorno 37,15% e os retornos do Ibovespa (13,59%) e dos fundos indexados ao Ibovespa (14,56%).

A estratégia de investir nos fundos 5 estrela (20% melhores fundos pelo critério do índice de Sharpe Generalizado) se mostrou marginalmente superior à média total dos fundos tanto em retorno (37,50% versus 37,15%) quanto em termos de volatilidade (38,50% versus 39,10%). Entretanto, obtiveram retorno inferior ao investimento nos 10% e 20% melhores fundos pelo critério de retorno simples.

A análise para o período de investimento de 2,5 anos indicou persistência de performance entre os 50% piores e os 50% melhores fundos que apresentaram 109,37% de retorno versus 118,80%, entretanto estratégias de investir nos 10% e nos 20% melhores (109,61% e 112,17%) foram incapazes de superar a média dos fundos analisados (114,20%) e dos fundos indexados ao Ibovespa (130,44%), tendo superado, porém, o retorno do Ibovespa (108,87%).

Os resultados da tabela 5.8 mostraram que, para todos os períodos totais, as estratégias de investir nos 50% melhores fundos do período anterior foram superiores ao portfólio dos 50% piores e que, para o período de 1 ano, o investidor que investisse em fundos 5 estrelas obteria melhor retorno do que investindo na média dos fundos e nos 50% piores. Podemos concluir que o investidor foi capaz de obter um excedente de retorno positivo em relação à média dos fundos analisados, ao utilizar-se de estratégias que se baseiam na hipótese de persistência de performance durante o intervalo analisado.

TABELA 5.8: Resultados de estratégias de investimento nos percentis de retorno do período anterior- Fundos de Ações.

Período 6 Meses:		10% Piores	20% Piores	50% Piores	50% Melhores	20% Melhores	10% Melhores	TODOS	Indexados Ibovespa	Ibovespa
JAN/1997-JUN/1997	R	37,39%	44,42%	51,42%	67,27%	66,21%	60,75%	59,56%	61,36%	83,63%
	DP	13,03%	12,33%	10,66%	12,81%	12,80%	14,52%	11,72%	11,90%	15,14%
JUL/1997-DEZ/1997	R	14,80%	-1,02%	-10,65%	-18,77%	-20,07%	-19,30%	-14,59%	-18,54%	-19,11%
	DP	25,49%	25,81%	33,34%	44,70%	47,41%	46,63%	38,68%	44,77%	52,41%
JAN/1998-JUN/1998	R	-4,88%	-4,94%	-5,58%	-1,15%	6,29%	11,84%	-3,36%	-7,62%	-5,69%
	DP	30,54%	30,81%	30,21%	30,03%	31,39%	33,94%	30,05%	27,82%	34,93%
JUL/1998-DEZ/1998	R	-30,50%	-31,91%	-31,28%	-24,85%	-21,59%	-21,83%	-28,10%	-33,94%	-28,71%
	DP	71,79%	74,98%	76,28%	69,81%	66,91%	68,10%	72,96%	77,71%	72,51%
JAN/1999-JUN/1999	R	60,19%	59,97%	62,04%	64,23%	66,18%	63,81%	63,04%	62,91%	67,92%
	DP	32,02%	32,30%	30,78%	26,92%	29,08%	27,76%	28,60%	32,40%	33,16%
JUL/1999-DEZ/1999	R	36,28%	39,25%	43,58%	52,35%	52,15%	55,14%	47,72%	42,69%	45,39%
	DP	31,36%	34,07%	34,45%	36,19%	36,67%	35,43%	35,41%	38,60%	43,36%
JAN/2000-JUN/2000	R	4,15%	4,03%	3,60%	5,11%	7,96%	10,28%	4,32%	7,64%	-0,49%
	DP	15,73%	20,47%	25,73%	28,29%	27,24%	28,79%	26,96%	21,05%	25,96%
JUL/2000-DEZ/2000	R	-7,30%	-5,30%	-6,18%	-5,11%	-2,15%	-0,34%	-5,64%	-9,14%	-8,52%
	DP	23,92%	23,70%	26,36%	26,77%	25,38%	25,60%	26,55%	28,11%	34,94%
JAN/2001-JUN/2001	R	-8,00%	-7,30%	-5,69%	0,23%	5,26%	6,55%	-2,71%	1,36%	-6,02%
	DP	38,55%	37,54%	36,96%	31,78%	26,98%	26,93%	34,23%	30,74%	28,16%
JAN/1997-JUN/2001	R	102,18%	88,22%	87,18%	152,42%	211,32%	237,52%	118,42%	84,86%	108,58%
	DP	35,09%	36,31%	37,76%	37,82%	37,20%	37,23%	37,61%	39,35%	41,74%

Período 1 Ano:		10% Piores	20% Piores	50% Piores	50% Melhores	20% Melhores	10% Melhores	Fundos 5 estrelas	Todos	Indexados Ibovespa	Ibovespa
JUL/1997-JUN/1998	R	28,25%	7,10%	-11,32%	-21,03%	-20,19%	-22,99%	-23,01%	-16,08%	-24,75%	-23,72%
	DP	36,70%	32,58%	32,81%	35,65%	35,80%	38,28%	38,40%	34,07%	35,64%	42,62%
JUL/1998-JUN/1999	R	26,83%	16,19%	13,42%	17,57%	20,99%	16,55%	19,15%	15,60%	7,62%	19,71%
	DP	62,55%	60,24%	60,21%	54,07%	50,93%	51,00%	51,29%	57,13%	61,47%	58,51%
JUL/1999-JUN/2000	R	43,38%	41,79%	48,89%	58,45%	62,24%	62,57%	57,46%	53,33%	53,60%	44,67%
	DP	33,15%	32,52%	32,77%	31,90%	31,08%	32,81%	32,04%	32,32%	31,10%	36,29%
JUL/2000-JUN/2001	R	0,56%	-3,82%	-9,24%	-6,56%	-1,56%	1,05%	-4,82%	-7,79%	-7,90%	-14,02%
	DP	22,88%	24,21%	27,85%	30,21%	29,11%	29,13%	30,62%	28,98%	28,28%	30,26%
JUL/1997-JUN/2001	R	134,52%	69,69%	35,92%	37,45%	54,21%	47,45%	37,50%	37,15%	14,56%	13,59%
	DP	40,41%	38,81%	39,73%	38,68%	37,32%	38,27%	38,50%	39,10%	40,72%	42,57%

Período 2,5 anos:		10% Piores	20% Piores	50% Piores	50% Melhores	20% Melhores	10% Melhores	Todos	Indexados Ibovespa	Ibovespa
JAN/1999-JUN/2001	R	84,52%	85,41%	109,37%	118,80%	112,17%	109,61%	114,20%	130,44%	108,87%
	DP	31,73%	31,37%	31,60%	32,09%	29,41%	28,39%	31,80%	31,56%	34,85%

R= Retorno no Período / DP=Desvio de Retorno no Período

5.2 Resultados Observados nos Fundos de Renda Fixa:

5.2.1 Comparação entre Fundos de Renda Fixa, CDI e Fundos Referenciados DI:

A tabela 5.9 (pág. 106) apresenta o retorno dos fundos da categoria renda fixa para o período de julho de 1996 a junho de 2001. Os fundos da classe renda fixa apresentaram os menores retornos e desvios padrões dentre todas as classes de fundos renda fixa. Já os fundos de renda fixa crédito, alavancados e multi-índices apresentaram, durante o período, médias superiores às da categoria renda fixa como um todo.

Verifica-se, através da tabela 5.9, que existe uma tendência de as classes de fundos mais rentáveis serem as mais voláteis. Os fundos de renda fixa apresentaram retorno e desvio padrão anualizado de 132,23% e 1,39%, respectivamente; fundos de renda fixa multi-índice, 159,04% e 1,65%. fundos de renda fixa crédito, 173,77% e 1,99%. E os fundos de renda fixa alavancados apresentaram as maiores volatilidades em todos os períodos analisados, entretanto, não há nenhum representante na amostra de julho de 1996 a junho de 1997.

Nota-se que a média aritmética dos fundos de renda fixa (categoria) é inferior, em todos os períodos, aos retornos dos fundos referenciados DI e do CDI. No período total, o retorno anualizado da média dos fundos de renda fixa foi 19,28%; do CDI, 23,08%; e dos Referenciados DI, 20,65%, correspondendo a um excedente anualizado de rentabilidade em relação ao CDI de -3,80% ao ano no caso dos fundos de Renda Fixa; e de -2,43%, para os fundos Referenciados DI. Mesmo se considerando brutos da taxa de administração média da categoria renda fixa (2,00% ao ano em média) e DI (1,45% ao ano); os fundos de renda fixa e referenciados DI apresentaram um retorno inferior ao CDI.

TABELA 5.9 MÉDIA ARITMÉTICA DOS RETORNOS E DESVIOS PADRÕES ANUALIZADOS DOS FUNDOS DE RENDA FIXA.

Período		Fundos de Renda FIXA	Fundos de Renda Fixa Crédito	Fundos de Renda Fixa Alavancados	Fundos de Renda Fixa Multi-índices	Média Aritmética dos fundos de Renda Fixa	Fundos Referenciados ao CDI	CDI
JUL/1996 a	R_t	17,98%	23,96%	N/A	20,05%	19,08%	20,52%	23,18%
JUN/1997	dp_t	0,37%	0,55%	N/A	0,33%	0,34%	0,42%	0,46%
JUL/1997 a	R_t	19,97%	23,17%	20,57%	24,07%	21,25%	23,93%	27,09%
JUN/1998	dp_t	1,63%	3,00%	4,60%	2,10%	1,83%	1,70%	1,87%
JUL/1998 a	R_t	24,52%	30,25%	32,37%	28,17%	25,74%	27,65%	30,86%
JUN/1999	dp_t	1,63%	2,01%	5,84%	1,74%	1,64%	1,72%	1,85%
JUL/1999 a	R_t	16,31%	19,08%	21,30%	17,96%	16,84%	17,26%	18,89%
JUN/2000	dp_t	0,29%	0,37%	1,09%	0,34%	0,31%	0,28%	0,33%
JUL/2000 a	R_t	13,29%	15,60%	14,79%	15,03%	13,83%	14,36%	15,97%
JUN/2001	dp_t	0,40%	0,42%	1,25%	0,49%	0,42%	0,31%	0,33%
JUL/1996 a	R_t	132,23%	173,77%	N/A	159,04%	141,45%	155,66%	182,48%
JUN/2001	dp_t	1,39%	1,99%	N/A	1,65%	1,48%	1,58%	1,75%
R_t = Retorno no Período dp_t = desvio padrão anualizado N/A= Não disponível								

Os gráficos 5.1 e 5.2 (pág. 107) indicam o retorno mensal dos fundos de Renda Fixa e Referenciados DI como porcentagem do retorno mensal do CDI. Os fundos de Renda Fixa tiveram retornos de 84,79% do CDI mensal (em média), enquanto os fundos Referenciados DI obtiveram 90,32% do CDI mensal.

Os dados fornecidos pela tabela 5.2 e pelos gráficos 5.1 e 5.2 demonstram que, em média, os fundos de renda fixa apresentaram retornos inferiores aos dos fundos referenciados DI e ao CDI.

Gráfico 5.1: Rentabilidade Mensal Média dos fundos Referenciados DI como porcentagem do CDI (Jul/1996-Jun/2001)

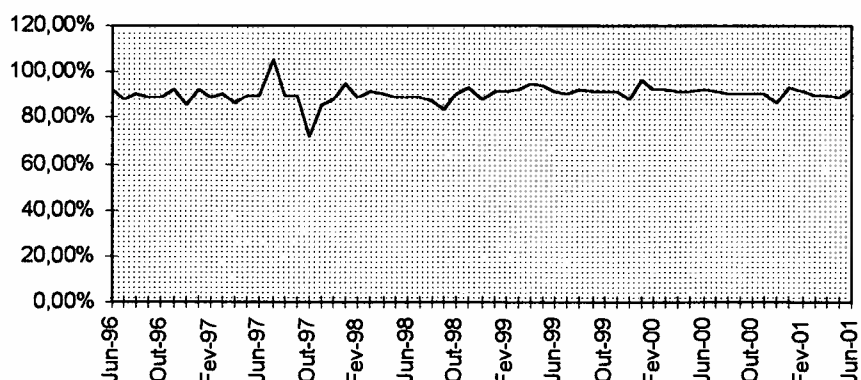
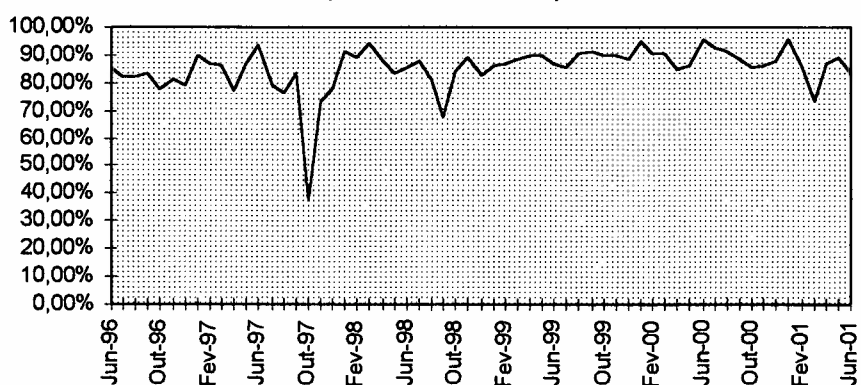


Gráfico 5.2: Rentabilidade Mensal Média dos fundos de Renda Fixa como porcentagem do CDI (Jul/1996-Jun/2001)



A tabela 5.10 (pág. 108) indica que, apenas 24,18% das observações anuais nos fundos de renda fixa, foram superiores ao retorno do CDI (ou 24,25% das médias dos períodos), entretanto, os fundos de renda fixa crédito e alavancados apresentaram 48,84% e 50% das observações superiores ao retorno do CDI.

Tabela 5.10 - Análise dos fundos de renda fixa que superam a rentabilidade do CDI

Período	Referenciados DI	Renda Fixa	Renda Fixa Crédito	Renda Fixa Alavancado	Renda Fixa Multi-índice	Média dos Fundos de Renda Fixa
JUL/1996-JUN/1997	15,93%	18,75%	50,00%	N/A	47,62%	23,94%
JUL/1997-JUN/1998	17,01%	16,27%	34,78%	0,00%	38,71%	20,45%
JUL/1998-JUN/1999	19,79%	15,29%	42,86%	100,00%	40,00%	21,17%
JUL/1999-JUN/2000	28,45%	31,90%	65,52%	100,00%	53,66%	38,14%
JUL/2000-JUN/2001	16,28%	12,74%	48,48%	12,50%	33,33%	17,56%
Média:						
Do Total de observações	19,96%	18,86%	48,84%	50,00%	42,05%	24,18%
Entre os Períodos	19,49%	18,99%	48,33%	53,13%	42,66%	24,25%

A tabela 5.11 mostra que 54,72% das observações anuais foram superiores aos retornos médios dos fundos referenciados DI (ou 54,37 da média entre os períodos). Tal número mostra que existe uma minoria de fundos que têm retornos inferiores aos fundos referenciados DI e consegue fazer com que a média da categoria fique inferior ao retorno médio dos fundos referenciados DI.

Tabela 5.11 - Percentagem dos fundos de renda fixa que superam a rentabilidade dos Fundos Referenciados DI

	Renda Fixa	Renda Fixa Crédito	Renda Fixa Alavancado	Renda Fixa Multi-índice	Média dos Fundos de Renda Fixa
JUL/1996-JUN/1997	51,70%	87,50%	N/A	57,14%	54,93%
JUL/1997-JUN/1998	38,28%	78,26%	0,00%	67,74%	45,08%
JUL/1998-JUN/1999	53,72%	85,71%	100,00%	80,00%	59,93%
JUL/1999-JUN/2000	51,25%	86,21%	100,00%	68,29%	56,78%
JUL/2000-JUN/2001	48,48%	90,91%	75,00%	77,08%	55,11%
Média:					
Do Total de observações	48,86%	86,05%	81,25%	71,59%	54,72%
Entre os Períodos	48,69%	85,72%	68,75%	70,05%	54,37%

5.2.2 Análise da Persistência de Performance dos Fundos de Renda Fixa:

Como foi constatado o fenômeno de persistência de performance entre os fundos de renda fixa indicaria a possibilidade de obtenção de retorno superior aos retornos médios da categoria, se adotada a estratégia de investimento nos fundos de melhor performance passada.

As tabelas 5.12, 5.13 e 5.14 (págs. 110, 111 e 112) indicam que existe persistência de performance (com 99% de confiança) para os fundos de renda fixa em todos os períodos analisados (exceto de julho de 1997 a janeiro de 1998 para o grupo de alta volatilidade) tanto para a amostra total, como para as amostras segmentadas em alta e baixa volatilidade, entretanto, o fenômeno é mais acentuado para a amostra de baixa volatilidade.

Algumas das principais explicações para o fenômeno podem ser:

a) a existência de pequena oportunidade de diversificação do portfólio de renda fixa no mercado brasileiro. O mercado de debêntures é muito pequeno, os prazos dos títulos são curtos e a maior parte do volume é formada por títulos públicos de baixo risco de crédito. A tabela 2.8 indica que os Fundos de Investimento Financeiro (dos quais os de Renda Fixa são a categoria mais numerosa) investem 75,10% de suas carteiras em títulos públicos federais; 5,70%, em títulos privados; 3,10%, em debêntures e 14,40%, em operações compromissadas de curtíssimo prazo;

b) devido à pequena oportunidade de diversificação para a maior parte dos fundos de renda fixa, as taxas de administração e outras despesas dos fundos representam elemento chave na rentabilidade do fundo (nota-se que existem fundos com taxas de administração muito elevadas destinados a investimentos de recursos de curto prazo);

c) os fundos que compraram títulos de maior retorno tenderam a ser os mais rentáveis devido ao pequeno número de *defaults* no período.

Tabela 5.12: Teste de Persistência de Performance - Fundos de Renda Fixa- Amostra Total**Análise por Período de Investimento Semestral**

Início do Semestre		Semestre Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	66,00	5,00	93,0%	7,24***
	Perdedor	5,00	67,00		
Jan/97	Vencedor	63,00	17,00	78,8%	5,14***
	Perdedor	17,00	63,00		
Jul/97	Vencedor	67,00	23,00	74,4%	4,64***
	Perdedor	23,00	68,00		
Jan/98	Vencedor	81,00	14,00	85,3%	6,87***
	Perdedor	14,00	81,00		
Jul/98	Vencedor	85,00	20,00	81,0%	6,34***
	Perdedor	20,00	86,00		
Jan/99	Vencedor	99,00	14,00	87,6%	8,00***
	Perdedor	14,00	100,00		
Jul/99	Vencedor	116,00	5,00	95,9%	10,09***
	Perdedor	5,00	116,00		
Jan/00	Vencedor	136,00	7,00	95,1%	10,79***
	Perdedor	7,00	136,00		
Jul/00	Vencedor	128,00	23,00	84,8%	8,54***
	Perdedor	23,00	129,00		
Total	Vencedor	841,00	128,00	86,8%	22,90***
	Perdedor	128,00	846,00		

Análise por Período de Investimento Anual

Início		Ano Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	62,00	9,00	87,3%	6,29***
	Perdedor	9,00	63,00		
Jul/97	Vencedor	74,00	16,00	82,2%	6,11***
	Perdedor	16,00	75,00		
Jul/98	Vencedor	94,00	11,00	89,5%	8,10***
	Perdedor	11,00	95,00		
Jul/99	Vencedor	111,00	10,00	91,7%	9,18***
	Perdedor	10,00	111,00		
Total	Vencedor	341,00	46,00	88,1%	15,00***
	Perdedor	46,00	344,00		

Análise por Período de Investimento de 2,5 anos

Início do Período		Período Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	64,00	7,00	90,1%	6,76***
	Perdedor	7,00	65,00		

*** significante a 1 %

Tabela 5.13.: Teste de Persistência de Performance - Fundos de Renda Fixa- Alta Volatilidade**Análise por Período de Investimento Semestral**

Início do Semestre		Semestre Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	32,00	2,00	91,4%	4,90***
	Perdedor	3,00	32,00		
Jan/97	Vencedor	31,00	9,00	77,5%	3,48***
	Perdedor	9,00	31,00		
Jul/97	Vencedor	28,00	17,00	62,2%	1,64
	Perdedor	17,00	28,00		
Jan/98	Vencedor	36,00	10,00	76,6%	3,65***
	Perdedor	11,00	36,00		
Jul/98	Vencedor	38,00	13,00	73,1%	3,33***
	Perdedor	14,00	38,00		
Jan/99	Vencedor	45,00	10,00	80,4%	4,54***
	Perdedor	11,00	45,00		
Jul/99	Vencedor	57,00	3,00	95,0%	6,97***
	Perdedor	3,00	56,00		
Jan/00	Vencedor	63,00	7,00	88,7%	6,53***
	Perdedor	8,00	63,00		
Jul/00	Vencedor	60,00	15,00	80,0%	5,20***
	Perdedor	15,00	59,00		
Total	Vencedor	390,00	86,00	81,1%	13,63***
	Perdedor	91,00	388,00		

Análise por Período de Investimento Anual

Início		Ano Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	26,00	9,00	74,3%	2,87***
	Perdedor	9,00	25,00		
Jul/97	Vencedor	34,00	12,00	73,9%	3,24***
	Perdedor	12,00	34,00		
Jul/98	Vencedor	48,00	7,00	87,3%	5,53***
	Perdedor	7,00	48,00		
Jul/99	Vencedor	54,00	9,00	85,7%	5,67***
	Perdedor	9,00	54,00		
Total	Vencedor	162,00	37,00	81,4%	8,86***
	Perdedor	37,00	161,00		

Análise por Período Investimento de 2,5 anos

Início do Período		Período Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	27,00	8,00	79,4%	3,43***
	Perdedor	7,00	27,00		

*** significante a 1%

Tabela 5.14.: Teste de Persistência de Performance - Fundos de Renda Fixa Baixa Volatilidade**Análise por Período de Investimento Semestral**

Início do Semestre		Semestre Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	34,00	2,00	94,4%	5,33***
	Perdedor	2,00	34,00		
Jan/97	Vencedor	37,00	3,00	92,5%	5,38***
	Perdedor	3,00	37,00		
Jul/97	Vencedor	40,00	4,00	90,9%	5,43***
	Perdedor	4,00	41,00		
Jan/98	Vencedor	41,00	6,00	89,1%	5,31***
	Perdedor	5,00	41,00		
Jul/98	Vencedor	51,00	2,00	96,2%	6,73***
	Perdedor	2,00	51,00		
Jan/99	Vencedor	54,00	3,00	94,7%	6,76***
	Perdedor	3,00	54,00		
Jul/99	Vencedor	59,00	1,00	100,0%	7,68***
	Perdedor	-	59,00		
Jan/00	Vencedor	69,00	2,00	97,2%	7,95***
	Perdedor	2,00	69,00		
Jul/00	Vencedor	75,00	1,00	98,7%	8,49***
	Perdedor	1,00	75,00		
Total	Vencedor	460,00	24,00	95,4%	19,95***
	Perdedor	22,00	461,00		

Análise por Período de Investimento Anual

Início		Ano Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	TesteZ para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	34,00	2,00	94,4%	5,33***
	Perdedor	2,00	34,00		
Jul/97	Vencedor	42,00	2,00	95,5%	6,03***
	Perdedor	2,00	41,00		
Jul/98	Vencedor	47,00	3,00	95,9%	6,43***
	Perdedor	2,00	47,00		
Jul/99	Vencedor	56,00	2,00	96,6%	7,09***
	Perdedor	2,00	56,00		
Total	Vencedor	179,00	9,00	95,7%	12,50***
	Perdedor	8,00	178,00		

Análise por Período de Investimento de 2,5 anos

Início do Período		Período Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	TesteZ para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	34,00	2,00	94,4%	5,33***
	Perdedor	2,00	34,00		

*** significante a 1%

5.2.3 Estratégias de Investimento em Fundos de Renda Fixa:

A tabela 5.15 (pág. 114) sugere existir uma tendência muito forte de que estratégias de investimento em fundos vencedores no passado sejam mais eficientes que investir aleatoriamente ou em fundos de baixa performance anterior. Todos os grupos, situados acima do 5º decil de rentabilidade passada, apresentaram maiores retornos futuros que a média da categoria fundos de renda fixa.

A estratégia de se investir baseando-se no índice de Sharpe Generalizada (fundos 5 estrelas) demonstrou ser a melhor alternativa de retorno dentre todas disponíveis e apresentou desvio padrão inferior ao das categorias acima do 5º decil. Essa estratégia foi capaz de superar o retorno dos fundos referenciados DI (125,70% versus 100,23%) e diminuir o montante do excedente de retorno negativo em relação ao CDI para 0,92% anualizados.

Nota-se, também, que a estratégia de investir nos 50%, 20%, e 10% melhores fundos de renda fixa foi superior ao retorno obtido pelas médias dos fundos referenciados DI no período de 5 anos (148,01%, 150,46%, 147,62% versus 131,61%, respectivamente).

Apesar de as estratégias que se baseiam na seleção dos melhores fundos serem extremamente eficientes na escolha dos fundos de renda fixa, o maior benefício delas é excluir fundos que tendem a ser perdedores contínuos da composição dos portfólios. Verifica-se, pelos rendimentos das carteiras formadas pelos 10%, 20% e 50% piores fundos, que existem evidências muito fortes do fenômeno conhecido como *cold hands*. Este fenômeno pode ser parcialmente explicado pelas altíssimas taxas de administração cobradas pelos administradores deste fundos. Tais fundos são também conhecidos como fundos de curto prazo e concentram-se em investimentos de curto prazo.

TABELA 5.15: Resultados de estratégias de investimento nos percentis de retorno do período anterior- Fundos de Renda Fixa.

Período 6 meses:		10% Piores	20% Piores	50% Piores	50% Melhores	20% Melhores	10% Melhores	TODOS	Referenciados CDI	CDI
JAN/1997-JUN/1997	R	1,22%	3,66%	6,88%	10,34%	10,72%	10,90%	8,60%	9,18%	10,26%
	DP	0,05%	0,48%	0,40%	0,32%	0,33%	0,35%	0,29%	0,27%	0,23%
JUL/1997-DEZ/1997	R	2,52%	3,91%	7,34%	10,87%	10,26%	8,55%	9,10%	11,40%	13,06%
	DP	0,93%	1,09%	1,63%	2,80%	3,72%	5,15%	2,22%	2,03%	2,35%
JAN/1998-JUN/1998	R	4,34%	5,25%	9,04%	12,71%	13,05%	13,37%	10,87%	11,25%	12,41%
	DP	1,07%	1,24%	1,40%	1,67%	1,66%	1,86%	1,53%	1,49%	1,44%
JUL/1998-DEZ/1998	R	2,64%	5,18%	9,36%	13,64%	13,71%	13,45%	11,51%	12,64%	14,35%
	DP	0,66%	1,07%	1,49%	1,95%	2,24%	2,71%	1,73%	1,81%	1,95%
JAN/1999-JUN/1999	R	2,89%	6,49%	10,84%	14,60%	14,89%	14,91%	12,71%	13,32%	14,44%
	DP	0,72%	1,19%	1,64%	1,93%	1,96%	1,98%	1,78%	1,79%	1,94%
JUL/1999-DEZ/1999	R	4,09%	5,10%	7,08%	9,39%	9,65%	9,75%	8,23%	8,44%	9,30%
	DP	0,77%	0,39%	0,23%	0,33%	0,31%	0,30%	0,26%	0,30%	0,37%
JAN/2000-JUN/2000	R	4,18%	5,21%	6,80%	9,01%	9,20%	9,27%	7,90%	8,13%	8,78%
	DP	0,16%	0,22%	0,28%	0,42%	0,51%	0,63%	0,35%	0,26%	0,25%
JUL/2000-DEZ/2000	R	3,42%	4,45%	5,88%	7,90%	8,07%	8,19%	6,89%	7,05%	7,84%
	DP	0,18%	0,22%	0,28%	0,35%	0,42%	0,48%	0,31%	0,29%	0,26%
JAN/2001-JUN/2001	R	3,34%	4,29%	5,56%	7,34%	7,36%	7,27%	6,45%	6,83%	7,54%
	DP	0,27%	0,29%	0,41%	0,59%	0,81%	1,02%	0,50%	0,34%	0,39%
JAN/1997-JUN/2001	R	32,52%	52,92%	93,84%	148,01%	150,46%	147,62%	119,38%	131,61%	152,84%
	DP	0,80%	0,87%	1,33%	1,86%	2,06%	2,43%	1,58%	1,66%	1,84%

Período 1 ano:		10% Piores	20% Piores	50% Piores	50% Melhores	20% Melhores	10% Melhores	Fundos 5 estrelas	Todos	Referenciados CDI	CDI
JUL/1997-JUN/1998	R	6,01%	8,92%	16,22%	24,88%	24,00%	22,14%	24,33%	20,53%	23,93%	27,09%
	DP	0,80%	0,98%	1,44%	2,34%	3,19%	4,25%	3,06%	1,88%	1,70%	1,87%
JUL/1998-JUN/1999	R	6,73%	11,56%	20,82%	30,00%	30,81%	30,98%	30,82%	25,39%	27,65%	30,86%
	DP	0,74%	1,08%	1,62%	1,77%	1,75%	1,74%	1,75%	1,70%	1,72%	1,85%
JUL/1999-JUN/2000	R	8,52%	10,40%	14,03%	19,20%	19,69%	20,05%	19,74%	16,61%	17,26%	18,89%
	DP	0,55%	0,30%	0,25%	0,37%	0,40%	0,44%	0,40%	0,30%	0,28%	0,33%
JUL/2000-JUN/2001	R	6,63%	8,63%	11,52%	15,72%	15,78%	15,82%	15,89%	13,63%	14,36%	15,97%
	DP	0,21%	0,27%	0,35%	0,47%	0,60%	0,64%	0,51%	0,41%	0,31%	0,33%
JUL/1997-JUN/2001	R	30,93%	45,72%	78,55%	123,93%	124,76%	122,43%	125,70%	100,23%	112,13%	129,32%
	DP	0,65%	0,80%	1,38%	1,96%	2,24%	2,62%	2,19%	1,66%	1,76%	1,94%

Período 2,5 anos:		10% Piores	20% Piores	50% Piores	50% Melhores	20% Melhores	10% Melhores	Todos	Indexados Ibovespa	Ibovespa
JAN/1999-JUN/2001 (2,5 anos)	R	24,84%	27,87%	38,22%	55,58%	56,06%	55,86%	47,26%	51,95%	57,80%
	DP	0,62%	0,65%	1,17%	1,66%	1,64%	1,63%	1,40%	1,50%	1,60%

R= Retorno no Período / DP=Desvio de Retorno no Período

5.3 Resultados Observados nos Fundos Multimercados:

5.3.1 Comparação entre Fundos Multimercado, CDI e Fundos Referenciados DI:

A tabela 5.16 (pág. 116) indica que, durante o período analisado total, a média de retornos dos fundos multimercados (196,83%) foi superior à obtida pelos fundos referenciados DI (155,66%) e ao retorno do CDI (182,48%). Nota-se, entretanto, que a volatilidade - medida através do desvio padrão anualizado - é consideravelmente maior (4,50% ao ano) em comparação com a volatilidade dos fundos referenciados DI (1,58%) e do CDI (1,75%).

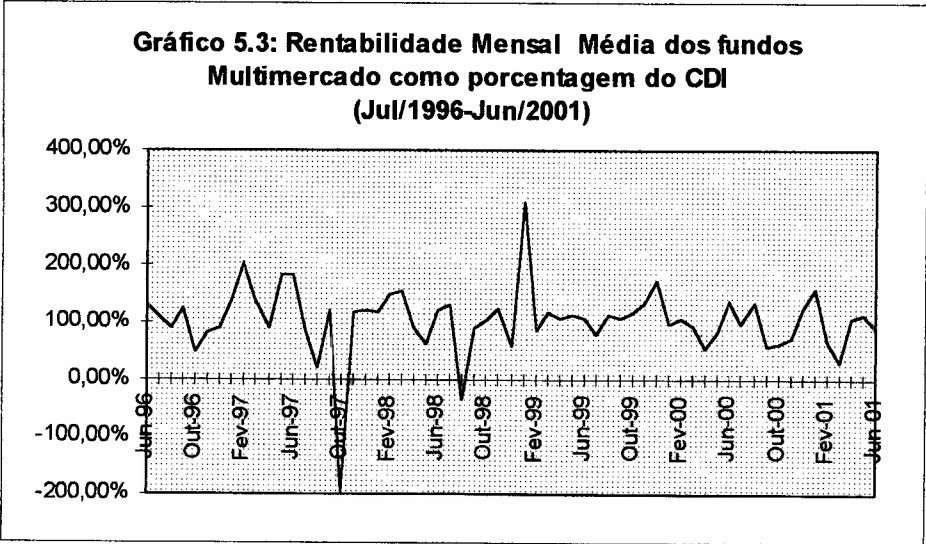
Os fundos com maior liberdade de composição do portfólio foram os que mais se mostraram rentáveis e voláteis. O fator alavancagem também contribuiu para o aumento de rentabilidade dos fundos. Nota-se que os retornos e volatilidades entre as classes crescem monotonicamente, sendo que os fundos multimercados sem renda variável apresentaram retornos de 170,21% e desvio padrão anualizado de 1,88% no período de cinco anos. Os fundos multimercados sem renda fixa alavancados apresentaram 182,22% e 1,88%; os fundos multimercados com renda variável, 197,76% e 4,62% e os fundos multimercados com renda fixa alavancados, 207,37% e 6,53%, respectivamente.

É interessante observar que as categorias de fundos multimercado sem renda variável (170,21%) e multimercado alavancado sem renda variável (182,22%) apresentaram retornos totais inferiores ao CDI (182,48%), enquanto os fundos com renda variável apresentaram 197,76% e os fundos alavancados com renda variável, 207,37%. Supõe-se, por isso, que houve habilidade de os fundos que utilizam instrumentos de renda variável, posicionarem-se corretamente nos movimentos de mercado. As classes com renda variável apresentaram excedente de retorno positivo anualizado em relação ao CDI de 2,10%, no caso dos fundos alavancados com renda variável, e de 1,31% ao ano para a categoria de fundos multimercados com renda variável. O excedente anualizado da média dos fundos multimercado foi de 0,23% ao ano em relação ao CDI.

TABELA 5.16 MÉDIA ARITMÉTICA DOS RETORNOS E DESVIOS PADRÕES ANUALIZADOS DOS FUNDOS MULTIMERCADO.

Período		Multimercado sem Renda Variável	Multimercado com Renda Variável	Multimercado sem Renda Variável Alavancados	Multimercado com Renda Variável Alavancados	Média dos fundos Multimercado	Referenciados CDI	CDI
JUL/1996 a JUN/1997	R_t	21,52%	28,98%	24,48%	32,30%	28,63%	20,52%	23,18%
	dp_t	0,37%	2,11%	0,86%	4,34%	2,47%	0,42%	0,46%
JUL/1997 a JUN/1998	R_t	24,28%	26,25%	26,50%	20,08%	23,08%	23,93%	27,09%
	dp_t	2,08%	5,97%	2,91%	10,32%	6,78%	1,70%	1,87%
JUL/1998 a JUN/1999	R_t	30,03%	31,87%	30,41%	39,11%	35,27%	27,65%	30,86%
	dp_t	2,59%	7,11%	2,01%	8,28%	5,98%	1,72%	1,85%
JUL/1999 a JUN/2000	R_t	18,32%	22,27%	17,30%	21,45%	20,67%	17,26%	18,89%
	dp_t	0,37%	2,37%	0,94%	2,48%	1,70%	0,28%	0,33%
JUL/2000 a JUN/2001	R_t	16,29%	13,41%	17,17%	14,52%	14,87%	14,36%	15,97%
	dp_t	0,62%	2,18%	0,96%	2,28%	1,70%	0,31%	0,33%
JUL/1996 a JUN/2001	R_t	170,21%	197,76%	182,22%	207,37%	196,83%	155,66%	182,48%
	dp_t	1,88%	4,62%	2,10%	6,53%	4,50%	1,58%	1,75%
R_t = Retorno no Período dp_t = desvio padrão anualizado								

O gráfico 5.3 indica que a média dos retornos dos fundos multimercados oscila entre patamares de -200% a 300% dos retornos mensais do CDI. Em média, a rentabilidade dos fundos multimercado se apresenta como 104,86% do CDI mensal.



A tabela 5.17 nos mostra que os fundos multimercado conseguiram superar o retorno do CDI em 58,25% das observações anuais (62,09%, ponderando por períodos). A tabela 5.18 (pág. 118) indica que 66,44% das observações anuais dos fundos multimercado obtiveram retornos superiores aos fundos referenciados DI (69,95%, ponderando por período).

Os resultados da tabela 5.17 nos permitem concluir que, durante o período analisado, a média dos retornos dos fundos multimercados foi superior ao retorno do CDI e à média dos fundos referenciados DI. A maior parte dos fundos conseguiu superar ambos indicadores.

Tabela 5.17 - Percentagem dos fundos multimercados que superam a rentabilidade do CDI						
	Referenciados DI	Multimercado sem Renda Variável	Multimercado com Renda Variável	Multimercado sem RV Alavancado	Multimercado com RV Alavancado	Média Fundos Multimercado
JUL/1996-JUN/1997	15,93%	33,33%	90,00%	83,33%	72,73%	70,21%
JUL/1997-JUN/1998	17,01%	37,50%	81,25%	90,00%	53,49%	60,00%
JUL/1998-JUN/1999	19,79%	35,00%	73,08%	80,00%	69,70%	66,14%
JUL/1999-JUN/2000	28,45%	41,18%	92,68%	94,74%	69,23%	71,72%
JUL/2000-JUN/2001	16,28%	30,61%	56,90%	82,14%	32,62%	42,39%
Média:						
Do Total de observações	19,96%	35,16%	74,17%	85,90%	53,99%	58,25%
Entre os Períodos	19,49%	35,52%	78,78%	86,04%	59,55%	62,09%

Adicionalmente, a Tabela 5.18 nos fornece o número de fundos multimercados que superaram os fundos referenciados DI. Obtêm-se resultados muito mais acentuados de fundos multimercados com taxas de retornos superiores aos fundos referenciados DI do que os obtidos pela comparação com as do CDI.

Tabela 5.18 - Percentagem dos fundos multimercados que superam a rentabilidade dos Fundos Referenciados DI

	Multimercado sem Renda Variável	Multimercado com Renda Variável	Multimercado sem RV Alavancado	Multimercado com RV Alavancado	Média Fundos Multimercado
JUL/1996-JUN/1997	77,78%	90,00%	83,33%	72,73%	78,72%
JUL/1997-JUN/1998	68,75%	81,25%	90,00%	53,49%	65,88%
JUL/1998-JUN/1999	85,00%	73,08%	80,00%	69,70%	74,02%
JUL/1999-JUN/2000	85,29%	92,68%	94,74%	69,23%	79,29%
JUL/2000-JUN/2001	83,67%	56,90%	82,14%	32,62%	51,81%
Média:					
Do Total de observações	82,03%	74,17%	85,90%	53,99%	66,44%
Entre os Períodos	80,10%	78,78%	86,04%	59,55%	69,95%

5.3.2 Análise da Persistência de Performance dos Fundos Multimercados:

A tabela 5.19 (pág. 121) , em seu teste de persistência de performance para amostra total, apresentou, durante os períodos semestrais de julho de 1996 a dezembro de 1998, somente números Z não significativos. Esse resultado não permite rejeitar nem aceitar a hipótese de persistência de performance. Para o período posterior (de janeiro de 1999 a junho de 2001), houve evidência de persistência de retorno a 95% de confiança para todos os 4 períodos. O resultado semestral agregado indicou 59,8% de vencedores repetidos e um Z de 5,03, que confirma a persistência de performance a 95% de confiança.

O teste para períodos de investimento anuais indicou 1 valor de Z negativo não significativo, 3 positivos não significativos. O total de vencedores repetidos do período foi de 54,4% com Z de 1,32, que não permite confirmar o fenômeno de persistência de performance a 95% de confiança.

O resultado para um período de 2,5 anos apresentou 52,2% de vencedores repetidos e um Z não significativo de 0,21.

A tabela 5.20 (pág. 122) para fundos multimercados com alta volatilidade apresentou para períodos semestrais: 2 resultados negativos não significativos a 95% de confiança; 3 resultados positivos não significativos; 2 resultados positivos significativos e dois períodos nos quais o Z não está disponível, devido ao pequeno número de observações ($n < 20$). O período total apresentou 54,9% de vencedores repetidos com um Z não significativo de 1,78.

A análise anual apresentou 2 períodos negativos não significativos e 1 positivo não significativo a 95%. O Z agregado para o período analisado foi de -0,37, com 48,2% de vencedores repetidos.

A análise para um período de 2,5 anos apresentou 40% de vencedores repetidos, entretanto, o número de observações ($n < 20$) é insuficiente para fazermos afirmações estatísticas sobre a persistência de performance.

A tabela 5.21 (pg. 123), para fundos multimercados de baixa volatilidade, apresentou: para o período semestral, 3 Zs positivos significativos a 95%, 4 positivos não significativos e 2 períodos, nos quais devido à ausência de observações suficientes, o Z não estava disponível.

Percentagem de vencedores repetidos do período total foi de 66,5% com um Z de 5,96, indicando persistência de performance.

Para os períodos anuais, observaram-se 2 Zs positivos significativos e 1 Z positivo não significativo. O total de vencedores repetidos foi de 68,2% com Z de 3,81, o que confirma a persistência de performance no período como um todo.

A observação para o período de 2,5 anos teve como resultado 75% de repetições de vencedores e não teve um Z, devido ao seu número pequeno de observações.

Tabela 5.19: Teste de Persistência de Performance Amostra Total - Fundos Multimercado

Análise para Período de Investimento Semestral

Início do Semestre		Semestre Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	9,00	14,00	39,1%	(1,04)
	Perdedor	14,00	10,00		
Jan/97	Vencedor	16,00	16,00	50,0%	0,00
	Perdedor	16,00	16,00		
Jul/97	Vencedor	20,00	22,00	47,6%	(0,31)
	Perdedor	22,00	21,00		
Jan/98	Vencedor	24,00	27,00	47,1%	(0,42)
	Perdedor	27,00	25,00		
Jul/98	Vencedor	32,00	31,00	50,8%	0,13
	Perdedor	31,00	33,00		
Jan/99	Vencedor	57,00	27,00	67,1%	3,15 ***
	Perdedor	28,00	57,00		
Jul/99	Vencedor	64,00	35,00	64,6%	2,91 ***
	Perdedor	35,00	64,00		
Jan/00	Vencedor	85,00	39,00	68,5%	4,13 ***
	Perdedor	39,00	85,00		
Jul/00	Vencedor	86,00	52,00	62,3%	2,89 ***
	Perdedor	52,00	86,00		
Total	Vencedor	393,00	263,00	59,8%	5,03 ***
	Perdedor	264,00	397,00		

Análise para Período de Investimento Anual

Início		Ano Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	10,00	13,00	43,5%	(0,63)
	Perdedor	13,00	11,00		
Jul/97	Vencedor	23,00	19,00	54,8%	0,62
	Perdedor	19,00	24,00		
Jul/98	Vencedor	36,00	27,00	56,3%	1,00
	Perdedor	28,00	37,00		
Jul/99	Vencedor	55,00	44,00	55,6%	1,11
	Perdedor	44,00	55,00		
Total	Vencedor	124,00	103,00	54,4%	1,32
	Perdedor	104,00	127,00		

Análise para Período de Investimento de 2,5 anos

Início do Período		Período Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	12,00	11,00	52,2%	0,21
	Perdedor	11,00	13,00		

* significativa a 10%, ** significativa a 5%, *** significativa a 10%

Tabela 5.20: Teste de Persistência de Performance - Fundos Multimercado Alta Volatilidade**Análise para Período de Investimento Semestral**

Início do Semestre		Semestre Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	4,00	7,00	36,4%	-
	Perdedor	7,00	3,00		
Jan/97	Vencedor	5,00	11,00	31,3%	-
	Perdedor	11,00	5,00		
Jul/97	Vencedor	8,00	13,00	38,1%	(1,09)
	Perdedor	13,00	8,00		
Jan/98	Vencedor	15,00	9,00	62,5%	1,22
	Perdedor	9,00	16,00		
Jul/98	Vencedor	11,00	19,00	35,5%	(1,62) *
	Perdedor	20,00	11,00		
Jan/99	Vencedor	26,00	16,00	61,9%	1,54
	Perdedor	16,00	26,00		
Jul/99	Vencedor	31,00	17,00	64,6%	2,02 **
	Perdedor	17,00	32,00		
Jan/00	Vencedor	39,00	23,00	62,9%	2,03 **
	Perdedor	23,00	39,00		
Jul/00	Vencedor	39,00	30,00	56,5%	1,08
	Perdedor	30,00	39,00		
Total	Vencedor	178,00	145,00	54,9%	1,78 *
	Perdedor	146,00	179,00		

Análise para Período de Investimento Anual

Início		Ano Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	2,00	8,00	20,0%	-
	Perdedor	8,00	3,00		
Jul/97	Vencedor	8,00	13,00	38,1%	(1,09)
	Perdedor	13,00	8,00		
Jul/98	Vencedor	17,00	17,00	48,6%	(0,17)
	Perdedor	18,00	17,00		
Jul/99	Vencedor	28,00	20,00	58,3%	1,15
	Perdedor	20,00	27,00		
Total	Vencedor	55,00	58,00	48,2%	(0,37)
	Perdedor	59,00	55,00		

Análise para Período de Investimento de 2,5 anos

Início do Período		Período Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	4,00	6,00	40,0%	-
	Perdedor	6,00	5,00		

* significante a 10%, ** significante a 5%, *** significante a 10%

Tabela 5.21.: Teste de Persistência de Performance - Fundos Multimercado - Baixa Volatilidade**Análise para Período de Investimento Semestral**

Início do Semestre		Semestre Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	9,00	3,00	75,0%	-
	Perdedor	3,00	9,00		
Jan/97	Vencedor	11,00	5,00	68,8%	-
	Perdedor	5,00	11,00		
Jul/97	Vencedor	14,00	6,00	66,7%	1,53
	Perdedor	7,00	14,00		
Jan/98	Vencedor	14,00	12,00	53,8%	0,39
	Perdedor	12,00	14,00		
Jul/98	Vencedor	23,00	9,00	71,9%	2,47 **
	Perdedor	9,00	23,00		
Jan/99	Vencedor	26,00	16,00	61,9%	1,54 *
	Perdedor	16,00	26,00		
Jul/99	Vencedor	37,00	12,00	77,1%	3,75 ***
	Perdedor	11,00	37,00		
Jan/00	Vencedor	45,00	17,00	72,6%	3,56 ***
	Perdedor	17,00	45,00		
Jul/00	Vencedor	39,00	30,00	56,5%	1,08
	Perdedor	30,00	39,00		
Total	Vencedor	218,00	110,00	66,5%	5,96 ***
	Perdedor	110,00	218,00		

Análise para Período de Investimento Anual

Início		Ano Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	8,00	4,00	66,7%	-
	Perdedor	4,00	8,00		
Jul/97	Vencedor	16,00	5,00	76,2%	2,40 **
	Perdedor	5,00	15,00		
Jul/98	Vencedor	18,00	10,00	64,3%	1,51
	Perdedor	10,00	18,00		
Jul/99	Vencedor	33,00	16,00	67,3%	2,43 **
	Perdedor	16,00	34,00		
Total	Vencedor	75,00	35,00	68,2%	3,81 ***
	Perdedor	35,00	75,00		

Análise para Período de Investimento de 2,5 anos

Início do Período		Período Seguinte		Porcentagem de Vencedores Repetidos	Teste Z para Vencedores Repetidos
		Vencedor	Perdedor		
Jul/96	Vencedor	9,00	3,00	75,0%	-
	Perdedor	3,00	9,00		

* significante a 10%, ** significante a 5%, *** significante a 10%

5.3.3 Estratégias de Investimento em Fundos Multimercados:

A tabela 5.22 (pág. 125) apresenta as análises de estratégia para os períodos de investimento de 6 meses, 1 ano e 2,5 anos. Observa-se que, agregando-se os valores para os todos os períodos analisados, as estratégias de investir nos fundos pertencentes às categorias 10% piores, 20% piores e 50% piores superaram os retornos dos 10% melhores, 20% melhores e 50% melhores.

Apesar de não eliminar completamente o excedente de performance negativo em relação à rentabilidade média dos fundos multimercados, a estratégia de se investir, com base no *Índice de Sharpe Generalizado* (fundos 5 estrelas), conseguiu diminuir, sensivelmente, a diferença, em comparação aos resultados obtidos pelos 10% melhores, 20% melhores e 50% melhores por retorno. Nota-se que, durante este período, a estratégia de investir nos melhores fundos não obteve resultados positivos.

A estratégia de investimento em fundos perdedores no período anterior (principalmente do 1º decil) demonstrou, no período analisado, ser aquela que obteve os melhores retornos simples não ajustados ao risco. Chegando a apresentar uma diferença de retorno em relação ao retorno dos fundos pertencentes ao 5º decil da ordem de 14,39% ao ano.

A observação da tabela 5.22 (pg. 125) remete à seguinte hipótese: os fundos multimercados apresentaram, de maneira geral, estratégia constantes ao longo do tempo. Ou seja, as diversas posições eram assumidas por longos períodos. Em períodos de ruptura de tendência, como na Crise Asiática ou na crise cambial brasileira do 1º semestre de 1999, os fundos, que antes eram perdedores, passaram a ter *excedentes de retorno* consideráveis em relação à seus pares devido a posições assumidas nos mercados de DI e de dólar, respectivamente.

TABELA 5.22: Resultados de estratégias de investimento nos percentis de retorno do período anterior- Fundos Multimercados.

Período 6 Meses:			10%	20%	50%	50%	20%	10%	TODOS	Referenciados	CDI
Classificação no		Período Anterior:	Piores	Piores	Piores	Melhores	Melhores	Melhores		CDI	
JAN/1997-JUN/1997	R		32,84%	25,84%	18,09%	13,41%	10,11%	10,37%	16,02%	9,18%	10,26%
	DP		12,18%	7,79%	4,00%	2,04%	0,71%	0,71%	2,45%	0,27%	0,23%
JUL/1997-DEZ/1997	R		8,77%	9,63%	11,16%	-0,98%	-10,86%	-20,07%	6,37%	11,40%	13,06%
	DP		2,63%	2,19%	2,58%	17,93%	26,80%	36,12%	8,38%	2,03%	2,35%
JAN/1998-JUN/1998	R		19,91%	17,21%	15,59%	15,66%	15,99%	13,66%	15,30%	11,25%	12,41%
	DP		12,32%	7,57%	3,78%	4,77%	6,31%	2,65%	3,52%	1,49%	1,44%
JUL/1998-DEZ/1998	R		3,31%	6,23%	10,55%	11,29%	10,13%	8,00%	10,91%	12,64%	14,35%
	DP		16,43%	12,22%	6,17%	4,71%	5,69%	7,60%	5,42%	1,81%	1,95%
JAN/1999-JUN/1999	R		35,99%	30,18%	22,56%	23,47%	25,91%	24,43%	20,36%	13,32%	14,44%
	DP		34,92%	23,22%	10,73%	9,22%	10,07%	7,94%	7,36%	1,79%	1,94%
JUL/1999-DEZ/1999	R		12,61%	11,04%	10,35%	11,40%	11,51%	15,09%	11,49%	8,44%	9,30%
	DP		4,47%	2,42%	1,10%	1,76%	1,94%	5,16%	1,90%	0,30%	0,37%
JAN/2000-JUN/2000	R		8,06%	8,36%	8,71%	8,37%	7,69%	5,77%	8,37%	8,13%	8,78%
	DP		1,86%	1,22%	0,84%	1,48%	2,65%	4,95%	1,43%	0,26%	0,25%
JUL/2000-DEZ/2000	R		4,71%	5,77%	6,77%	7,44%	7,41%	7,17%	7,12%	7,05%	7,84%
	DP		3,96%	2,62%	1,48%	1,40%	1,54%	2,37%	1,59%	0,29%	0,26%
JAN/2001-JUN/2001	R		5,87%	6,07%	6,47%	7,58%	7,89%	10,27%	7,12%	6,83%	7,54%
	DP		7,27%	4,77%	2,64%	1,41%	1,57%	3,53%	2,02%	0,34%	0,39%
JAN/1997-JUN/2001	R		228,38%	201,85%	180,34%	149,01%	119,72%	93,85%	163,37%	131,61%	152,84%
	DP		14,67%	10,01%	5,13%	7,40%	10,44%	13,41%	4,82%	1,66%	1,84%

Período 1 Ano:			10%	20%	50%	50%	20%	10%	Fundos 5	Todos	Referenciados	CDI
Classificação no		Período Anterior:	Piores	Piores	Piores	Melhores	Melhores	Melhores	estrelas		CDI	
JUL/1997-JUN/1998	R		21,25%	23,79%	25,93%	17,66%	-0,85%	-10,94%	19,98%	21,65%	23,93%	27,09%
	DP		3,32%	2,95%	2,38%	12,31%	23,85%	33,42%	10,06%	7,16%	1,70%	1,87%
JUL/1998-JUN/1999	R		49,07%	41,12%	35,04%	31,57%	27,87%	21,63%	32,59%	33,33%	27,65%	30,86%
	DP		41,27%	22,95%	9,54%	5,47%	7,30%	10,88%	5,08%	6,98%	1,72%	1,85%
JUL/1999-JUN/2000	R		26,71%	22,81%	20,88%	20,33%	21,55%	23,32%	22,24%	20,61%	17,26%	18,89%
	DP		7,93%	4,45%	2,23%	2,43%	4,94%	6,49%	1,21%	2,19%	0,28%	0,33%
JUL/2000-JUN/2001	R		12,22%	13,15%	14,18%	14,28%	13,44%	12,88%	14,50%	14,23%	14,36%	15,97%
	DP		4,98%	2,87%	1,57%	2,12%	3,46%	4,35%	1,83%	1,83%	0,31%	0,33%
JUL/1997-JUN/2001	R		157,00%	142,74%	134,69%	112,88%	74,82%	50,78%	122,67%	123,45%	112,13%	129,32%
	DP		20,89%	11,77%	5,27%	6,88%	12,66%	17,70%	5,77%	5,30%	1,76%	1,94%

Período 2,5 anos:			10%	20%	50%	50%	20%	10%	Todos	Referenciados	CDI
Classificação no		Período Anterior:	Piores	Piores	Piores	Melhores	Melhores	Melhores		CDI	
JAN/1999-JUN/2001	R		86,35%	67,39%	71,97%	62,46%	62,74%	66,15%	66,76%	51,95%	57,80%
	DP		70,21%	47,51%	10,76%	3,00%	5,48%	7,61%	5,89%	1,50%	1,60%

R= Retorno no Período / DP=Desvio de Retorno no Período

CAPÍTULO VI - CONCLUSÕES:

O mercado brasileiro caracteriza-se pela predominância do investimento em renda fixa. Entretanto, a maior parte dos estudos nacionais sobre fundos mútuos de investimento aborda o tema de fundos de ações, seguindo o padrão norte-americano, cujo mercado é predominantemente acionário. Este estudo analisou, para o mercado brasileiro, não só fundos de ações mas também fundos de renda fixa e multimercados num estudo empírico que provavelmente utilizou a maior amostra até o momento.

Durante o período analisado (julho de 1996 a junho de 2001), os fundos multimercados apresentaram a melhor média de desempenho em termos nominais (196,83%), seguidos pela taxa de retorno do CDI (182,48%); pelo retorno médio dos fundos de ações ativos (158,81%); pelo retorno médio dos fundos referenciados DI (155,56%); pelo retorno médio dos fundos de renda fixa (141,45%); pelo retorno do Ibovespa (139,56%) e pelo retorno médio dos fundos indexados ao Ibovespa (109,14%).

É interessante notar que as categorias dos fundos multimercados e de fundos de ações ativos que mais possibilitam a gestão ativa obtiveram retornos simples não ajustados ao risco consideravelmente superiores aos dos seus *benchmark*, de modo especial aos dos fundos passivos. Os fundos de renda fixa foram exceção e apresentaram retornos inferiores ao seu *benchmark* (CDI) e aos fundos indexados DI. Contudo, para classes com maior discricionariedade, tais como fundos de renda fixa crédito, alavancado e multi-índice, as médias foram mais próximas ao CDI.

A política cambial que atrelava o real ao dólar, estabelecendo bandas de flutuação da moeda norte-americana (de 1996 a 1998), exigia que o Banco Central praticasse altas taxas de juros com a finalidade de atrair capital externo e impedir o surgimento da inflação. De 1999 a 2001, notou-se, por sua vez, uma tendência de manutenção de altas taxas de juros objetivando-se evitar mais ataques especulativos ao real num contexto de alta instabilidade econômica mundial. Esse elevado patamar taxas de juros somado à conturbada conjuntura externa retraía os investimentos em ações. Observou-se que as taxas de retorno do Ibovespa foram muito inferiores às do CDI no período analisado.

Nesse cenário de alta volatilidade de retornos dos ativos financeiros, os fundos multimercados foram capazes de obter *excedentes de retorno* em relação ao CDI, decorrentes em

grande parte da volatilidade dos mercados de câmbio (principalmente, na desvalorização cambial de janeiro de 1999), de ações e de juros.

Os fundos referenciados DI obtiveram rendimentos inferiores ao CDI por causa da cobrança de taxas de administração, enquanto os fundos de renda fixa tiveram seus retornos diminuídos em virtude de seus gestores estarem posicionados em taxas de juros longas pré-fixadas em importantes episódios, nos quais a taxa de curto prazo do CDI sofreu elevações não previstas.

Os fundos de ações ativos obtiveram retornos superiores ao IBOVESPA em decorrência da qualidade de sua gestão e da parcela investida em renda fixa. Os fundos passivos, devido ao efeito de taxa de administração, obtiveram retornos inferiores aos do *benchmark* acionário.

A primeira conclusão deste estudo empírico é que a gestão ativa dos fundos mútuos conseguiu resultados superiores à gestão passiva.

A segunda questão se refere à persistência de performance dos fundos mútuos de investimento. Chega-se às seguintes conclusões:

a) Fundos de Renda Fixa apresentam indicações muito fortes de persistência de performance (a 1% de significância), sendo possível ao investidor obter retornos superiores, analisando a performance do período imediatamente anterior e selecionando os fundos classificados na faixa superior pelo critério das taxas de retorno;

b) Fundos de Ações apresentam indicações fortes de persistência de performance (a 5% de significância). Entretanto, as estratégias de investimento baseadas nos retornos passados não são tão eficientes como no caso dos fundos de Renda Fixa. Existe uma reversão de retornos muito acentuada que pode ser verificada na tabela 5.8 (pág. 104), para os fundos com retornos classificados no primeiro decil de rendimentos anuais. Mesmo assim, investir com base nos melhores retornos, foi uma estratégia que permitiu, em todos os períodos, superar o retorno da média dos fundos ativos;

c) Fundos Multimercados apresentam indicações fracas de persistência de performance (a 10% de significância), sendo possível até mesmo observar períodos de reversão de tendência. Os fundos com baixa volatilidade apresentaram evidências estatisticamente significativas de persistência de performance, enquanto os de alta volatilidade não apresentaram as mesmas evidências de persistência de performance. As estratégias de investimento baseadas na

classificação do *Índice de Sharpe Generalizado*, construída com a estratégia de investimento baseada na classificação dos retornos simples não ajustados ao risco, ofereceu melhores resultados tanto em maiores retornos quanto menores volatilidades.

Observou-se que os fundos de baixa volatilidade apresentaram uma persistência de performance mais acentuada entre as três categorias estudadas (fundos de renda fixa, fundos multimercado e fundos de ações).

A pequena possibilidade de diversificação em títulos de renda fixa faz realista a hipótese de que grande parte da persistência de performance possa ser explicada pelo nível da taxa de administração cobrada pelos administradores dos fundos (que costuma ser constante ao longo do período analisado).

Com poucas oportunidades de diversificação da carteira, um fundo com taxa de administração de 1% ao ano possui uma probabilidade muito grande de superar a rentabilidade de um fundo com uma taxa de 4% ao ano. Com um panorama de taxas de juros da ordem de 20% ao ano, sem a possibilidade de diversificar sua carteira de títulos, torna-se improvável que um gestor consiga obter uma *excedente de retorno* em sua carteira que compense a diferença entre aquelas taxas de administração da ordem de 3% ao ano. Portanto, um fundo com uma alta taxa de administração tende a ser um perdedor constante.

Em suma, a questão de se “os retornos passados são indicadores seguros de que retornos futuros venham a exceder os *benchmarks*” deve ser analisada, levando-se também em conta a volatilidade e a constituição dos ativos dos fundos.

No caso brasileiro, obtiveram-se resultados que oferecem suporte empírico à hipótese de persistência de performance dos vencedores. Portanto, um investidor pode utilizar essa estratégia para obter retornos superiores à média do seu grupo, aos fundos passivos e ao benchmark do fundo. No caso específico do investimento em fundos de renda fixa e de fundos ativos de ações, a estratégia baseada na persistência de performance se mostrou muito eficiente. Entretanto, no caso dos fundos multimercados, tal estratégia obteria retornos inferiores ao retorno médio da categoria não ajustado ao risco.

O tema de fundos mútuos de investimentos é, ainda, pouco explorado por estudos empíricos nacionais, daí surgem algumas sugestões para futuras pesquisas:

- o estudo da correlação entre tamanho do fundo de investimento e seu retorno;
- a comparação entre os fundos administrados por grandes bancos com aqueles geridos por instituições de menor porte ou gestores independentes;
- a análise da composição das carteiras dos fundos de renda fixa e das oportunidades de diversificação no mercado brasileiro;
- a análise das estratégias adotadas por fundos multimercados visando a esclarecer o fenômeno de reversão de performance observado;
- o estudo da correlação entre a performance dos fundos e a cobrança de taxas de performance e de administração.

Capítulo VII - Bibliografia:

- Ackermann, C., McEnally, R., & Ravenscraft, D. (1999). The Performance of Hedge Funds: Risk, Return and Incentives. *Journal of Finance*, 54(2), 833-874.
- ANBID. (1996-). *Revista Anbid*. Rio de Janeiro: Autor, 1996-, mensal.
- ANBID. (2001). Descrição de Tipos de Fundos. Rio de Janeiro: Autor. Acesso: 20 ago.2001, disponível na WWW:<http://www.anbid.com.br/download/desctipo.zip>.
- Andrade, F. W. M. de. (1996). *Uma Nova Medida de Desempenho da Administração de Fundos de Investimento: Aplicação na Avaliação de Fundos Brasileiros*. Dissertação de Mestrado, COPPEAD - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.
- BACEN (2001). Relatório BACEN - Agosto de 2001. Brasília: Autor.
- Beckers, S. (2001). Small is beautiful. *Journal of Portfolio Management*, 27(4).
- Blake, C. R., Elton, E. J. & Gruber, M. J. (1993). The performance of bond mutual funds. *Journal of Business*, 66(3), 371-403.
- Bodie, Z., Kane, A., & Markus, A. J. (1999). *Investments* (4th ed.). Boston, MA: Irwin/McGraw-Hill;
- Brinson, G. P., Hood, L. R., & Beebower, G. L. (1986). Determinants of Portfolio Performance. *Financial Analysts Journal*, 42(4), 39-48.
- Brinson, G. P., Singer, B. D., & Beebower, G. L. (1991). Determinants of Portfolio Performance II: An Update. *Financial Analysts Journal*, 47(3), 40-48.
- Brito, N. O. (2001). Avaliação de Desempenho e Market Timing: o Índice de Habilidade de Brito. Acesso: 23 dez. 2001; disponível na WWW: <http://www.neybrito.com.br>
- Brown, S. J., & Goetzmann, W. N. (1995). Performance Persistence. *Journal of Finance*, 50(2), 679-698.

- Brown, S. J., Goetzmann, W. N., Ibbotson, R. G., & Ross, S. A. (1992). Survivorship bias in performance studies. *Review of Financial Studies*, 5(4), 553-580.
- Bussab, W. O., Morettin, P. A. (1987). *Estatística Básica* (4ª edição). São Paulo, SP: Editora Atual.111
- Carnhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *The Journal of Finance*, 52, 57-82.
- Cerretta, P. S., & Costa Jr, N. C. A. da. (2001). Avaliação e seleção de fundos de investimento: um enfoque sobre múltiplos atributos. *Revista de Administração Contemporânea*, 5(1), 07-22.
- Chang, E.C., & Lewellen, W. C. (1984). Market Timing and Mutual Fund Investment Performance. *Journal of Business*, 57(1), 57-72.
- Chevalier, J, & Ellison, G. (1999). Are Some Mutual Fund Managers Better than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance. *Journal of Finance*, 54(2), 875-899.
- Christopherson, J.A. (1995). Equity Style Classifications. *Journal of Portfolio Management*, 21(3), 32-43.
- Comissão de Valores Mobiliários (1995-). *Informativos CVM*. Brasília: Autor, 1995-, mensal.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2001). *Caderno de Fundos de Investimento CVM*. Brasília: Autor. Acesso: 20 ago. 2001, disponível na WWW: <http://www.cvm.gov.br/port/protiniv/fundos.asp>.
- Diniz Jr, A. A. (1997). "Análise de desempenho de Fundos Mútuos de Ações". Dissertação de Mestrado, FGV/Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo.
- Elton, E., Gruber, M, & Blake, C. (1996). The Persistence of Risk-Adjted Mutual Fund Performance. *Journal of Business*, 69(2), 133-157.

COLEÇÃO
A
T
M
A
C
O
N
T
E
N
D
O

- Fama, E. F. (1972). Components of Investment Performance. *The Journal of Finance*, 27(3), 551-567.
- Francis, J. C. (1991). *Investments: analysis and management* (4th ed), New York, NY: McGraw-Hill Book Co.
- Friend, I. & Blume, M. (1970). Measurement of portfolio performance under uncertainty. *American Economic Review*, 60(4), 561-575.
- Friend, I. et Al. (1962). *A study of mutual funds*; report of the Committee on Interstate and Foreign Commerce. In: Wharton School of Finance and Commerce, 87th Congress, 2nd Session, Aug. 28, 1962.
- Friend, I., & Vickers, D. (1965). Portfolio selection and investment performance. *The Journal of Finance*, 20(3), 391-415.
- Friye, M. B. (2001). The Performance of Bank-managed Mutual Funds. *The Journal of Financial Research*, Fall 2001.
- Gallo, J.G., & Lockwood, L.J.. (1997). Benefits of Proper Style Classification for Equity Portfolio Managers. *Journal of Portfolio Management*, 23(3), 47-56.
- Gazeta Mercantil. (2001). *1000 Maiores Fundos de Investimento da América Latina*. Maio/Julho 2001, ano 2, nº 2 (Suplemento).
- Goetzmann, W. N., & Ibbotson, R. G. (1994). Do Winners Repeat?. *Journal of Portfolio Management*, 20(2), 9-18.
- Grinblatt, M., & Titman S. (1994). A study of monthly mutual fund returns and performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(3), 419-444.
- Grinblatt, M., & Titman, S. (1993). Performance measurement without benchmarks: an examination of mutual fund returns. *Journal of Business*, 66(1), 47-98.
- Grinblatt, M., & Titman, S. (1989). Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings. *Journal of Business*, 62(3), 393-416.
- Grinblatt, M., & Titman, S. (1992). Performance Persistence in Mutual Funds. *Journal of Finance*, 47 (5), 1977-1909.

- Gruber, M. J. (1996). Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds. *Journal of Finance*, 51, 783-810
- Haugen, R. A. (1997). *Modern Investment Theory* (4th ed.). New York, NY: Prentice Hall.
- Harrington, C. (2001). Falling stars: Morningstar rankings don't persist, say study. *Accounting Today*, Jan 29 - Feb 11.
- Hendricks, E. D., Patel, J. e Zekhauser, R. (1993). Hot hands in mutual funds: short-run persistence of relative performance, 1974-1988. *Journal of Finance*, 48(1), 98-130.
- Henriksson, R. (1984). Market Timing and Mutual Fund Investment Performance: An Empirical Investigation. *Journal of Business*, 57(1), 73-96.
- Henriksson, R., & Merton, R. C. (1981). *On Market Timing and Investment Performance. II. Statitical Procedures for Evaluating Forecasting Skills*, *The Journal of Business*, 54(4), 513-533.
- Ibbotson, R. G., & Kaplan, P. D. (2000). Does Asset Allocation Policy Explain 40%, 90%, or 100% of Performance? *Financial Analysts Journal*, 56(1), 26-33.
- Investment Company Institute (2001). 2001 Mutual Fund Fact Book. New York, NY: Autor.
- Jain, P. C., & Wu, J. S. (2000). Truth in mutual fund advertising: Evidence on future performance and fund flows. *The Journal of Finance*, 55(2), 937-959.
- Jensen, M. C. (1968). The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-64. *Journal of Finance*, 23(2), 389-416.
- Khorana, A. (2001). Performance changes following top management turnover. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(3).
- Khorana, A., & Nelling, E. (1998). The determinants and predictive ability of mutual fund ratings. *Journal of Investing*, 7(3), 61-66.

- Kon, S. J. (1983). The market-timing performance of mutual fund managers. *Journal of Business*, 56(3), 323-347.
- Lehman, B. N., & Modest, D. M. (1987). Mutual fund performance evaluation: a comparison of benchmarks and benchmarks and benchmark comparisons. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(2), 233-265.
- Liang, Bing. (1999). On the performance of hedge funds. *Financial Analysts Journal*, 55(4); 72-85.
- Mains, N. E. (1977). The pricing of capital assets, and the evaluation of investment portfolios: comment. *The Journal of Business*, 50(3), 371-384.
- Malkiel, B. G. (1995). Returns from Investing in Equity Mutual Funds, 1971 to 1991. *Journal of Finance*, 50(2), 549-572.
- Manassero, C. A. L. (1985). Avaliação de performance dos fundos mútuos de investimento. Dissertação de Mestrado, FGV/Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo.
- McDonald, J. G. (1974). Objectives and performance of mutual funds, 1960-1969. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9(3), 331-334.
- Modigliani, F., Modigliani, L. (1997). Risk-adjusted performance, *Journal of Portfolio Management*, 23(2), 45-54 .
- Musto, D. K. (2000). Investment decisions depend on portfolio disclosures. *The Journal of Finance*; 54(2), 935-952.
- Neuman, P, Milgate, M., & Eatwell, J. (1992). *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*. London: Mac Millan.
- Odda, A. L. (2000). Análise de persistência de performance dos fundos de ações brasileiros no período de 1995-1998. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia e Administração - Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Revista América Economia. (2000). *Ranking de Fundos Invest Tracker*. (Suplemento).

Revista Exame. (2001). *Os melhores fundos de investimento 2001 - Guia Exame*. Ed. 747 (Suplemento).

Sharpe, W.F. (1966). Mutual Fund Performance. *Journal of Business*, 39(1), 119-138.

Sharpe, W. F. (1991). The Arithmetic of Active Management. *Financial Analysts Journal*, 47(1), 7-9.

Sharpe, W. F. (1992). Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement. *Journal of Portfolio Management*, 18(20), 7-19.

Sharpe, W. F. (1997). Morningstar's Performance Measures. Acesso: 20 ago 2001, disponível na WWW: <http://www.stanford.edu/~wfsarpe/art/stars0.htm>.

Suaide, J. A. A. do P. (2001). Análise de desempenho de fundos de investimentos no Brasil: Como seus administradores adicionam valor?. Dissertação de Mestrado, FGV/Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo.

Treynor, J. L. (1965). How to Rate Management of Investment Funds. *Harvard Business Review*, 43(1), 63-75.

Treynor, J. L., & Mazuy, H. H. (1966). Can Mutual Funds Outguess the Market?. *Harvard Business Review*, 44(4), 131-136.

Valli, M. (Org.) (2000). *Quantum 500 - seu guia para os 500 maiores fundos de investimento*. Rio de Janeiro: Quantum.

Vital, S. M. (1973). Fundos de Investimento - medida de seu desempenho. *Revista Brasileira de Economia*, 27(3), 19-64.

Wengert, M. (Org.) (2000). *Quantum Ações - seu guia para os 200 maiores fundos de investimento em ações*. Rio de Janeiro: Quantum.

Williamson, P. (1972). Measurement and forecasting of mutual fund performance: choosing an investment strategy. *Financial Analyst Journal*, 28(5), 78-84.

Wilner, A. (2000). Conflitos de Interesses entre Investidor e Administrador de Fundos: Evidências e Mecanismos de Controle no Brasil. Dissertação de Mestrado, FGV/Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo.

Zheng, L. (1999). Is money smart? A study of mutual fund investors' fund selection.
The Journal of Finance, 54(3), 901-933.

Capítulo VIII - Glossário Explicativo:

Administração Ativa: Gestão do portfólio que visa a superar o desempenho do mercado através das qualidades superiores gestão de portfólio (*market timing e security selection*).

Administração Passiva: Gestão do portfólio que objetiva seguir, com fidelidade, os retornos do mercado (sua carteira tende a ser um “espelho” da carteira do *benchmark*). Os gestores passivos argumentam que sua estrutura de custos menores apresentará vantagens em relação aos fundos ativos, visto que julgam ser impossível superar, constantemente, os retornos de portfólios aleatórios ou do *benchmark*.

Agency Theory - (trad. Teoria do Agente): Teoria das Finanças que procura explicar conflitos de interesses entre o Agente e o Principal (no caso de fundos mútuos: o gestor e o investidor).

Alfa: excedente de retorno obtido através do single index model (também conhecido com alfa de Jensen).

Alpha: vide Alfa

ANBID: Associação Nacional de Bancos de Investimento (associação não governamental responsável pela regulamentação de grande parte do mercado de fundos nacional)

APT: Arbitrage Pricing Model.

Asset Allocation: Alocação de recursos dos fundos entre as diversas classes de ativos disponíveis (ações, renda fixa, etc)

BACEN: Banco Central (órgão governamental responsável pela regulamentação dos FIFs)

Back-end Load: Taxa de Saída (pg. 18)

Benchmark: Indicador utilizado para comparar o retorno de um ativo com a performance do mercado.

Beta: correlação entre a rentabilidade de um ativo e do retorno de mercado obtida através *CAPM*.

CAPM - Capital Asset Pricing Model

Category Risk Adjusted Rating: Rating ajustado ao risco por categoria

CDB: Certificado de Depósito Bancário

CDI: média dos juros praticada no mercado interbancário

CETIP: Câmara custodiante de títulos privados.

Closed end funds: vide Fundos Fechados

CMN: Comissão Monetária Nacional

Cold Hands - (“Pé Gelado”): expressão que denomina o fenômeno pelo qual fundos, com desempenho inferior no passado, tendem a apresentar resultados futuros negativos. A persistência de performance é atribuída às qualidades de gestão inferiores do administrador ou à estrutura de custo dos fundos.

Corporate: Segmento do mercado voltado para grandes corporações.

CVM: Comissão de Valores Mobiliários (órgão responsável pela regulamentação de FITVM)

DI: Disponibilidade Imediata (vide CDI)

EQM: Erro Quadrático Médio (vide pgs. 19 e 52)

Excedente de Retorno: Diferencial entre o retorno de um ativo e de seu benchmark.

FAF: Fundos de Aplicação Financeira

FAQ: Fundos de Aplicação em Quotas

FIEX: Fundos de Investimento no Exterior

FIF: Fundos de Investimento Financeiro

FITVM: Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários

Four Index Model: Modelo clássico, utilizado por Fama e French, para precificação de ativos.

Front-end Load: Taxa de Ingresso (vide pg. 18)

Fundo Aberto - Vide definição pg. 15

Fundo Exclusivo - vide definições legais pg. 34

Fundo Fechado - Vide definição pg. 15

Fundos Ativos: Fundos que apresentam Administração Ativa (vide Administração Ativa).

Fundos Domésticos: Fundos de Investimentos nos quais o patrimônio líquido é originado de recursos internos.

Fundos Offshore: termo utilizado para designar um fundo de investimento constituído fora do país (em Cayman Island, Bahamas, Luxemburgo, ou outro paraíso fiscal tipicamente).

Fundos Passivos: Fundos que apresentam Administração Passiva (vide Administração Passiva)

Hedge funds (Fundos de Hedge): fundos mútuos que possibilitam a tomada de posições especulativas compradas ou vendidas, uso de alavancagem e derivativos e o investimento em diversos mercados.

Hot Hands - (“Mãos Quentes”): expressão que denomina o fenômeno de persistência de performance para fundos com desempenho superior aos concorrentes ou ao mercado. O excedente de performance é atribuído às qualidades de gestão superiores do administrador.

ICI: Investment Company Institute

ISG: Índice de Sharpe Generalizado (vide pg. 53)

LFT: Letras Financeiras do Tesouro

Lockup period: Período de Carência

Market Timing: habilidade do gestor em capturar os momentos de alta e baixa do mercado, de tal maneira a alterar a proporção das classe de ativos (ações, renda fixa, etc), obtendo, assim, excedente de retorno positivo para o portfólio.

Mutual funds: Fundo Mútuo de Investimento.

Fundos Mútuos de Investimento: vide pg. 15

Open-end funds: vide Fundos Mútuos

ORTN: Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (antigos títulos de renda fixa brasileiros)

Overral Risk Adjusted Rating: Rating ajustado ao risco globalmente

Persistência de Performance: Hipótese de que a performance passada de um fundo é um indicador da sua performance futura.

Private: Segmento do mercado definido por pessoas físicas de alto poder de investimento.

RDB: Recibo de Depósito Bancário

S&P: Standart and Poor (empresa responsável por classificação de fundos e elaboração de importantes índices acionários do mercado norte americano)

Security selection: Seleção de Ativos específicos dentro de uma classe de ativos (ex: Telemar é escolhida entre a classe de ativos ações para fazer parte da portfólio).

SELIC: Câmara Custodiante de Títulos Públicos.

Sinalização: Teoria das finanças que se baseia na hipótese de que a performance passada de determinados ativos é um bom indicador da futura.

Single Index Model: Modelo de precificação de ativos utilizado por Jensen.

Survivorship Bias: vide *Viés de Sobrevivência*.

Taxa Administrativa: vide definição pg. 18.

Taxa de Performance: vide definição pg. 18.

T-Bills: Títulos do Tesouro Americano de Curto Prazo (geralmente, utiliza-se a T-Bill de 3 meses como ativo livre de risco para o mercado norte-americano).

Teoria de Eficiência de Mercado: refere-se à hipótese de existência de um mercado com um grande número de agentes maximizadores de lucro, que competem ativamente, e tentam prever os preços futuros dos ativos, sendo que todas as informações estão disponíveis a todos os participantes a custo zero.

Turn-over: Giro da carteira.

Varejo: Segmento do mercado constituído por pequenos investidores individuais ou pequenas empresas.

Viés de Sobrevivência: viés decorrente da seleção que tende a eliminar fundos com histórico de performance ruim.

Window-dressing: fenômeno de manipulação de carteiras de fundos às vésperas de publicação obrigatória da carteira com o intuito de que o investidor pense que o fundo investiu em ativos de menor risco ou que obtiveram melhor desempenho no período.

Capítulo IX - Anexos:

9.1. Anexo I - Classificação ANBID:

Quadro resumo:

Classe	Subclasse	Principais Riscos
Referenciados	DI	Indexador referência
	Câmbio	Indexador referência
	Outros	Indexador referência
Renda Fixa	Renda Fixa	Pré
	Renda Fixa Crédito	Pré + Crédito
	Renda fixa Multi-índices	Pré + Crédito + Indexadores
	Renda fixa Alavancados	Pré + Crédito + Indexadores + Alavancagem
Balanceados	-	Diversas classes de ativos
Multimercados	Sem Renda Variável e Sem Alavancagem	Diversas classes de ativos, exceto bolsa
	Sem Renda Variável e Com Alavancagem	Diversas classes de ativos, exceto bolsa + Alavancagem
	Com Renda Variável e Sem Alavancagem	Diversas classes de ativos,
	Com Renda Variável e Com Alavancagem	Diversas classes de ativos + Alavancagem
Capital Protegido	-	-
Investimento no Exterior	-	Títulos da dívida externa
Ações Indexados	IBOVESPA	Indexador referência
	IBX	Indexador referência
Ações Ativos	IBOVESPA sem Alavancagem	Indexador referência
	IBOVESPA com Alavancagem	Indexador referência + Alavancagem
	IBX sem Alavancagem	Indexador referência
	IBX com Alavancagem	Indexador referência + Alavancagem
	IBA	Indexador referência, não admite alavancagem
Ações setoriais	Telecomunicações	Exposição Setorial
	Energia	Exposição Setorial
Ações outros	Sem Alavancagem	
	Com Alavancagem	
Ações Fechados	-	-
Investimento Imobiliário	-	-

Relação dos novos Tipos e explicações

I – FUNDOS DE INVESTIMENTO:

1. Fundos Referenciados:

1.1 Referenciados DI:

Objetiva seguir o mais próximo possível as variações do CDI/SELIC. Estes fundos enquadram-se como “referenciados”, conforme definido no artigo 2 da circular nº 2.958.

1.2 Referenciados Câmbio:

Objetiva seguir o mais próximo possível as variações da moeda norte-americana, estando também sujeitos às oscilações das taxas de juros domésticas (Brasil) sobre aquela moeda. Estes fundos enquadram-se como “referenciados”, conforme definido no artigo 2 da circular nº 2.958.

1.3 Referenciados Outros:

Busca acompanhar qualquer parâmetro de performance que não os dos mercados de câmbio (variação do dólar) ou de juros de curto prazo (CDI). Para isso, irá investir em qualquer classe de ativos com o objetivo de acompanhar as variações do parâmetro de performance escolhido.

OBS: Para efeito desta classificação ANBID, esta classe de fundos deve incluir os produtos que têm como objetivo explícito reproduzir as variações de algum parâmetro de performance também explicitado (por exemplo, IGPM + 12, etc.). Reparem que o objetivo não é superar o parâmetro e sim reproduzi-lo o mais fielmente possível.

2. Fundos de Renda Fixa:

2.1 Renda Fixa:

Busca retorno através de investimentos em ativos de renda fixa¹, excluindo-se estratégias que impliquem em risco de índices de preço, de moeda estrangeira ou de renda variável (ações, etc.). Estes fundos enquadram-se como “não referenciados”, conforme definido no artigo 4 da circular 2958. Apesar de todos os fundos classificados nesta categoria enquadrarem-se como “não referenciados”, nem todos os “não referenciados” podem ser enquadrados na categoria de “renda fixa”, sendo esta mais restritiva no que se refere à política de investimento do fundo.

Ex.: Entre outros, nesta categoria são vedados quaisquer investimentos que impliquem em risco de renda variável (ações), de índice de preço (IGPM, etc.) e de dólar. Incluem-se nesta categoria, por exemplo, os tradicionais fundos de renda fixa com risco de taxa de juros (prefixados), com ativos de baixo risco de crédito e sem alavancagem².

2.2 Renda Fixa Crédito:

Busca retorno no mercado de juros doméstico, investindo em títulos de renda fixa³ de qualquer espectro de risco de crédito, excluindo-se estratégias que impliquem em risco de índices de preço, de moeda estrangeira ou de renda variável (ações, etc.), não sendo admitida alavancagem⁴ da carteira. Estes fundos não se enquadram nos artigos 2 e 4 da circular 2958.

¹ Também podem ser incluídos títulos sintetizados através de uso de derivativos.

² 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.

³ Vide nota 1.

⁴ Vide nota 3.

Ex: Diferencia-se do 2.1 apenas pela possibilidade de investimentos com risco de crédito “não baixo” acima do limite previsto na legislação dos “não referenciados”.

2.3 Renda Fixa Multi-índices:

Busca retorno através de investimentos em ativos de renda fixa⁵ de qualquer espectro de risco de crédito, incluindo-se estratégias que impliquem em risco de índices de preço, excluindo-se porém investimentos que impliquem em risco de oscilações de moeda estrangeira e de renda variável (ações, etc.). Estes fundos não se enquadram nos artigos 2 e 4 da circular nº 2958.

Ex: Nesta categoria são vedados quaisquer investimentos que impliquem em risco de renda variável (ações) e de dólar. Entre outros, incluem-se nesta categoria os fundos de renda fixa com risco de indexadores (fundos IGPM, etc.), sem alavancagem.

2.4. Renda Fixa Alavancados:

Busca retorno através de investimentos em ativos de renda fixa⁶ de qualquer espectro de risco de crédito, incluindo-se estratégias que impliquem em risco de índices de preço, excluindo-se porém investimentos que impliquem em risco de oscilações de moeda estrangeira e de renda variável (ações, etc.). Estes fundos podem inclusive realizar operações que impliquem em alavancagem⁷ do patrimônio.

OBS.: Diferencia-se do 2.3 apenas pela possibilidade de fazer alavancagem.

3. Fundos Balanceados:

Classificam-se neste segmento os fundos regulamentados pelo BACEN ou pela CVM que busquem retorno no longo prazo através de investimento em diversas classes de ativos (renda fixa, ações, câmbio, por exemplo). Estes fundos procuram agregar valor utilizando uma estratégia de investimento diversificado e através de deslocamentos táticos entre as classes de ativos ou estratégia explícita de rebalanceamento de curto prazo, não se utilizando de alavancagem. Estes fundos devem ter explicitado o mix de ativos com o qual devem ser comparados (asset allocation benchmark) ou intervalos de alocação⁸ predefinidos entre as diversas classes de ativos. Sendo assim, esses fundos não podem ser comparados a indicador de desempenho que reflita apenas uma classe de ativos (por exemplo: 100% CDI).

4. Fundos Multimercados:

4.1. Sem alavancagem, sem renda variável:

Classificam-se neste segmento os fundos regulamentados pelo BACEN que busquem retorno no longo prazo através de investimento em diversas classes de ativos exceto renda variável (ações, etc.). Estes fundos procuram agregar valor utilizando uma estratégia de investimento diversificado, não se utilizando de alavancagem.

4.2. Sem alavancagem, com renda variável:

Classificam-se neste segmento os fundos regulamentados pelo BACEN ou pela CVM que busquem retorno no longo prazo através de investimento em diversas classes de ativos (renda fixa,

⁵ Vide nota 1.

⁶ Vide nota 1.

⁷ Vide nota 3.

⁸ Intervalo inferior a um genérico ou legal.

câmbio, por exemplo) incluindo renda variável (ações, etc.). Estes fundos procuram agregar valor utilizando uma estratégia de investimento diversificado e não se utilizam de alavancagem. Estes fundos não têm explicitado o mix de ativos com o qual devem ser comparados (asset allocation benchmark) e podem, inclusive, serem comparados a parâmetro de desempenho que reflita apenas uma classe de ativos (por exemplo: 100% CDI).

4.3. Com alavancagem, sem renda variável:

Classificam-se neste segmento os fundos regulamentados pelo BACEN que busquem retorno no longo prazo através de investimento em diversas classes de ativos exceto renda variável (ações, etc.). Estes fundos procuram agregar valor utilizando uma estratégia de investimento diversificado, podendo inclusive se utilizar de alavancagem.

4.4. Com alavancagem, com renda variável:

Classificam-se neste segmento os fundos regulamentados pelo BACEN ou pela CVM que busquem retorno no longo prazo através de investimento em diversas classes de ativos (renda fixa, câmbio, por exemplo) incluindo renda variável (ações, etc.). Estes fundos procuram agregar valor utilizando uma estratégia de investimento diversificado, podendo também se utilizar de estratégias que impliquem em alavancagem dos recursos.

5. Fundos Capital Protegido:

Busca retornos em mercados de risco procurando proteger parcial ou totalmente o capital.

6. Fundos de Investimento no Exterior (FIEX):

São fundos que têm como objetivo investir preponderantemente em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União.

7. Fundos de Ações:

7.1 Fundos de Ações Indexados:

7.1.1 IBOVESPA:

São fundos regulamentados pelo BACEN ou pela CVM, cujo objetivo de investimento é replicar o comportamento do IBOVESPA.

7.1.2 IBX:

São fundos regulamentados pelo BACEN ou pela CVM, cujo objetivo de investimento é replicar o comportamento do IBX.

7.2 Fundos de Ações Ativos:

7.2.1 IBOVESPA:

São fundos regulamentados pelo BACEN ou pela CVM, que possuem estratégia explícita de superar o IBOVESPA.

7.2.2 IBOVESPA com alavancagem:

São fundos regulamentados pelo BACEN ou pela CVM, que possuem estratégia explícita de superar o IBOVESPA. Esses fundos podem realizar operações que impliquem em alavancagem do patrimônio.

7.2.3 IBX:

São fundos regulamentados pelo BACEN ou pela CVM, que possuem estratégia explícita de superar o IBX.

7.2.4 IBX com alavancagem:

São fundos regulamentados pelo BACEN ou pela CVM, que possuem estratégia explícita de superar o IBX. Esses fundos podem realizar operações que impliquem em alavancagem do patrimônio.

7.2.5 IBA:

São fundos regulamentados pelo BACEN ou pela CVM, que possuem estratégia explícita de superar o IBA, não admite alavancagem.

7.3 Fundos de Ações Setoriais:**7.3.1 Telecomunicações:**

São fundos regulamentados pelo BACEN ou pela CVM, cuja estratégia é investir em ações do setor de telecomunicações.

7.3.2 Energia:

São fundos regulamentados pelo BACEN ou pela CVM, cuja estratégia é investir em ações do setor de energia.

7.4 Fundos de Ações Outros:**7.4.1 Sem alavancagem:**

Classificam-se neste segmento os fundos de ações abertos que não se enquadrem em nenhum dos segmentos anteriores (7.1, 7.2, 7.3 e seus subsegmentos).

7.4.2 Com alavancagem:

Classificam-se neste segmento os fundos de ações abertos que não se enquadrem em nenhum dos segmentos anteriores (7.1, 7.2, 7.3 e seus subsegmentos). Esses fundos podem realizar operações que impliquem em alavancagem do patrimônio.

7.5 Fundos de Ações Fechados**8. Fundos de Investimento Imobiliário****II. FUNDOS MÚTUOS DE PRIVATIZAÇÃO****III – FUNDOS OFF SHORE:**

Será mantida a antiga classificação: renda fixa, renda variável e misto

IV – FUNDOS DE PREVIDÊNCIA

Nesta categoria incluem-se os FAPI's e PGBL's. Será utilizada a classificação específica destes fundos.

9.2 Anexo II: Fundos de Investimento utilizados no Estudo Empírico.

FUNDOS DE AÇÕES:

Fundos de Ações Indexados ao Ibovespa:

AGF FDO INV. ACOES	BNP STRATEGIE CL	HSBC ACOES INDICES
ALFA - FIC DE FITVM	BOAVISTA INDEX	ITAU INDEX FIA
ALFA INDEX - FIA	BRADERCO LIVRE FIA	ITAU INDICE ACOES FIC FIA
ALFA INDICE - FIC DE FITVM	CAIXA IBOVESPA	ITAU PERSONNALITE MARCHE FICFIA
ALFA INDICE II - FIC DE FITVM	CCF APT	LLOYDS NAUTILUS EXTRA - FIQFITVM
ALFA INVEST - FIC DE FITVM	CCF TOP EX 157	LLOYDS NAUTILUS SOURCE - FITVM
AMERICA DO SUL ACOES INDEX CL	CHASE ACOES FIA	LLOYDS NAUTILUS UPPER - FIQFITVM
BANCOCIDADE STRATEGY F.I.A.	CHASE STOCK INDEX	LYONNAIS ACTIONS INDEX
BANEB ACOES	CREDIT SUISSE CSAM INDEX	PACTUAL TOTAL INDEX
BB-ACOES INDICE	DEUTSCHE IBOVESPA	SAFRA INDICIAL
BBA ICATU INDEX BV	DRESDNER ACOES FMIA	SUDAMERIS INDEX C. LIVRE
BBM IBOV. CL	DREYFUS BRASCAN INDEX FIA	SUL AMERICA INDEX FIA
BBV ACOES INDEX	F.I.A. IAMEX INDEX	UNIBANCO ACOES PRIVATE B INDEX
BBV INDEX	FI ACOES BANDEIRANTES IBOVESPA	VOTORANTIM INDEX
BIC STOCK INDEX	HEDGING-GRIFFO FCL II	

Fundos de Ações Ibovespa Ativo:

ABC-ROMA	BRADERCO II FIA	LIBERAL QUALIFICADO FIA
ABN AMRO MAIS	CCF BLUE CHIP	LLOYDS SHARE - FITVM
ABN AMRO ATIVO I	CITI INSTITUCIONAL ACOES	MAXIMA ACCESS
ABN AMRO ATIVO II	CITIACOES	MAXIMA MARKET PORTIFOLIO
ABN AMRO INSTITUCIONAL	CITIFOCUS ACOES	MERCATTO ACOES PLUS FIA
AGENDA FIA	DEUTSCHE ACOES	OPPORTUNITY INSTITUCIONAL FIA
ALFA DINAMICO - FIC DE FITVM	DREYFUS BRASCAN INDEX PLUS BSP FIA	OPPORTUNITY I FIA
ALFA IV - FIA	ELITE	PACTUAL ACOES I
ALFA MAIS - FIC DE FITVM	FAMA CHALLENGER II FIQ FIA	PACTUAL DINAMICO
ALFA SPECIAL - FIA	FIA SANTANDER PORTFOLIO LIVRE	PICTET MODAL QUALIFICADO B FMIA - CL
ATICO I	FIA SANTANDER PRIVATE HEDGE	PLURAL FIA
BANCO DO NORDESTE-ACOES	FIBRA VIC	PLURAL FIA LIVRE
BANEB FIA DINAMICO	FINASA ACOES I	PLURAL INSTITUCIONAL FIA
BANRISUL INDICE	FINASA ACOES III	PORTFOLIO ACOES
BB-ACOES MASTER	FINASA ACOES INDICE	PR FIA
BCN ACOES	FOCUS FIA	PRIVATE FOCUS
BCN ALLIANCE BLUE CHIP	ING DEEP BLUE TULIP FIA	PROSPER ADINVEST FIA
BCN ALLIANCE FOCUS	ITAU CART. INSTITUCIONAL FIA	SANTANDER ACOES
BCN ALLIANCE SEGURIDADE	ITAU GALAXIA FIA	SANTANDER INSTITUCIONAL CL
BCN MAXI	ITAU INSTITUCIONAL ONIX FIA	UBS BRINSON EQUITY
BMG ACOES	ITAU LUXOR FIA	UNIBANCO ACTIVE FIA
BOAVISTA CARTEIRA LIVRE	ITAU PRIVATE ACOES G FIC FIA	UNIBANCO CART. PREVID. FIA
BOSTON PRIV. IBOVESPA PLUS	ITAU-MATRIX F.I.A	VOTORANTIM ACOES
BOSTON IBOVESPA PLUS	LIBERAL ACOES FIA	
BOSTON IBOVESPA SELECT	LIBERAL N FITVM	

Fundos de Ações Ibovespa Ativo Alavancado:

BANCOCIDADE ACTIVE F.I.A.	ITAU CARTEIRA LIVRE FIA	SANTA FE SCORPIUS FIA
BANERJ CARTEIRA LIVRE	ITAU PERSONNALITE TECHNIQUE FIA	SANTANDER POWER
BNL AZIONI	ITAU-MATRIX INDEX PLUS FIA	SANTOS PORTFOLIO FITVM
BRB ACOES	LLOYDS EQUITY - FITVM	SIGMA
CCF-ACOES	LLOYDS EXPLORER EXTRA - FITVM	SINTESE EQUITY FIA
CHASE CLASSIC FIA	LLOYDS EXPLORER UPPER - FITVM	SUDAMERIS ACOES PRIVATE CL
CHASE EQUITIES	LLOYDS FACTOR - FITVM	SUDAMERIS CL FIC FIA
CHASE INDEX PLUS	LLOYDS INSTITUCIONAL - FITVM	SUDAMERIS INSTITUCIONAL CL
COIN FATOR FIA	MAGLIANO ABILITY	SUL AMERICA EQUILIBRIUM FIA
COMERCIAL MASTER	MERCATTO PORTFOLIO	SUL AMERICA MOMENTUM FIQ FIA
CREDIT SUISSE CSAM FIG	OPPORTUNITY LOGICA II FIA	TOP BENEFIT
CREDIT SUISSE CSAM FIG PREMIUM	ORYX FDO INV. ACOES	UNIBANCO BLUE ACOES
CREDIT SUISSE CSAM IBOVESPA PLUS	PREMIUM IND. ACOES PLUS FIC FIA	UNIBANCO PRIVATE GOLD
FI ACOES BANDEIRANTES ESTRATEGICO	PRIVATE INDICE ACOES PLUS FIA	UNIBANCO STRATEGY ACOES
FIA PLURAL JAGUAR	SAFRA ACOES	WOLF FIA
IP GAP IBOVESPA PLUS FIA	SAFRA PRIVATE	

Fundos de Ações Outros:

ATRIUM AI	CCF BANKING	MULT STOCK F.I.A
ATRIUM FIA	DREYFUS BRASCAN INCOME FIA	PAVARINI F.I.A.
BANESPA - FBA	DYNAMO COUGAR	PICTET MODAL QUALIFICADO A FMIA - CL
BANESPA F.B.L.	FAMA FUTUREWATCH I FIQ FIA	PRIME
BANESTES ACOES	FAMA FUTUREWATCH II FIQ FIA	PROSPER ACCESS FIA
BANRISUL FAB	FI ACOES BANDEIRANTES SETORIAL	R.C.W. ASSET FIA
BANRISUL INFRA	GERACAO F.I.A.	SAFRA CARTEIRA MISTA - CL
BBM DIVIDENDOS	IP PARTICIPACOES INSTITUCIONAL FIA	SAFRA MULTI DIVIDENDOS
BCN ALLIANCE SUPERACAO TELECOM	IP PARTICIPACOES FIA	SAFRA SETORIAL BANCOS
BESC FBA	ITAU PRIVATE ACOES I FIC FIA	SANTA FE AQUARIUS FIA
BESC MIX FCL	ITAU PRIVATE ACOES M FIC FITVM	SANTANDER PRIVATIZACAO
BOSTON SMALL CAP VALUATION FIA	LIBERAL VALOR FIA	SANTOS E FUND
BOZANO FLUMINENSE	LLOYDS ACE - FITVM	SUL AMERICA VARIAVEL FICFIA
BRADESCO FIA	MB ACOES	TITULO F.I.A
BRADESCO LIVRE FACIL FIA	MB ACOES FLEX	VERTICE OZ FIA
CARTEIRA SAFRA RENDA MISTA	MB SEG	

Fundos de Ações Outros Alavancados:

ABN AMRO DINAMICO	HEDGING-GRIFFO TOP ACOES	MAGLIANO TRADITION
BORA FIA	HSBC FMIA C.L. S. SERV. PUBLICOS	PORTO SEGURO F.I.A
BOREAL ACOES V	HSBC FMIA C.L. SETORIAL	SUDAMERIS CL DIV
FI ACOES BANDEIRANTES RENDA MISTA	HSBC PRIVATE ACOES SET SERV PUB	SUDAMERIS ESTRATEGICO FIA
FI BANDEIRANTES ACOES	JP MORGAN SELECTION FIA	TATICA STRATEGY FMIA CL

FUNDOS DE INVESTIMENTO FINANCEIRO:

Fundos Refenciados DI:

ABN AMRO FAQ CP	CCF FAC CONDOMINIO DI	LYONNAIS PREMIERE FAQ FIF
ABN AMRO FAQ CREDIT PLUS DI	CCF FAC FINANCE	LYONNAIS PRIVE FAQ FIF
ABN AMRO FAQ CREDIT PREMIUM DI	CCF FAQ DI	MASTER FAQ
ABN AMRO FAQ EMPRESA II DI	CCF FIF MAXIMUM DI	MAXI PREMIUM FAC FI
ABN AMRO FAQ PRIVATE DI	CCF FIF TGV DI	MB FAQ DI SUPER
ABN AMRO FAQ PROFIT PLUS DI	CENTURY - FIF	MB FIF DIARIO - DI MASTER
ABN AMRO FAQ PROFIT PREMIUM DI	CENTURY DI FAQFI	MIG - FAC FI
ABN AMRO FAQ PROFIT PRIVATE DI	CHASE DI FIF	MIG PLUS - FAC FI
ABN AMRO FAQ TARGET DI	CITI INCOME	NOSSA CAIXA FIF DI
ABN AMRO FIF CEDRO DI	CITI PORTFOLIO DI	NOSSA CAIXA FIF PRINCIPAL DI
ABN AMRO FIF CP	CITI PRIVATE PORTFOLIO	NOSSA CAIXA PLUS FAC DI
ABN AMRO FIF CREDIT DI	CITI-DI	NOSSA CAIXA SUPER FAC DI
ABN AMRO FIF EXPRESS DI	CITI-DI GOLD	NOSSA CAIXA VIP FAC DI
ABN AMRO FIF MAXIMUM DI	CITICORPORATE	OPPORTUNITY DI FIF
ABN AMRO FIF PROFIT DI	CITIDAILY PLUS	PERFIL DI FIF
ABN AMRO FIF VALOR DI	CITIFUNDOS DI PREMIO	PERSONA DI MAX
AGF FIF RENDA FIXA DI	CITILQUIDITY	PERSONALITE DI PRIX - FAC FI
AGF FIF STRATEGIE	CITINVEST-PLUS	PERSONNALETE SPR PRIVBANK FAC
ALFA DI FAC FIF	COMMODITIES FIF DI	PERSONNALITE AUTOMATIQUE FAC FI
ALFA EMPRESA DI FAQ FIF	CORP DI 60	PERSONNALITE DI FAC FI
ALFA ORBIS FIF DI	CREDIT SUISSE CSAM DI	PERSONNALITE IMMEDIAT FAC FI
ALFA ORBIS II FIF	DB FAQ DI 60 DIAS	PERSONNALITE MAXIME DI FAC FI
ALFA PHOCUS DI FAQ FIF	DB FIF SCORPIOS	PERSONNALITE PLUS DI FAC FI
ALFA PRIVATE DI FAQ FIF	DEUTSCHE CORPORATE DI	PERSONNALITE SPR FIXE FAC
AMERICA DO SUL FAC DI - MASTER	DEUTSCHE DI	PERSONNALITE SPR INST FAC FI
AMERICA DO SUL FAC DI - PREMIUM	DIBENS DI FIF	PINUS DI FIF
BANCO 1 DI	DRESDNER DI FIF	PLURAL DI FAQ
BANCO 1 DI BONUS	DREYFUS BRASCAN DI FIF	PREMIUM DI - FAC FI
BANCOCIDADE FIF DI MASTER	EXCLUSIVE FIX DI 60	PRIVATE EXCLUSIVE DI FAC FI
BANDEPE FAQ ADVANCE DI	FAC COIN CCF DI	PRIVATE FIX
BANDEPE FAQ CP INVESTFORTE	FAC FIF IAMEX DI PREMIUM	PRIVATE FIX DI
BANDEPE FAQ FORTUNE DI	FAC SANTANDER GOLDEN DI	QUALITY FAC FI
BANDEPE FAQ MULTIRENDA DI	FAC UBB LARGE CORPORATE DI	REAL FAQ CENTRUM DI
BANDEPE FAQ RENDAFORTE DI	FAQ BANDEIRANTES INVEST CDI	REAL FAQ CREDIT PREMIUM DI
BANDEPE FAQ SPECIAL DI	FAQ BANDEIRANTES PLATINUM CDI	REAL FAQ DOUTOR DI
BANERJ DI 60	FAQ BOAVISTA MIX INSTITUCIONAL	REAL FAQ EMPRESA I DI
BANERJ DI 90 - FAC FI	FAQ DE FIF IAMEX DI MASTER	REAL FAQ EMPRESA II DI
BANERJ EMPRESA DI 60	FAQ FIF BANCOCIDADE DI PLUS	REAL FAQ EMPRESA III DI
BANERJ PP - FAC FI	FAQ FIF BANCOCIDADE DI QUALITY	REAL FAQ EXPERT DI
BANERJ PP PLUS - FAC	FATOR CEDRO FIF	REAL FAQ EXTRA DI
BANERJ PP TOP - FAC FI	FIBRA DI - FAC FIF	REAL FAQ FIC DI
BANERJ SUPER DI - FAC FI	FIBRA INSTITUCIONAL DI	REAL FAQ FIC II DI
BANESPA FBQ DI 90 TOP	FIF ABC BRASIL SIXTY	REAL FAQ FORCAS DI
BANESPA FBQ DI 90 VIP	FIF BANDEIRANTES LIQUIDEZ CDI	REAL FAQ INTELIGENTE DI
BANESPA FBQ DI ESPECIAL	FIF BANDEIRANTES MAXI DI	REAL FAQ PRIORITY DI
BANESPA FBQ DI PRIVATE	FIF BANIF PRIMUS DI	REAL FAQ PROFIT PREMIUM DI
BANESPA FBQ DI TOP	FIF BOSTON DI	REAL FAQ SAUDE DI
BANESPA FBQ DI VIP	FIF IAMEX PROFIT DI	REAL FAQ SUPREMO DI
BANESTES VIP DI	FIF LIDER 30 DI	REAL FIF SIBRO DI
BB DI CPMF	FIF SANTANDER DI VIP	REAL FIF SIBRO II DI

BB DI ESPECIAL PLUS	FIF SANTANDER MERIDIONAL PLUS DI	REGULUS FIF
BB DI PREFERENCIAL	FIF SUMITOMO DI	SAFRA DI
BB FIX DI 60 - CPMF	FINASA DI MERCADO	SAFRA EKKO
BBA ICATU DI SOBERANO FAQ	FINASA V DI	SAFRA FQS DI
BBA ICATU DI SOBERANO FIF	FINASA VI DI	SAFRA GLOBAL DI
BBA ICATU DI FAQ	FRANCES CURTO PRAZO FIF	SAFRA HIGH MIX DI
BBA ICATU DI FIF	HEDGING-GRIFFO FIF DI	SAFRA HIGH TOP DI
BBM DI 1 FIF	HSBC CURTO PRAZO OVER	SAFRA MASTER
BBM FIF YIELD 60	HSBC DI	SAFRA PLUS DI
BBM YIELD INSTITUCIONAL	HSBC DI OVER	SAFRA PORTFOLIO
BBV DI	HSBC DI PLUS	SAM INSTITUCIONAL DI FIF
BBV EXCELENCE DI	HSBC DI SPECIAL	SANTANDER CLASSIC DI
BCN ALLIANCE CORPORATE	HSBC FAQ DI INSTITUCIONAL	SANTANDER CORPORATE DI
BCN ALLIANCE CORPORATION	HSBC FAQ PRIVATE DI SPECIAL	SANTANDER DI AMETISTA
BCN ALLIANCE DI 60	HSBC FIF CORPORATE DI	SANTANDER FIF DI
BCN ALLIANCE I FAQ FI	HSBC FIF DI INSTITUCIONAL	SANTANDER MAX DI
BCN ALLIANCE INST. II	HSBC PRIVATE DI	SANTANDER PLUS DI
BCN ALLIANCE IPE DI FIF	HSBC TITULOS PUBLICOS	SANTANDER PREMIUM DI
BCN ALLIANCE PLUS DI	ICATU PROGRAMADO FIF	SANTOS MAXI MONEY DI
BCN ALLIANCE SPECIAL DI	ING YELLOW TULIP DI FIF	SAVEIRO
BCN FEDERAL DI FIF	ITAU CORP DI - FAC FI	SPECIAL 60 FIF
BEMGE DI 60	ITAU CORP PLUS DI - 60 FAC FI	SUDAMERIS CORPORATIVO DI
BEMGE DI 90 - FAC FI	ITAU CORPTRUS DI - FAC	SUDAMERIS DI 60
BEMGE EMPRESA DI 60	ITAU DI - FAC FI.	SUDAMERIS EMPRESARIAL DI MAX
BEMGE PP - FAC FI	ITAU DI FIF	SUDAMERIS INST DI
BEMGE SUPER DI - FAC FI	ITAU EMP TRUST DI	SUDAMERIS PERSONA DI
BESC FAC DI	ITAU EMPRESA DI - FAC FI.	SUDAMERIS PRIVATE DI
BESC INSTITUCIONAL DI 60	ITAU EMPRESA DI 90 - FAC FI	SUDAMERIS VIVACISSIMO DI
BMC RENDA FIXA DI FIF	ITAU EMPRESA MAXI DI - FAC FI	SUL AM. REND. PRIVATE DI FAC
BMG DI FIF	ITAU EMPRESA PLUS DI - FAC FI	SUL AMERICA INSTITUCIONAL DI FIF
BNL CAPITALE DI	ITAU FIXED INCOME FAC FI	SUPER PREMIUM DI - FAC FI.
BNL FINANZIARIO DI	ITAU INSTITUCIONAL DI FIF	TOP TARGET
BNL PERSONALE DI	ITAU LION DI - FIF	UBB DI CORPORATE
BNP PARIBAS DI	ITAU PP TOP - FAC FI	UBB FIF CURTO PRAZO
BNP PARIBAS OPTIMUM DI	ITAU PREMIO DI 90 FAC FI	UBB FIF DI
BOSTON CAPITAL DI	ITAU SL DI - FAC FI	UBB FIF INSTITUCIONAL DI
BOSTON CORPORATE DI	ITAU SUPER DI - FACFI	UNIBANCO CONVERSAO 60
BOSTON DI	ITAUCORP FIC DI FIF	UNIBANCO CORP. DI CONSORCIO
BOSTON GOLDEN DI	LATINVEST TERRA FIF	UNIBANCO CURTO PRAZO
BOSTON HIGH DI	LIBERAL RF DI FIF	UNIBANCO DI BONUS
BOSTON INST. HEDGE DI	LLOYDS BASIS DI MAX	UNIBANCO DI CORPORATE
BOSTON INSTITUTIONAL DI	LLOYDS BASIS DI MIDDLE - FAQ	UNIBANCO DI PREMIUM
BOSTON MAXI DI	LLOYDS BASIS DI OPEN	UNIBANCO FAC PREVIDENCIA DI
BOSTON PEGASUS DI	LLOYDS BASIS DI PLUS	UNIBANCO FIF ADVANTAGE DI
BOSTON PREMIUM DI	LLOYDS BASIS DI SOURCE - FIF	UNIBANCO FIF CONV. 30
BOSTON PRIVATE DI	LLOYDS BASIS DI SPECIAL - FAQ	VOTORANTIM FIF
BRADESCO TEMPLETON FIF CP	LLOYDS BASIS DI SUPER	VOTORANTIM PLUS DI FIF
BTM LEADER-DI	LLOYDS BASIS DI UPPER - FAQ	WESTLB FIX DI FIF
BUILDING DI	LLOYDS BASIS EXTRA	WESTLB FIX DI TRIPLE A
BVA FIX SEGURO	LLOYDS CORPORATE - FIF DI	
CAIXA FIF DI	LYONNAIS DI MASTER FIF	

Fundos Renda Fixa:

ABN AMRO FAQ MIL	BOSTON PRIVATE FIX II	LIBERAL TRADICIONAL FIF
ABN AMRO FAQ PRIME	BR MAXI	LLOYDS GLOBAL
ALFA INVESTOR FIF	BRADESCO C.P. FEDERAL PLUS	LYONNAIS OBLIGATION RF FIF
ALFA INVESTOR FIF MIX	BRADESCO CURTO PRAZO MIX	MB FIF DIARIO
ALFA MIX FIF	BRADESCO FAC CP VERSATIL	MB FIF DIARIO - AUTOMATICO
BANCO 1 RENDA FIXA OVER	BRADESCO FACIL CP	MERCANTIL DO BRASIL 30
BANCOCIDADE FIF CURTO PRAZO	BRADESCO FAQ C.P. FEDERAL PLUS	MERCANTIL DO BRASIL 60
BANEB FAC DIARIO	BRADESCO FAQ C.P. MIX	MERCANTIL DO BRASIL MAX 30
BANEB FAC INTEGRAL	BRADESCO FAQ DE FIF 60	NOSSA CAIXA FIF CP
BANERJ FAC	BRADESCO FAQ DE FIF MACRO	NOSSA CAIXA FIF CP SEVEN
BANERJ RF PREMIO 90 - FAC FI	BRADESCO FAQ DE FIRF 90	NOSSA CAIXA FIF ESTATAIS
BANERJ SUPER RF - FAC FI	BRADESCO FAQ FIF RF CP FACIL	NOSSA CAIXA FIF FAF
BANERJVEST PLUS - FAC FI	BRADESCO FIF 60	NOSSA CAIXA FIF GOVERNOS
BANESPA - FBQ CP PLUS	BRADESCO FIF 90	NOSSA CAIXA FIF MASTER
BANESPA FBQ ESPECIAL	BRADESCO FIF EMPRESA	NOSSA CAIXA FIF RENDA FIXA
BANESPA FBQ PRIVATE	BRADESCO FIF MACRO	NOSSA CAIXA INVESTCAIXA
BANESPA FBQ TOP	BRADESCO FIF RF CP TOTAL	PAULISTA
BANESPA FBQ VIP	BRADESCO TEMPLETON FAQ TARGET	PERSONNALITE PLUS RF FAC FI
BANESTADO DI 40 FACFI	BRADESCO TEMPLETON FIF PLUS 1	PERSONNALITE RF FAC FI
BANESTADO ESPECIAL FACFI	BRADESCO TEMPLETON FIF TARGET	PERSONNALITE SPR COMODITIES FAC FI
BANESTADO FIF NOBRE	BTM 30	PLURAL MAX CORPORATIVO FIF
BANESTADO SUPER RF FACFI	BTM MIX	PRATICBEC
BANESTADOVEST PLUS FACFI	CCF FIF DURATION 90	PRATICBEC II
BANESTES INVEST MONEY	CLASSIC FAQ	PRIME FIF
BANESTES GIRO FIX - BONIFICADO	CONCORDIA EXTRA	PRIVATE RENDA FIXA - FAC FI
BANESTES INVESTIDOR	DAYCOVAL FIF	PROGRESS FIF
BANPARA FIF 30	DB FAQ FIF ZEUS	REAL FAQ CENTRUM MIX
BANPARA FIF 60	DEUTSCHE YIELD	REAL FAQ EXPERT MIX
BANPARA FIF CP	FAC CONCORDIA ALPHA	REAL FAQ EXTRA MIX
BANRISUL - CURTO PRAZO	FAC CP ITAU- FAC FI	REAL FAQ IV
BANRISUL AUTOMATICO	FAQ BANDEIRANTES INVEST FIX	REAL FAQ SUPREMO MIX
BANRISUL MASTER DI	FAQ BANDEIRANTES INVEST FIX 90	REAL FIF CP
BANRISUL SUPER	FAQ BANDEIRANTES MAXI PRIME FIX	REAL FIF DAILY A
BANRISUL VIP I	FAQ BANDEIRANTES PLATINUM FIX	REAL FIF DAILY I
BASA INVEST CP	FIBRA BETA - FIF	REAL FIF MIX
BASA SELETO	FIF BANDEIRANTES MAXI FIX	REAL FIF MIX II
BBA ICATU PERFORMANCE FAQ	FIF BANDEIRANTES MAXI PERFORMA	RENBEC
BBA ICATU PERFORMANCE FIF	FIF BANESE	RURAL MAXI
BBG YIELD	FIF CAPITAL	RURAL MAXI CASH
BBV EXCELENCE RF	FIF LIQUIDEZ	RURAL MAXI OVER
BBV RENDA FIXA	FIF TEL BEST	RURAL OVER
BCN ALLIANCE CSC-7	FINASA I RENDA DIARIA	SAFRA EXECUTIVE
BCN ALLIANCE CURTO PRAZO	FINASA II RENDA FIXA	SAFRA R. FIXA
BCN ALLIANCE EMPRESA	FINASA III - RENDA FIXA	SCHAHIN FIF RF
BCN ALLIANCE RENDA FIXA	FINASA IV MASTER - RENDA FIXA	SCS FAQ DB
BCN SOMA	FINASA RF EXCL FDOS E CARTEIRAS	SLW III FIF
BEAFIF-CP	FINASA RF MERCADO	SUDAMERIS CORPORATE RF 60
BEC MAXI	FLOOR FIF	SUDAMERIS CP PLUS
BEC SUPER	FRANCES RF FIF	SUDAMERIS EMPRESARIAL AUTOMATIC
BEMGE I 60 RF	FUNBANORTE ITAU MATRIX FIF	SUDAMERIS EMPRESARIAL RF
BEMGE II 60 RF	FUNBANORTE SAMI FIF	SUDAMERIS EMPRESARIAL RF MAX
BEMGE RF 60	FUNDO FIQ BANEB	SUDAMERIS FINANZIARIO

BEMGE RF PREMIO 90 - FAC FI
 BEMGE SUPER RF - FAC FI
 BESC FAC FBI
 BESC FAC FIX
 BESC FAC FLD
 BESC FCP
 BESC FIC
 BESC PRIME
 BMG MULTIFAQ III
 BNP PARIBAS CLASSIC
 BNP PARIBAS RF
 BOAVISTA IDEAL
 BORA FIF
 BOREAL FIF 60
 BOSTON CAPITAL FIX
 BOSTON FIX
 BOSTON GOLDEN FIX
 BOSTON HIGH FIX
 BOSTON INVEST FIX
 BOSTON MAXI FIX

FUTURO ITAU 60
 HSBC FAQ RENDA FIXA PLUS
 HSBC FIF PRIVATE RENDA FIXA
 HSBC FIF RENDA FIXA
 HSBC POUPMAIS
 HSBC RENDA FIXA 60 DIARIO
 IP GAP RENDA FIXA - DI FIF
 ITAU CORP RF FAC FI
 ITAU FCP LIVRE
 ITAU FIC FAC-FI
 ITAU MONEY MARKET RF FAC-FI
 ITAU RENDA FIXA - FAC FI
 ITAU RF FIF
 ITAU RF PREMIO 90 - FAC FI
 ITAU SUPER RF FAC FI
 ITAU-MATRIX PMAT FACFI
 ITAU-MATRIX PS FIF
 ITAUVEST PERSONNALITE - FAC FI
 ITAUVEST PLUS FAC FI
 LIBERAL L FIF

SUDAMERIS FUNDACOES
 SUDAMERIS PERSONA RF - 60
 SUDAMERIS PERSONA RF MAX
 SUDAMERIS RF 60
 SUDAMERIS RF BONUS
 SUL ENERGIA - FIF
 TARGET FIF
 TATICA OVER
 TITULO FIF - 60
 UBB FIF RENDA FIXA
 UBS BRINSON DEFENSIVE
 UNI-CLASS CONSERVADOR
 UNIBANCO PRIV.R.F. PLUS
 UNIBANCO RENDA FIXA BONUS
 UNIBANCO RF PLUS
 URANO FIF
 VOTORANTIM RENDA FIXA FIF
 WESTLB FIX TRADITIONAL FIF

Fundos Renda Fixa Crédito:

BANCOCIDADE FIF EMPRESARIAL
 BBA ICATU UTAH FIF
 BIC FIX DI
 BMG PERFORMANCE FIF
 BOSTON CREDIT FIX
 BOSTON INST. CREDIT FIX
 CHASE PORTFOLIO
 CHASE PROFIT
 DREYFUS BRASCAN YIELD PLUS FIF
 DURATION
 DURATION II

FAC SANTANDER MAX RENDA FIXA
 FAQ FIF BANCOCIDADE COMMODITIES
 FAQ FIF BANCOCIDADE VIP
 FAQ FIF BOSTON CREDIT FIX
 FIBRA FIX - FIF
 FIF DIBENS PERSONAL BRANCH
 FIF SANTANDER HIGH YIELD
 FIF SANTANDER MERID. RENDA FIXA
 FIF SANTANDER PORTFOLIO INST.
 FIF SANTANDER RENDA FIXA VIP
 FIF VECTOR

ING GOLD TULIP FIF
 MAXIMA RENDA FIXA PLUS
 PERSONNALITE HIGH YIELD - FAC FI
 SANTANDER INSTITUCIONAL
 SANTANDER BRILHANTE
 SANTANDER GOLDEN RENDA FIXA
 SANTANDER PREMIUM RENDA FIXA
 SANTANDER RENDA FIXA
 TOP RENDA MISTA CORP- FAC FI
 TOP RENDA MIX - FAC FI
 TOP RENDA MIX 60

Fundos Renda Fixa Alavancada:

FIF BANDEIRANTES MAXI DERIVATIVOS	SANTANDER RENDA FIXA ESPECIAL	UNI-CLASS MODERADO
FIF PORTFOLIO	SUL AMERICA PRE FIF	UNIBANCO PRIV. MODERADO
FIF PORTFOLIO D	UBB FIF MODERADO 60	

Fundos Renda Fixa Multi-Índice:

BB ATUARIAL	EXCELLENCE	LLOYDS PRIVATE FAQ
BB FIF FCP	FAC COINVALORES YIELD	LLOYDS PROFIT FIF
BB FIX	FAQ DE FIF ILLINOIS	LLOYDS SELECTOR
BB FIX ADM CLASSICO	FIF BANDEIRANTES MAXI INST.	LLOYDS TOP
BB FIX ADM TRADICIONAL	FIF BEETLE II	LLOYDS TRADER FAQ
BB FIX ESPECIAL PLUS	FIF PACTUAL HIGH YIELD	PACTUAL INSTITUCIONAL DINAMICO
BB FIX PREFERENCIAL	FIF PACTUAL YIELD	PENSION FUND
BB FIX PRIVATE	FLEMING GRAPHUS MEGA INST. FIF	PICTET MODAL SELECT RF
BB PREMIUM ESPECIAL PLUS	INSTITUTIONAL NORWOOD	SANTANDER FIF SILEX
BB-FIF COMMODITIES	LLOYDS FRAME	STRATUS 60 FIF
CHASE DYNAMIC	LLOYDS KEY EXTRA	UBB FIF ADVANTAGE INSTITUCIONAL
CHASE FIX	LLOYDS KEY MIDDLE	UBB FIF PREVIDENCIA
CHASE MODERADO I	LLOYDS KEY SOURCE FIF RF	UBB FIF TRUST
CHASE STRATEGY	LLOYDS KEY UPPER -FAQFI	UBB FIF YIELD PLUS
CITIPENSION	LLOYDS PETROLEUM FIF	UNIBANCO FAC PREMIUM PLUS
CITIPENSION II	LLOYDS PLUS FAQ	UNIBANCO PREVIDENCIA

Fundos Multimercado sem Renda Variável:

ABC BRASIL ACTIVE	CAIXA FAC PREMIO 60	DEUTSCHE PLUS
ABC BRASIL AGGRESSIVE	CAIXA FIF IDEAL	DIBENS PLUS FAQ FIF
ABN AMRO FAQ MANAGER PLUS	CAIXA FIF PRATICO	DRESDNER RF FIF
ABN AMRO FAQ MANAGER PREMIUM	CCF - TIPO	FIF BKB IGPM
ABN AMRO FIF MANAGER	CCF FAQ MULTI II	FIF RIOPOL II
ABN AMRO FIF MANAGER II	CCF FAQ PERSONNEL	FIF SPECIAL
AGF FIF HEDGE FUND	CCF FAQ SUCESSO	HSBC FA AUTOMATICO
BANESTADO MULTIPLO	CCF FIF TIPO PLUS	ING ORANGE TULIP FIF
BB ALIANCA	CCF-MULTI	INVESCO PREMIUM FACFI
BB-PATRIMONIAL 60	CHASE CHANCE	INVESCO PREMIUM FIF
BBA ICATU ADVANCED FAQ	CHASE LEVERAGE	MAGLIANO LIQUIDEZ DIARIA
BBA ICATU XIX FIF	CREDIT SUISSE CSAM CAMBIAL	PORTO SEGURO FAC
CAIXA AZUL FIF	CREDIT SUISSE CSAM EQUILIBRIUM	PRESTIGE II FIF
CAIXA FAC FUNDACOES	CREDIT SUISSE CSAM MB CAMBIAL	SUDAMERIS CHECK-UP INVESTE MODERADO
CAIXA FAC EXECUTIVO	DB FAQ CARA	SUDAMERIS DERIVATIVOS
CAIXA FAC INVESTIDOR	DB FAQ FIF CLASSIC	
CAIXA FAC PERSONAL	DB FAQ FIF PRIMAVERA	

Fundos Multimercados com Renda Variável:

ABC BRASIL ALLOCATION	BOSTON STRATEGY	LIBERAL MODERADO FIF
AGF FIF DERIVATIVOS	BOSTON STRATEGY	LIBERAL MODERADO I FIF
AGF FIF INSTITUCIONAL	CCF - RENDA FIXA	LLOYDS INDEX
AGF FIF MIX	CCF FAC MASTER	LLOYDS IVORY FAQ
ALFA INVESTOR FIF PLUS	CCF FAC TIPO	LLOYDS RATCHET
ALFA PLUS FIF	CCF FIF TOTAL	LONDRES FIF
BANIF PRIMUS FIF MIX INSTITUCIONAL	CCF MASTER	LYONNAIS ACCELERATION FAQ FIF
BB-PREV	COINVALORES CCF DERIVATIVOS	LYONNAIS DERIVATIVOS MASTER FIF
BBM MODERADO FIF	COINVALORES LIBERAL MODERADO	MIX AVA
BMG PORTFOLIO I FIF	COMERCIAL FIF	MIX MOD
BMG PORTFOLIO II FIF	CREDIT SUISSE CSAM WIN	MIX TRA
BNP PARIBAS ARBITRAGE	DEFENDER FIF	ORYX MIX II FAQ FI
BNP PARIBAS DYNAMIQUE	DEUTSCHE OSIRIS 60	ORYX SAVANA FIF
BNP PARIBAS PLUS	FAC BANIF PRIMUS MIX	ORYX SAVANA INSTITUCIONAL FIF
BNP PARIBAS YIELD	FAMA FIX TRIGGER FAQ FIF	PICTET MODAL HEDGE FIF
BOSTON INST. BLEND	FIF CONFIANCA Z	PLURAL FIF BALANCEADO
BOSTON PORTFOLIO	FIF PETROPOLIS	PLURAL MULTIPORTFOLIO FIF
BOSTON PORTFOLIO	FUSAN LYONNAIS IGUACU FIF	WESTLB DERIVATIVE FIF
BOSTON PRIV.STRATEGY	HG CART ADM CAMBIAL FIF	
BOSTON PRIVATE PORTFOLIO	IP GAP MULTIPORTFOLIO FIF	

Fundos Multimercados sem Renda Variável Alavancados:

ABN AMRO FAQ INTEREST PLUS	DIBENS PERSONAL ROOT FIF	LLOYDS PATRIMONIO FIX
ABN AMRO FIF INTEREST	DRESDNER RF PLUS FIF	OIAPOQUE FIF
ABN AMRO FIF ONIX	DREYFUS BRASCAN FIF	OPPORTUNITY PLUS DERIV. CONS. FIF
ALFA INVESTOR XXXIX FIF	FIF IAMEX DYNAMIC	PATR. DYNAMIC SPECIAL
ALFA PRIVATE PORTFOLIO FAQ FIF	FIF PACTUAL REAL ALAVANCADO	REAL FAQ FIX
BBA ICATU MULTI MARKET FIF	ITAU FEF MATRIX 60 FIF	REAL FAQ MANAGER PREMIUM
BBA ICATU XII FIF	ITAU MATRIX LEVERAGE FIF	URANO FAQ
BNL FINANZIARIO PLUS	ITAU PRIVATE M FACFI	VOTORANTIM EXPERT FIF
CREDIT SUISSE CSAM PORTFOLIO PLUS	ITAU-MATRIX LEVERAGE II FIF	
CSAM RF VIII FAQFI	LLOYDS PATRIMONIO DYNAMIC	

Fundos Multimercados com Renda Variável Alavancados:

AAA FIF	FIF MERCATTO LION TOP TEN	LLOYDS GEMINI PLUS - FIF
ABN AMRO FAQ RISK PLUS	FIF MERCATTO PLUS	LLOYDS GEMINI SOURCE
ABN AMRO FAQ RISK PREMIUM	FIF NIX MOBIL	LLOYDS GEMINI UPPER
ABN AMRO FIF RISK	FIF NOBEL ADVANCED	LLOYDS IMPACT FAQ
AGORA FACFI	FIF NOBEL ADVANCED AGRESSIVO	MACRO PERFORMANCE FIF
ATICO LEVERAGE	FIF PACTUAL HEDGE	MACRO PREMIUM FIF
BAFRA FIF	FIF PACTUAL HEDGE PLUS	MAGLIANO SUPER 60
BANCOCIDADE MAIS FIF	FIF PREEMINENT	MATRIX SUNRISE FAC
BANERJ DERIV MOD FACFI	FIF PREVINDUS MILLENIUM	MATURITY FIF
BANIF PRIMUS DERIVATIVOS	FIF PRIVATE 2	MAXIMA GEIPREV
BBA ICATU BALANCE FAQ	FIF SANTANDER MIX CONSERVADOR	OPPORTUNITY MARKET MULT. LIVRE FIF
BBA ICATU MADISON FAQ	FIF SAO FRANCISCO	OPPORTUNITY MULTICARTEIRA AGRESSIVO FIF
BBA ICATU TESOURARIA FIF	FOCUS I FAC FI	OPPORTUNITY MULTICARTEIRA CONS.
BBA ICATU VERMONT FIF	FUNBANORTE FACFI	OPPORTUNITY MULTICARTEIRA MOD.
BBM ADVANCED FIF	FUNBANORTE MULTISTOCK FIF	ORYX ABSOLUTO FIF
BBM DERIVATIVOS FIF	HEDGING-GRIFFO HEDGE FAC FIF	ORYX OASIS FIF
BBM HIGH YIELD 1	HEDGING-GRIFFO TOP FIF	ORYX SAARA
BBV MIX	HEDGING-GRIFFO VERDE FIF	PERSONNALITE DERIVATIVOS FAC
BBV TOP MIX	HSBC DERIVATIVOS PLUS	PERSONNALITE DYNAMIQUE FAC FI
BCN ALLIANCE GOL	HSBC FIF DERIVATIVOS	PLURAL EXTRA FIF
BCN ALLIANCE META	HSBC INSTITUCIONAL PLUS	PLURAL EXTRA PLUS FIF
BCN ALLIANCE PERFORMANCE	HSBC PRIVATE DERIVATIVOS	PORTO SEGURO LIVRE FAC
BCN ALLIANCE VI	ING RED TULIP FIF	PRIVATE DYNAMIQUE FAC FI
BCN FIC	INVESCO STRATEGY FACFI	PRIVBANK AMETISTA
BRADESCO TEMPLETON FAQ SAVINGS	INVESCO STRATEGY FIF	PROSPER ADVANCED FIF
CHASE STRATEGIC TRADER LI FACFI	IP GAP HEDGE FIF	PROSPER LIGHT PRIVATE FAQ
CLARITAS HEDGE	ITAU CORP DER. CONSERV. FAC	PROSPER LIMITED PRIVATE FAC
COIN DEUTSCHE DIAMOND	ITAU CORP DERIV DINAMICO FAC FI	PROSPER QUANTECH FIF
COIN ITAU MATRIX K2	ITAU DERIV MOD FACFI	REAL FAQ RISK
COINVALORES OPP HEDGE	ITAU INSTITUCIONAL DERIV FIF	REAL FAQ RISK VIP
CREDIT SUISSE CSAM HIGH YIELD I	ITAU INTREPID - FIF	RUDRIC - FACFI
DEUTSCHE NETUNO 60	ITAU K2 - FAC FI	S. DERIVATIVOS FIF
DEUTSCHE PERFORMANCE	ITAU MATRIX INST. LEVERAGE FACFI	SAFIC FIF
DISCOVERY FAQ FI	ITAU PRIVATE STRATEGY FAC	SAFRA GLOBAL FIF
DRESDNER HIGH YIELD FIF	ITAU RELIANT FIF	SANTOS HEDGE MIX FIF
DREYFUS BRASCAN MIX FIF	ITAU-MATRIX K2 FIF	SPROVEN - FAC FI
FAC FI SANTANDER CONSERVADOR	JGP HEDGE FIF	SUDAMERIS CHECK - UP INVESTE AGRESSIVO
FAC FI SANTANDER MODERADO	LATINVEST JUPITER FIF	SUL AMERICA CRESCIMENTUM FIF
FAC TECBENS COMPOSITE	LATINVEST NETUNO FIF	SUL AMERICA DIFERENCIAL FIF
FATOR LINEAR CONDOR FAQ	LATINVEST SATURNO FIF	SUL AMERICA DINAMICO FIF
FATOR LINEAR DERIVATIVOS FAQ	LIBERAL DINAMICO FIF	SUL AMERICA PROVENTUM FIF
FATOR LINEAR TIGER FAQ	LIBERAL HIGH YIELD FIF	TATICA VORTEX
FATOR MOGNO FIF	LLOYDS ANTARES EXTRA	UBB FIF DERIVATIVOS
FIBRA PERFORMANCE FAC	LLOYDS ANTARES MIDDLE	UNI-CLASS ARROJADO
FIF EFFICIENT PORTIFOLIO	LLOYDS ANTARES SOURCE	UNIBANCO ADVANTAGE PLUS FAC
FIF IAMEX FUTURES	LLOYDS ANTARES UPPER	UNIBANCO PRIV. ARROJADO
FIF MATURITY TOP	LLOYDS GEMINI MIDDLE	VOTORANTIM DINAMICO