

Taxas de Administração e de Performance em Fundos Multimercado: uma Comparação dos Melhores e dos Maiores

Fabio Avilla Barbosa de Oliveira, Itaú-Unibanco

Gerente Senior Emp 1 (Middle Market) do Itaú-Unibanco. Especialista em Finanças Corporativas e Investment Banking pela FIA.
fabio.barbosa@itau-unibanco.com.br, fabioavilla@hotmail.com

Taxas de Administração e de Performance em Fundos Multimercado: uma Comparação dos Melhores e dos Maiores

Este texto contrasta as taxas de administração e de performance cobradas pelos 5 fundos brasileiros de maior retorno e pelos 5 de maior patrimônio líquido, para 7 categorias de fundos multimercado. Os maiores fundos multimercado tendem a ser administrados por grandes bancos captadores. Em geral, as taxas de administração tendem a ser maiores nos fundos de menor porte e de operação mais complexa e tende a haver cobrança de taxas de performance nos fundos mais agressivos. E exceção são os fundos alavancados, que, apesar de apresentarem retornos relativamente heterogêneos, tendem a não cobrar taxa de performance.

Palavras-chave: Fundo De Investimento, Fundo Multimercado, Taxa De Administração, Taxa De Performance

Management Fees and Hedge Funds Performance: A Comparison of Best and Biggest

This paper contrasts the management fees charged and performance by five Brazilian funds for higher returns and the higher net worth of five to seven categories of hedge funds. The largest hedge funds tend to be managed by large banks pickups. In general, management fees tend to be higher in smaller funds and more complex operation and there tends to be charging performance fees on funds becoming more aggressive. And hedge funds are the exception, which, although having relatively heterogeneous returns, tend not to charge a performance fee.

Keywords: Investment Fund, Hedge Funds, Management Fees, Performance Rate

Comisiones de Gestión y de Rendimiento en Fondos de Hedge: Comparación de los Mejores y Más Grandes

Este artículo contrasta las comisiones de gestión y desempeño cargos por cinco fondos brasileños de mayor rentabilidad y el patrimonio líquido más alto de cinco a siete categorías de fondos de hedge. Los mayores fondos de hedge tienden a ser gestionado por los grandes bancos. En general, los gastos de gestión tienden a ser mayores en los fondos más pequeños y una operación más compleja y tiende a haber cobro de tasas de rendimiento de los fondos cada vez más agresivo. Y los fondos apalancados son la excepción, que, a pesar de tener ingresos relativamente heterogénea, tienden a no cobrar una comisión de rendimiento.

Palabras clave: Fondo de Inversión, Fondos de Hedge, Comisiones de Gestión, Tasa de Rendimiento

INTRODUÇÃO

Objetivos

Este artigo compara as taxas de administração e de performance cobradas pelos fundos de maior retorno com os de maior patrimônio líquido. Essa comparação é explicada em função das características específicas das carteiras e dos mercados de cada um dos tipos de fundo multimercado.

Fica evidente, para alguns dos tipos de fundo, a necessidade do futuro cotista analisar os tipos e percentuais das taxas de administração e performance. Para outros, fica claro o baixo impacto dessas taxas sobre o retorno do investimento. Busca-se responder se os fundos que cobram as maiores taxas de administração e performance efetivamente trazem os melhores retornos.

Relevância

No Brasil, como no Mundo, a magnitude dos recursos administrados e o número de participantes da indústria dos fundos de investimento têm sido cada vez mais expressivos nas economias.

Os fundos de Multimercados ou Hedge Funds, como são conhecidos no exterior, destacam-se pelo crescimento nos últimos anos e pelo elevado retorno. Chegaram a ficar conhecidos entre os pequenos investidores, para os quais os grandes bancos de varejo oferecem tais fundos mostrando os ótimos retornos nos anos anteriores. Nem sempre ficam claros os riscos, até porque é muito difícil explicar detalhadamente as características dos fundos às pessoas leigas em mercado financeiro, a ponto de elas fazerem uso das informações. Apesar disso, seria socialmente inadequado alijar esses investidores da oportunidade de obterem os elevados retornos dos fundos multimercado, que pode superar em muito o do CDI.

Por exemplo, os fundos nos Estados Unidos converteram-se em veículos financeiros de êxito, tendo aumentado seus ativos de US\$ 140 bilhões em 1980 a mais de US\$ 4 trilhões ao final de 1997 e próximo de US\$ 7 trilhões em dezembro de 2000 (Fonseca, Bressan, Iquiapaza, & Guerra, 2007). Com esse crescimento médio anual de 22% em vinte anos, excedem em cifras os ativos dos bancos comerciais. Até dezembro de 2003, os ativos destes investidores aumentaram até US\$ 7,4 trilhões, segundo dados do Investment Company Institute (Fonseca, Bressan, Iquiapaza, & Guerra, 2007).

Nos últimos anos, os fundos de multimercado foram colocados nas prateleiras de praticamente todos os bancos, especialmente nos grandes bancos comerciais, justificando assim a grande popularidade adquirida atualmente. O seu surgimento no Brasil, com parte das características atuais, remonta aos anos 90, mas somente nos últimos 3 anos com a popularidade da Bolsa de Valores, devido aos elevados ganhos, e de outros investimentos mais sofisticados, como os derivativos, os fundos multimercado começaram a se tornar um dos principais tipos de fundos de investimento. Segundo a ANBID (2009), os fundos multimercado em termos de Patrimônio Líquido, ocupam a segunda colocação entre todos os tipos de fundos, com 23% de representatividade nesta indústria, com patrimônio total superior a R\$ 260 bilhões, perdendo apenas para os conhecidos fundos de renda fixa.

Com a tendência de queda na taxa de juros e também redução de ganhos, cada vez mais o percentual da taxa cobrada é importante e, a longo prazo, as diferenças de percentual cobrado pode levar grande parte do investimento.

Metodologia

O método utilizado é o da comparação da forma de cobrança das taxas de administração e performance dos 5 fundos com os melhores retornos e os 5 maiores em patrimônio líquido, por categoria de fundo.

São utilizados os dados fornecidos pela ANBID (2009) onde foram selecionados os 5 melhores retornos e outros 5 com os maiores patrimônios líquidos de cada tipo de fundo multimercado no ano de 2008.

Foram escolhidos os fundos multimercado, ao invés dos de renda fixa ou de ações, pois esta categoria é uma das mais novas e das que mais tiveram adesão de investidores nos últimos anos.

Limitações

A comparação dos 5 fundos de maior retorno com os 5 maiores não pode refletir todo o mercado, nem favorece o uso análises estatísticas. Apesar da pesquisa não abordar uma larga amostra, ela consegue dar uma visão ampla do que acontece na indústria de fundos multimercado no Brasil, pois gera um conjunto de evidências que ampliam a discussão sobre o quanto se cobra de taxa de administração e de performance nos fundos multimercado brasileiros. É importante destacar que as evidências encontradas e discutidas nesta pesquisa devem ser consideradas à luz da pequena amostra analisada, sendo importante a realização de pesquisas adicionais para corroborar ou falsear os resultados aqui encontrados.

O risco do fundo é tomado pela sua classificação e não por indicadores como o desvio padrão ou o beta, que poderiam ser preferidos em outros estudos. Esta forma de abordar o risco é consistente, por refletir a composição típica da carteira e o risco percebido pela maior parte dos clientes. Como são estes os indicadores utilizados pela vasta maioria dos investidores em fundos, refletem melhor a percepção de risco esperado e o efetivo processo de tomada de decisão de investimento.

Para uma melhor apreciação do risco dos fundos, faz sentido verificar também as características daqueles de piores retornos. Para aumentar a representatividade das amostras de fundos, aqui com 5 elementos, faz sentido aumentar esse número. O *trade-off* é a possível diluição das características mais marcantes de cada uma das categorias.

Os dados se referem apenas a um período, o ano de 2008, restringindo as conclusões para esse ano. Embora não se esperem alterações, qualitativas de um ano para outro, faz sentido repetir a análise para mais anos.

ASPECTOS GERAIS DOS FUNDOS MULTIMERCADO

Conceito de Fundos Multimercado

Primeiramente é interessante relembrar o conceito primordial de fundos no Brasil de acordo com a instrução 409 de 2004: “uma espécie de 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 fundos multimercado são os veículos que permitem aos investidores investir em qualquer ativo disponível no mercado financeiro, traçando diferentes estratégias para formação de uma carteira.

Com o crescimento da indústria de fundos no mundo, cada vez mais os *hedge funds* são muitos mais utilizados e comuns e as estratégias são variadas. Vale ressaltar que nos países mais desenvolvidos as estratégias permitem comprar qualquer tipo de ativo no mundo, apostando a favor (comprado) ou contra (vendido) o mercado.

Evolução Histórica dos Hedge Funds

Os *hedge funds* tiveram sua história iniciada no final da década de 40, mas precisamente em 1949 quando nos Estados Unidos o Sr. Alfred Winslow Jones constituiu o primeiro Hedge Fund, procurando obter retornos absolutos acima da média de mercado e ao mesmo tempo reduzir o risco, sem que, para tanto, fosse necessário apostar na alta ou na queda das ações.

Jones criou um fundo por meio de uma sociedade limitada para fugir da rígida regulamentação da SEC, onde ele mesmo tinha 40% do capital investido e utilizava mais simplificada duas estratégias em conjunto:

- Empenhar na seleção de ações que apresentariam altas e outras que apresentariam quedas, ambas inferiores ao mercado.
- Combinar estratégia de venda a descoberto (short-selling) e de alavancagem para maximizar o retorno e minimizar o risco.

Assim ele criou o primeiro Hedge Fund com uma estratégia que posteriormente seria conhecida como Long & Short Equity, criou desta forma uma filosofia de investimento onde pregava a necessidade de isolar a capacidade de alocação de ativos da direção do mercado, comprando os mais baratos e vendendo os mais caros, daí explica-se a origem do nome hedge fund.

Como ele pretendia obter retornos extraordinários superiores assim a média de mercado, a taxa cobrada de administração também teria de ser superior, ou melhor, diferente, já que este fato fez com que fosse criada e cobrada pela primeira vez a taxa de Performance, que será parte importante de nosso estudo posteriormente.

Mas somente na década de 60, a partir de uma publicação de um artigo para a revista Fortune em 1966, foi reconhecido o potencial de retorno desses fundos e suas vantagens (Leal & Varga, 2006). A partir daí estima-se que foram criados mais de 150 Hedge Funds, dentre os quais o de George Soros. (Leal & Varga, 2006)

Nos anos seguintes foram desenvolvidas várias estratégias para estes fundos e não só por estes mais também pelos bons ventos a Bolsa entrou em uma fase de resultados positivos (Bull Market), mas falava-se que muitos destes fundos não estavam protegidos por posições short (vendida em ações), e a gíria da época dizia que estavam nadando pelados, e que somente iriam sentir o efeito desta posição quando mercado entrasse em um momento de queda, e esta veio e se instalou no final dos anos 60 até 74, onde ocorreram vários problemas de ordem social e econômica, como a guerra do Vietnã e a crise do Petróleo, e com o efeito destes acontecimentos o mercado teve uma queda drástica e vários Hedge Funds fecharam. Mas os que se mantiveram em pé ganharam boa reputação e demonstraram ótima capacidade de gestão, daí surgiram as grandes lendas deste mercado, como o Fundo Quantum, de George Soros, Tiger Management, de Julian Robertson, o Long Term Capital Management, de John Meriwether, Robert Merton e Myron Scholes, os dois últimos junto com Fisher criaram a conhecida teoria de opções Black & Scholes, e que receberam em 1997 o Prêmio Nobel de Economia.

Como aspecto interessante em relação aos investidores neste tipo de fundo, um estudo feito em 2003 pelo Deutsche Bank revelou que 8 dos 10 melhores investimentos de 1990 a 2002 são Hed-

ge Funds apresentando também melhores relações de risco-retorno. E outros dois estudos também do Deutsche Bank e do UBS concluíram que Pessoas Físicas de alto poder aquisitivo, os conhecidos clientes Private são responsáveis por mais de 70% do volume financeiro aplicado em Hedge Funds no mundo, e também que os Investidores institucionais Europeus são mais propensos que os Americanos a investir nestes tipos de fundos.

Em 2005 a estimativa era que o patrimônio gerido pelos Hedge Funds já ultrapassavam 1 trilhão de dólares no mundo, ultrapassando em muito o PIB de vários países, fomentando assim de maneira muito expressiva a economia mundial, ficando assim notória a importância dos Hedge Funds e fundos multimercado, no mundo e no Brasil respectivamente.

A História dos Fundos Multimercado no Brasil

No Brasil a indústria de fundos ganhou força no início da década de 90, mais precisamente em 1992 com a criação dos fundos de commodities os quais fizeram grande sucesso na época entre os grandes investidores, no entanto esta categoria não apresentava outros instrumentos financeiros, e somente em 1995 o Banco Central alterou a regulamentação e instituiu os fundos na forma que conhecemos hoje.

Em 2002 houve a mudança do órgão controlador, no caso passou Banco Central para a CVM (18 agosto, 2004.), originando assim o início de um processo de mudanças nas categorias de fundos e nos controles, buscando a simplificação, a popularização e uma transparência maior.

Dentre as relevantes mudanças podemos citar a criação da *chinese wall*, que resumidamente seria a segregação da Tesouraria da Instituição Financeira da área Gestora dos Recursos de Terceiros, ou seja, da Asset Management, daí deu-se um grande passo para a formação do atual mercado.

Ocorre que como o Brasil é um país com cultura de investimento diferentes das dos EUA e Europa, a regulamentação sempre foi mais rígida, o que não deixou de ocorrer com esta nova modalidade de Fundos, onde embora seja um investimento de risco, o investidor não corre o risco de crédito em relação ao administrador, já que ao contrário dos EUA os fundos de Hedge ou multimercado são devidamente constituídos e controlados pelo Banco Central e pela CVM (18 agosto, 2004.), além da custódia ser feita por outra instituição, os cálculos de cotas e os controles de risco e compliance têm de seguir a risca os regulamentos dos fundos, tirando assim muito da liberdade do administrador, se comparado aquela que existe nos países desenvolvidos. Sobre estes aspectos podemos concluir que o investidor brasileiro conta com um produto mais sofisticado e melhor supervisionado pelos órgãos de fiscalização do governo, o que muitas vezes para os investidores internacionais parecem ser barreiras e atraso no trato do governo com investidores.

Atualmente no Brasil os Fundos multimercado representam mais de 20% dos investimentos em fundos, totalizando mais de 260 Bilhões de reais investidos entre os diversos tipos.

No Brasil os investidores costumam comprar a capacidade dos gestores confiando na entrega de retornos acima da média já que são poucas as estratégias utilizadas e permitidas no país. O detalhamento das estratégias vem a seguir.

Taxas de Administração

A história da cobrança de taxa de Administração remonta ao mesmo período da criação dos fundos, como forma de remunerar o serviço prestado com uma gestão ativa. No entanto, com o tempo esta cobrança sofreu diversas interferências, devido à crescente sofisticação desta indústria

financeira, que ao longo do tempo vem exigindo cada vez mais habilidade e requisitos de governança corporativa por parte de seus gestores, sem falar na concorrência criada no próprio mercado.

Apesar de não ser escopo deste estudo, cabe apenas relatar que existem regras específicas em todos os países para informar a capacidade do gestor e da gestão em si. Nos Estados Unidos, por exemplo, são disponibilizadas informações pessoais dos gestores e de seus feitos em gestões passadas; já no Brasil os bancos por sua vez apenas divulgam o nome do Diretor de Investimento. No mundo já são base de estudo outras questões que envolvam as formas de remunerar o administrador e também o gestor, este último como funcionário, com metas a cumprir e bônus motivacional para entrega dos resultados pretendidos.

As taxas de administração são em muitos casos a única fonte e forma de remuneração das instituições gestoras. No Brasil mais precisamente nos fundos multimercado estas taxas tipicamente variam de 1% a 4% do Patrimônio Líquido do fundo.

Com o crescimento da indústria dos fundos, a competição entre as instituições financeiras ficou cada vez mais acirrada. Visando atrair mais investidores, as instituições tiveram de se adequar a incentivos criados para trazerem mais receita e investidores e inicialmente foram empregadas a redução de taxa de administração e a criação de mecanismos como a taxa de performance para atingir estes objetivos.

Taxas de Performance

Conforme dito, a competição por clientes tem levado as instituições financeiras a adotarem práticas cada vez mais sofisticadas para lidar com esse conflito e tais práticas consistem em promover incentivos financeiros. É o caso da taxa de performance, vinculada a critérios de retorno e evolução da carteira. Em tese, em setores com uma grande dinâmica a adoção destas práticas de incentivo tende a determinar o sucesso e o fracasso de uma instituição financeira.

Eventualmente, os administradores cobram além da taxa de administração uma taxa de performance vinculada ao ganho líquido da carteira, definido pela diferença entre o valor da carteira no final de cada período e o valor inicial da mesma, corrigido por algum índice preestabelecido. Esse índice é conhecido como o benchmark, sendo os principais índices utilizados como indexadores no Brasil o IBOVESPA, o IBX, o CDI e a variação do IGPM.

No entanto, há exceções nesta cobrança, pois há fundos que estabelecem de forma diferente a taxa de performance, como estabelecendo um máximo entre um índice sem risco e um índice de mercado (exemplo, máximo entre IGP-DI + 6% e IBX), ou ainda por superar retornos históricos da carteira (high water marks).

Há de se comentar os riscos que estes incentivos trazem em relação às decisões tomadas pelo agente. Considerando-se que os mesmos são avessos ao risco, esta remuneração pode levar o gestor a incorrer em prêmio de risco, incorrendo no problema clássico de perigo moral, que pioneiramente foi desenvolvido por Stiglitz (1974). O referido artigo relata que as decisões do agente afetam apenas a média do retorno. Mas um segundo tipo de custo associado à remuneração pessoal vinculada à performance deve-se ao fato de que o gestor será induzido a tomar mais riscos para receber maiores remunerações, podendo prejudicar o retorno do fundo.

Assim, podemos definir esta taxa como sendo um tipo de remuneração que gera incentivos agressivos à busca de retorno acima do esperado pelo mercado.

TIPOS DE FUNDOS MULTIMERCADO SEGUNDO A CLASSIFICAÇÃO DA ANBID

Estratégias mais Adotadas nos Hedge Funds e nos Fundos Multimercado

Segundo Silva (2008, p. 86), as estratégias utilizadas nos *hedge funds* no mundo e posteriormente nos fundos multimercado no Brasil são os do Objeto 1.

Objeto 1 – Estratégias utilizadas pelos fundos de hedge

Fonte: Silva (2008, p. 86). Elaboração pelo autor.

Estratégia	Descrição
Convertible Arbitrage	Estratégia utilizada em fundos que procuram ganhar com a compra de debêntures conversíveis, aliada à venda de ações da mesma empresa para fins de proteção.
Dedicated Short Bias	Estratégia utilizada em Fundos dedicados a posições vendidas nos mercados acionários, com limites de exposição variando de acordo com o grau de risco admitido pelo fundo.
Emerging Markets	Estratégia utilizada em Fundos que investem em ativos financeiros de mercados emergentes ao redor do mundo.
Equity Market Neutral	Estratégia utilizada em Fundos que procuram fazer posições neutras em relação à variação do mercado acionário, ou seja, são fundos que fazem posições compradas e vendidas em ações de mesmo valor e procuram ganhar com a escolha das ações.
Event Driven	Estratégia utilizada em Fundos que procuram se antecipar e ganhar com eventos corporativos como fusões, aquisições, mudança de executivos, reestruturações e outros eventos.
Fixed Income Arbitrage	Estratégia utilizada em Fundos que buscam explorar anomalias entre instrumentos de renda fixa relacionados, porém, com reduzido risco de variação das taxas de juros.
Global Macro	Estratégia utilizada em Fundos que buscam seguir as grandes tendências macroeconômicas mundiais, tanto em posições compradas quanto em posições vendidas. Podem investir nos mais diversos mercados e instrumentos.
Long & Short Equity	Estratégia utilizada em fundos que investem em ações, tanto em posições compradas quanto em posições vendidas, podendo ter focos específicos em setores, regiões ou tamanhos de empresas.
Managed Futures	Estratégia também conhecida como CTAs (Commodity Trading Advisors), esses fundos fazem posições em futuros financeiros e de commodities.
Multi-Strategy	Estratégia utilizada em fundos caracterizados pela possibilidade de alocar o patrimônio entre as mais diversas estratégias de hedge funds existentes.

No Brasil mesmo com todo o crescimento e desenvolvimento do mercado de capitais e do setor financeiro dos últimos anos, as estratégias utilizadas pelos Fundos multimercado ainda são poucas, isto por conta de um mercado menor, mais controlado e regulamentado restritivamente. Segundo Silva (2008, p. 86), dentre as principais estratégias de Multimercados utilizadas tem-se:

- Arbitragem - Estratégia que procura explorar as ineficiências e distorções nos preços dos ativos, na maioria das vezes fazendo uso de modelos matemáticos.
- Equity Hedge - Estratégia que têm a possibilidade de alocar seus recursos em diversos tipos de estratégias, porém dedicados exclusivamente a operações com ativos do mercado acionário e seus derivativos.
- Long & Short - Estratégia semelhante a dos Long & Short globais, fazem posições compradas e vendidas em ações e geralmente mantém a carteira neutra, ou seja, o valor comprado é igual ao valor vendido.
- Macro - Estratégia que a partir de análises macroeconômicas, tomam posições direcionais compradas ou vendidas em diversos ativos e com prazo de maturação dos investimentos mais longo.

- Multi Estratégia – Estratégia que possibilita alocar seus recursos nas demais estratégias aqui listadas, independentemente da classe de ativos.
- Trading - Estratégia que realizam posições direcionais nos diversos mercados, porém, com prazos de duração muito mais curtos, podendo fazer day-trades (compra e venda no mesmo dia).

Regulamentação da ANBID sobre os Fundos no Brasil

Primordialmente é necessário conceituarmos e discorrer um pouco sobre a ANBID e seu papel no mercado de capitais no Brasil.

A ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimento é a principal representante das instituições que atuam no mercado de capitais brasileiro, e tem por objetivo buscar seu fortalecimento como instrumento fomentador do desenvolvimento do país.

Atuando de forma inovadora, a ANBID é a única entidade de classe que, além de representar os interesses de seus associados, auto-regula suas atividades com a adoção de normas geralmente mais rígidas do que as impostas pela legislação. A ANBID também é a principal provedora de informações do mercado de capitais do país e promove ainda amplas iniciativas voltadas para a educação dos investidores e dos profissionais deste mercado.

Seus associados são Bancos de Investimento, Bancos Múltiplos com carteiras de investimento, que atuam na gestão e administração de fundos de investimento, ofertas públicas de valores mobiliários, fusões e aquisições, private banking, custódia, entre outros serviços prioritários relacionados ao mercado de capitais, empresas de asset management, e de consultoria financeira.

Agora, antes de falarmos especificamente da regulamentação dos *hedged funds*, ou melhor, dos fundos multimercado como são conhecidos no Brasil, para tanto precisamos lembrar um pouco da recente história econômica brasileira, que em meados da década de 1990. Com o Plano Real, período de grandes inflações, inexistência do mercado de capitais, iniciou-se na ANBID a discussão sobre o que era possível ser feito para dar mais credibilidade ao setor. Surge neste contexto, a auto-regulação, com o primeiro projeto para melhorar os prospectos das emissões públicas, tanto de ações quanto de debêntures, em busca de mais credibilidade e transparência. Essa mudança teve um papel importante na percepção dos investidores e agentes de mercado, sendo um marco na história da ANBID e do mercado brasileiro.

Essa iniciativa mudou o mercado e mudou muito mais a ANBID, pois a Associação, além de uma entidade de representação, passou a ser também uma entidade de auto-regulação, criou e instituiu códigos em que os próprios participantes do mercado estabelecem normas para regular suas atividades. Todos os associados devem aderir às normas desses códigos, e instituições não associadas podem espontaneamente solicitar adesão.

Quanto ao código de Autorregulação que anteriormente citamos, vale ressaltar que no ano de 2000, data esta de criação do código de auto-regulação dos Fundos de Investimentos, tinha como o objetivo geral padronizar os procedimentos que envolvem a abertura de eventuais processos sancionadores, sendo desenvolvido um documento único unindo os ritos e uniformizando os processos da Autorregulação.

Atualmente o principal objetivo da área de Autorregulação de Fundos de Investimento da ANBID é estabelecer parâmetros pelos quais a indústria de fundos de investimento deve se orientar, visando à concorrência leal, maior qualidade e disponibilidade de informações aos investidores, a elevação de padrões fiduciários e a promoção das melhores práticas do mercado.

Classificação dos Fundos Multimercado segundo a ANBID

Primeiramente cabe salientar que somente após a idealização e a realização de grande parte deste trabalho de conclusão de curso é que veio a nova deliberação que alterou e que abaixo explicaremos sobre os novos tipos de fundos de investimentos, incluindo os fundos multimercado. No entanto esta alteração não destrói o objetivo deste trabalho que é abordar a razoabilidade na cobrança das taxas de administração. Já que não existe histórico dos novos tipos de fundos multimercado, sem falar que na prática os administradores a princípio apenas alteraram os nomes, e com o tempo a tendência de mercado por parte das empresas é precificar da melhor maneira os produtos, já que as estratégias mudaram e possivelmente os custos também, mas tudo depende do cenário econômico da época.

Conforme introduzimos acima recentemente a classificações dos fundos de investimentos sofreram alterações, mas precisamente em 03/03/2009 pela deliberação nº. 39 , que alterou em muito os tipos de fundos, principalmente em virtude da nova realidade mundial, diante da crise e de problemas com riscos e perdas que envolveram derivativos.

Ante as mudanças os novos tipos de fundos multimercado foram nomeados baseando-se nas estratégias adotadas pelos gestores atingirem os objetivos dos fundos que devem prevalecer sobre os instrumentos utilizados, admitindo ou não Alavancagem, e conforme nova classificação ANBID (2009) os tipos de fundos são:

- **Multimercados Macro.** Fundos que realizam operações em diversas classes de ativos (renda fixa, renda variável, câmbio, etc.) definindo as estratégias de investimento baseadas em cenários macroeconômicos de médio e longo prazo, atuando de forma direcional. Admitem Alavancagem.
- **Multimercados Trading.** Fundos que concentram as estratégias de investimento em diferentes mercados ou classes de ativos, explorando oportunidades de ganhos originados por movimentos de curto prazo nos preços dos ativos. Admitem alavancagem.
- **Multimercados Multiestratégia.** Fundos que podem adotar mais de uma estratégia de investimento, sem o compromisso declarado de se dedicarem a uma em particular. Admitem alavancagem.
- **Multimercados Multigestor** Fundos que têm por objetivo investir em mais de um fundo geridos por gestores distintos. A principal competência envolvida consiste no processo de seleção de gestores.
- **Multimercados Juros e Moedas** Fundos que buscam retorno no longo prazo através de investimentos em ativos de renda fixa, admitindo-se estratégias que impliquem em risco de juros do mercado doméstico, risco de índice de preço e risco de moeda estrangeira. Excluem-se estratégias que impliquem em risco de renda variável (ações, etc.). Admitem alavancagem.
- **Multimercados Estratégia Específica** Fundos que adotam estratégia de investimento que implique em riscos específicos, tais como commodities, futuro de índice. Admitem alavancagem.
- **Long and Short – Neutro.** Fundos que fazem operações de ativos e derivativos ligados ao mercado de renda variável, montando posições compradas e vendidas, com o objetivo de

manterem a exposição neutra ao risco do mercado acionário. Os recursos remanescentes em caixa devem ficar investidos em operações permitidas ao tipo referenciado DI. Admitem alavancagem.

- Long and Short – Direcional. Fundos que fazem operações de ativos e derivativos ligados ao mercado de renda variável, montando posições compradas e vendidas. O resultado deve ser proveniente, preponderantemente, da diferença entre essas posições. Os recursos remanescentes em caixa devem ficar investidos em operações permitidas ao tipo Referenciado DI. Admitem alavancagem.
- Balanceados. Fundos que buscam retorno no longo prazo através de investimento em diversas classes de ativos (renda fixa, ações, câmbio, etc.). Estes fundos utilizam uma estratégia de investimento diversificada e, deslocamentos táticos entre as classes de ativos ou estratégia explícita de rebalanceamento de curto prazo. 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 ao indicador de desempenho que reflita apenas uma classe de ativos (por exemplo: 100% CDI). Não admitem alavancagem.
- Capital Protegido. Fundos que buscam retornos em mercados de risco procurando proteger parcial ou totalmente o principal investido.

A respeito de alavancagem podemos dizer que 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.

RESULTADOS

Fundos Multimercado Com Renda Variável

É interessante mostrar as regras pelas quais a ANBID regula este tipo de fundo, fundos estes que buscam retorno no longo prazo através de investimento em diversas classes de ativos (renda fixa, câmbio, etc.) incluindo renda variável (ações, etc.). Estes fundos não têm explicitado o mix de ativos com o qual devem ser comparados (asset allocation benchmark) e podem, inclusive, ser comparados a parâmetro de desempenho que reflita apenas uma classe de ativos (por exemplo: 100% CDI) e não admitem alavancagem.

Seguindo a metodologia descrita, o Objeto 2 elenca os 5 fundos com melhores retornos e os 5 maiores fundos em Patrimônio Líquido.

Objeto 2 – Os Fundos Multimercado com Renda Variável com maiores retornos e maiores PLs

Os 5 fundos de maior retorno e os 5 de maior Patrimônio líquido (PL). Código e nome do fundo, conforme A ANBID. Patrimônio Líquido em 31/12/2008. Rentabilidade no ano de 2008, em porcentagem. Taxa de administração anual vigente em 31/12/2008, em porcentagem. Regra da Taxa de Performance: explicação da regra da taxa de performance ou indicação de que ela não existe. Dados fornecidos pela ANBID com data base de 31/12/2008. Elaboração pelo autor.

	Código	Nome do fundo	Patrimônio Líquido	Rentabilidade anual %	Taxa de admin. %	Regra da taxa de performance
Maiores retornos	203246	GRANADA FI MULTIMERCADO	3	563,36	4	20% da diferença entre a variação dos valores da cota do Fundo e a variação do CDI.
	168807	ALLOCAT EXCL II FICFI MUTL CRED PRIV	1	59,29	1,3	não há
	201502	MAPFRE INVERSION ARROJADO FI MULTIMERC	56	34,48	1,9	20% do que exceder 100% do CDI
	166804	FI EM COTAS DE FI PETROFLEX MULTIMERCADO	1	34,36	0,1	não há
	153524	MAPFRE INVERSION FI MULTIMERCADO	172	26,25	1,2	20% do que exceder a 100% CDI
Maiores PLs	171522	BB RF IV FI RF LP	27.778	1,37	0,1	não há
	137901	FIC FI MULTIMERCADO PETROS MASTER	11.703	13,16	0	não há
	218006	F I FI MULT CREDITO PRIVADO	6.577	3,67	0,07	não há
	144223	FI MULTIMERCADO JUPITER SISTEL	5.493	11,48	0,0253	não há
	222437	SAFRA GLOBAL FI MULT CRED PRIV	5.249	0	5	não há

Em relação à amostra acima podemos tirar algumas conclusões:

- 3 dos maiores fundos têm como gestores os grandes bancos comerciais. Os maiores não apresentam nem de perto os resultados dos melhores. Os maiores fundos de grandes bancos comerciais possuem taxas atrativas, ou seja, baixas, para atrair mais investidores. Entretanto, eles não dão elevados retornos, nem cobram taxas de performance, que geralmente demonstraria o interesse do gestor em superar o benchmark para lucrar mais.
- 3 dos fundos de maior retorno cobram taxa de performance; nenhum dos maiores cobra essa taxa. O fundo com maior retorno disparado, ou seja, bem descolado da média, possui a maior taxa de administração e também performance de 20% sobre o que exceder o CDI. Os fundos mais rentáveis utilizam-se de estratégias mais arrojadas e cobram elevadas taxas de administração, geralmente acrescidas de taxas de performance, o que demonstra um relativo interesse do fundo em superar o benchmark. Esse interesse é relativo, pois as taxas de administração cobradas são elevadas o que garante o gestor no êxito ou na perda.
- Retirando o maior fundo, que descola da média, os demais de maior performance apresentam grande variação na cobrança de taxa, variando de 0,1% sem cobrança de performance até 1,9% com taxa de performance de 20% sobre o que exceder o CDI. Também, há grande variação nas taxas de administração.

Ante as observações acima uma boa sugestão seria de após analisado a estratégia os riscos x retornos que o investidor pretende assumir, escolher dentre os fundos que cobram uma baixa ou media taxa de administração acrescida de taxa de performance. Desta forma os gestores teriam o interesse em superar o benchmark, mas com uma responsabilidade maior ante os riscos a serem expostos para alcançar o referido êxito.

Fundos Multimercado Sem Renda Variável

Estes fundos buscam retorno no longo prazo através de investimento em diversas classes de ativos (renda fixa, câmbio, etc.), exceto renda variável (ações, etc.). Estes fundos não têm explicitado o mix de ativos com o qual devem ser comparados (asset allocation benchmark) e podem, inclusive, ser comparados a parâmetro de desempenho que reflita apenas uma classe de ativos (por exemplo: 100% CDI). Não se admite alavancagem na estratégia. No Objeto 3 estão os 5 fundos com melhores retornos e os 5 com maiores Patrimônio Líquidos.

Objeto 3 – Os 5 fundos Multimercado Sem Renda Variável com maiores retornos e maiores PLs

Os 5 fundos de maior retorno e os 5 de maior Patrimônio líquido (PL). Código e nome do fundo, conforme ANBID. Patrimônio Líquido em 31/12/2008, em milhões de reais. Rentabilidade no ano de 2008, em porcentagem. Taxa de administração anual vigente em 31/12/2008, em porcentagem. Regra da Taxa de Performance: explicação da regra da taxa de performance ou indicação de que ela não existe. Dados fornecidos pela ANBID com data base de 31/12/2008. Elaboração pelo autor.

	Código	Nome do fundo	Patrimônio Líquido	Rentabilidade anual	Taxa de admin.	Regra da taxa de performance
Maiores retornos	97675	BB COMERCIAL 8 FICFI MULTIMERCADO	27	36,72	0,28	não há
	117269	BB EXCELENCIA 7 FICFI MULTIMERCADO LP	9	36,64	0,3	não há
	119891	AGULHAS NEGRAS FDO DE INVEST. MULT	1.054	17,50	0,0135	não há
	85553	FPRF BBM GRAUNA FI MULTIMERCADO	121	17,37	0,05	10% do que exceder o CDI
	39268	BRADESCO FI MULTIMERCADO DYNAMIC	38	17,30	0,75	20% s/ 100% do CDI
Maiores PLs	222011	FFIE FI MULT CRED PRIV	14.259	0,10	0,05	não há
	207373	OGX 63 MULTIMERCADO CREDITO PRIVADO FI	6.985	0	0,04	não há
	173657	ANGRA DOS REIS FI MULTIMERCADO CRED PRIV	6.791	17,01	0,03	não há
	31224	UBS PACTUAL HIGH YIELD FI MULTIMERCADO	2.829	11,99	1	20% s/ 100% do CDI
	137820	FI MULTIMERCADO PETROS CREDITO PRIVADO	2.327	16,52	0,05	não há

Verifica-se que:

- São administrados e geridos pelos grandes bancos comerciais (múltiplos) 4 dos fundos com maiores retornos e 3 dos que têm maiores Patrimônios Líquidos. Nestes tipos de fundos, os grandes bancos comerciais por efeito de sua maior capilaridade para captar recursos com baixo custo gozam de certa supremacia nos retornos. Como nesta categoria de fundos não se pode ter em carteira de ativos de renda variável, as estratégias estão voltadas a adquirir papéis de renda fixa com maiores retornos, sendo estes debêntures de grandes empresas ou CDB de médios e pequenos Bancos. Somente os grandes administradores têm recursos suficientes para adquirir esses papéis sem comprometer a pulverização dos investimentos.
- 2 dos fundos de maiores retornos e 1 dos de maior PL cobram taxa de performance. Entre os fundos de maior retorno, os que apresentam as taxa de performance são aqueles que cobram as menores taxas de administração.
- Os maiores apresentam taxas de administração baixas, no entanto com grande variação entre os fundos elencados. Dentre os maiores, os retornos nos parecem próximos uns aos outros, mas suas taxas de administração não. Essa estratégia é desenvolvida por grandes instituições para precificar bem os seus produtos, mesmo estes prometendo retornos muito prováveis e de fácil atendimento.

Os Fundos Multimercado sem renda variável e sem alavancagem são um dos tipos mais fáceis para se escolher, isto porque, os riscos implícitos aos tipos de ativos devem aparecer na estratégia. É uma boa estratégia por parte dos investidores, depois de decidida a sua estratégia em relação a riscos X retornos, escolher dentre os grandes fundos de grandes bancos comerciais que cobram as menores taxas de administração podendo até cobrar taxa de performance.

Desta forma, os gestores teriam o interesse em superar o benchmark, já quem os riscos envolvidos neste tipo de fundo é bem menor do que os outros, já que não podem operar alavancado e nem com renda variável. Cabe alertar o investidor que este tipo de fundo pode incorrer em risco de cambio, valendo ficar atendo a estratégia que fundo pretende seguir.

Fundos Multimercado Com Renda Variável com Alavancagem

Os fundos multimercado com Renda Variável com Alavancagem são fundos que buscam retornos no longo prazo através de investimento em diversas classes de ativos (renda fixa, câmbio, etc.) incluindo renda variável (ações, etc.). Estes fundos não têm explicitado o mix de ativos com o qual devem ser comparados (asset allocation benchmark) e podem, inclusive, ser comparados a parâmetro de desempenho que reflita apenas uma classe de ativos (por exemplo: 100% CDI), e como na classificação expressamente diz, admitem alavancagem.

No Objeto 4 encontram-se os 5 fundos multimercado sem renda variável com alavancagem com maiores retornos e PLs.

Objeto 4 – Os 5 Fundos Multimercado Com Renda Variável com Alavancagem com maiores retornos e maiores PL's

Os 5 fundos de maior retorno e os 5 de maior Patrimônio líquido (PL). Código e nome do fundo, conforme ANBID. Patrimônio Líquido em 31/12/2008, em milhões de reais. Rentabilidade no ano de 2008, em porcentagem. Taxa de administração anual vigente em 31/12/2008, em porcentagem. Regra da Taxa de Performance: explicação da regra da taxa de performance ou indicação de que ela não existe. Dados fornecidos pela ANBID com data base de 31/12/2008. Elaboração pelo autor.

	Código	Nome do fundo	Patrimônio Líquido	Rentabilidade anual	Taxa de admin.	Regra da taxa de performance
Maiores retornos	157759	GCORP MULTIPROFIT I FI MULTIM CRED PRIV	112	1.111,29	0,12	não há
	157732	ABN AMRO FI MULTIMERCADO ROTER CRED PRIV	862	1.092,69	0,15	não há
	166928	R & C FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO	18	543,49	1	não há
	164356	BARCLAYS FI MULTIMERCADO	377	336,78	0,1	não há
	164607	CAPITANIA AIR FI MULTIMERCADO CRED PRIV	178	235,47	5	não há
Maiores PLs	201235	OGX 63 MULTIMER CREDITO PRIVADO FICFI	7.052	13,87	0,01	não há
	213020	OCEANIA FIC FI MULTIMERCADO	4.796	0	0,02	não há
	211168	KONA FI MULTIM INVEST EXTERIOR	4.796	0	0,12	não há
	156957	HG VERDE MASTER FI MULTIMERCADO	4.323	-3,30	0,5	não há
	133337	BRAD FI MULTIMERCADO CRED PRIV ANDROMEDA	1.925	12,09	0	não há

Observa-se que:

- Dentre os mais rentáveis aparece apenas 1 fundo de Banco Comercial, o que nos mostra que nestes fundos os Grandes Bancos Comerciais não tem grande interesse em demonstrar ser grandes gestores. Por outro lado, em 4 dos maiores PL nesta categoria figuram os grandes bancos comerciais, com resultados mais modestos. Neste tipo de fundo, ante aos riscos assumidos nas estratégias, na alocação de ativos e na alavancagem, fica difícil prever um retorno. Desta forma, os fundos não apresentam a cobrança de taxas de Administração elevadas e nem taxa de performance.
- Apresentam taxas de Administração baixa se comparada a outros tipos de fundo. Apenas um dos fundos de cada grupo apresentou a cobrança de taxa de performance. Nestes tipos de fundos é difícil definir uma boa orientação em relação às taxas de administração, pois a estratégia de risco X retorno supera em muito a relevância de pagar um pouco menos de taxa de administração. Sendo assim, dentro de uma orientação racional, seria mais prudente ao investidor investir de acordo com a estratégia do fundo que mais lhe agrada, e também na confiança que tenha no gestor.

- Há grande variação de rentabilidade dentre os melhores. Dentre os fundos mais rentáveis vemos uma rentabilidade muito acima de todos os tipos de fundos, chegando a superar 1000%.

Ressaltando que estes fundos envolvem a expectativa de grandes ganhos e elevado risco, a taxa de administração desde que em patamares aceitáveis de mercado não se mostra de grande importância na decisão de escolha de um fundo ou outro, neste tipo de fundo.

Fundos Multimercado Sem Renda Variável com Alavancagem

Os Fundos Multimercado sem Renda Variável com Alavancagem são fundos de investimento que buscam retorno no longo prazo através de investimento em diversas classes de ativos (renda fixa, câmbio, etc.) exceto renda variável (ações, etc.). Estes fundos não têm explicitado o mix de ativos com o qual devem ser comparados (asset allocation benchmark) e também podem, inclusive, ser comparados a parâmetro de desempenho que reflita apenas uma classe de ativos (por exemplo: 100% CDI), e conforme expressamente classificado admitem alavancagem na tomada da estratégia.

No Objeto 5 encontram-se os 5 fundos multimercado sem renda variável com alavancagem com maiores retornos e PLs.

Objeto 5 – Os 5 Fundos multimercado Sem Renda Variável sem Alavancagem com maiores retornos e maiores PLs

Os 5 fundos de maior retorno e os 5 de maior Patrimônio líquido (PL). Código e nome do fundo, conforme ANBID. Patrimônio Líquido em 31/12/2008, em milhões de reais. Rentabilidade no ano de 2008, em porcentagem. Taxa de administração anual vigente em 31/12/2008, em porcentagem. Regra da Taxa de Performance: explicação da regra da taxa de performance ou indicação de que ela não existe. Dados fornecidos pela ANBID com data base de 31/12/2008. Elaboração pelo autor.

	Código	Nome do fundo	Patrimônio Líquido	Rentabilidade anual	Taxa de admin.	Regra da taxa de performance
Maiores retornos	184748	FI MULTIMERCADO CRED PRIV JUPITER	1.042	75,56	0	não há
	144401	FIC FI MULTIMERCADO LYPTUS CREDITO PRIV	830	41,59	0	não há
	215724	MEMPHIS MULTIMERCADO FI	210	27,62	0,11	não há
	185957	RB CAPITAL I FI MULTI CRED PRIV	72	19,03	1,5	20% sobre o que exceder 100% do CDI
	145106	FI MULTIMERCADO CRED PRIV KCL	467	18,68	0	não há
Maiores PLs	205117	FI MULT FOREING FUND TWO	2.962	16,69	0,18	não há
	198692	FI MULTIMERCADO VERONA	2.110	-60,27	0,12	não há
	109568	UBS PACTUAL MULTISTRATEGIES FI MULTIMER	2.097	11,71	1	20% s/ 100% do CDI
	201073	FI MULTIMERCADO CREDITO PRIVADO MPX 63	1.847	12,65	0,04	não há
	132934	LI 80 MULTIMERCADO FICFI	1.569	12,32	0,0225	não há

Quanto aos Fundos multimercado Sem Renda Variável com Alavancagem podemos tirar algumas conclusões:

- 3 dos maiores são administrados por grandes bancos comerciais no rol em questão. Já dentre os mais rentáveis não consta nenhum grande banco comercial como administrador. A pouca presença dos grandes bancos comerciais (múltiplos) no rol dos fundos com maiores rentabilidade é devida a grande expertise dos bancos de investimento e à falta de foco neste mercado que não se mostra muito rentável para os grandes bancos comerciais. Essa baixa rentabilidade decorre da demanda grande trabalho de administração, de baixas taxas de administração e dos riscos inerentes à alavancagem. Esses riscos podem refletir negativamente na imagem do banco junto a clientes, já que os riscos, principalmente em cambio ficam maiores nestes fundos.
- A performance dos grandes fundos é parecida, com destaque para 1 com elevado retorno negativo. Por não envolver ativos de renda variável, este tipo de fundo costuma não ter resultados extraordinários. Por outro lado, apresenta comumente riscos acima da media dos fundos em geral, devido a alavancagem. Desta forma poucos investidores aceitam as altas taxas de performance e de Administração, ficando a cargo dos gestores captarem investidores através de uma estratégia que os convença que o risco vale a pena face as taxas propostas.
- Apenas 1 dos maiores e 1 dos de maior retorno apresentaram a cobrança de taxa de performance. Apenas 1 de cada classificação apresenta uma taxa de administração expressiva. Dentre o rol dos mais rentáveis apresenta-se elevada variação na cobrança de taxa de administração, no entanto, presume-se que a estratégia vendida pelo gestor do fundo é muito boa e diferenciada em relação ao mercado.

Feitas as considerações e observações acima, parece uma boa estratégia a ser observada, no tocante a relevância da taxa de administração, seria após analisar a estratégia em si do fundo, procurar este tipo de fundo para ser administrado por renomados bancos de investimento. Aos quais mostrem bons históricos de rentabilidade e sejam bons e renomados nos mercados de derivativos e cambio, pois daí originará a estratégia a qual o fundo adotará e ira seguir. E pelo constatado também, procurar por fundos que não cobrem taxa de performance, pois esta amostra do mercado não apresenta a cobrança desta taxa como praxe.

Fundos Multimercado Balanceados

Classificam-se neste segmento os fundos que buscam retorno no longo prazo através de investimento em diversas classes de ativos (renda fixa, ações, câmbio, etc.). Estes fundos utilizam uma estratégia de investimento diversificada e, deslocamentos táticos entre as classes de ativos ou estratégia explícita de rebalanceamento de curto prazo. 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 aos indicadores de desempenho que reflitam apenas uma classe de ativos (por exemplo: 100% CDI) e também não admitem alavancagem.

No Objeto 6 encontram-se os 5 fundos multimercado balanceados com maiores retornos e PLs.

Objeto 6 – Os 5 Fundos Multimercado Balanceados com maiores retornos e maiores PLs

Os 5 fundos de maior retorno e os 5 de maior Patrimônio líquido (PL). Código e nome do fundo, conforme ANBID. Patrimônio Líquido em 31/12/2008, em milhões de reais. Rentabilidade no ano de 2008, em porcentagem. Taxa de administração anual vigente em 31/12/2008, em porcentagem. Regra da Taxa de Performance: explicação da regra da taxa de performance ou indicação de que ela não existe. Dados fornecidos pela ANBID com data base de 31/12/2008. Elaboração pelo autor.

	Código	Nome do fundo	Patrimônio Líquido	Rentabilidade anual	Taxa de admin.	Regra da taxa de performance
Maiores retornos	130109	UBS PACTUAL MEGA II FI MULTIMERCADO	168	13,60	0,05	não há
	128155	LOCAL MARKET FIF MULT	86	12,47	0,2	não há
	139866	FI AMPERE MULTIMERCADO	88	12,14	0,2	não há
	104541	FIVESTARS PREV FI MULTIMERCADO	721	11,05	-	não há
	81590	FAPES EAGLE FI MULT PREVIDENCIARIO	127	10,90	2	não há
Maiores PLs	104541	FIVESTARS PREV FI MULTIMERCADO	721	11,05	-	não há
	171190	ITAU FLEXPREV IX V20 MULTIMERCADO FICFI	626	-2,79	1,5	não há
	128767	REAL FIQ FI MULTIMERCADO NEDERLAND MCA	318	0,17	0,22	não há
	97152	JJSP III FI MULTIMERCADO	298	-2,09	0,3	não há
	154679	ITAU MULTIMERCADO AGRESSIVO FI	293	-8,30	-	não há

Da análise da tabela depreende-se que:

- 3 dos maiores fundos são de grandes bancos comerciais; 4 dos fundos de maiores retornos são administrados por bancos de investimento.
- Há grande variação nas taxas de administração cobradas. Nos fundos balanceados, as taxas de administração são de grande importância na hora da escolha do fundo para se investir, pois em geral as estratégias destes fundos não são agressivas. Dentre as maiores rentabilidades referentes ao ano de 2008, a taxa de administração faria grande diferença, podendo desbancar o 1º colocado para o 4º se descontássemos a maior taxa de administração cobrada dentre o rol dos maiores retornos.
- Em nenhum dos fundos relacionados há cobrança de taxa de performance.
- Houve baixa variação dentre os maiores retornos e alta variação de retornos entre os fundos de maiores PLs. Os retornos dos grandes bancos comerciais estão muito aquém da dos bancos de investimentos, mas os maiores em volume financeiro sem sobra de dúvida precificam melhor. Ou seja, cobram mais caro por seus produtos, que são geralmente de prateleira e com exigências menores para o acesso dos investidores, facilitando assim o acesso dos pequenos investidores que tenham apetite para este tipo de fundo.

Fica claro que uma boa estratégia, levando-se em conta as taxas de administração, seria escolher entre os fundos com a menor taxa de administração entre os bancos de investimento, pois estes demonstram maior preocupação em relação a gestão na busca de melhores retornos e cobram menores taxas de administração.

Fundos Multimercado Long & Short

Este tipo de Fundo Multimercado é aquele onde se faz operações de ativos e derivativos ligados ao mercado de renda variável, montando posições compradas e vendidas. O resultado deve ser proveniente, preponderantemente, da diferença entre essas posições. Os recursos remanescentes em caixa devem ficar investidos em operações permitidas ao tipo referenciado DI, admitindo-se alavancagem.

No Objeto 7 encontram-se os 5 fundos multimercado long & short com maiores retornos e PLs.

Objeto 7 – Os 5 Fundos Multimercado Long & Short com maiores retornos e maiores PLs

Os 5 fundos de maior retorno e os 5 de maior Patrimônio líquido (PL). Código e nome do fundo, conforme ANBID. Patrimônio Líquido em 31/12/2008, em milhões de reais. Rentabilidade no ano de 2008, em porcentagem. Taxa de administração anual vigente em 31/12/2008, em porcentagem. Regra da Taxa de Performance: explicação da regra da taxa de performance ou indicação de que ela não existe. Dados fornecidos pela ANBID com data base de 31/12/2008. Elaboração pelo autor.

	Código	Nome do fundo	Patrimônio Líquido	Rentabilidade anual	Taxa de admin.	Regra da taxa de performance
Maiores retornos	151777	UNIBANCO MASTER ARBITRAGEM I FI MULTI	36	21,57	0	20% s/ 100% do CDI
	151785	UNIBANCO MASTER ARBITRAGEM II FI MULTI	23	19,23	0	20% s/ 100% do CDI
	132561	UNIFUND ARBITRAGEM PLUS FIC FI MULTIMERC	35	19,12	2	20% s/ 100% do CDI
	122750	UNIBANCO ARBITRAGEM RV FICFI MULTI	9	19,12	3	20% s/ 100% do CDI
	112941	UNIBANCO PRIVATE ARBITRAGEM RV FIC MULTI	3	19,07	2	não há
Maiores PLs	151645	BRADESCO FI MULTIMERCADO LONG SHORT	269	11,18	2	não há
	187968	SCHRODER BRASIL LS FI MULTIMERCADO	198	9,17	2	20% da valorização da quota que exceder 100% do CDI
	151653	BRAD PRIME FICFI MULTIMERCADO LONG SHORT	196	11,16	2	20% da valorização da quota que exceder 100% do CDI
	183261	BRZ LONG SHORT ADV FI MULTIMERCADO	182	18,66	2,5	20% da valorização da quota do Fundo que exceder 100% do CDI.
	185991	BNP PARIBAS LONG AND SHORT FI MULTIMERCA	166	15,14	2	20% s/ 100% do CDI

Quanto aos Fundos Multimercado Long & Short podemos tirar algumas conclusões:

- Todos os 5 mais rentáveis são administrados por um grande banco comercial (múltiplo).

- 4 dos de maior rentabilidade e 4 dos maiores cobram taxas de performance. O mercado dita que a praxe é cobrar taxa de performance, no entanto há fundos que somente cobram taxa de administração. 2 dos de maior rentabilidade não cobram taxas de administração, mas apenas de performance. Mesmo sendo o mesmo administrador existe grande variação percentual na cobrança das taxas de Administração.

Na escolha deste tipo de fundo, após analisado o risco e retorno e as estratégias inerentes a estes, indicamos a escolha dos fundos por aqueles com menores taxas de administração, já que existem fundos que além de dar ótimos retornos cobram menores taxas de administração e a outros nem cobram taxa de performance. Desta forma em relação a estes tipos de fundos a forma clássica de se escolher pelo mais barato torna-se uma estratégia boa, já que os retornos não apresentam grandes variações percentuais.

Fundos Multimercado de Capital Protegido

Neste tipo de Fundo Multimercado os gestores têm por regra a busca de retornos em mercados de risco procurando proteger parcial ou totalmente o principal investido. No

Objeto 8 encontram-se os 5 fundos multimercado capital protegido com maiores retornos e PLs.

Objeto 8 – Os 5 Fundos Multimercado de Capital Protegido com maiores retornos e maiores PLs

Os 5 fundos de maior retorno e os 5 de maior Patrimônio líquido (PL). Código e nome do fundo, conforme ANBID. Patrimônio Líquido em 31/12/2008, em milhões de reais. Rentabilidade no ano de 2008, em porcentagem. Taxa de administração anual vigente em 31/12/2008, em porcentagem.

	Código	Nome do fundo	Patrimônio Líquido	Rentabilidade anual	Taxa de admin.	Regra da taxa de performance
Maiores retornos	190594	BNPP TROPPO QUATRO FI MULT CAP PROT	18	13,51	1,5	não há
	158445	ITAU PRIN GAR EXT II MULT CRED PRIV FI	18	12,90	2	não há
	218189	REAL CAPITAL PROTEG VAN GOGH 2 FI MULTIM	155	6,68	2,5	não há
	201421	BRAD PRIME FI MULTIMERCADO PRINC PROT 2	14	6,19	1,5	não há
	46787	BRADESCO FI MULTIMERCADO PRINC PROTEGIDO	25	5,24	3	não há
Maiores PLs	214140	REAL CAPITAL PROTEG VAN GOGH FI MULTIMER	253	2,00	2	não há
	210961	CS CAPITAL PROTEGIDO FI MULTIMERCADO LP	182	-9,20	1	não há
	218189	REAL CAPITAL PROTEG VAN GOGH 2 FI MULTIM	155	6,68	2,5	não há
	221880	BB MULTIMERCADO CAPITAL PROTEGIDO VII FI	144	-2,03	2	não há
	210481	HSBC FI MULTIMERCADO SMART 6	139	- 3,33	1,5	não há

Quanto aos fundos multimercado capital protegido pode tirar algumas conclusões:

- Como maiores players aparecem os grandes bancos comerciais, responsáveis por 4 dos fundos maiores e por 4 dos de maior retorno.
- Os fundos apresentam grandes variações percentuais na cobrança da taxa de administração e não cobram taxa de performance. Eles cobram somente taxas de administração, no entanto, entre eles existe grande variação nesta cobrança, chegando a superar os 100%.
- Há grande variação na rentabilidade, independentemente do tamanho dos fundos.

Esta nova modalidade de fundo nos últimos anos vem tomando notoriedade dentre os pequenos investidores (pessoas físicas), que não dispõem de conhecimento específico ou recursos suficientes para investir em aplicações mais estruturadas, que fazem com menos custo o que estes fundos prometem: a possibilidade de investir em diversos ativos, não só de renda fixa, mas garantindo o principal. Desta forma, cabe ao investidor dar preferência aos fundos administrados pelos grandes bancos comerciais, que possuem histórico de boa rentabilidade de cobrança de taxas menores.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O artigo discute as taxas de administração e de performance cobradas pelos administradores dos fundos multimercado, face às características das carteiras, dos mercados e dos retornos obtidos pelos fundos. As análises feitas mostram alguns aspectos interessantes que justificam a razoabilidade dessas cobranças:

- Os fundos de maior PL tendem a ser administrados pelos grandes bancos comerciais, o que é consistente com a grande capacidade de captação de sua rede.
- Os fundos multimercado sem renda variável e sem alavancagem têm retornos relativamente parecidos, tendo grande ganho de escala. Portanto, os de maior retorno também tendem a ser grandes e administrados por bancos comerciais, além de pagarem taxas de administração e de performance baixas.
- Os fundos multimercado com renda variável e sem alavancagem de maior retorno podem pagar uma taxa de performance, mas os de maior PL tendem a não fazê-lo. Também tendem a ter taxas de administração mais elevadas. Esse comportamento é consistente, de acordo com a segmentação do mercado em investidores mais e menos agressivos, estes mais numerosos. Os mais agressivos pagam taxas maiores.
- Ao contrário do que era esperado, os fundos alavancados, com ou sem renda variável, de grande PL ou retorno, tendem a não pagar taxa de performance. Mesmo com retornos e riscos agressivos, eles não premiam o administrador por uma performance superior. Consistentemente, quando os fundos não têm renda variável, as taxas de administração são baixas; e quanto há renda variável, são relativamente altas.
- Os fundos long & short, os balanceados e os de capital protegido, mesmo quando estão dentre os de maior retorno, tendem a ser administrados por grandes bancos. Apesar de permitirem grande liberdade de alocação de recursos, eles têm retornos relativamente semelhantes entre si. São fundos com objetivo específico e de porte relativamente pequeno, o

que não favorece a diluição do custo da equipe administrativa. Consistentemente com a liberdade de alocação e com o pequeno porte, mas não com a performance obtida, as taxas de administração, e no caso dos long & short as taxas de performance, tendem a ser elevadas.

Como se vê, a não ser em alguns casos, as taxas de administração e de performance são fixadas em valores condizentes com o tipo de fundo a que se aplicam.

REFERÊNCIAS

- ANBID. (2009). *Guia de Fundos*. Acesso em 01 de março de 2009, disponível em ANBID: <http://www.comoinvestir.com.br/anbid/CalandraRedirect/?temp=5&proj=anbid&pub=T&comp=Fundos&db=&docid=053F88223F692908832571340064BF3C>
- CVM. (18 agosto, 2004.). *Instrução CVM n.º 409*.
- Fonseca, N. F., Bressan, A. A., Iquiapaza, R. A., & Guerra, J. P. (2007). Análise do Desempenho Recente de Fundos de Investimento no Brasi. *Contabilidade Vista & Revista*, Vol. 18 (n. 1), pp. 95-116.
- Leal, R., & Varga, G. (2006). *Gestão de Investimentos e Fundos* (1ª ed.). Rio de Janeiro: Financial Consulting.
- Silva, C. (2008). Os 300 Melhores Fundos para Aplicar seu Dinheiro. *Você S/A* (126), pp. 86.
- Stiglitz, J. (December de 1974). A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem. *American Economic Review*, pp. 784-93.