

3

Fundos de Investimento

Este capítulo tem por objetivo apresentar o conceito de um fundo de investimento financeiro apresentando inicialmente um breve histórico de sua criação no século XIX. Posteriormente serão apresentados no âmbito nacional os tipos de fundos encontrados assim como as principais regulamentações no Brasil, passando por questões tributárias e custos porventura existentes. Por fim, serão enumeradas as principais vantagens e desvantagens existentes do ponto de vista do investidor ao se aplicar em fundos de investimentos.

3.1

Introdução

A indústria mundial de fundos de investimento totalizou um patrimônio até o terceiro quarto de 2009 de US\$ 22,3 trilhões, segundo o ICI – *Investment Company Institute*. O mercado seguiu até o ano de 2008 uma trajetória de crescimento recorrente, chegando ao ano de 2007 com um montante de US\$ 26,2 trilhões, mas devido à grave crise financeira mundial, ela sofreu uma forte retração, conforme figura a seguir:

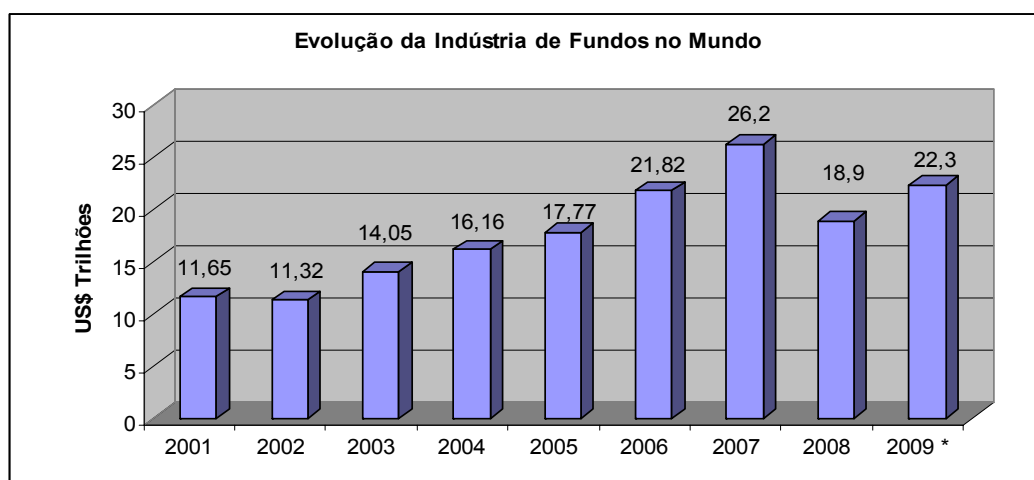


Figura 6 – Evolução da Indústria de Fundos no Mundo

Fonte: Elaboração própria com base nos dados obtidos no *Investment Company Institute* (ICI)

O Brasil acompanhou essa evolução, que com a criação do plano Real em 1994, trouxe ao Brasil uma estabilidade macroeconômica jamais vista na história do país, acarretando em uma demanda crescente por aplicações em fundos de investimentos.

Após esse período de apogeu no mercado de capitais brasileiro, ocorreram grandes fugas de capitais, com a crise asiática em 1997, a crise russa em 1998 e a desvalorização do Real um ano depois. Para tentar atenuar esta fuga de capitais, foi necessária a utilização de políticas macroeconômicas austeras via um aumento da taxa de juros e controle fiscal. Após esses episódios que culminaram na desvalorização do Real em 1999, o país passou a viver um período de maior estabilidade macroeconômica.

Podemos dizer que a estabilidade econômica gerada pelo plano Real, aliada a alta taxa de juros e à regulação do mercado de fundos de investimentos, propiciou a essa indústria um enorme incremento tanto em valor administrado como em diversidade de tipos de fundos, tornado-a mais dinâmica e mais líquida. Essa estabilidade foi acompanhada por uma transformação sem precedentes na indústria de fundos, que após a marcação dos preços a mercado dos ativos em 2002, levaram à criação de uma série de normas objetivando minimizar riscos em excesso e dar também maior transparência às carteiras.

Atualmente a economia brasileira vem tendo um desempenho superior a muitos países emergentes, mostrando solidez e pujança, garantindo o país entre as dez maiores economias do mundo. Através da capacidade em manter os bons fundamentos da política macroeconômica, que permitiram a redução e o controle da inflação e da diminuição gradativa da taxa de juros a níveis históricos, o Brasil tornou-se um expoente no cenário econômico internacional.

Em função do seu desempenho positivo, a indústria brasileira passou a ocupar lugar de destaque no *ranking* internacional. No ano de 2009, quando alcançou R\$ 1,4 trilhão em patrimônio, o País passou a ser incluído entre os 10 maiores do mundo. A aplicação de diversas instituições em ativos nacionais tem se elevado continuamente nos últimos anos, sendo grande parte direcionada para os fundos de investimento que buscam retornos superiores aos das economias “desenvolvidas”. Segundo a Associação Nacional de Bancos de Investimento (ANBID) no ano de 2001 existiam 4.036 fundos de investimento no país. Aliada aos fatores descritos acima e através da criação de novos produtos essa quantidade

mais do que duplicou nos últimos sete anos, chegando em 2008 com uma quantidade recorde de 8.268 fundos, conforme a figura 7:

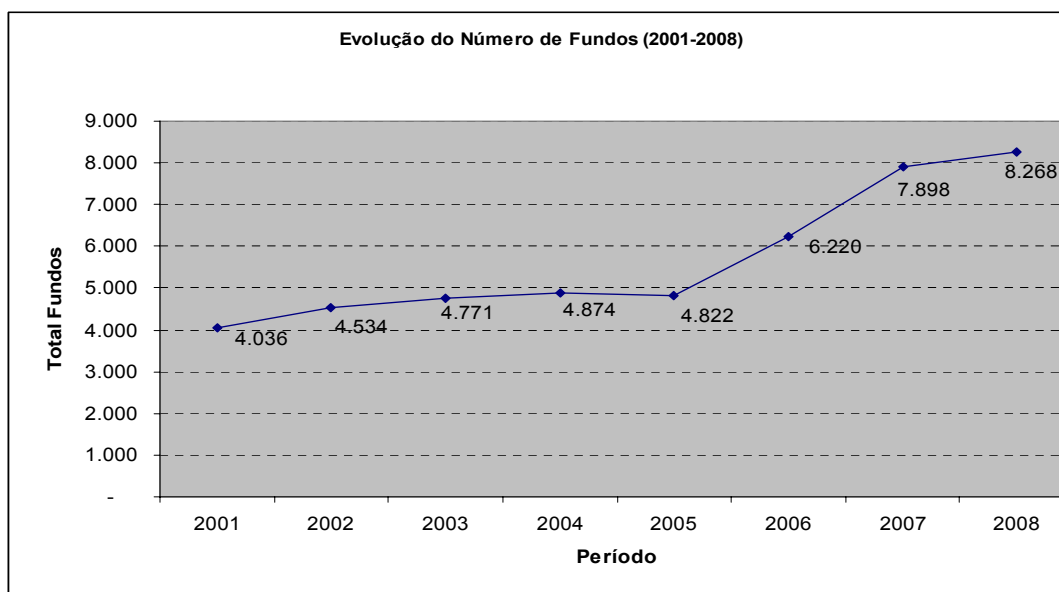


Figura 7 – Evolução do Número de Fundos no Brasil: 2001-2008

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da ANBID

Essa indústria registrou avanços expressivos no que diz respeito ao volume de recursos administrados: no período compreendido entre os anos de 2001 e 2008 houve um aumento de mais de 220%, passando de R\$ 0,344 trilhão para R\$ 1,135 trilhão. Na figura 8, vemos o incremento ano a ano evidenciando a significativa alteração do volume administrado durante esse período, terminando 2008 praticamente estável se compararmos com o ano anterior.

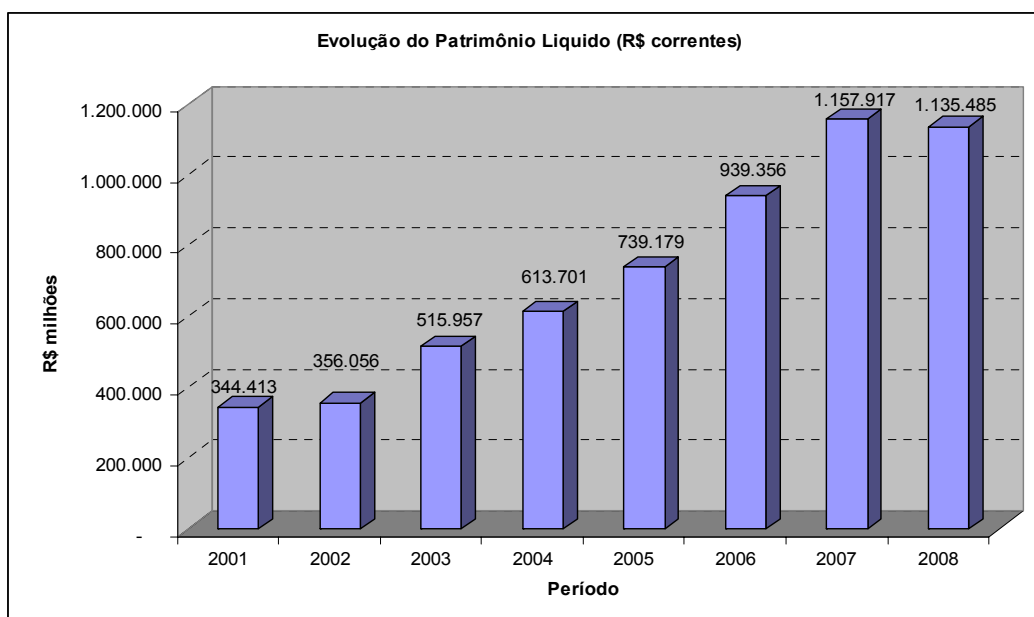


Figura 8 – Evolução do Patrimônio Líquido dos Fundos no Brasil: 2001-2008

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da ANBID

Através do quadro resumo apresentado na tabela 2, podemos visualizar que o volume de recursos sob administração de terceiros cresceu no período em análise, sendo cada vez mais representativo na soma dos serviços e riqueza do Brasil, alcançando mais de 40% do PIB em alguns anos, demonstrando o quão significativa é a chamada indústria de fundos para o país. Nela encontramos os dados referentes à evolução da quantidade de fundos, o volume de recursos administrados e o percentual em relação ao Produto Interno Bruto (PIB) do país.

Tabela 2 – Crescimento da Indústria de Fundos no Brasil: 2001-2009

Ano	Nº de Fundos	Volume R\$ milhões correntes	% PIB
2001	4.036	344.413	26%
2002	4.534	356.056	24%
2003	4.771	515.957	30%
2004	4.874	613.700	32%
2005	4.822	739.179	34%
2006	6.220	939.356	40%
2007	7.898	1.157.917	44%
2008	8.268	1.135.484	38%
2009	8.894	1.416.342	ND ¹

Fonte: ANBID e Instituto de Pesquisa Econômica e Aplicada - IPEA

¹ ND significa não disponível. Até o término do presente trabalho, o PIB brasileiro de 2009 não havia sido divulgado.

Este cenário de estabilidade dos fundamentos da economia brasileira e alta liquidez nos mercados, aliado a uma diminuição da taxa de juros e do prêmio de risco dos ativos financeiros, tem levado a uma redução significativa do montante aplicado em fundos DI e de renda fixa, tornando os fundos compostos por ativos de renda variável (ações) e moedas uma alternativa cada vez mais comum por parte dos investidores mais propensos a riscos. Para aqueles investidores menos arrojados, os fundos de renda fixa continuam a desempenhar um papel importante, ainda sendo responsáveis por grande parte do montante aplicado nesse segmento.

A indústria de fundos brasileira atualmente dá sinais claros de sua solidez, pois no terceiro trimestre de 2009 já havia se recuperado dos efeitos da crise financeira internacional. Os bons fundamentos da economia brasileira, a *expertise* dos gestores brasileiros e os sólidos arcabouços regulatórios público e privado do país foram alguns dos fatores que contribuíram para o bom desempenho da indústria no ano de 2009.

Nesta dissertação, dada a maior capacidade preditiva do ponto de vista econômico que favorece os ativos de maior prazo, buscamos analisar os fundos multimercados, sub-categoria com renda variável e alavancagem. Eles são caracterizados por serem instrumentos com grande flexibilidade de alocação de recursos e possibilidade de alavancagem, tendo na maioria das vezes parte do seu patrimônio lastreado em derivativos. Devido à possibilidade de obtenção de um resultado superior às classes de ativo tradicionais (Renda Fixa & Ações), o investidor é levado a aplicar dinheiro em Fundos Multimercados.

O perfil da indústria brasileira, no entanto, é bem diferente da internacional. Na média mundial, quase 40% do patrimônio dos fundos estava em ações no ano passado, conforme o estudo do ICI. Nos Estados Unidos, por exemplo, essa participação ultrapassa os 40%, girando em torno de 44%. O crescimento do mercado acionário nos últimos anos vem atraindo um número maior de investidores, mas diante dos riscos dessas aplicações, os fundos de ações e multimercados têm sido os instrumentos mais eficientes para iniciar as aplicações em bolsa.

É interessante observar na figura abaixo que os fundos de renda-fixa ainda são muito representativos em relação ao volume total administrado, atingindo 30% no ano de 2008, sendo seguido pelos fundos multimercados com 23% do total. Porém, ao se comparar com o ano 2000, a parcela de recursos destinada

para aos fundos de renda-fixa atingiam mais de 40%, sendo que os recursos para os multimercados só alcançavam 15%.

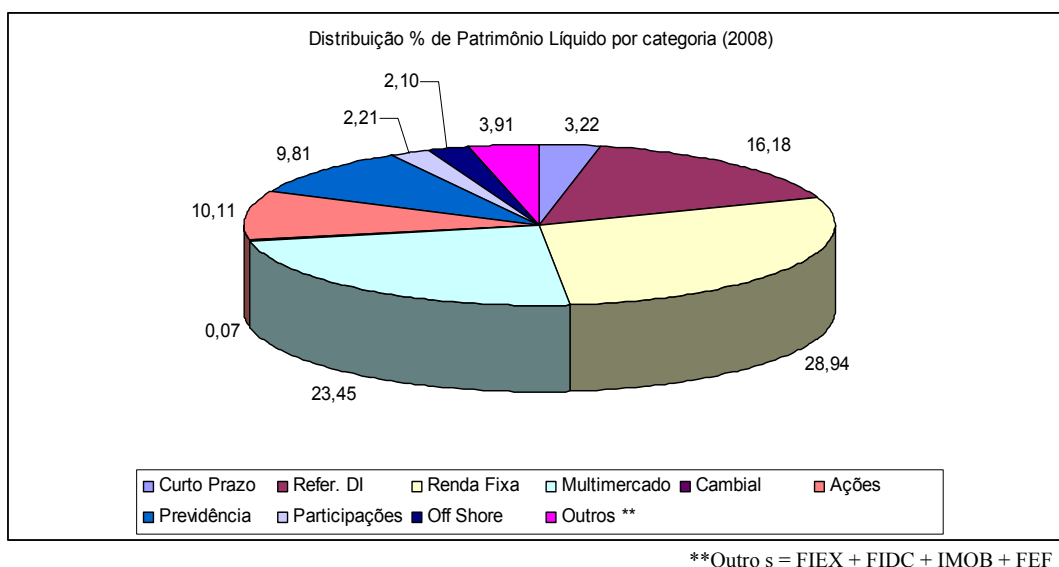


Figura 9 – Distribuição % do Patrimônio Líquido por Categoria de Fundos ².

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da ANBID

3.2

Definição

Os fundos de investimentos são uma das inúmeras modalidades de aplicações financeiras existentes na atualidade, e segundo a ANBID podem ser definidos como um condomínio que reúne recursos de um conjunto de investidores, com o objetivo de obter ganhos financeiros a partir da aquisição de uma carteira de títulos ou valores mobiliários.

Os primeiros relatos deste tipo de aplicação financeira datam do século XIX, instituídos inicialmente em alguns países europeus como Bélgica, França, Holanda e Inglaterra. Posteriormente, em 1924, foi criado o primeiro fundo mútuo nos Estados Unidos da América, e trinta e três anos depois, em 1957, este tipo de atividade financeira foi criada no Brasil.

² Os dados coletados foram fornecidos pela ANBID, com base no valor das quotas líquidas de custos administrativos, mas sem considerar efeitos fiscais. Não foi analisado se os gestores atuaram em conformidade com os mandatos definidos nas políticas de investimento constantes dos regulamentos dos fundos.

Nesse período embrionário da indústria de fundos no país, a gestão era feita predominantemente pelos grandes bancos da época, diferentemente do que ocorre atualmente onde se encontra uma grande variedade de gestoras ou instituições administradoras controladas muitas vezes por agentes independentes.

Através dos fundos, os pequenos investidores têm acesso a melhores condições de mercado, menores custos e contam com administração profissional, colocando-os em igualdade com os grandes investidores. Uma outra definição cabe à Assaf Neto (2003, p.386):

Fundo de Investimento é descrito como um conjunto de recursos monetários, formado por depósitos de grande número de investidores (cotistas), que se destinam à aplicação coletiva em carteira de títulos e valores mobiliários. Constitui-se em uma importante alternativa de investimento para as pessoas interessados em participar do mercado de capitais, oferecendo os benefícios da concentração dos recursos. Os Fundos, por se apresentarem como forma coletiva de aplicação de recursos, trazem vantagens sobretudo ao pequeno investidor com baixo volume individual de capital disponível para aplicação financeira.[...] Ao operarem com alto volume de recursos provenientes de diversos investidores, os Fundos podem ainda obter, em conjunto, condições mais favoráveis de negociação do que se cada cotista fosse atuar isoladamente no mercado.

A gestão é feita através de Fundos de Investimento Financeiro (FIFs), que investem diretamente em ativos financeiros e os Fundos de Aplicação em Cotas (FACs), que são como o próprio nome diz, fundos que se constituem a partir de outros fundos já existentes.

Para avaliarmos o desempenho dos fundos de investimento devemos sempre levar em consideração as respectivas rentabilidades por unidade de risco. Isto é muito relevante, pois o objetivo principal dos investidores é sempre obter maiores retornos por nível aceito de risco.

Muitas vezes vemos em diversas publicações, *rankings* de fundos baseados apenas em rentabilidade passadas, com o intuito de ordenar qual fundo se sobressaiu em relação ao outro. Isso é uma maneira errônea de se avaliar qualitativamente desempenho de fundos de investimentos, pois como foi descrito acima, o nível de risco tem que ser levado em consideração.

Uma forma muito usual de termos idéia do risco que está se incorrendo é o cálculo da volatilidade, que demonstra quanto o rendimento varia, tanto para cima como para baixo, sendo o referido cálculo, baseado no retorno médio do conjunto analisado. Atualmente existem diversos índices de desempenho muito tradicionais

na literatura, como Índice de Treynor, Sharpe e Jensen, que permitem auferir uma análise mais criteriosa e sensata da eficiência relativa de cada fundo ou carteira que se está analisando.

A ANBID é a principal representante das instituições que atuam no mercado de capitais, sendo a maior associação para o acompanhamento do mercado de fundos. Além de seu caráter de cunho representativo essa associação também é responsável por regular as atividades dos seus associados através de normas muitas vezes mais rígidas que as encontradas na legislação local.

Já a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tem como função reger e fiscalizar os fundos, baseando-se em instruções específicas por categorias dos mesmos, sendo que os classificados como Multimercados estão regulamentados pela Instrução CVM nº 409, de 18.08.2004, e suas alterações posteriores (411/2004, 413/2004, 450/2007, 456/2007), que dispõem sobre administração, funcionamento, constituição, dentre outras.

3.3

Vantagens e Desvantagens dos Fundos de Investimento

Podemos enumerar uma série de benefícios para o investidor ao aplicar em fundos de investimentos:

- i. Ao deixar os recursos nas mãos de especialistas, os investidores são beneficiados por terem seus recursos administrados de forma profissional. Como estão em constante monitoramento do fluxo de informações do cenário econômico mundial, estes especialistas buscam boas oportunidades de comprar e/ou vender os ativos que formarão o *portfolio* dos fundos;
- ii. Um segundo ponto importante é o de que para se formar uma carteira diversificada, necessita-se na maioria das vezes de uma gama de recursos que não estariam ao alcance do pequeno investidor individual;
- iii. São instrumentos de alta liquidez, não sendo necessário na maioria das vezes mais do que três dias úteis (D+3) para que sua cota seja transformada em dinheiro;

- iv. A diluição dos custos de administração de uma carteira é um outro ponto relevante uma vez que a formação de um *portfolio* diversificado requer na maioria das vezes custos inacessíveis aos pequenos investidores; e
- v. Em média, os rendimentos são superiores aos da poupança.

Por outro lado, não podemos deixar de destacar algumas das desvantagens encontradas na aplicação em fundos de investimento:

- i. Em momentos de crise, por exemplo, os rendimentos podem ser inferiores aos da poupança, podendo em certos momentos obter retornos negativos; e
- ii. Pode ocorrer falta de clareza e transparência quanto à prestação de informações feitas pelo administrador.

3.4

O papel do Gestor e do Administrador

O gestor de um fundo de investimento é a figura responsável pela administração do patrimônio do fundo, podendo ser tanto uma pessoa física quanto uma pessoa jurídica, desde que sejam registrados junto à CVM. As principais atividades que realizam são:

- i. Analisar criteriosamente, dado a política de investimento do Fundo, os ativos que irão formar a carteira, buscando escolher aqueles que possuem uma melhor perspectiva de retorno dado o nível de risco exigido; e
- ii. Dar as ordens de comprar e vender em nome dos cotistas os ativos da carteira do fundo.

O administrador do fundo por sua vez, se responsabiliza por representar a instituição perante os principais órgãos de fiscalização, como o Banco Central do Brasil (BCB) e a Comissão de Valores Mobiliários. Uma exigência do BCB é a de que o administrador deve ser necessariamente uma instituição financeira devidamente aprovada por esse órgão.

Atividades gerenciais e operacionais do cotidiano de um fundo, como a determinação da cota diária e a contratação de empresa especializada em auditar o balanço social da instituição, são algumas das atribuições adicionais do administrador. Competem ainda à contratação de serviços de terceiros legalmente habilitados para a prestação de serviços relacionados às atividades como custódia e serviços de tesouraria.

3.5

Tipos de Fundos e suas características

Esta seção apresenta os diversos tipos de fundos encontrados no país assim como suas características.

3.5.1

Breve Descrição

Este trabalho ao ser desenvolvido se baseava na antiga classificação dos fundos que prevaleceu até 03/03/2009. Até o momento citado, segundo a ANBID, os fundos de investimentos eram classificados de acordo com certas características e fatores de riscos em que se enquadram. Houve alterações somente quanto ao tipo específico de fundo, existindo até hoje as sete categorias mais gerais que havia antigamente, a saber:

3.5.1.1

Curto-Prazo

Pode aplicar exclusivamente em títulos públicos federais pré-fixados ou indexados à taxa SELIC, ou títulos indexados a índices de preços, com prazo máximo a decorrer de 375 dias, e prazo médio da carteira do fundo inferior a 60 dias, sendo permitida a utilização de derivativos somente para proteção da carteira e realização de operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais.

3.5.1.2 Referenciados

Deve identificar na denominação a referência do seu indicador de desempenho - que deve estar expressamente definido na denominação do fundo - em função da estrutura dos ativos financeiros integrantes da respectiva carteira, desde que atendidas, cumulativamente, as seguintes condições:

a) Tenha 80%, no mínimo, de seu patrimônio líquido representado, isolada ou cumulativamente, por títulos públicos federais, e 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, exceto em relação aos fundos referenciados em índices do mercado de ações;

b) Estipule que 95%, no mínimo, da carteira seja composta por ativos financeiros de forma a acompanhar, direta ou indiretamente, a variação do indicador de desempenho (*benchmark*) escolhido; e

c) Restrinja a respectiva atuação nos mercados de derivativos à realização de operações com o objetivo de proteger posições detidas à vista, até o limite dessas.

3.5.1.3

Renda-Fixa

Possuir, no mínimo, 80% da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome à classe (variação da taxa de juros doméstica ou de índice de inflação, ou ambos).

3.5.1.4

Multimercados

Deve possuir políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial ou em fatores diferentes das demais classes previstas. Dentre os Multimercados mais conhecidos estão:

- Multimercado Referenciado DI - Se utiliza da rentabilidade básica do CDI para fazer suas operações; e
- Multimercado *Long and Short* - Fundo de arbitragem de ações.

3.5.1.5

Investimentos no Exterior

Aplicar, no mínimo, 80% de seu patrimônio em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União, sendo permitida a aplicação de até 20% do patrimônio líquido em outros títulos de crédito transacionados no mercado internacional. Para o investidor brasileiro esse fundo é a única forma de aplicar nos papéis emitidos pelo governo brasileiro negociados no exterior.

Os títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União devem ser mantidos, no exterior, em conta de custódia em nome do fundo, no Sistema Euroclear ou na LuxClear - *Central Securities Depositary of Luxembourg* (CEDEL).

3.5.1.6

Ações

- i. Possuir, no mínimo, 80% da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome à classe (variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado); e
- ii. Deter, no mínimo, 67% (sessenta e sete por cento) da carteira em ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado.

3.5.1.7

Cambial

Deve possuir, no mínimo, 80% da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome à classe (variação de preços de moeda estrangeira).

3.5.2

Brasil: Quadro-Resumo segundo ANBID

Os fundos de investimento podem ser ainda subdivididos segundo a Deliberação nº 37 de 18/12/2008 em categorias distintas, provendo aos investidores um melhor entendimento dos diversos fundos existentes no mercado. Foi nesta subdivisão que ocorreu a mudança de classificação. A figura abaixo ilustra a antiga classificação que foi adotada na dissertação e na posterior foi colocada a nova classificação adotada pela ANBID a partir de março de 2009:

Classificação ANBID de Fundos de Investimento
(Atualizada pela Deliberação N°. 37 de 18/12/2008)

Categoria ANBID	Tipo ANBID	Riscos
Curto Prazo	Curto Prazo	DI/SELIC
	Aplicação Automática	
Referenciados	Referenciado DI	Indexador de Referência
	Referenciado Outros	
Renda Fixa	Renda Fixa	Juros Mercado Doméstico + Ind de Preços
	Renda Fixa Médio e Alto Risco	Juros Mercado Doméstico + Crédito + Ind de Preços
	Renda Fixa com Alavancagem	Juros Mercado Doméstico + Crédito + Ind de Preços + Alavancagem
Multimercados	Balanceados	Diversas Classes de Ativos
	Multimercados Sem RV	
	Multimercados Com RV	
	Multimercados Sem RV Com Alavancagem	
	Multimercados Com RV Com Alavancagem	
	Capital Protegido	
	<i>Long And Short</i> - Renda Variável	DI/SELIC + Renda Variável + Alavancagem
Investimento no Exterior	Investimento no Exterior	Títulos da dívida externa e taxa de câmbio
Ações	Ações IBOVESPA Indexado	Índice de Referência
	Ações IBOVESPA Ativo	
	Ações IBOVESPA Ativo Com Alavancagem	Índice de Referência + Alavancagem
	Ações IBrX Indexado	Índice de Referência
	Ações IBrX Ativo	
	Ações IBrX Ativo Com Alavancagem	Índice de Referência + Alavancagem
	Ações Setoriais Telecomunicações	Setores Envolvidos
	Ações Setoriais Energia	
	Ações Setoriais Livre	
	Ações Setoriais Privatização Petrobrás - FGTS	
	Ações Setoriais Privatização Petrobrás – Recursos Próprios	
	Ações Setoriais Privatização Vale - FGTS	
	Ações Setoriais Privatização Vale – Recursos Próprios	
	Ações Privatização FGTS - Livre	-
	Ações Small Caps	-
	Ações Dividendos	-
	Ações Sustentabilidade/Governança	-
	Ações Livre	-
	Ações Livre Com Alavancagem	Alavancagem
	Fundos Fechados de Ações	-
Cambial	Cambial Dólar Sem Alavancagem	Moeda de Referência
	Cambial Euro Sem Alavancagem	

Figura 10 – Classificação ANBID até Março de 2009

Fonte: ANBID

Classificação ANBID de Fundos de Investimento
(Atualizada pela Deliberação N°. 39 de 03/03/09)

Categoria ANBID	Tipo ANBID	Riscos
Curto Prazo	Curto Prazo	DÍVEULC
	Aplicação Automática	
Referenciados	Referenciado DI	Indexador de Referência
	Referenciado Outros	
Renda Fixa	Renda Fixa *	Juros Mercado Doméstico + Ind de Preços + Alavancagem
	Renda Fixa Médio e Alto Risco *	Juros Mercado Doméstico + Crédito + Ind de Preços + Alavancagem
Multimercados	Long And Short - Neutro *	Renda Variável + Alavancagem
	Long And Short - Direcional *	Renda Variável + Alavancagem
	Multimercados Macro *	Diversas Classes de Ativos + Alavancagem
	Multimercados Trading *	
	Multimercados Multiestratégia *	
	Multimercados Multigestor *	
	Multimercados Juros e Moedas *	
	Multimercados Estratégia Específica *	
	Balancedos	Diversas Classes de Ativos
	Capital Protegido	
Investimento no Exterior	Investimento no Exterior	Títulos da dívida externa e taxa de câmbio
Ações	Ações IBOVESPA Indexado	Índice de Referência
	Ações IBOVESPA Ativo *	Índice de Referência + Alavancagem
	Ações IBIX Indexado	Índice de Referência
	Ações IBIX Ativo *	Índice de Referência + Alavancagem
	Ações Setoriais Telecomunicações	Renda Variável
	Ações Setoriais Energia	
	Ações Setoriais Livre	
	Ações Setoriais Privatização	
	Petrobrás - FGTS	
	Ações Setoriais Privatização	
	Petrobrás – Recursos Próprios	
	Ações Setoriais Privatização	
	Vale - FGTS	
	Ações Setoriais Privatização	
	Vale – Recursos Próprios	
	Ações Privatização FGTS - Livre	
	Ações Small Caps	
	Ações Dividendos	
	Ações Sustentabilidade/Governança	
	Ações Livre *	Renda Variável + Alavancagem
	Fundos Fechados de Ações	Renda Variável
Cambial	Cambial Dólar	Moeda de Referência
	Cambial Euro	

* Tipo ANBID admite alavancagem

Figura 11 – Classificação ANBID após Março 2009

Fonte: ANBID

A presente dissertação se focará apenas nos Fundos Multimercados, mais especificamente nos com renda variável e com alavancagem, que serão explicado em uma seção posterior.

Um outro ponto acerca dos fundos se dá quanto ao ingresso e à saída dos cotistas. Eles podem ser classificados em fundos abertos e fundos fechados. A primeira forma permite o resgate de quotas, possibilitando a livre circulação de

investidores. Na segunda forma, os fundos possuem um número fixo de quotas, vinculando a saída de um quotista à entrada de outro.

3.5.3

Fundos Multimercados: aprofundando o tema

Como dito ao longo dessa dissertação, a melhora do cenário macroeconômico nacional aliado ao crescente dinamismo mundial levaram os agentes financeiros a desenvolverem produtos que se adequassem ao perfil dos clientes cada vez mais exigentes, criando assim fundos com foco somente em mercados específicos e outros que contemplavam um misto de ativos. Por essa razão, são também conhecidos como fundos mistos, ou seja, são produtos cujas aplicações são diversificadas em uma série de mercados distintos, congregando diferentes modalidades de investimento, como, por exemplo, em renda-fixa, ações, câmbio e até mesmo em cotas de outros fundos.

Existem atualmente uma diversidade enorme destes tipos de fundo, englobando todos os diferentes perfis de aplicadores. Há aqueles considerados conservadores (cuja maior parte da carteira está em renda fixa) e aqueles cujo percentual de ações é maior (mais arriscados).

Os Fundos Multimercados se caracterizam por apresentarem grande flexibilidade na alocação de recursos por parte dos gestores (normalmente independentes, dedicando-se exclusivamente a esse fim), possibilitando-os optar ou não pela alavancagem financeira. O patrimônio desses fundos é normalmente lastreado em derivativos financeiros, sendo sua maior fonte de receita a chamada *performance fee*, que nada mais é do que a parcela do lucro do fundo.

A regulamentação da ANBID diz que os fundos multimercados podem ser subdivididos³ em:

- Multimercados sem Renda Variável;
- Multimercados com Renda Variável;
- Multimercados sem Renda Variável com Alavancagem;
- Multimercados com Renda Variável com Alavancagem;

³ No apêndice desse trabalho foi dado um maior detalhamento de cada sub-divisão descrita acima, uma vez que nos focaremos especificamente nos Multimercados com Renda Variável com Alavancagem (FMRVCA).

- Balanceados;
- Capital Protegido; e
- *Long and Short* - Renda Variável.

Um fator importante, é que o *benchmark* utilizado na maioria desses fundos como medida de desempenho, é o Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI), em que os gestores buscam um retorno superior a esse índice de referência, indexando-os ao mesmo. Ao buscarem retornos superiores ao CDI, alocam um percentual do patrimônio dos fundos em operações lastreadas em contratos futuros de DI, com a possibilidade de utilização de alavancagem financeira.

Esses fundos podem investir em diversos mercados e com isso estão sujeitos à variações das ações, do dólar, das *commodities* e dos juros e apresentam naturalmente, um risco maior que os fundos de renda fixa ou referenciados. Dentre a variedade de fundos multimercados, os que apresentam maior risco são os fundos com alavancagem e com renda variável, pois além da vastidão de ativos que podem compor suas carteiras pode-se ainda arriscar um pouco (ou muito) mais que o capital que ele realmente possui.

Os FMRVCA são carteiras que buscam retorno no longo prazo através de investimento em diversas classes de ativos (câmbio, renda fixa, ações, etc.). Estes fundos utilizam uma estratégia de investimento diversificada, como por exemplo, a utilização de derivativos financeiros e posições vendidas e, deslocamentos táticos entre as classes de ativos ou estratégia explícita de rebalanceamento de curto prazo.

Buscam se aproveitar de ineficiências que porventura possam existir nos preços dos ativos. Estes fundos devem ter explicitado o *mix* de ativos (percentual de cada classe de ativo) com o qual devem ser comparados (*asset allocation benchmark*). Sendo assim, esses fundos não podem ser comparados a um indicador de desempenho que reflita apenas uma classe de ativos e como o nome diz admitem alavancagem.

De acordo com Xavier (2008), a categoria Multimercado, particularmente, com renda variável com alavancagem, é aquela que mais se assemelha aos *Hedge Funds*. O termo *Hedge Fund* advém de um fundo criado em 1949 pelo sociólogo Alfred Jones, cuja estratégia de investimento consistia em vender a descoberto ações muito valorizadas e comprar papéis com baixo valor, de potencial ainda não

percebido pelo mercado. Criava-se, assim, uma certa “proteção” quanto ao risco de mercado.

Ainda segundo o autor, esses fundos têm captado montantes expressivos de recursos, atraindo uma variedade de clientes em todas as partes do mundo, tornando-se cada vez mais importantes em diversos mercados. Concomitantemente ao crescimento dessa indústria, alguns gestores tornaram-se bastante conhecidos no mundo financeiro, como é o caso positivo de George Soros (*Quantum Fund*), em função de seus ganhos, e negativo de John Meriwether (*Long Term Capital Management* - LTCM), por causa da quebra do mesmo. A derrocada do LTCM foi um fato que gerou grande repercussão tanto no mundo acadêmico quanto no financeiro, uma vez que os sócios desse fundo, Myron Scholes e Robert Merton, foram vencedores de prêmio Nobel de economia.

A partir de maio de 2009 houve uma nova classificação dos Fundos Multimercados preparada pela Associação Nacional dos Bancos de Investimento. As dez novas categorias foram definidas a partir das estratégias de investimento adotadas pelos gestores – em vez do tipo de alocação dos recursos, como ocorre nas antigas sete categorias que foram discutidas até o momento. A idéia da ANBID ao abrir essa categoria por tipo de estratégia foi a de dar maior especificidade quanto à classificação e sobre o que compõem as carteiras e também dar mais transparência para o investidor, conforme figura 12:

Mudanças nos tipos de fundos multimercados	
Antigas categorias	Novas categorias
Long and Short com Renda Variável	Long and Short-Direcional Long and Short-Neutro Multimercados Multigestor
Multimercados com Renda Variável	Multimercados Macro Multimercados Multiestratégia Multimercados Trading Multimercados Estratégia Específica Multimercados Multigestor
Multimercados com Renda Variável com Alavancagem	Multimercados Macro Multimercados Multiestratégia Multimercados Trading Multimercados Estratégia Específica Multimercados Multigestor Long and Short-Direcional
Multimercados sem Renda Variável	Multimercados Juros e Moedas Multimercados Estratégia Específica Multimercados Multigestor
Multimercados sem Renda Variável com Alavancagem	Multimercados Juros e Moedas Multimercados Estratégia Específica Multimercados Multigestor

Fonte: Anbid

Figura 12 – Mudanças entre as categorias dos Multimercados.

Fonte: ANBID

3.5.4

Tributação no Brasil

A Lei nº 11.033, de 21/12/2004, promoveu diversas alterações no tratamento tributário das aplicações financeiras. As mudanças foram adotadas pelo governo federal com o intuito de privilegiar as aplicações de longo-prazo.

3.5.4.1

Imposto de Renda

Foi adotado um critério de tributação decrescente com relação à alíquota do imposto de renda para os fundos de investimento e demais aplicações de renda fixa, variando de acordo com o prazo de permanência dos recursos na aplicação:

Tabela 3 – Alíquota de Imposto de Renda

Prazo Médio da Carteira do Fundo de Investimento	Alíquota
Até 180 dias	22,50%
De 181 até 360 dias	20,00%
De 361 dias até 720 dias	17,50%
Acima de 721 dias	15,00%

Fonte: Receita Federal do Brasil.

O imposto de renda incidente sobre a rentabilidade do cotista nos fundos de investimentos onde haja uma carteira com percentual superior a 67% em ações será de 15% sobre a rentabilidade obtida e incidirá no momento em que o cotista efetuar um resgate.

3.5.4.2

Imposto sobre Operações Financeiras (IOF)

O imposto sobre operações financeiras (IOF) incide caso o prazo entre a aplicação e o resgate seja inferior a 30 dias e as suas alíquotas são decrescentes em função do prazo como o imposto de renda, as alíquotas incidem sobre a rentabilidade obtida pelo cotista:

Tabela 4 – Alíquota de Imposto sobre Operações Financeiras

Número de dias decorridos após a aplicação	IOF (em%)	Número de dias decorridos após a aplicação.	IOF (em%)
1	96	16	46
2	93	17	43
3	90	18	40
4	86	19	36
5	83	20	33
6	80	21	30
7	76	22	26
8	73	23	23
9	70	24	20
10	66	25	16
11	63	26	13
12	60	27	10
13	56	28	6
14	53	29	3
15	50	30	0

Fonte: Receita Federal do Brasil.

3.5.5

Custos

3.5.5.1

Taxa de Administração

É a remuneração cobrada pelas instituições que realizam a administração de recursos e a gestão da carteira de investimentos sendo recolhida diariamente e variando segundo o percentual do valor aplicado, incidindo mesmo se o fundo obtiver uma *performance* negativa.

Os investidores têm que ficar bem atentos quanto à taxa cobrada pelos fundos antes de aderir a algum, uma vez que uma alta taxa de administração não implica em garantias de bons rendimentos, podendo inclusive colocar em detrimento todo o rendimento dado pelo fundo. Da mesma maneira, baixas taxas de administração muitas vezes não compensam se o fundo em questão apresentar baixos níveis de rentabilidade.

Vale destacar que a legislação estabelece quais despesas podem ser pagas pelo fundo, pois pode ocorrer inclusão de gastos com auditoria e correspondências por exemplo, que não estão incluídos no valor cobrado na taxa de administração, podendo assim iludir o investidor com taxas pequenas de administração.

3.5.5.2

Taxa de Performance

Além da taxa de administração, muitos fundos como os de renda variável podem cobrar uma taxa sobre o que exceder uma determinada *performance*, sendo esta referenciada por *benchmarks* como CDI, Ibovespa entre outros.

A *performance* é, portanto, um prêmio que se paga ao gestor por conseguir um desempenho superior ao *benchmark* do fundo. Muitas vezes um fundo cobra um valor pequeno de taxa de administração, mas por outro lado pede uma alta taxa sobre o que exceder o rendimento prometido.

3.5.6

Regulamento e Fiscalização

O desempenho passado de um fundo não garante o desempenho futuro, mas é uma boa maneira de se ter um referencial. Regras de entrada e de saída, saber se utilizam derivativos, qual o grau de alavancagem que se está exposto, valores da taxa de *performance* e da taxa de administração, entre outras, têm que constar no regulamento do fundo, sendo uma garantia do tipo de risco que se está sujeito.

Todo fundo de investimento necessita de um “Regulamento”, onde estão estabelecidas as normas e regras de funcionamento do mesmo, merecendo serem salientadas àquelas referentes às estratégias de investimento que serão adotadas e aos ativos adquiridos. Outra exigência diz respeito ao “Prospecto”, documento que tem como conteúdo principal os direitos e deveres dos administradores e cotistas bem como as informações referentes à política de investimento e dos riscos que envolvem a aplicação nesse segmento.

Tanto a regulamentação quanto a fiscalização dos fundos de investimento no Brasil são feitas pela CVM. A Instrução 409 da CVM, publicada em agosto de 2004, passou a ser a nova regulamentação de fundos de investimento. Ela privilegia a transparência e a clareza das informações ao investidor, e consolida as antigas normas dos fundos de renda fixa, que eram de atribuição do Banco Central, e dos fundos de renda variável, antes normatizados pela CVM, em um único instrumento.

Na avaliação da ANBID o investidor foi o grande beneficiário da Instrução 409 da CVM, por se tratar de uma legislação moderna que lhe garante proteção adequada e informações para que invista em produtos que atendam realmente às suas necessidades. A ANBID possui um código de auto-regulação para o mercado de fundos, abrangendo apenas os fundos que estão registrados na mesma. Conforme mencionado, além de seu caráter de cunho representativo, também é responsável por regular as atividades dos seus associados por meio de normas muitas vezes mais rígidas que as encontradas na legislação local. Seus objetivos estão enumerados abaixo:

- i. Padronização de seus procedimentos;
- ii. Prover maior qualidade e disponibilidade de informações;
- iii. Estabelecer uma concorrência leal; e
- iv. Instituir a elevação de padrões fiduciários e a promoção de melhores práticas de mercado.