

3. A indústria de fundos de investimentos

A indústria de fundos de investimentos no Brasil vem crescendo a uma taxa acelerada, onde os *hedge funds* têm contribuído para esta expansão. Observando a Tabela 1, o total sob gestão da indústria de fundos brasileira passou de R\$ 248 bilhões em 1995 para R\$ 1,826 trilhões em junho de 2011, um crescimento de aproximadamente 635% em 15 anos.

Tabela 1- Dados de Total sob gestão Anual – Brasil
Total sob gestão dos Fundos de Investimento no Brasil - em R\$ milhões constantes

Ano	PL Total dos Fundos
dez/95	R\$ 248.302,86
dez/96	R\$ 425.334,65
dez/97	R\$ 439.832,42
dez/98	R\$ 493.353,53
dez/99	R\$ 618.174,98
dez/00	R\$ 771.923,92
dez/01	R\$ 802.521,97
dez/02	R\$ 660.316,45
dez/03	R\$ 848.231,69
dez/04	R\$ 884.479,35
dez/05	R\$ 1.048.093,66
dez/06	R\$ 1.277.222,12
dez/07	R\$ 1.502.728,09
dez/08	R\$ 1.340.073,76
dez/09	R\$ 1.665.007,67
dez/10	R\$ 1.755.858,97
jun/11	R\$ 1.826.599,37

Fonte: ANBID

O crescimento dos fundos multimercados foi ainda maior, em 1995 o patrimônio líquido somente dos fundos multimercados era de quase R\$ 22 bilhões, já em 2005 esse número alcançou R\$ 121 bilhões, um crescimento espetacular de 555% em 10 anos. Sua participação no total de fundos também teve um aumento considerável, sendo que em 2004 a participação dos fundos multimercados foi de quase 30% do total dos fundos.

O crescimento dos fundos multimercados superior ao restante da indústria de fundos pode ser explicado pela atração de investidores que antigamente aplicavam seus recursos apenas em investimentos tradicionais de renda fixa. O grande sucesso comercial dos *hedge funds* gera um grande interesse, prático e acadêmico, quanto ao retorno que este pode oferecer e também ao risco ao qual o investidor incorre.

Os chamados *hedge funds* estão entre as aplicações financeiras mais agressivas disponíveis no mercado de capitais. Em geral, o gestor de um fundo de investimento precisa perseguir algum índice de referência. Nos fundos de renda variável, em regra, é o índice Ibovespa. Nos fundos cambiais, a cotação do dólar comercial. Nos *hedge funds*, a principal meta do gestor é conseguir o maior retorno possível para os recursos aplicados, aplicando nos mais diversos ativos financeiros: moedas, ações de mercados emergentes, ou títulos de dívida pública que rendem a juros altos, como no Brasil.

Muitos *hedge funds* procuram investir em todos os tipos de mercado, com o uso de alavancagem e outras práticas de investimento especulativas que podem aumentar o risco de perdas das aplicações, sintetiza o SEC, o órgão responsável pela fiscalização do mercado de capitais nos EUA.

Os conceitos chave para entender os *hedge funds* são, portanto, agressividade, risco elevado e, principalmente, alavancagem: a prática de tomar recursos no sistema bancário para aumentar (alavancar) a aposta numa operação financeira, buscando maximizar os ganhos.

Os *hedge funds* são voltados para investidores ricos e sofisticados, e como regra geral, são caracterizados pelo sigilo de suas aplicações e pela regulamentação pouco restritiva. Eles ganharam as manchetes de jornais, no entanto, na final da década de 90 com a quebra do famoso *Long Term Capital Management* (o LTCM, como ficou conhecido à época).

Um dos maiores *hedge fund* da época, o LTCM desabou sob o peso de um rombo de US\$ 9 bilhões. Com a grife de dois prêmios Nobel de Economia em seu quadro societário (Robert Merton e Myron Scholes), o LTCM fazia aplicações arriscadas em mercados emergentes, propiciando a seus investidores retornos superiores a 40% entre 1995 e 1996.

A crise da Rússia, que decretou uma moratória em 1998, pulverizou as operações do LTCM, que viu seu capital minguar de US\$ 4,6 bilhões para US\$ 600 milhões entre janeiro e setembro daquele ano. Para impedir que as perdas do LTCM se espalhassem pelo sistema bancário, o Federal Reserve (banco central dos EUA) coordenou uma operação de resgate, em que 16 bancos injetaram US\$ 3,75 bilhões para manter o *hedge fund* respirando, até que ele voltasse a propiciar retornos positivos a seus investidores.

Como se revelou depois, esse desempenho era baseado numa pesada alavancagem: para cada dólar de investimento recebido, o LTCM tomava US\$ 20 de empréstimos de grandes bancos para manter suas operações em dia.

Para que o investidor possa avaliar se o fundo de investimentos é adequado às suas preferências quanto ao retorno e risco, e para comparar qual fundo tem o melhor desempenho dado suas preferências, é necessário que este utilize medidas de *performance* que avaliem corretamente o desempenho destes fundos.

Como a medida de avaliação de desempenho de fundos de investimentos mais utilizada - o Índice de Sharpe - é uma medida simples e com várias fraquezas, este trabalho discute outras medidas de desempenho que podem ter um melhor grau de eficiência para avaliar o desempenho.

Os *hedge funds* são utilizados para testar a eficiência destas medidas, pois são os fundos que possuem distribuições de retornos que mais se distanciam de uma distribuição normal, possuindo, portanto, propriedades que ajudam a diferenciar tais medidas.

3.1 Histórico do mercado de Fundos de Investimento

Esta seção 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 existentes do ponto de vista do investidor ao se aplicar em fundos de investimentos.

Atualmente, há cerca de 400 gestores de recursos habilitados pela CVM e supervisionados pela ANBID, responsáveis pela gestão de mais de 9 mil fundos. Além da habilitação esses profissionais têm grande experiência, como constatado em diversas ocasiões em cenários de turbulência interna ou externa.

O total de recursos aplicados em fundos de investimento brasileiros atingiu a marca de R\$ 1,6 trilhão ao final de 2010, cifra que equivale a cerca de 43% do PIB (Produto Interno Bruto). Desde 2003, quando nossos fundos geriam cerca de R\$ 500 bilhões, esta indústria local cresceu em média 20% ao ano, figurando entre as seis maiores indústrias do mundo, de acordo com o ranking do ICI (*Investment Company Institute*) de 2010.

Ao longo desse período vários fatores contribuíram para o crescimento consistente de nossa indústria. A consolidação da estabilidade monetária e a retomada do crescimento não podem deixar de ser mencionados, já que criaram as condições econômicas para a expansão, conforme figura 1:

Figura 1 – Evolução da Indústria de Fundos no Mundo



Fonte: *Investment Company Institute* (ICI)

O crescimento econômico, a estabilidade monetária e o cenário internacional são fatores que afetam diretamente o desempenho da indústria de fundos de investimento. Isto pode ser atestado pela captação líquida negativa

(resgates maiores que aplicações) de R\$ 55 bilhões, observada em 2008, que refletiu os efeitos da crise financeira mundial. Vale registrar que esta foi a única captação líquida anual negativa observada desde 2003. Durante uma crise, a maioria dos investidores toma suas decisões buscando maior proteção dos seus recursos, gerando uma maior movimentação entre as diversas modalidades de investimentos.

Em 2010, já com a economia brasileira crescendo acima de 7%, a captação líquida de fundos de investimento superou os R\$ 110 bilhões, o que evidencia a alta correlação entre o desempenho econômico e o dos fundos em termos de captação. Uma característica marcante da economia brasileira não pode ser ignorada: o nível elevado das taxas de juros praticadas no país, herança dos períodos inflacionários.

Pode-se dizer que a estabilidade econômica, gerada pelo plano Real, aliada às altas taxas de juros e à regulação do mercado de fundos de investimentos, propiciaram 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.

No entanto, a redução gradual da taxa básica de juros local, queda de patamares próximos a 25% para os atuais 12%, influencia tanto as preferências dos investidores quanto as decisões de gestores. Os fundos de renda fixa que representavam 55% do total da indústria em 2003 passaram a corresponder a 45% em 2010. A participação dos fundos de ações, que era de 8% da indústria, subiu para 11%, sendo relevante ressaltar ainda que parte da carteira dos multimercados, que representam 24% da indústria, também é composta por ações e outro títulos privados.

Em diversas economias desenvolvidas que praticam taxas de juros bem mais modestas, a participação dos fundos de ações costuma ser maior, podendo chegar a 50% em alguns casos, indicando a tendência que pode marcar os próximos anos para a indústria de fundos de investimento no Brasil, à medida que nossa taxa de juros convirja para padrões internacionais.

O bom desempenho econômico é uma condição necessária para a expansão vigorosa da indústria de fundos, mas não é fator que sozinho explica a maturidade e solidez atingida pelos agentes que atuam no segmento. Aspectos regulatórios e iniciativas da própria indústria também tiveram contribuição significativa, aumentando a segurança jurídica e institucional, aprimorando o relacionamento com os investidores e os padrões éticos e operacionais da indústria.

Em 2011, completou-se 20 anos da Resolução 1.787 do Conselho Monetário Nacional, de 1º de fevereiro de 1991, criadora dos Fundos de Aplicação Financeira (FAF) que foram a origem dos atuais Fundos de Investimentos (FI) e dos Fundos de Investimentos em Cotas (FIC). A estrutura de fundos criada pela Resolução 1.787/91, aliada ao controle da inflação e à estabilização da economia brasileira advindas do Plano Real, iniciado em 30 de junho de 1994, foram os passos essenciais para a constituição e crescimento da atual indústria de fundos de investimentos no Brasil.

Com o passar dos anos, a indústria brasileira de fundos não somente cresceu, acumulando uma taxa de crescimento do seu patrimônio líquido (em moeda constante) de 3600% em 20 anos (ou aproximadamente 19,8% anualizado), mas também se desenvolveu, partindo dos tradicionais fundos de renda fixa e de ações, para atingir uma gama muito abrangente de estratégias e alternativas de investimentos, tanto para indivíduos quanto para empresas e clientes institucionais.

Há, hoje, 35 tipos de categorias de fundos de investimentos definidas pela ANBIMA, sem contar as especificações de possibilidade de alavancagem financeira, e outras características, para definir mais detalhadamente cada categoria de fundos.

Essa diversidade de estratégias fica evidenciada pela categoria Renda Fixa, que em 1991 representava 95,7% do patrimônio líquido da indústria, e no final de 2010 representava apenas 27,3%. Enquanto isso, categorias como Multimercados e Previdência, que não existiam em 1991, fecharam o ano de 2010 com, respectivamente, 24,13% e 10,96% do total sob gestão da indústria.

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, busca-se analisar os fundos multimercados multiestratégia. 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.

3.2 Definição de Fundos de Investimento

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.

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. A definição abaixo 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 interessadas 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 Investimento em Cotas (FICs), que como o próprio nome diz, são fundos que se constituem a partir de outros fundos já existentes.

Para avaliar o desempenho dos fundos de investimento deve-se 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 são publicados 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 se ter 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 dos Fundos de Investimento

Para os diferentes tipos de investidores, que possuem também diversas estratégias e objetivos, os fundos de investimentos possuem alternativas e vantagens que os diferenciam de outros veículos de investimentos, como, por exemplo, as carteiras administradas ou clubes de investimentos.

Os fundos de investimentos podem ser usados como forma de diversificação para as carteiras dos investidores, não somente entre diferentes classes de ativos, mas também dentro de cada classe de ativo, ou seja, oferecem forma de diversificação inter e intra-classe de ativos.

Com a Instrução 409/2004 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a indústria de fundos no Brasil teve sua legislação unificada, e com ela veio o aumento do nível de exigência de transparência e comunicação dos fundos junto aos seus investidores, fazendo com que eles tenham a possibilidade de acompanhar diariamente pelos sites na internet da CVM (<http://www.cvm.gov.br>) e da ANBIMA (<http://www.ANBIMA.com.br>), o desempenho dos seus fundos, a alocação mensal das carteiras dos gestores, dentre outras informações, o que dá segurança aos investidores e inibe casos de fraudes como o Maddoff de 2008.

Outra vantagem dos fundos de investimentos é em decorrência da grande gama de produtos oferecidos, o que dá aos investidores com diversos graus de experiência no mercado financeiro o acesso a produtos sofisticados, como, por exemplo, os fundos Long Short Neutro, ou os de Capital Protegido, que possuem características que não são simplesmente replicáveis pelo investidor individual, além da necessidade de uma expertise disponível e dominada somente por alguns gestores de investimentos.

O acesso a diferentes mercados, a custos menores, também é uma das possibilidades dadas aos investidores mais importantes pelos fundos de investimentos. Em um mercado financeiro global e de grande competitividade, ter agilidade e domínio dos mercados é fundamental, juntamente com o poder de negociação (trading) e tamanho, o que é viabilizado pela estrutura dos fundos de investimentos com a experiência e redes de negócios dos gestores.

Através dos fundos, ordens de compra e venda de títulos do mercado, que só seriam realizadas com milhões de Reais, são permitidas a investidores dos mais diferentes portes e nacionalidades. A possibilidade dos fundos de investimentos no Brasil investirem em ativos financeiros em outros mercados internacionais, advinda da Instrução 465/2008 da CVM, faz com que os investidores brasileiros tenham acesso à economia mundial.

As vantagens apresentadas anteriormente, em conjunto com a questão tributária, que pode ser o diferencial para certos investidores, ou perfis de investimentos, fazem com que os fundos de investimentos brasileiros propiciem benefícios aos aplicadores e poupadores.

3.4 O papel do Gestor e do Administrador dos Fundos de Investimento

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 de Investimento no Brasil e suas características

Esta seção apresenta os diversos tipos de fundos encontrados no país assim como suas características. A fonte das informações desse capítulo é a ANBID, com base em Julho de 2011.

Segundo a ANBID, os fundos de investimentos são 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 categorias mais gerais que havia antigamente, a saber:

a) Curto-Prazo

Fundos que buscam retorno através de investimentos em títulos indexados à CDI/Selic ou em papéis prefixados, desde que indexados e/ou sintetizados para CDI/Selic; de emissão do Tesouro Nacional (TN) e/ou do Banco Central; e com

prazo máximo a decorrer de 375 dias e prazo médio da carteira de, no máximo, 60 dias.

É permitida, também, a realização de operações compromissadas, desde que sejam indexadas à CDI/Selic; lastreadas em títulos do TN ou do BC e com contraparte classificada como baixo risco de crédito. No caso específico da contraparte ser o BC, é permitida a operação prefixada com prazo máximo de sete dias, desde que corresponda a períodos de feriados prolongados; ou de 60 dias, desde que indexada à CDI/Selic.

Adicionalmente, estes fundos podem oferecer serviços de aplicação e resgate automáticos de forma a remunerar saldo remanescente em conta corrente, observado o disposto na Deliberação nº 43 de 8 de outubro de 2010.

b) Referenciados

Fundos que objetivam investir, no mínimo, 95% do valor de sua carteira em títulos ou operações que busquem acompanhar as variações do CDI ou Selic, estando também sujeitos às oscilações decorrentes do ágio/deságio dos títulos em relação a estes parâmetros de referência. O montante não aplicado em operações que busquem acompanhar as variações destes parâmetros de referência deve ser aplicado somente em operações permitidas para os Fundos Curto Prazo. Estes fundos seguem as disposições do art. 94 da Instrução CVM nº 409.

Exemplo: Referenciados DI

c) Renda Fixa

Fundos que buscam retorno por meio de investimentos em ativos de renda fixa (sendo aceitos títulos sintetizados através do uso de derivativos), admitindo-se estratégias que impliquem risco de juros e de índice de preços do mercado doméstico. Excluem-se estratégias que impliquem exposição de moeda estrangeira ou de renda variável (ações etc.). Devem manter, no mínimo, 80% de sua carteira em títulos públicos federais, ativos com baixo risco de crédito ou sintetizados, via derivativos, com registro e garantia das câmaras de compensação. Admitem alavancagem.

I. Renda Fixa Crédito Livre

Fundos que buscam retorno por meio de investimentos em ativos de renda fixa, podendo manter mais de 20% da sua carteira em títulos de médio e alto risco de crédito (sendo aceitos títulos sintetizados através do uso de derivativos), incluindo-se estratégias que impliquem risco de juros e de índice de preços do mercado doméstico. Excluem-se estratégias que impliquem exposição de moeda estrangeira ou de renda variável (ações etc.). Admitem alavancagem.

II. Renda Fixa Índices

Fundos que buscam seguir ou superar indicadores de desempenho (benchmarks) que reflitam os movimentos de preços dos títulos de renda fixa, tais como o IMA Geral e seus subíndices apurados pela ANBIMA, através de investimentos em ativos de renda fixa (ou títulos sintetizados através do uso de derivativos), admitindo-se estratégias que impliquem risco de juros e de índice de preços do mercado doméstico. Excluem-se estratégias que impliquem exposição de moeda estrangeira ou de renda variável (ações etc.), ou que busquem seguir ou superar as variações do CDI ou Selic. Admitem alavancagem.

d) Cambiais

Fundos que aplicam pelo menos 80% de sua carteira em ativos - de qualquer espectro de risco de crédito - relacionados diretamente ou sintetizados, via derivativos, à moeda norte-americana ou à europeia. O montante não aplicado em ativos relacionados direta ou indiretamente ao dólar ou ao euro deve ser aplicado somente em títulos e operações de Renda Fixa (pré ou pós-fixadas a CDI/Selic). Não admitem alavancagem.

e) Multimercados

A classificação dos Fundos Multimercados se baseia nas estratégias adotadas pelos gestores para atingir os objetivos dos fundos, que devem prevalecer sobre os instrumentos utilizados.

I. 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 prazos, atuando de forma direcional. Admitem alavancagem.

II. 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.

III. 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.

IV. 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. Admitem alavancagem.

V. Multimercados Juros e Moedas

Fundos que buscam retorno no longo prazo através de investimentos em ativos de renda fixa, admitindo-se estratégias que impliquem risco de juros, risco de índice de preço e risco de moeda estrangeira. Excluem-se estratégias que impliquem exposição de renda variável (ações etc.). Admitem alavancagem.

VI. Multimercados Estratégia Específica

Fundos que adotam estratégia de investimento que implique riscos específicos, tais como commodities, futuro de índice. Admitem alavancagem.

VII. 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.

VIII. 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.

IX. 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. Também devem ter explicitado o mix de ativos (percentual de cada classe de ativo) com o qual devem ser comparados (asset allocation benchmark). Sendo assim, estes fundos não podem ser comparados a indicador de desempenho que reflita apenas uma classe de ativos (por exemplo: 100% CDI). Não admitem alavancagem.

X. Capital Protegido

Fundos que buscam retornos em mercados de risco procurando proteger, parcial ou totalmente, o principal investido.

f) Dívida Externa

Fundos que têm como objetivo investir preponderantemente em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União. Estes fundos seguem o disposto no art. 96 da Instrução CVM nº 409.

g) Ações

Fundos que devem possuir, no mínimo, 67% da carteira em ações à vista, bônus ou recibos de subscrição, certificados de depósito de ações, cotas de fundos de ações, cotas dos fundos de índice de ações e Brazilian Depositary Receipts, classificados como nível II e III.

I. Ações Ibovespa Indexado

Fundos cujo objetivo de investimento é acompanhar o comportamento do Ibovespa. Não admitem alavancagem.

II. Ações Ibovespa Ativo

Fundos que utilizam o Índice Bovespa como referência, tendo objetivo explícito de superar este índice. Admitem alavancagem.

III. Ações IBrX Indexado

Fundos cujo objetivo de investimento é acompanhar o comportamento do IBrX, um índice de preços que mede o retorno de uma carteira teórica composta por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA, em termos de número de negócios e volume financeiro. Não admitem alavancagem.

IV. Ações IBrX Ativo

Fundos que utilizam o IBrX como referência, tendo objetivo explícito de superar o respectivo índice. Admitem alavancagem.

V. Fundos de Ações Setoriais

Fundos que investem em empresas pertencentes a um mesmo setor ou conjunto de setores afins da economia. Estes fundos devem explicitar em suas políticas de investimento os setores, subsetores ou segmentos elegíveis para aplicação, conforme classificação setorial definida pela Bovespa.

Também classificam-se neste tipo os fundos destinados à aplicação com recursos próprios que atendem aos requisitos estabelecidos em ofertas de valores mobiliários no âmbito do Programa Nacional de Desestatização e dos Programas Estaduais de Desestatização. Os recursos remanescentes em caixa devem ficar investidos em operações permitidas ao tipo Referenciado DI. Não admitem alavancagem.

VI. Fundos de Ações FMP - FGTS

Fundos regulamentados pelas Instruções CVM nos 141/1991, 157/1991, 266/1997, 279/1998 e suas modificações.

VII. Fundos de Ações Small Caps

Fundos cuja carteira investe, no mínimo, 90% em ações de empresas que não estejam incluídas entre as 25 maiores participações do IBrX - Índice Brasil, ou seja, ações de empresas com relativamente baixa e média capitalização de mercado. Os 10% remanescentes podem ser investidos em ações de maior liquidez ou capitalização de mercado, desde que não estejam incluídas entre as dez maiores participações do IBrX – Índice Brasil, ou em caixa. Os recursos remanescentes em caixa devem ficar investidos em operações permitidas ao tipo Referenciado DI. Não admitem alavancagem.

VIII. Fundos de Ações Dividendos

Fundos cuja carteira investe somente em ações de empresas com histórico de dividend yield (renda gerada por dividendos) consistente ou que, na visão do gestor, apresentem essas perspectivas. Os recursos remanescentes em caixa devem ficar investidos em operações permitidas ao tipo Referenciado DI. Não admitem alavancagem.

IX. Fundos de Ações Sustentabilidade/Governança

Fundos que investem somente em empresas que apresentam bons níveis de governança corporativa, ou que se destacam em responsabilidade social e sustentabilidade empresarial no longo prazo, conforme critérios estabelecidos por entidades reconhecidas no mercado ou supervisionados por conselho não vinculado à gestão do fundo. Os recursos remanescentes em caixa devem ficar investidos em operações permitidas ao tipo Referenciado DI. Não admitem alavancagem.

X. Fundos de Ações Livre

Classificam-se neste segmento os fundos de ações abertos que não se enquadram em nenhum dos segmentos anteriores (5.1.7 e seus subsegmentos). Admitem alavancagem.

XI. Fundos Fechados de Ações

Fundos de condomínio fechado regulamentados pela Instrução CVM nº 409/2004 e suas modificações.

h) Exclusivos Fechados

Para efeitos desta categoria, será considerado fundo exclusivo fechado o fundo de investimento exclusivo (com apenas um cotista), constituído sob a forma de condomínio fechado, que apresente, no máximo, uma única amortização de cotas a cada período de 12 meses.

i) Previdência

Classificam-se nesta categoria os FAPIs e fundos exclusivos dedicados a receber recursos de reserva técnica dos planos de previdência aberta.

I. Previdência Renda Fixa

Fundos que buscam retorno por meio de investimentos em ativos de renda fixa (sendo aceitos títulos sintetizados através do uso de derivativos), admitindo-se estratégias que impliquem em risco de juros e de índice de preços do mercado doméstico. Excluem-se estratégias que impliquem risco de moeda estrangeira ou de renda variável (ações etc.). Não admitem alavancagem.

II. Previdência Balanceados – até 15

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. Devem ter explicitado o mix de ativos (percentual de cada classe de ativo) com o qual devem ser comparados (asset allocation benchmark) ou intervalo definido de alocação. Neste tipo, devem ser classificados os fundos que objetivam investir, no máximo, 15% do valor de sua carteira em ativos de renda variável. Sendo assim, não podem ser comparados a indicador de desempenho que reflita apenas uma classe de ativos (por exemplo: 100% CDI). Não admitem alavancagem.

III. Previdência Balanceados – de 15-30

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. Devem ter explicitado o mix de ativos (percentual de cada classe de ativo) com o qual devem ser comparados (asset allocation benchmark) ou intervalo definido de alocação. Neste tipo devem ser classificados os fundos que objetivam investir entre 15% (no mínimo) e 30% (no máximo) do valor de sua carteira em ativos de renda variável. Sendo assim, não podem ser comparados a indicador de desempenho que reflita apenas uma classe de ativos (por exemplo: 100% CDI). Não admitem alavancagem.

IV. Previdência Balanceados – acima de 30

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. Devem ter explicitado o mix de ativos (percentual de cada classe de ativo) com o qual devem ser comparados (asset allocation benchmark) ou intervalo definido de alocação. Neste tipo devem ser classificados os fundos que objetivam investir, no mínimo, 30% do valor de sua carteira em ativos de renda variável. Sendo assim, não podem ser comparados a indicador de desempenho que reflita apenas uma classe de ativos (por exemplo: 100% CDI). Não admitem alavancagem.

V. Previdência Multimercados

Fundos que buscam retorno no longo prazo através de investimento em diversas classes de ativos (renda fixa, ações, câmbio etc.). Estes fundos não têm explicitado o mix de ativos (percentual de cada classe de ativo) com o qual devem ser comparados (asset allocation benchmark), podendo, inclusive, ser comparados a parâmetro de desempenho que reflita apenas uma classe de ativos (por exemplo: 100% CDI). Não admitem alavancagem.

VI. Previdência Data-Alvo

Fundos que buscam retorno num prazo referencial, ou data-alvo, através de investimento em diversas classes de ativos (renda fixa, ações, câmbio etc.) e estratégia de rebalanceamento periódico. Estes fundos têm compromisso de redução da exposição a risco em função do prazo a decorrer para a respectiva data-alvo. Não podem ser comparados a indicador de desempenho que reflita apenas uma classe de ativos (por exemplo: 100% CDI). Não admitem alavancagem.

VII. Previdência Ações

Fundos que devem possuir, no mínimo, 67% da carteira em ações à vista, bônus ou recibos de subscrição, certificados de depósito de ações, cotas de fundos

de ações, cotas dos fundos de índice de ações, Brazilian Depositary Receipts, classificados como nível II e III. Neste tipo devem ser classificados os fundos que se destinam a somente receber aplicações de outros fundos de previdência aberta. Não admitem alavancagem.

j) Off-Shore

Para efeitos desta classificação, será considerado fundo off-shore aquele constituído fora do território brasileiro, mas cujo gestor se localiza no Brasil.

I. *Off Shore* Renda Fixa.

II. *Off Shore* Renda Variável.

III. *Off Shore* Mistos.

I) FIDCs

Fundos definidos no art. 7º, § 2º do Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

I. Fomento Mercantil

Fundos que buscam retorno por meio de investimento em carteiras de recebíveis pulverizada (direitos ou títulos), originadas e vendidas por diversos cedentes que antecipam recursos através da venda de duplicadas, notas promissórias, cheques e quaisquer outros títulos passíveis de cessão e transferência de titularidade. Enquadram-se nesta categoria os fundos utilizados como veículo no fornecimento de recursos ou antecipação de receitas para pessoas físicas e jurídicas através de firmas de assessoria financeira, cooperativas de crédito, fomento mercantil e factoring.

II. Financeiro

Congrega os FIDCs que tenham nas carteiras recebíveis dos seguintes setores de atuação: Crédito Imobiliário, Crédito Consignado, Crédito Pessoal, Financiamento de Veículos e Multicarteira Financeiro.

III. Agro, Indústria e Comércio

Congrega os FIDCs que tenham nas carteiras recebíveis dos seguintes setores de atuação: Infraestrutura, Recebíveis Comerciais, Crédito Corporativo, Agronegócio e Multicarteira Agro, Indústria e Comércio.

IV. Outros

Congrega os FIDCs que tenham nas carteiras recebíveis dos seguintes setores de atuação: Recuperação (*non Performing Loans*), Poder Público e Multicarteira Outros.

m) Imobiliário

Fundos regulamentados pelas Instruções CVM nos 205/1994 e CVM 206/1994 e suas modificações.

n) ETF

Fundos regulamentados pela Instrução CVM nº 359/2002.

o) Participações

Fundos regulamentados pelas Instruções CVM nos 153/1991, 209/1994 e 391/2003 e suas modificações. Com exceção dos fundos de privatização relacionados às ofertas de valores mobiliários no âmbito do Programa Nacional de Desestatização e dos Programas Estaduais de Desestatização, regulamentados

pelas Instruções CVM nos 141/1991, 157/1991, 266/1997, 279/1998 e suas modificações.

3.6 Quadro-Resumo segundo ANBIMA:

Tabela 2 – Classificação ANBIMA de Fundos de Investimento
Atualizada pela Deliberação nº 44, de 24 de novembro de 2010

Categoria ANBIMA	Tipo ANBIMA	Riscos
Curto Prazo	Curto Prazo	DI/SELIC
Referenciados	Referenciado DI	DI/SELIC + Crédito
Renda Fixa	Renda Fixa *	Juros Mercado Doméstico + Crédito + Índice de Preços Mercado Doméstico + Alavancagem
	Renda Fixa Crédito Livre *	Juros Mercado Doméstico + Crédito + Índice de Preços Mercado Doméstico + Alavancagem
	Renda Fixa Índices *	Índice de Referência + Juros Mercado Doméstico + Crédito + Índice de Preços Mercado Doméstico + 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 *	Diversas Classes de Ativos
	Balancedos	
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 IBrX Indexado	Índice de Referência
	Ações IBrX Ativo *	Índice de Referência + Alavancagem
	Ações Setoriais	Renda Variável
	Ações FMP - FGTS	

	Ações Small Caps	
	Ações Dividendos	
	Ações Sustentabilidade/Governança	
	Ações Livre *	Renda Variável + Alavancagem
	Fundos Fechados de Ações	Renda Variável
Cambial	Cambial	Moeda de Referência
Previdência	Previdência Renda Fixa	Juros Mercado Doméstico + Crédito + Índice de Preços Mercado Doméstico
	Previdência Balanceados - até 15	Diversas Classes de Ativos
	Previdência Balanceados - de 15-30	
	Previdência Balanceados - acima de 30	
	Previdência Multimercados	
	Previdência Data-Alvo	
	Previdência Ações	Renda Variável

* Admite alavancagem

Fonte: ANBID

A presente dissertação se focará apenas nos Fundos Multimercados Multiestratégia, que por serem fundos com menos restrições para operar quaisquer tipos de ativos financeiros, apresentam distribuição dos retornos não normal.

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.

3.7 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, os fundos multimercados 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.

Existe 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 subdivididos em:

- Multimercados Macro;
- Multimercados *Trading*;
- Multimercados Multigestor;
- Multimercados Multiestratégia;
- Multimercados Juros e Moedas;
- Multimercados Estratégia Específica;
- Balanceados;
- Capital Protegido; e
- *Long and Short* - Neutro; e
- *Long and Short* - Direcional.

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 às 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 Fundos Multimercados Multiestratégia são carteiras que buscam retorno no longo prazo através de investimento em diversas classes de ativos (câmbio, renda fixa, ações e 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, multiestratégia 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 “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.

Existe uma distinção entre o que é considerado hedge fund no Brasil e no exterior. Os *hedge funds*, como são estruturados nos Estados Unidos e Europa, são fundos de investimentos privados, organizados e administrados por gestores profissionais de investimentos e não são completamente disponíveis para o público geral de investidores. Estes fundos são bastante livres em relação à legislação, podendo fazer qualquer tipo de operação em qualquer mercado a qualquer momento. Ainda, com poucas restrições quanto ao uso de alavancagem, venda a descoberto e derivativos, em comparação a outros tipos de fundos de investimentos.

No Brasil, não existem *hedge funds* propriamente ditos como encontramos nos Estados Unidos, mas fundos que em algum momento se comportam como um hedge fund. Para este trabalho, foram considerados como *hedge funds* os fundos multimercados multiestratégia, pois estes são os fundos brasileiros que mais se assemelham a um *hedge fund*, uma vez que estes são fundos ativos que investem em renda variável e com maior grau de alavancagem. As distribuições de retornos dos *hedge funds* são, geralmente, diferentes de uma distribuição normal.

As distribuições de retornos de muitos índices de *hedge funds* apresentam assimetria negativa e excesso de curtose positivo. Ainda, os índices de *hedge funds* exibem autocorrelação de primeira ordem positiva altamente significativa, alta correlação positiva com o mercado de ações, e baixa correlação com o mercado de títulos, além de existir uma alta correlação entre os índices de *hedge funds* de categorias diferentes, e uma heterogeneidade entre índices com o mesmo tipo de estratégia.

As implicações destes resultados são: superestimação do Índice de Sharpe; falta de habilidade do Índice de Sharpe para avaliação de performance; superestimação dos benefícios dos *hedge funds*; e não aplicabilidade da análise de portfólio por média e variância.

Os *hedge funds* oferecem relativamente maiores médias de retornos e menor variância, mas estes também tendem a oferecer aos investidores atributos relacionados ao terceiro e quarto momento da distribuição que são exatamente opostos ao que os investidores desejam. Isto significa que o Índice de Sharpe irá

consistentemente superestimar a verdadeira performance dos *hedge funds*. Fundos com altos Índices de Sharpe tendem a apresentar assimetria negativa e curtose alta.

Temos então que o retorno médio alto e a pequena variância dos retornos oferecidos pelos *hedge funds* gera outras implicações, os investidores simplesmente pagam por um Índice de Sharpe mais elevado na forma de uma assimetria mais negativa e uma curtose mais elevada. Quando toda a distribuição de retornos é considerada, há pouca ou nenhuma evidência de performance superior dos *hedge funds* em relação a outros tipos de fundos de investimentos.

Assim, uma análise baseada em média e variância superestima o desempenho dos *hedge funds*, pois a alocação de recursos em *hedge funds* será maior do que se fosse considerado o real desempenho destes fundos. Portanto, um portfólio com uma alocação maior em *hedge funds* irá melhorar as características de média e variância do portfólio. Entretanto, a inclusão de *hedge funds* no portfólio é acompanhada por um prejuízo devido à assimetria e à curtose, o que nos faz concluir que uma análise padrão de média e variância é muito restritiva para uma decisão de investimento de portfólio quando se envolvem *hedge funds*.

3.8 Tributação dos Fundos de Investimento 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.

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, de acordo com a tabela 3:

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.

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, sendo incidentes sobre a rentabilidade obtida pelo cotista, de acordo com a tabela 4:

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.

3.9 Custos dos Fundos de Investimento no Brasil

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.

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.

3.10 Regulamento e Fiscalização dos Fundos de Investimento

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 aquelas 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, instituir a elevação de padrões fiduciários e a promoção de melhores práticas de mercado.