

LUCAS URBANO ROCCO

**UMA ANÁLISE DE DESEMPENHO DOS FUNDOS MULTIMERCADO COM
RENDA VARIÁVEL E ALAVANCAGEM NO BRASIL DURANTE O PERÍODO
ENTRE 2002-2007**

**FLORIANÓPOLIS
2009**

LUCAS URBANO ROCCO

**UMA ANÁLISE DE DESEMPENHO DOS FUNDOS MULTIMERCADO COM
RENDA VARIÁVEL E ALAVANCAGEM NO BRASIL DURANTE O PERÍODO
ENTRE 2002-2007**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentada à disciplina Monografia – CNM 5420, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, área de concentração em: Mercado de Capitais.
Professor Orientador: Newton C. A. da Costa Jr.

**FLORIANÓPOLIS
2009**

LUCAS ROCCO

**UMA ANÁLISE DE DESEMPENHO DOS FUNDOS MULTIMERCADO COM
RENDA VARIÁVEL E ALAVANCAGEM NO BRASIL DURANTE O PERÍODO
ENTRE 2002-2007**

Este Trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado e aprovado em sua forma final pela Coordenadoria de Estágios e Monografia do Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, em 15/06/2009.

Prof. Renato Francisco Lebarbenchon
Coordenador de Estágios e Monografia

Apresentada à Banca Examinadora integrada pelos professores:

Newton C. A. da Costa Jr.
Orientador:

Pedro Ivo Gigli de Castro
Membro:

Ricardo José Araújo de Oliveira.
Membro:

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha família.

Agradeço aos meus colegas de curso pelo companheirismo nestes anos de faculdade.

Agradeço aos professores, principalmente ao professor Newton C. A. da Costa Jr, por sua orientação neste trabalho.

ROCCO, Lucas. **Uma Análise de desempenho dos fundos Multimercado com renda variável e com alavancagem no Brasil durante o período entre 2002-2007**. 2009. 55 f. Trabalho de Conclusão de Curso. (TCC). Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2009.

RESUMO

Este trabalho parte de uma revisão bibliográfica dos autores mais importantes e dissertações sobre os fundos de investimento, analisando o desempenho dos Fundos Multimercado com renda variável e com alavancagem no período de 2002 a 2007, foi elaborada uma análise dividida em duas janelas temporais com condições distintas de mercado, a volatilidade dos anos de 2002 e 2003 e o mercado otimista do período entre 2004 e 2007. A modalidade foi escolhida por ser a que mais se aproxima das características dos tradicionais *Hedge funds* americanos. A amostra, após a exclusão de fundos exclusivos, e divisão dos fundos entre de investimento tradicional para o de investimento em cotas de outros fundos, com intuito comparativo, consistiu em 128 fundos. A análise de desempenho ajustado ao risco com o índice Sharpe que indicou um desempenho superior para os fundos de investimentos em cotas nas duas janelas analisadas e no período total, nos resultados anuais os fundos de cotas foram superiores em quatro dos seis anos pesquisados, não foram evidenciados influência do PL em relação aos resultados de rentabilidade e do próprio indicador, além disto uma caracterização do mercado nacional e americano de *Hedge Funds*, foram elaborados.

Palavras-chave: Fundos Multimercado; *Hedge Funds*.

ROCCO, Lucas. **Uma Análise de desempenho dos fundos Multimercado com renda variável e com alavancagem no Brasil durante o período entre 2002-2007**. 2009. 55 f. Trabalho de Conclusão de Curso. (TCC). Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2009.

ABSTRACT

This work part of a review of the most important authors and dissertations on the investment funds, analyzing the performance of multimarket funds with variable income and leverage in the period 2002 to 2007, an analysis was made in two time windows with different market conditions, the volatility of the years 2002 and 2003 and the market's optimistic period between 2004 and 2007. The method was chosen for being the closest to the characteristics of traditional American Hedge funds. The sample, after exclusion and exclusive funds, and divide between traditional investment funds for investment in shares of other funds in order comparison, consisted of 128 funds. The analysis of the risk adjusted performance with the Sharpe index which indicate superior performance for the funds for investment in shares of other funds, in both windows and the total period analyzed, the results of the funds annual quotas were higher in four of the six years surveyed, besides that an analysis of PL in relation to profitability and results of the indicator and a characterization of the national market and of American Hedge Funds, were prepared.

Key-words: Multimarket Funds; Hedge Funds.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1: Saldo das aplicações financeiras no Brasil em dezembro de 2007.....	10
Figura 2: Composição percentual da Indústria de Fundos Brasileira (2007).....	11
Figura 3: Patrimônio Líquido Hedge Funds no mundo 1990-2006 (US\$ bilhões).....	25
Figura 4: Numero de Hedge Funds no mundo entre 1990 e 2006.....	26
Equação 1: Taxa de Retorno.....	30
Equação 2: Desvio Padrão.....	30
Equação 3: Índice Sharpe	32

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Média Aritmética dos Retornos.....	38
Tabela 2: Retorno Médio Anual.....	38
Tabela 3: Índice Sharpe Médio Anual.....	39
Tabela 4: Patrimônio Líquido Total dos Fundos e Crescimento Bruto.....	39

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBID: Associação Nacional de Bancos de Investimento

BACEN: Banco Central

CAGR: Compound Annual Growth Rate

CAPM: *Capital Asset Pricing Model*

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

DIJA: *Dow Jones Industrial Average*

FAQ: Fundo de investimento em quotas

FED: *Federal Reserve*

FI: Fundos de Investimento

FIF: Fundos de Investimento Financeiro

FIFTVM: Fundos de Investimento Financeiros e em Títulos de Valores Mobiliários

FIC: Fundos de Investimento em Cotas de outros Fundos

IBOV: Índice da Bolsa de Valores de São Paulo.

NASDAQ: *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*

NBER: *National Bureau of Economic Research*

PGBL: Plano Gerador de Benefício Livre

QIB: *Qualified Investors Buyers*

PL: Patrimônio Líquido

RF: Renda Fixa

RV: Renda Variável

S&P500: *Standard and Poors 500*

TMC: Teoria de Mercado de Capitais (*Capital Markets Theory*)

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
1.1 PROBLEMÁTICA	10
1.2 TEMA	13
1.3 OBJETIVOS	14
1.3.1 Objetivo Geral	14
1.3.2 Objetivos Específicos.....	14
1.4 METODOLOGIA.....	15
2 MERCADO BRASILEIRO DE <i>HEDGE FUNDS</i>.....	18
2.1 AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO NO BRASIL	18
2.2 CARACTERIZAÇÃO DA INDÚSTRIA NACIONAL DE <i>HEDGE FUNDS</i>	19
2.3 DESENVOLVIMENTO DA INDÚSTRIA	23
2.4 <i>HEDGE FUNDS</i> AMERICANOS.....	24
2.4.1 Evolução da indústria global de Hedge funds.....	25
3 AVALIAÇÃO DO DESEMPENHOS DOS FUNDOS	27
3.1 APRESENTAÇÃO DO PROBLEMA	27
3.2 TAXA DE RETORNO	29
3.3 MEDIDAS DE RISCO.....	30
3.4 CDI	31
3.5 ÍNDICE SHARPE	32
3.6 PATRIMÔNIO LIQUIDO.....	33
3.7 CRÍTICAS ÀS MEDIDAS DE DESEMPENHO	33
4 APLICAÇÃO EMPÍRICA	35
4.1 CONTEXTUALIZAÇÃO HISTÓRICA	35
4.2 ANÁLISES PRELIMINARES	37
4.3 INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS	40
5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	41
REFERÊNCIAS	41
APÊNDICES	41

1 INTRODUÇÃO

1.1 PROBLEMÁTICA

No Brasil, a indústria de fundos de investimento tem crescido consistentemente nos últimos anos, principalmente após o estabelecimento do Plano Real, perceptível não apenas por intermédio do volume crescente de recursos sob administração, mas também pelo expressivo número de profissionais e instituições gestoras de recursos que iniciaram suas atividades no setor. Segundo dados da ANBID, em maio de 2001, a gestão de recursos de terceiros apresentava 3.604 fundos de investimento, com R\$ 326.307 milhões de patrimônio líquido, sob sua responsabilidade, enquanto que em abril de 2007 esse número alcançava 6.676 fundos, o patrimônio líquido consolidado dos fundos de investimento atingiu R\$ 1,1 trilhão ao final de dezembro de 2007, aumentando 22% no ano, com destaque para os fundos de renda variável que cresceram 86,6% no ano traduzindo o dinamismo do mercado de capitais. Sua participação relativa na economia nacional fica evidente no saldo das aplicações financeiras publicado pelo Boletim do Banco Central de 2007 com dados referentes ao fechamento do ano em dezembro de 2007 expostos na tabela abaixo:

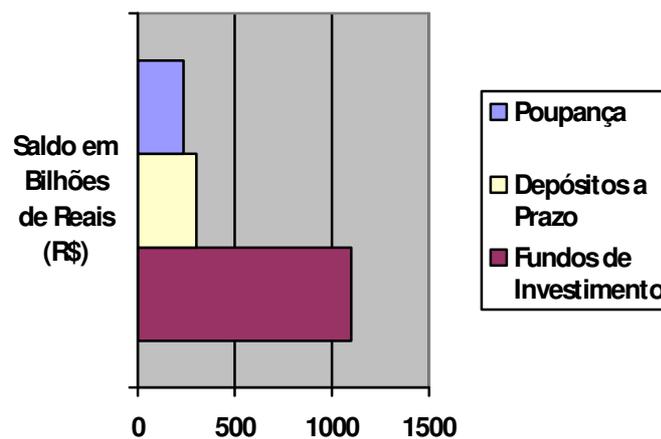


Figura 1: Saldo das aplicações financeiras no Brasil em dezembro de 2007.
Fonte: Boletim anual do Banco Central (2007).

Os fundos de investimentos aplicam seu patrimônio diretamente em títulos e valores mobiliários ou em qualquer outro ativo disponível no mercado, o chamado FI, que em

diversas modalidades (Curto Prazo, Referenciados, Renda Fixa, Cambiais, Multimercado, Dívida externa, Fundos de Ações e Fechados), ajudam a compor o universo de possibilidades que os investimentos representam, são entidades financeiras formadas pela união de diferentes investidores mediante emissão de cotas e utilizam esse capital na aquisição de ativos financeiros, ficando expostos aos mesmos fatores de risco, onde especialistas em finanças se responsabilizam pela gestão e administração dos recursos.

A importância dos fundos de investimento para o mercado de capitais, e para um país, surge em razão da grande quantidade de recursos que estes administram, da maior liquidez que fornecem aos mercados em que participam e da exigência de uma maior transparência das empresas (KLAPPER et. al., 2004). A participação relativa em cada modalidade dos fundos é descrita pelo gráfico abaixo.

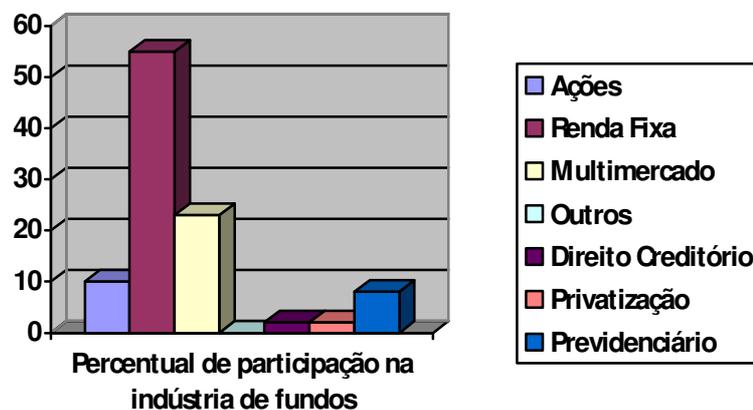


Figura 2: Composição percentual da Indústria de Fundos Brasileira (2007).
Fonte: ANBID.

A opção pela categoria Multimercado Com Renda Variável Com Alavancagem foi realizada por ser aquela que mais se aproxima do que se entende por *Hedge Fund*, uma vez que, segundo a ANBID, classificam-se no segmento de Fundo Multimercado Com Renda Variável Com Alavancagem os fundos que buscam retorno no longo prazo através de investimento em diversas classes de ativos, as diferentes estratégias utilizadas, a liberdade regulatória, e a característica de reunir investidores sofisticados motivam o estudo desta modalidade de investimento diferenciada.

O termo *Hedge Fund* foi usado pela primeira vez publicamente por Carol J. Loomis em seu artigo de 1966 na Revista *Fortune*. Referia-se a estratégia de investimento adotada por Alfred W. Jones, seu objetivo era incrementar o rendimento de seu fundo, com estratégia de fazer operações com a intenção de proteger outras operações, comprando ações subavaliadas,

ele se protegia dos riscos do mercado, ou risco sistemático, vendendo, a descoberto, ações sobre-avaliadas daí vem o nome hedge, que significa proteção em inglês. Este nome curiosamente significa uma operação específica no mercado de capitais de proteção contra volatilidade dos mercados, ou seja, restringe o poder devastador que uma operação direcional pode ter aliada ao risco sistêmico, porém a utilização desta ferramenta não é necessariamente comum a todos os fundos.

A classificação dos fundos foi dividida em dois tipos, os FIs e os FICs, abreviatura que representa os fundos que investem em cotas de participação de outros fundos, e sobre esses são consideradas importantes interpretações para alguns autores. “Foi determinado que: os retornos dos FIC’s são uma representação mais precisa dos retornos recebidos pelos investidores da modalidade.” (FUNG, HSIEH, 2008).

A variedade de métodos operacionais e estratégicos usados por estes fundos implicam em uma crescente dificuldade da criação de um padrão estatístico, pois não existe uma linha única de atuação na categoria dificultando para que seja feita a avaliação de desempenho ligado ao risco e retorno de cada operação, limitando as análises. Sendo assim, a modalidade de investimento deve ser vista como um ativo individual no contexto de equilíbrio de mercado, imposto pelo modelo de seleção de portfólios (MARKOWITZ, 1952-1959). Partindo para modelos positivos com implicações sobre a relação de equilíbrio entre risco de portfólio, mensurado pela variância ou desvio padrão e o retorno do portfólio.

Dos índices baseados nesta teoria de equilíbrio que possibilitam a identificação e mensuração de padrões superiores de desempenho ajustado ao risco (*risk-adjusted performance*), o CAPM postula relações entre risco e retorno (ex ante), determina que os investidores devam ser recompensados pela assunção de riscos sistemáticos, ou não diversificáveis, dada a influência de Markovitz. Trata-se de um modelo proposto por Sharpe (1964), entre outros autores, e estabelece que o retorno esperado de equilíbrio para qualquer ativo de risco é uma função linear de sua co-variância dos retornos da carteira de mercado dividida pela variância dos retornos desta última, e a carteira de mercado é composta por todos os ativos e risco negociados na economia, proporcionalmente ao seu valor.

O índice Sharpe (1964) um dos mais utilizados e conhecidos indicadores da academia e indústria de fundos de investimento, baseado na teoria da carteira de mercado TMC, representa o acréscimo de retorno esperado de um portfólio que o mercado exige para aceitar uma unidade adicional de risco. Os autores Eling e Schumhacher (2007) concluíram em uma análise dos *Hedge Funds* americanos que de um ponto de vista prático, a escolha do indicador de desempenho não tem influência crucial na avaliação “comparado o índice Sharpe

com 12 outros medidores de desempenho. Apesar de desvios significativos dos retornos dos fundos hedge para os de normal distribuição, a comparação do índice Sharpe com os outros indicadores resultam em um ranking virtualmente idêntico em todos fundos hedge.” (ELING, 2007, p.).

Como ponto de partida foram gerados rankings do mercado brasileiro de rentabilidade, desvio-padrão e desempenho ajustado a um ativo livre de risco dentro da modalidade “ Renda Variável e Alavancado” no período entre 2002 e 2007, verificando a correlação dos resultados dividindo a análise em duas janelas temporais anualizadas dos anos de 2002-2003 e 2004 a 2007.

Dito isso, o objetivo deste trabalho é de analisar o desempenho dos gestores *Hedge Funds* brasileiros, classificando o mercado nacional de acordo com o risco de cada fundo ajustado ao seu retorno, determinando conforme esta exposição e rentabilidade, e confrontá-la a um ativo livre de risco, no caso o CDI, e complementarmente a sugerida diferenciação entre os resultados dos FIs e FICs buscando determinar algum tipo de padrão nas rentabilidades dos dois tipos de fundos comparadas.

1.2 TEMA

O tema proposto tem como base a análise o setor de investimentos, voltando-se para os fundos de investimentos e analisando particularmente o tipo fundo de captação de investimentos chamado de *Hedge Fund*. A elaboração da temática tem como finalidade a distinção da rentabilidade, volatilidade e desempenho dos fundos desta modalidade dentro do território nacional no período que compreende os anos de 2002 à 2007.

Na prática, um *Hedge fund* tem o objetivo de obter a maior rentabilidade possível, utilizando-se de todas as possibilidades de investimento ao alcance do gestor, ou seja, recorre aos mais variados instrumentos e técnicas de mercado com o objetivo de reduzir a volatilidade (risco) do investimento ao mesmo tempo tenta obter um rendimento atrativo e independente da evolução dos mercados financeiros.

Em geral, considera-se que os *Hedge Funds* são relativamente complexos e mais adequados a investidores profissionais ou com elevado patrimônio e diversificação adequada (PETERSEN, 2007).

Autores com uma abordagem tradicional podem dar a entender que se trata de uma modalidade de investimento onde o gestor utiliza-se de estratégias de redução de riscos, ou seja, fundos de baixo risco. Porém, este termo pode levar a muitos enganos, já que muitos *Hedge Funds* não necessariamente utilizam-se de estratégias totalmente hedgeadas e não são de modo algum livres de risco. O termo Hedge Fund tornou-se genérico para diversos fundos modernos. Por exemplo, fundos que exploram ineficiências de mercado através de estratégias sofisticadas de abordagem com grandes apostas direcionais, e de alavancagem no mercado de derivativos agrícolas e financeiros, também são classificados nesse grande e heterogêneo grupo de Hedge Funds.

Não existindo uma definição clara na legislação de investimentos sobre esses fundos, o portfólio de investimentos de um Hedge Fund pode ir desde títulos públicos do governo, câmbio, futuro e opções, arbitragem, commodities, ou mesmo outros Hedge Funds como no caso dos Fundos de Investimento em Cotas.

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo Geral

Analisar a rentabilidade, volatilidade, evolução do Patrimônio Líquido (PL) e desempenho da gestão dos fundos de investimento da modalidade com renda variável e alavancados, verificando se existe adequação entre o retorno oferecidos por estes fundos e sua exposição ao risco.

1.3.2 Objetivos Específicos

O objetivo específico desta monografia é colocar em análise o mercado nacional da modalidade gerando rankings de rentabilidade, volatilidade, PL e retorno ajustado ao risco comparando os resultados dos FIs com os FICs para tentar evidenciar algumas relações dos resultados entre cada tipo de fundo e se existe retorno extra para o investidor pela assunção de riscos não sistemáticos. Os resultados decorridos desta análise são de fundamental

importância na criação de uma definição de parâmetros de rentabilidade do valor das cotas do fundo juntamente com seu desvio padrão, no intuito de contribuir para a definição da competência dos gestores desta modalidade específica. Verificar a incidência de ganhos de escala pelo tamanho do patrimônio dos fundos, e finalmente, apresentar um breve estudo do nível de desenvolvimento da indústria nacional e a regulamentação dos fundos da modalidade em apreço.

1.4 METODOLOGIA

Com base em parâmetros associados à volatilidade, retorno, e patrimônio líquido buscaremos avaliar a real eficiência dos fundos com renda variável e alavancagem no Brasil nos anos entre 2002 e 2007, através de um estudo empírico dos resultados diários atingidos pelos gestores dos fundos e registrados pela ANBID em diferentes janelas de tempo. Para isso, utilizou-se como ferramenta o modelo CAPM que estabelece a relação de equilíbrio entre retorno esperado e um fator de risco especificamente que é o mercado neste trabalho representado pelo certificado de depósito interbancário o CDI.

O período analisado compreende diferentes circunstâncias econômicas e de mercado, por isso dividido em dois, uma primeira janela entre 2002 e 2003, evitando o viés de se estar estudando um período com condições de mercado especialmente favoráveis ou desfavoráveis aos fundos como entre 2004 e 2007 que representa a segunda janela temporal. Os fundos foram colocados em um *ranking* de acordo com seus retornos, desvio-padrão, PL e o indicador de desempenho indicador Sharpe (1964), e divididos em FI e FIC.

Viés é um termo usado em estatística para expressar o erro sistemático ou tendenciosidade. Por extensão de sentido usa-se a palavra viés para designar qualquer comentário ou análise que seja tendenciosa, isto é, que não respeite os princípios da imparcialidade, em estatística o conceito de viés está muito associado à teoria da estimação. Para se assegurarem que produzem estimadores de qualidade para um dado parâmetro (e.g. média populacional, variância, etc.) os estatísticos calculam habitualmente o viés associado aos estimadores produzidos.

O primeiro possível enviesamento da amostra poderia ser gerada pelos fundos exclusivos, por este motivo foram retirados da amostra, sua restrição decorre da possibilidade da influência ativa do cotista em sua gestão e estratégia, resultando em uma política flexível e variável no tempo, que poderia comprometer a qualidade da medida de desempenho utilizada, sem que este efeito fosse identificado.

O viés é calculado como a diferença entre o verdadeiro valor do parâmetro e o valor produzido pelo estimador em apreço. Ou seja, é a diferença entre o valor esperado do estimador e o verdadeiro valor do parâmetro a estimar. Quando não existe enviesamento, em média, estas duas grandezas coincidem, e o viés é nulo. Quando existe enviesamento, o estimador produz estimativas sistematicamente desviadas do verdadeiro valor do parâmetro, quer por excesso quer por defeito. Neste caso os estatísticos procuram usar funções matemáticas para corrigir o viés encontrado.

O viés de seleção é um problema fundamental que tende a tornar as análises enviesadas, prejudicando as conclusões obtidas. Como por exemplo uma ação que sai do mercado por motivos diversos: fechamento de capital, incorporação por outra empresa, reorganização societária ou falência. Mesmo que a empresa esteja viva e bem de saúde seus dados não são mais encontrados. O viés de seleção é tanto mais grave quanto mais volátil for o mercado que esteja sendo analisado. O viés também será tanto maior quanto o mais longo for o período de análise. Para Sanvicente e Sanches (2002) para a utilização de um banco de dados de ativos sobreviventes, é necessário que se ajuste o índice de referência, no caso o Ibovespa, para um Ibovespa–Sobreviventes.

Outra maneira de se evitar o viés mencionado é utilizar na análise todos os fundos existentes no período. Porém neste caso fundos de desempenho abaixo do esperado podem restringir a divulgação de seus resultados, então foi desenvolvida uma observação da relação dos resultados dos FICs que representam uma rentabilidade mais confiável do que o investidor efetivamente recebe, para que seja determinado este viés. Técnica sugerida por Fung e Hsieh (2000) para abrandar os vieses presentes na base de dados dos fundos, recomenda-se usar dados de FIC. Como exemplo considere o caso de um fundo que esta prestes a ser liquidado, este fundo tem um incentivo para não mais reportar seus resultados muitos meses antes da dissolução do fundo, assim a história dos retornos da modalidade de investimento não irá refletir toda a extensão das perdas dos investidores, em contraste os FIC's tem mais chance de sobreviver a um colapso dado seu portfólio relativamente mais diversificado.

Os retornos dos FIC's refletem mais precisamente as perdas experimentadas pelos investidores no fundo subjacente (embora indiretamente). (U.S - Hedge Funds Performance Risk, pág. 1778). Sendo assim, no resultado dos FICs serão impactados os resultados dos fundos supostamente dissolvidos, e os resultados mostraram diferenças nas rentabilidades entre FIC e FI. Além disso foi desenvolvida uma análise descritiva do mercado nacional dos *Hedge Funds* caracterizando estratégias, desenvolvimento, regulamentação e tributação.

2 MERCADO BRASILEIRO DE *HEDGE FUNDS*

No Brasil estes fundos são classificados pela ANBID como um sub-tipo da categoria Multimercado e não compartilham entre si necessariamente a mesmas abordagens estratégicas, as especificidades que unem esta modalidade de investimento são de a sua renda ser variável, e trabalharem alavancados, ou seja, os gestores assumem obrigações maiores que o patrimônio líquido do fundo, sendo assim, as características comuns entre todos os fundos são relativamente restritas.

A ANBID caracteriza “Classificam-se neste segmento os fundos 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). Admitem alavancagem”

2.1 AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO NO BRASIL

O precursor na utilização de técnicas de avaliação de retorno ajustado ao risco no Brasil foi Brito (1984) quando analisou o desempenho de fundos mútuos e fundos fiscais de investimento no período de janeiro de 1977 a junho de 1981 e concluiu que os resultados foram favoráveis aos fundos de investimentos. Faria e Campelo (1996) analisaram o desempenho de 59 fundos de ações entre 1991 e 1994 e concluíram que seis fundos superaram o Índice Bovespa, IBOVESPA, em termos de rentabilidade, ao passo que oito fundos superaram o IBOVESPA pelo Índice Sharpe e dezessete pelo Índice de Treynor.

Zentgraf (1996), que também avaliou a performance de fundos mútuos de ações do mercado brasileiro no período de julho de 1990 a junho de 1995 obteve como resultado desempenhos insatisfatórios, com os fundos apresentando bom desempenho bem com o mercado em alta e mau com o mercado em baixa, um típico comportamento de performance atrelado ao beta.

Baima e Costa Jr. (1998) avaliaram o desempenho de 12 fundos de pensão no Brasil no período de 1995 a 1997 e constataram que apenas três fundos obtiveram resultados satisfatórios tanto quanto ao retorno como quanto ao retorno ajustado ao risco. Varga (2001) demonstrou as possíveis falhas na utilização de indicadores de retorno ajustado ao risco. Branco e Franco (2004) estudaram o risco e o retorno nos *hedge funds* brasileiros no período de 2000 a 2004 indicando a presença de alfas positivos e a tendência de não acompanhar os mercados na baixa, o que se constitui em um grande atrativo para se alocar recursos em tais investimentos.

Amaral, Barros e Melo (2004) avaliaram a performance dos fundos de pensão brasileiros verificando se os maiores fundos obtiveram melhores retornos baseados nas carteiras de renda variável no período de 1999 a 2001 e concluíram que os maiores fundos não se sobressaem aos menores, com base nos índices de Sharpe, Treynor e Jensen. Accorsi e Decourt (2004) avaliaram a o desempenho dos seis maiores fundos multimercados no período de setembro de 2001 a agosto de 2003 concluindo que todos eles conseguiram superar a rentabilidade do CDI.

2.2 CARACTERIZAÇÃO DA INDÚSTRIA NACIONAL DE *HEDGE FUNDS*

A indústria de fundos brasileira movimenta atualmente mais de R\$ 1 trilhão, essa marca foi alcançada nos EUA nos anos 90, a legislação nacional é moderna com influências dos modelos de países desenvolvidos como os EUA, Grã-Bretanha, Holanda e Alemanha.

De acordo com a empresa de gestores independentes Gávea, os pontos fortes são: segregação de patrimônio, plano contábil independente, *disclosure*, mecanismos de proteção aos cotistas com distinção entre qualificados (maior liberdade) e não qualificados (liberdade restrita) e possibilidade de investimentos no exterior. A responsabilidade dos prestadores de serviços segregada perante a CVM, mas ainda solidária perante cotistas (maior responsabilidade permanece na figura do Gestor).

A evolução do ambiente regulatório na indústria de acordo com o The Bank of New York Mellon:

- 1957: primeiro registro de fundo brasileiro de grande porte. O Fundo Crescincos investia basicamente em ações e debêntures e, curiosamente, na bolsa de NY em empresas americanas com subsidiárias no Brasil
- 1976: lei das S.A. e criação da CVM.
- 1987: competência dos fundos de ações passa para a CVM (poderes restritos). O regime era de autorização prévia em contraposição ao do BACEN.
- 1997: BACEN disciplina fundos exclusivos. Surgimento das normas de segregação de administração de recursos. Criação do PGBL.
- 1999: novas regras para resgate de FIF e FAQ, fundos de investimento em quotas, que teve o nome alterado para FIC, a qualquer tempo com rendimento (mas na prática com restrição pelo IOF). Criação dos FITVM.
- 2002: CVM passa a ser a única reguladora e fiscalizadora de fundos de investimento. Criação do programa de certificação da ANBID. Marcação a mercado.
- 2004: Instrução CVM 409. Enfim uma legislação clara, específica e consolidada favorece o desenvolvimento dos *hedge funds* domésticos. Filiação de gestores independentes à ANBID.
- 2007: publicada a “nova 409” regulamentando investimentos no exterior.
- 2008: ampliação dos limites para investimentos no exterior. Fundos com carteiras 100% em ativos estrangeiros (“super-qualificados”) e possibilidade de concentração em cotas de fundos *offshore*. Mudança na precificação de RV para preço de fechamento.

Quanto à política monetária, com frequência as autoridades monetárias estabelecem tributos diferentes de acordo com o prazo da aplicação, com a intenção de alongar o prazo dos títulos públicos que lastreiam as mesmas.

O tributo efetivamente pago varia de acordo com a entidade tributada, com o prazo e o tipo da aplicação. Entre as entidades têm-se: Pessoa Física Residente (PF), Pessoa Física Domiciliada no Exterior (PFDE), Pessoa Jurídica Não-Financeira (PJNF) e Investidor Institucional. Este último pode ser: Fundo de investimento (Fundo), Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPC) ou Fechadas (EFPC), Seguradora (SEG) ou qualquer Instituição Financeira. Quanto ao prazo, em geral, se distingue curto prazo como menos de um ano e longo prazo como mais do que um ano.

Entre os tipos de aplicação, têm-se o investimento direto em títulos de renda fixa, ações e derivativos e o indireto via fundos de investimento. Estes últimos não têm seus ativos tributados diretamente, e a tributação ocorre sobre a cota do fundo. Tal tributação é

diferenciada conforme o tipo de fundo: fundos de ações, fundos de renda fixa (curto e longo prazo), fundos de previdência (FAPI) e fundos especiais (fechados).

Os tributos cobrados são o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), o Imposto de Renda (IR). A forma, a base de cálculo e as alíquotas têm mudado com grande frequência. Por isso, é sempre necessário conferir qual a situação corrente na legislação aplicável a esses investimentos. Até 2008, a principal regulamentação tinha como base a Medida Provisória nº 409. A cobrança dos tributos sobre os rendimentos financeiros se dá diretamente nas aplicações e/ou indiretamente nas declarações de renda de qualquer das entidades acima. O tributo pode ser definitivo ou ter compensação, caso em que um prejuízo em certa situação pode ser usado em data futura para diminuir alguma receita geradora de imposto, diminuindo o total de imposto devido. Os três principais tributos são:

O IOF é imposto definitivo cobrado de PF e PJNF que não pode ser compensado, mas diminui a base de cálculo do IR. Nas aplicações financeiras de renda fixa, tal imposto é tanto menor, quanto maior o prazo da aplicação, chegando a 0% para aplicações com prazo superior a 30 dias corridos. Aplicações em renda variável estão isentas de IOF.

O IR pode ser cobrado diretamente (retido na fonte, IRRF) ou indiretamente na declaração de renda. Para a PJNF, a cobrança é na fonte e a base de cálculo (rendimento auferido) é adicionada ao lucro real, lucro presumido ou ao lucro arbitrado. O imposto retido será deduzido do apurado no encerramento do período de apuração, trimestral ou anual. As pessoas jurídicas optantes pelo Simples e as pessoas físicas têm a retenção como definitiva.

O IR para investimento em ações é de 15% e é cobrado apenas no resgate do investimento. Para investimentos em fundos de renda fixa há que se distinguir fundos de renda fixa de curto prazo e de longo prazo. No primeiro grupo estão os fundos com uma carteira de títulos de prazo médio inferior a um ano; no segundo grupo, fundos com carteiras com prazo médio superior a um ano. A cobrança dos impostos nos fundos de renda fixa ocorre semestralmente (sempre no último dia de maio e de novembro), ou no momento do resgate, o que ocorrer primeiro, a uma alíquota de 15% sobre o rendimento líquido de IOF (apenas em caso de resgate). A cobrança semestral sobre fundos de investimentos de renda fixa é conhecida como “come cotas”, porque para que o pagamento seja efetuado, um determinado número de cotas deve ser resgatado. Para prazos de aplicação inferiores a 24 meses, é cobrado um adicional de IR tanto menor quanto maior o prazo da aplicação.

A CPMF até 2007 era cobrada a uma alíquota de 0,38% sobre qualquer movimentação financeira. Tal tributo deixou de existir a partir de 2008.. Para os investimentos em fundos, perdas auferidas poderão ser compensadas com rendimentos auferidos em resgates ou

incidências posteriores no mesmo fundo, ou em outro fundo administrado pela mesma pessoa jurídica, desde que sujeitas à mesma alíquota de IR.

O IRRF para PJNF é considerado mera antecipação do devido na declaração de ajuste anual de pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado. Além do IRRF haverá a incidência de 4,65% de PIS/COFINS sobre a rentabilidade bruta da operação, para as pessoas jurídicas tributadas pelo lucro real. Para as demais pessoas jurídicas as alíquotas correspondem atualmente a 3% (COFINS) e 0,65% (PIS).

Ao aplicar seus recursos em um fundo de investimento, o investidor está sujeito a tributos cobrados pelas autoridades e a taxas cobradas pelos administradores, sendo assim, a análise da composição do fundo pelo investidor deve ser vista como uma possibilidade do mesmo adquirir os ativos diretamente no mercado fugindo ao menos das taxas de administração que chegam a 4% do retorno anual. No que tange as estratégias abordadas no Brasil, de acordo com a Mellon Gestão de Investimentos, as operações mais comuns são:

Event – Driven Strategies: neste tipo de estratégia de investimento o gestor tenta antecipar a ocorrência de determinados eventos de caráter “corporativo” que podem afetar o valor de determinados valores mobiliários.

Os ganhos ocorrem caso os eventos se concretizem de acordo com as expectativas do gestor. São dois casos particulares desta estratégia:

Merger Arbitrage: a qual consiste em posições longas para ações de empresas que estejam a ser alvo de aquisição ou fusão e de posições curtas em ações das respectivas Empresas adquirentes ou nas quais se vão incorporar as empresas a fusionar. Os ganhos esperados estão associados à expectativa de que as ações das empresas alvo de oferta de aquisição ou fusão se valorizem e de que as ações das empresas com posição dominante no evento “corporativo” se desvalorizem.

Distressed Securities: estratégia na qual o gestor investe em ativos de empresas que estejam em situação econômico-financeira ou operacional débeis. Os ganhos associados a esta estratégia sucedem caso as ações que foram adquiridas a desconto, em virtude da pressão vendedora que existe nestes casos, se venham a valorizar em função da reorganização ou da recuperação das empresas.

Long Short Equity: constituir posições compradoras ou vendedoras sobre ações susceptíveis de se apreciarem ou de se depreciarem. Técnica que se alimenta de numerosas anomalias dos mercados, reforçadas em período de forte volatilidade. É necessária uma boa especialização do gestor no que tange à identificação de anomalias, pois o universo de investimento é muito largo, autorizando diferentes estilos de gestão.

Macro Investing: trata-se da estratégia mais ampla de todos os *Hedge Funds*. Os gestores destes fundos atuam a uma escala global procurando identificar situações de ineficiência nos preços dos valores mobiliários e antecipar os efeitos que eventos macroeconômicos e políticos possam ter sobre esses preços por forma a realizarem ganhos.

2.3 DESENVOLVIMENTO DA INDÚSTRIA

A indústria de fundos de investimento no Brasil teve um contínuo crescimento nos últimos anos, este fato foi gerado por evoluções no modelo administração dos fundos, entre terceirizações que viabilizaram as “*boutiques*” de investimento, mudanças na distribuição, e captação recursos sem a montagem de uma extensa equipe de vendas.

A administração foi dispensada das atividades burocráticas e administrativas. O responsável por controles passou a ser chamado Administrador, o encarregado por estratégias de investimento, Gestor, e o responsável por captação Distribuidor. As discussões mais recentes são sobre a maturidade e estabilidade da indústria sem um índice de *hedge funds*, para base de comparação, um *benchmark*. A Abrangência, ou seja, representar todas as opções de investimento disponíveis dentro da estratégia, e precisão, dados disponíveis com rapidez, consistência e confiança.

A transparência no desenvolvimento de metodologia clara, objetiva e discutida previamente. Ao contrário do resto do mundo – onde os *hedgefunds* têm carência de 3 a 6 meses, *lockup* (tempo de permanência até primeiro resgate) de 1 a 3 anos –os *hedge funds* no Brasil têm liquidez diária. O que parece uma vantagem para o investidor (que pode resgatar seus investimentos a qualquer momento) é na realidade um risco tanto para o gestor quanto para o investidor. A liquidez dos fundos deveria estar relacionada ao objetivo de retorno. Isso permite melhor alocação dos recursos, e portanto maior retorno esperado para o investidor. A solução neste caso seria a mudança no prazo de carência nos fundo. O futuro da indústria nacional se seguir o modelo internacional deve ter rumo aos fundos com período de carência, a busca por *total return* aumentará a demanda por *hedge funds*. A distribuição para o varejo via fundos de fundos (FICs) distribuirão *hedge funds* nas agências bancárias. E os fundos terão mais liquidez dando margem para uma maior diversidade de estratégias: global macro, crédito (corporativo e securitização de recebíveis), *distressed assets*.

2.4 HEDGE FUNDS AMERICANOS

O mercado norte-americano foi o pioneiro para a indústria de *Hedge Funds* e desde então, o primeiro lugar do mundo, tanto em relação ao volume financeiro dessa indústria, quanto em relação ao número de fundos existentes. Neste país esse tipo de fundo sofre muito menos restrições ou fiscalizações do que os demais, porém, para ser qualificado como *Hedge Fund*, um fundo deve possuir menos de 500 investidores, não pode fazer oferta pública ou qualquer tipo de propaganda, bem como, seus investidores devem entender de mercado e se qualificarem como *qualified investors buyers (QIB)*.

Conforme informações do *FED*, o Banco Central Norte-Americano, o número de *Hedge Funds* vem crescendo rapidamente nas últimas décadas. Embora o total de fundos e de recursos administrados seja menor do que os da indústria de fundos mútuos, seu crescimento evidencia sua importância como alternativa de investimento.

Eles também não são obrigados a fazer qualquer tipo de relatório para as autoridades financeiras; conseqüentemente, existe relativamente pouca informação a respeito deles. A chamada “*limited partnership*”: liberdade quanto aos controles do *Company Act* de 40 (alavancagem, venda a descoberto, concentração de risco, etc.). Por outro lado, limitações na oferta ao público, número máximo de quotistas, “investidores qualificados”, podem também ter forma de *Offshore*: corporações registradas em paraísos fiscais, menor tributação para não-residentes. Em geral, espelhos dos fundos domésticos. Assim podemos finalizar descrevendo o mercado americano como tendo uma menor transparência em relação às carteiras, mercado mais livre, sem restrições.

No mercado norte-americano, os *Hedge Funds* podem ser classificados de acordo com a estratégia que seguem, entre as quais, as principais, segundo a Revista Bloomberg Markets (Jan/2006), são:

Event Driven Strategies, Merger Arbitrage, Distressed Securities, Long Short Equity, Macro Investing.

Além destas estratégias comuns ao mercado brasileiro e descritas acima, no mercado americano mais duas estratégias são amplamente utilizadas:

Fixed – Income Arbitrage: consiste na tomada de posições longas e curtas em ativos de rendimento fixo cujo preço se encontra historicamente correlacionado, mas em que o gestor antecipa vir a ocorrer alterações nessa correlação. Os ganhos de arbitragem são

geralmente amplificados pela utilização de alavancagem, uma vez que as alterações de correlação são, em regra, muito reduzidas.

Convertible Arbitrage: trata-se de uma estratégia em que o gestor combina posições longas em obrigações convertíveis em ações com posições curtas nessas mesmas ações. Os ganhos de arbitragem resultam do fato do preço do instrumento híbrido, uma vez que assume simultaneamente características de uma obrigação e ação, cair de forma menos intensa do que o da ação.

2.4.1 Evolução da indústria global de *Hedge funds*

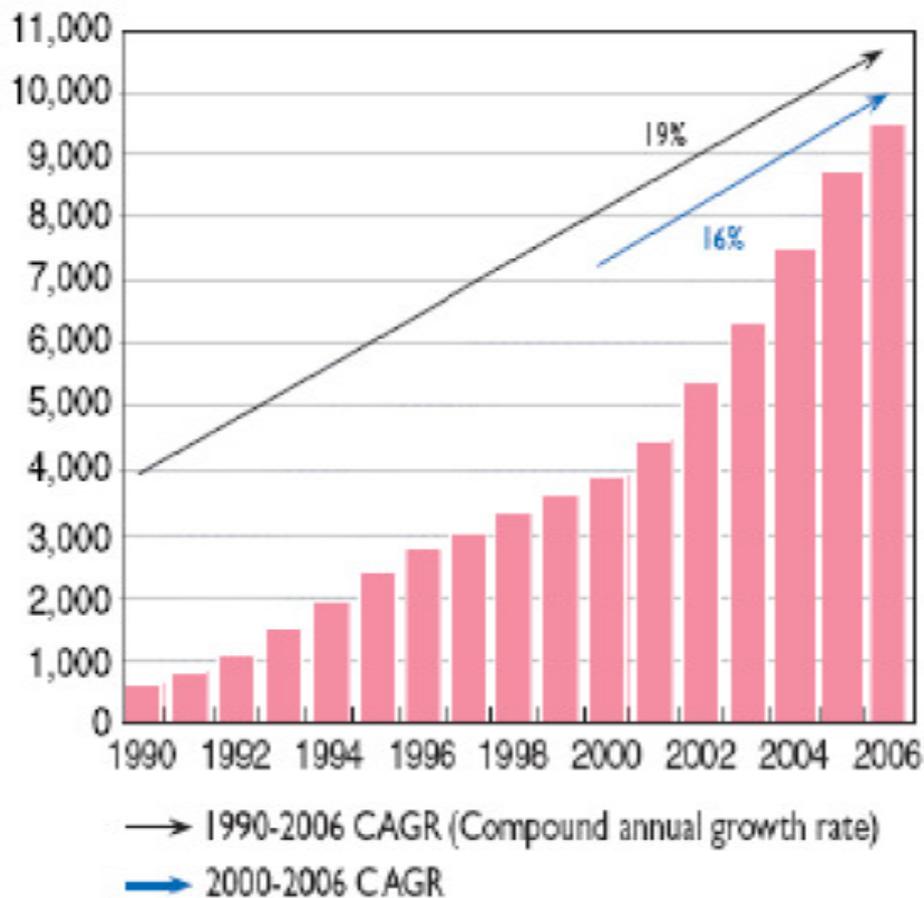


Figura 3. Patrimônio Líquido (US\$ bilhões)

Fonte: The Bank of New York Mellon.

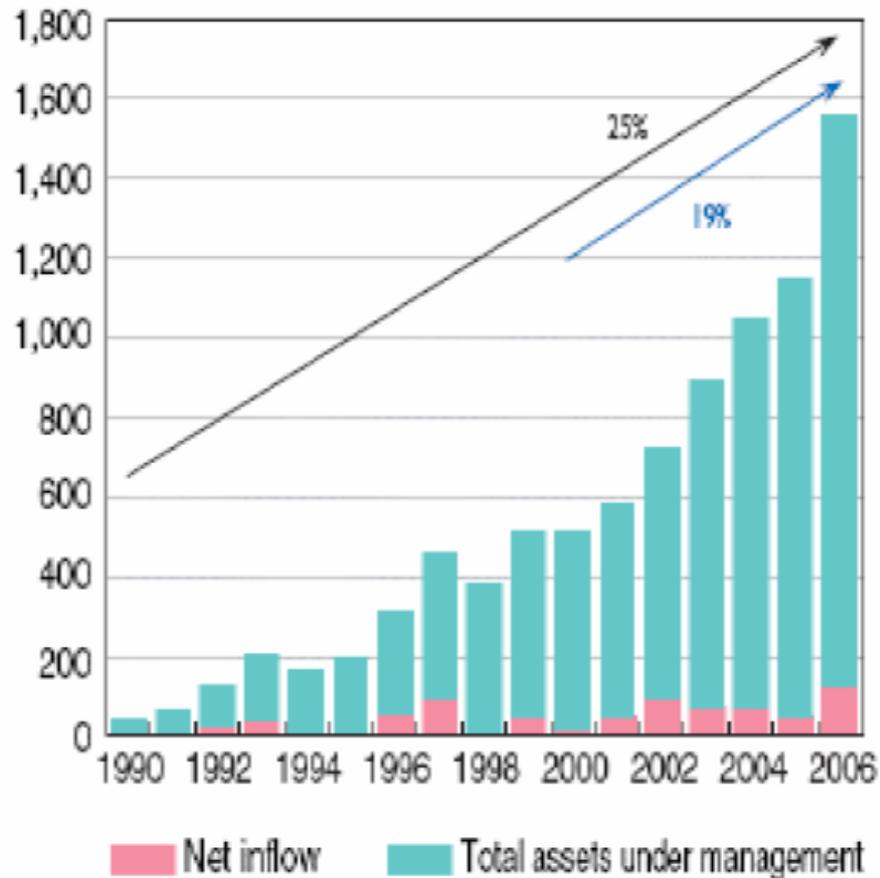


Figura 4. Número de fundos.
Fonte: The Bank of New York Mellon.

Conforme mostrado na figura 3, o crescimento do PL administrados pelos Hedge Funds no mundo foi acentuado no período entre 1990 e 2006 atingindo a taxa anual de crescimento de 19%, nos anos de 2000 e 2006 a taxa anual de crescimento do PL foi de 16% ao ano. Com relação ao número de fundos, figura 4, no período entre 1990 e 2005 o crescimento anual atingiu os 25%, no período entre 2000 e 2006 o crescimento foi de 19% ao ano.

3 AVALIAÇÃO DO DESEMPENHOS DOS FUNDOS

A necessidade de financiamento dos agentes econômicos gera um ônus via taxa e juros para aquele que aceita o risco da alocação em troca da taxa de rentabilidade do ativo. O número de derivativos, a alavancagem da economia mundial aliados a algum fato causador de volatilidade (*market mover*) faz com que os movimentos do mercado tornan-se brutos, necessitando dos gestores de fundos de investimento um alto nível de habilidade, que aumenta a eficiência dos mercados e dos produtos de investimentos. Sendo assim, a análise da eficiência dos participantes apontaria para práticas de casamento adequado entre risco e retorno, possibilitando ao investidor a uma remuneração adequada, principalmente se ele esta aceitando um risco não-sistemático.

3.1 APRESENTAÇÃO DO PROBLEMA

A própria classificação da ANBID para os fundos Multimercado de Renda Variável Com Alavancagem cita “Estes fundos não têm explicitado o mix de ativos com o qual devem ser comparados”. Os métodos de avaliação de desempenho e a literatura científica desenvolvidas até hoje geram resultados contraditórios. Essa falta de consenso no modelo correto a ser aplicado nas diferentes modalidades de fundos coloca pesquisadores em um dilema. De maneira geral, as performances podem ser classificadas em duas categorias, dependendo se celebram ou negam que a gestão ativa tem significativamente retornos mais altos que os de gestão passiva, induzindo que estes gestores tem acesso a informações suficientes para cobrir os custos.

Nos anos 80 medidores de desempenho baseados no CAPM, como o alfa de Jensen (1968) e suas extensões eram geralmente usados na avaliação de performances, os recentes modelos multifatoriais vem da literatura de variação da secção transversal de retorno das ações.

Muitos estudos relatam que a secção transversal do retorno médio nas ações americanas tem poucas relações com os betas de Sharpe (1964) – Lintner (1965) CAPM ou o Breeden (1979) ICAPM. Em vez disso autores identificaram outros fatores como o tamanho

da empresa (Banz, 1981), alavancagem (Bhetari, 1988), lucro/preço (Basu, 1983), a relação preço/valor patrimonial (Rosenberg et al., 1985; Fama and French, 1992), rendimento de dividendo (Litzenberger and Ramaswamy, 1979, 1982), e o efeito dinâmico (Jegadeesh and Titman, 1993; Carhart, 1995). (Capocci, Hubner,. 2002)

Modelos multi-fatoriais ainda incluem o modelo do oitavo fator desenvolvido por Grinblatt e Titman (1994), o modelo de alocações de classe de Sharpe, o modelo de três fatores de Fama and French, o modelo de quatro fatores de Carhart, e o modelo internacional de Fama and French, entretanto estudos recentes tem expressado dúvidas na utilidade desses novos modelos.

Kothari and Warner (2001) mostram que o modelo de três fatores de Fama and French fornecem melhores resultados que o clássico CAPM, mas documenta que isso detecta resultados significativamente anormais (incluindo afinação/cronometragem) quando realmente não existem. Além disso, Carhart desenvolveu seu próprio modelo de quatro fatores que se mostra superior ao clássico CAPM, ao modelo de oito fatores de Grinblatt and Titman, e o modelo de três fatores de Fama and French. Como afirmam Capocci e Hubner, 2002.

Na literatura de fundos hedge, diferentes modelos tem sido usados, em estudos recentes Fung and Hsieh (1997) prorrogaram Sharpe (1992) e acharam cinco estilos dominantes de investimentos dos fundos hedge. Schneeweis e Spurgin (1998) também utilizaram um estilo de análise baseado em uma abordagem multi-fatorial. Brown ET AL. (1999) e Ackermann ET AL. (1999) usam um modelo de fator único e focam apenas no risco total. Argawal e Naik (2000) usam métodos baseados em regressão (paramétrico) e tabelas baseadas em contingência (não-paramétricas).

Os métodos paramétricos regridem alfas em sua defasagem. No método não paramétrico eles constroem uma tabela de vencedores e perdedores dependendo do alfa. Liang (1999) usa extensões do modelo de Fung e Hsieh (1997) regressões baseadas nas características do fundo, e medidas clássicas como o Sharpe. Agarwal e Naik (2000) propuseram um modelo com fator geral de alocação compreendendo o excesso de retorno nas estratégias passivas para referencia de desempenho.

Agarwal (2001) usa um modelo que consiste em fatores de estratégias de negócios e fatores locais para explicar as variações nos retornos dos fundos hedge ao longo do tempo. Esses resultados sugerem que é necessário perceber que estudos de desempenhos baseados em modelos multifatoriais que usam o CAPM, mas não existem por unanimidade

um modelo aceito. Portanto é preferível usar diversas especificações na orientação da comparação dos resultados obtidos.

No artigo de Eling e Schumhacher (2007) o principal resultado do estudo empírico foi que a escolha do indicador não afeta o ranking de fundos hedge, como alguém que estudou a literatura de medida de desempenho esperaria. Isso parece que, mesmo sabendo que os retornos não são normalmente distribuídos, os dois primeiros momentos (i.e., média e variância) descreve a distribuição do retorno significativamente bem.

Uma possível explicação pode ser que o retorno dos fundos hedge é distribuído de forma elíptica. Note que a análise da média-variância pode ser usada para distribuições elípticas e não apenas para distribuições normais multivariadas. Lhabitant (2004, p. 312) achou evidência para distribuição elíptica nos retornos dos fundos hedge. Ele observou um ajuste estatístico usando o grupo da distribuição elíptica (lognormal, logística, Weibull, ou a distribuição do beta generalizado).

As conclusões do artigo de um ponto de vista prático, indicou que a escolha do indicador de desempenho não tem influencia crucial na avaliação relativa dos fundos de hedge. Por exemplo, no portfólio existia 98 entre os 100 fundos de acordo com a avaliação do índice Sharpe, que também estão entre os 100 primeiros usando o índice Omega. Tomando em consideração que o Sharpe é mais conhecido e melhor entendido indicador de desempenho, isto pode considerá-lo superior para outros indicadores. Além disso, do ponto de vista teórico, o índice Sharpe é considerado com a maximização da utilidade esperada. Mesmo sem assumir isto, Fung e Hsieh (1999) mostraram que a análise da média-variança dos fundos hedge aproximadamente preserva o ranking de preferência nas funções de padrão de qualidade.

Deste modo conclui-se que de um ponto de vista prático e também teórico o índice Sharpe é adequado para a análise de *fundos hedge*. Como demonstrado por Dowd (2000), o índice Sharpe pode ser usado em ambos os casos, quando o fundo *hedge* representa o risco e quando representa apenas uma porção do risco do investidor não diversificado.

3.2 TAXA DE RETORNO

Uma taxa de retorno é o ganho percentual obtido pela manutenção de um investimento ou uma carteira por um determinado tempo. Retorno de capital é a mudança no valor do ativo,

excluindo renda (dividendos ou juros). Retornos totais são a soma dos retornos de capital e de renda, quando não há depósitos nem retiradas, um retorno é calculado pela diferença entre o valor final e o inicial, dividida pelo valor inicial:

$$r_{f,p} = \frac{V_f - V_i}{V_i}$$

Equação 1: Onde: $r_{f,p}$ retorno na forma decimal do fundo f no mês t; V_f é o valor final da carteira e V_i é o valor inicial da carteira.

3.3 MEDIDAS DE RISCO

Certamente o indicador mais importante para o investidor neutro ao risco é o retorno, este definitivamente é um importante aspecto do desempenho, mas deve-se encontrar alguma maneira de medir se o retorno alcançado é adequado à exposição ao risco da carteira e a força de mercado. Duas medidas de risco podem ser estimadas: o risco de mercado (sistemático) da carteira, medido pelo seu beta, e o risco total da carteira, medido pelo seu desvio padrão. Desvio padrão é amplamente usado como medida de risco. Este mede o desvio do desempenho de um fundo em relação à sua performance média por um determinado período de tempo.

Um desvio padrão alto significa que o desempenho do fundo apresenta uma grande flutuação, o que também indica uma maior volatilidade. A equação a seguir representa a operação:

$$\sigma(R_p) = \frac{(\sum rp - rp)^2}{(T-1)1/2}$$

Equação 2: onde: Sendo r_p o retorno do fundo no período t (no mês); r_p o retorno médio do fundo no período total (nos 60 meses); T o número total de períodos (60) e t cada período (cada mês).

3.4 CDI

Russo (2005, p. 1) argumenta que:

A escolha de um risk free que não tenha relação com o objetivo de rentabilidade do fundo pode distorcer a informação. A caderneta, por exemplo, não é o indexador ideal, porque o administrador de fundo não tem como objetivo de rentabilidade o percentual da caderneta.

Neste trabalho utilizou-se como *proxy* de taxa livre de risco a taxa do Certificado de Depósito Interbancário (CDI). As instituições financeiras disputam no mercado os recursos disponíveis para captação. Devido à volatilidade das taxas dos diferentes papéis em mercado, os recursos financeiros disponíveis estarão procurando as melhores aplicações.

De forma a garantir uma distribuição de recursos que atenda ao fluxo de recursos demandados pelas instituições, foi criado, em meados da década de 1980, o CDI. Os *Certificados de Depósito Interbancário* são os títulos de emissão das instituições financeiras, que lastreiam as operações do mercado interbancário. Suas características são idênticas às de um CDB, mas sua negociação é restrita ao mercado interbancário. Sua função é, portanto, transferir recursos de uma instituição financeira para outra. Em outras palavras, para que o sistema seja mais fluido, quem tem dinheiro sobrando empresta para quem não tem.

As operações se realizam fora do âmbito do Banco Central, tanto que, neste mercado, não há incidência de qualquer tipo de imposto, as transações são fechadas por meio eletrônico e registradas nos computadores das instituições envolvidas e nos terminais da Câmara de Custódia e Liquidação (CETIP). A maioria das operações é negociada por um só dia, como no antigo *overnight*.

Portanto, pode-se definir como sua função manter a fluidez do sistema, CDI's também podem ser negociados em prazos mais dilatados e com taxas pré-fixadas e pós-fixadas. Os Certificados de Depósitos Interbancários negociados por um dia, também são denominados Depósitos Interfinanceiros e detêm a característica de funcionarem como um padrão de taxa média diária, a CDI *over*.

As taxas do CDI over vão estabelecer os parâmetros das taxas referentes às operações de empréstimos de curtíssimo prazo, conhecidas como *hot money* que embute, na maioria dos casos, o custo do CDI over acrescido de um *spread* mínimo.

A taxa média diária do CDI é utilizada como parâmetro para avaliar a rentabilidade de fundos, como os DI, por exemplo. O CDI é utilizado para avaliar o custo do dinheiro negociado entre os bancos, no setor privado e, como o CDB (Certificado de Depósito Bancário), essa modalidade de aplicação pode render taxa de prefixada ou pós-fixada.

Como o CDI quantifica o custo do dinheiro para os bancos em um determinado dia, ele é utilizado pelo mercado como parâmetro para fundos de renda fixa e DI. O CDI é usado também como parâmetro para operações de Swap (contrato de troca de qualquer tipo, seja ele de moedas, *commodities* ou ativos financeiros), na Bolsa de Mercadoria & Futuros (BM&F) para o ajuste diário do DI futuro.

3.5 ÍNDICE SHARPE

Sharpe (1966) considerando a hipótese do mercado eficiente, onde os gestores de carteiras não direcionam suas decisões de investimentos tomando-se por base precificações incorretas de ativos, considera o risco total da carteira, haja vista que, utiliza como medida de risco o Desvio Padrão. Mede, portanto, a remuneração adicional obtida pela carteira para cada unidade de risco total assumido. Índices de Sharpe negativos perdem significância na medida em que o investidor racional poderia optar por investir em ativos livre de risco.

Varga (2001) aponta alguns cuidados ao se utilizar o Índice de Sharpe como medida de risco: o índice não incorpora informações sobre a correlação dos ativos da carteira, trata de dados passados e retorno esperado utilizando-se de estatísticas passadas onde o tamanho da amostra interfere nos resultados. Bodie, Kane e Marcus (2000) definem o numerador do IS como o retorno incremental que a carteira ganhou em comparação com um investimento alternativo no ativo livre risco e o denominador como o incremento na sua volatilidade comparada com a alternativa livre de risco. A medida do Índice de Sharpe é dada pela expressão:

$$IS = \frac{R_p - R_f}{\sigma(R_p)}$$

Equação 3: Onde R_p é o retorno médio da carteira (fundo), R_f a taxa livre de risco média, neste trabalho o CDI e $\sigma(R_p)$ Risco da carteira (desvio-padrão).

3.6 PATRIMÔNIO LÍQUIDO

As considerações acerca do patrimônio líquido ajudam a definir o crescimento da modalidade de investimento e comparações relativas a desempenho onde pode ser determinado algum tipo de relação com a escala e se a magnitude do montante disponível ao fundo para ser aplicado, pode render-lhe algum tipo de vantagem competitiva. Os dados referentes aos patrimônios líquidos dos fundos foram coletados pela ANBID, e foram colocados em anexo.

3.7 CRÍTICAS ÀS MEDIDAS DE DESEMPENHO

Vários indicadores tentam avaliar a performance dos fundos de investimento e eventualmente resultam em valores e classificações diferentes, pois esses indicadores podem ser calculados de diferentes maneiras e são adequados para contextos específicos.

Quando utilizados na situação correta, eles permitem aos investidores melhorar seu bem-estar proporcionado pelos seus investimentos. O principal problema da aplicação desses indicadores vem, na prática, de sua estimação ser baseada em séries históricas e, conseqüentemente, supor que o desempenho passado é um bom previsor para o futuro.

Outro problema que surge vem do fato de que as carteiras em avaliação podem mudar ao longo do tempo, invalidando as análises que são baseadas em carteira estáticas. Alguns cuidados devem ser tomados na avaliação de desempenho e utilização dos indicadores: deve-se tomar o maior período de tempo possível, de modo a eliminar o efeito da sorte sobre o desempenho de um fundo; também, para diminuir o efeito do fator sorte, deve-se checar se a carteira é compatível com o objetivo do fundo; por fim, a história e o desempenho do gestor em outros fundos (ou qualquer atividade).

A clara definição dos tipos de práticas que estes fundos estão utilizando é um grande obstáculo no estudo da modalidade de investimentos, as diferentes estratégias utilizadas por fundos que são considerados da mesma classe de investimento pela ANBID limita o desenvolvimento de estudos mais aprofundados sobre metodologias ligadas a estratégia utilizada e não simplesmente do retorno ajustado ao risco, essa generalização da classificação

de nomenclatura dificulta o conhecimento das estratégias usadas pelos fundos por parte dos investidores que passam a depender de minuciosas leituras de *clousures*.

4 APLICAÇÃO EMPÍRICA

4.1 CONTEXTUALIZAÇÃO HISTÓRICA

No ano de 2001 a economia mundial foi marcada pela recessão nos Estados Unidos (EUA), que influenciou negativamente a dinâmica produtiva nos demais países. A economia norte-americana entrou em declínio e foi definida pelo presidente do Federal Reserve Allan Greenspan em seu livro *A Era da Turbulência* “Durante um ano e meio, depois de 11 de setembro 2001, vivemos no limbo. A economia conseguiu expandir-se, mas seu crescimento foi incerto e débil.”.

O governo republicano de George W. Bush, em início de mandato, anunciou um programa de cortes de impostos e aumentos de gastos em estímulo à economia. Sob este cenário recessivo, novas propostas de gastos públicos foram enviadas ao Legislativo em decorrência dos atentados de 11 de setembro. Devido ao ataque terrorista, o mercado financeiro ficou fechado por quatro dias. Em sua reabertura, no dia 17 de setembro, os preços das ações caíram abruptamente nas principais bolsas de valores. Nas semanas posteriores ao atentado, observou-se muita volatilidade no mercado financeiro. Em setembro, o Nasdaq apresentou variação negativa de 16,9%, seguido pelo Dow Jones e pelo Standard and Poor's 500 (S&P500) que caíram 11,1% e 8,2%, respectivamente. A partir de outubro, os três índices apresentaram recuperação. Porém, o resultado anual do Dow Jones, do Nasdaq e do S&P500 foi negativo em 7,2%, 21,0% e 11,9%, respectivamente, de acordo com o software Profitchart.

Na Bolsa de Valores de São Paulo, refletindo primordialmente os efeitos do atentado terrorista nos EUA, o Índice Bovespa atingiu 10.034 pontos em 14 de setembro. Este foi o menor nível registrado desde agosto de 1999. Neste cenário, o valor de mercado das companhias listadas na Bovespa atingiu US\$142,8 bilhões em setembro, representando uma queda de 36,7% no ano, resultado da combinação de queda nos preços dos papéis e depreciação cambial. Alinhado com o mercado financeiro internacional, o Índice Bovespa registrou variação negativa de 17,2% em setembro. Nos meses seguintes, com o baixo valor das empresas em dólares e a gradual mudança nas expectativas de mercado, os investimentos tornaram-se mais atraentes. Contudo, mesmo com a recuperação do Ibovespa ao final de

2001, o índice terminou o ano com variação negativa de 11,5%, no patamar de 13.509 pontos (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2002).

No ano de 2002 o desempenho da economia mundial esteve condicionado à evolução da economia norte-americana, e a recuperação desta economia revelou-se menos acentuada do que sugeriam os resultados obtidos no início do ano, sendo que o crescimento real do PIB norte-americano em 2002 foi de 1,6%. Um fator relevante na análise de 2002 diz respeito às denúncias de fraudes contábeis em grandes corporações norte-americanas e européias (atreladas majoritariamente ao setor de alta tecnologia), que conduziram o mercado financeiro a um clima de elevada incerteza. Neste cenário, a trajetória descendente das principais bolsas de valores internacionais foi acentuada. As mesmas apresentaram elevadas quedas entre abril e setembro, com as bolsas norte-americanas registrando perdas de 27% no DJIA e 36,5% no Nasdaq.

No Brasil, seguindo a tendência mundial, o Ibovespa registrou queda de 34,9%. Sob este contexto, o movimento de queda prosseguiu na primeira quinzena de outubro nos Estados Unidos, onde os principais índices negociados S&P500, DJIA e o Nasdaq registraram os níveis mais baixos desde o final da década de 1990. No ano, o DJIA registrou variação negativa de 17,7%, o Nasdaq decresceu 32,8% e o S&P500 registrou queda de 22,1%. Na Bolsa de Valores de São Paulo, o Ibovespa atingiu o maior valor do ano no mês de fevereiro (14.033 pontos) finalizando o movimento de alta com início em outubro de 2001. Nos meses subsequentes, alguns fatores como a depreciação cambial, as perspectivas de aceleração inflacionária, o processo eleitoral, além do rebaixamento da classificação dos papéis brasileiros efetuado por agências de risco, foram fundamentais para o comportamento declinante do índice. A partir da segunda metade do mês de outubro, a definição do processo eleitoral brasileiro influenciou de forma positiva o desempenho do Ibovespa, cuja valorização atingiu 30,7% no último trimestre de 2002. Entretanto, o índice Bovespa registrou variação negativa de 16,6% no ano, tendo atingido em dezembro 11.268 pontos (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2003).

O ano de 2007 foi marcado pela crise do setor de crédito hipotecário *subprime* (crédito de alto risco, ligado a clientes com histórico de inadimplência) nos Estados Unidos. O aumento do índice de inadimplência no mercado de crédito *subprime*, observado na última semana de julho, repercutiu em alguns fundos de aplicação que fornecem recursos a bancos operadores neste mercado, provocando restrições à liquidez bancária. Embora a intervenção do Federal Reserve (seguida por bancos centrais europeus) tenha sido imediata, os principais fundos de aplicação financeira sofreram perdas. As perdas se concretizaram especialmente

devido à queda nos índices das principais bolsas de valores. No mês de julho, o Dow Jones, o Nasdaq e o S&P500 recuaram 1,5%, 2,2% e 3,2%, respectivamente.

O mercado financeiro internacional continuou com elevada volatilidade nas primeiras semanas de agosto, refletindo as incertezas geradas pela crise no mercado imobiliário norte-americano. A inadimplência nos financiamentos *subprime* exerceu um “efeito cascata” sobre o mercado de crédito mundial, levando a graves problemas de liquidez e aumento do custo do crédito. Devido à alta volatilidade e ao aumento substancial da percepção de risco que se seguiu em agosto, as autoridades monetárias dos Estados Unidos, Canadá e Europa anunciaram a criação de linhas de redesconto de curtíssimo prazo para gerenciar a liquidez bancária e evitar o risco sistêmico.

Esta medida foi fundamental para a gradual normalização dos mercados. Sob estas condições, o Dow Jones fechou agosto em alta de 1,1%, o Nasdaq subiu 2,0% e o S&P500 apresentou variação positiva de 1,3%. Nos meses posteriores, o mercado financeiro nos EUA mostrou-se bastante instável, com altas em setembro e outubro e baixas em novembro e dezembro. Na Bovespa, o volume médio diário negociado em julho situou-se em R\$4,8 bilhões, valor 8,5% inferior ao de junho.

Alinhado com o cenário internacional, o Ibovespa registrou recuo mensal de 0,4%, atingindo 54.182 pontos. O mês de agosto refletiu primordialmente o recrudescimento das incertezas quanto à crise imobiliária norte-americana. Porém, após a ação dos principais bancos centrais, o mercado reagiu de forma positiva, com os títulos soberanos brasileiros apresentando valorização. A Bovespa, por sua vez, apresentou resultado positivo em agosto, expresso no aumento de 5,1% no volume médio diário transacionado no mês. O Ibovespa, após registrar queda superior a 10% até a terceira semana do mês, atingiu 54.637 pontos no final de agosto, elevando-se 0,8%. Nos meses seguintes o Índice Bovespa apresentou um comportamento volátil. Contudo, valorizou-se 43,6% no ano, concluindo o ano de 2007 em 63.886 pontos (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2007, 2008).

4.2 ANÁLISES PRELIMINARES

Os valores de cotas diárias e PL diário dos fundos da modalidade no período entre 31/12/2001 e 31/12/2007 foram separados em dois tipos Fundos de Investimento em Cotas e Fundos de Investimento e confrontados, esses resultados foram divididos em indicadores,

rentabilidade, desvio-padrão e desempenho pelo índice Sharpe. Os valores foram analisados pelo desempenho em dois movimentos de mercado distintos, um primeiro momento onde os mercados acionários sofrem uma grande queda em 2002 e meados de 2003 e outro momento onde o mercado passa por uma onda de otimismo e crescimento das economias mundiais. O retorno dos fundos é exibido na tabela 1 abaixo.

Tabela (1) Média Aritmética do Retorno dos Fundos			
Fundos de Investimento em Cotas	2002-2003	2004-2007	2002-2007
Média Aritmética dos Retornos	24,65%	16,71%	19,28%
Fundos de Investimento	2002-2003	2004-2007	2002-2007
Média Aritmética dos Retornos	25,56%	16,93%	19,72%

Fonte: Autor

Considerando o CDI anualizado do período dos anos de 2002 à 2007 de 17,33% , o CDI anualizado do período entre 2002 e 2003 de 21% , e o do terceiro período de 2004 a 2007 foi de 15% praticamente todos os fundos de renda variável e alavancagem analisados na amostra superaram o ativo livre de risco em seus retornos anualizados. Foi evidenciado que todos os fundos nas três janelas de tempo analisadas obtém retornos acima do ativo livre de risco utilizado, o CDI.

Nota-se também que as médias aritméticas dos retornos dos fundos são maiores nas três janelas de tempo nos FIs, entre 2002-2003 o retorno anualizado é 3,2% maior no FI do que nos FICs. No período entre 2004-2007 a diferença de retorno é 0,6% e no período que compreende todo o tempo 2002-2007 a vantagem dos FI sobre os FIC foi de 1,67%. Os retornos médios anuais estão descritos na tabela abaixo:

Tabela (2): Retorno Anual Médio						
Fundos de Investimento em Cotas	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Retorno anual médio	22,89%	26,96%	16,13%	18,74%	18,62%	13,38%
Fundos de Investimento	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Retorno anual médio	23,74%	27,71%	16,83%	19,14%	19,02%	12,44%

Fonte: Autor

A condição que indica se o retorno ajustado ao risco total de um investimento compensa em comparação a um investimento na taxa livre de risco é que o Índice de Sharpe seja positivo. Quanto maior for o IS mais eficiente será o fundo. O Índice de Sharpe é a medida indicada quando se seleciona um fundo, ou investimento, que será o único investimento, ou então, segundo Bodie, Kane e Marcus (2000, pg. 552) quando se tem um

único gestor administrando todos os ativos, sem nenhuma oportunidade de diversificação. Nesse caso, o indicador deve capturar todo o risco envolvido, tanto diversificável, ou não sistemático, quanto o não diversificável ou sistemático, e o indicador que possui essa característica é o Índice de Sharpe.

O resultado anual das modalidades é apresentado pelo quadro abaixo:

Tabela (3): Índice Sharpe Médio Anual						
Fundos de Investimento em Cotas	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Índice Sharpe Anual	0,14803	0,09682	0,01244	-0,00934	1,08213	0,01612
Fundos de Investimento	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Índice Sharpe Anual	0,03489	0,15972	-0,035	-0,00199	0,11888	-0,04693

Fonte: Autor

O PL dos fundos em seu valor total cresceu 117% no período que compreendeu a amostra atingindo em 31 de dezembro de 2007, o volume de 24 bilhões de reais. O PL médio dos fundos cresceu 107%, valor menor que a rentabilidade total das cotas de todos os fundos divididas no mesmo período, estas obtiveram um crescimento de 190%. Esse dado sugere que a captação dos fundos seja menor que o crescimento das cotas, ou seja, a captação financeira dos fundos cresce um ritmo mais lento que a rentabilidade das cotas.

Tabela (4) Patrimônio Líquido Total dos Fundos e Crescimento Bruto			
	31/12/2001	31/12/2007	Crescimento Bruto
Todos Fundos	R\$ 5.169.045.732,87	R\$ 24.347.233.182,58	117,03%
Patrimônio Líquido Médio	R\$ 44.179.878,06	R\$ 190.212.759,24	107,49%
Patrimônio Líquido Médio FICs	R\$ 16.836.335,91	R\$ 78.484.735,94	115,91%
Patrimônio Líquido Médio FI	R\$ 85.104.730,40	R\$ 375.436.376,67	110,03%

Fonte: Autor

Quando analisados os 20 maiores fundos considerando o tamanho de seu PL e comparados com os melhores desempenhos dos gestores com relação ao índice Sharpe, apenas um fundo aparece nas duas listas no período entre 2002 e 2007, o Uniclassgestor Plus FIC Multimercado, com um IS = 0,78 obteve a vigésima colocação entre os 20 melhores do período e em 31/12/2007 era o décimo-sexto maior PL entre todos os fundos da modalidade, mostrando que é possível aliar escala e continuar obtendo uma relação adequada entre risco e retorno, entretanto ganhos de escala não foram evidenciados, apenas a possibilidade de manter-se com um índice Sharpe acima da média mesmo com um montante a ser investido em 144,74% maior que a média de todos os fundos analisados foi evidenciada.

A possibilidade de manutenção de rentabilidade acima da média mesmo estando entre os 20 maiores PLs foi comprovada pelo fundo Bnp Paribas Hegde FI Multimercado, que tem

o sexto maior PL e obteve a quarta melhor média de rentabilidade anualizada de todos os fundos atingindo 31,54% de rentabilidade ao ano no período entre 2002 e 2007.

No quesito de rentabilidade comparada ao PL o fundo FI Multimercado Pactual Arbitragem obteve a nona melhor rentabilidade anualizada com 24,13%, superou a média da modalidade em mais de 24%, investindo o décimo terceiro maior PL da amostra, a análise não evidenciou ganhos de escala com os maiores PLs, mas indica a possibilidade de alguns fundos se manterem em padrões de rentabilidade acima da média de 19,44% de todos os fundos analisados, mesmo tendo um PL maior a ser alocado.

4.3 INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS

O resultado da amostra elucida um desempenho relativamente melhor dos fundos de investimento em cotas sobre os de investimento que investem diretamente nos ativos, de acordo com o indicador Sharpe. Mesmo ocorrendo retornos maiores nos FIs, o que os torna mais atrativo aos investidores neutros ao risco, o desvio-padrão, ou seja, o padrão de volatilidade destes fundos também é maior, incorrendo em uma menor adequação relativa aos FIC no que diz respeito aos níveis seguros de risco e retorno registrados pelo indicador Sharpe.

Na janela principal entre 2002-2007 os FICs apresentaram um índice Sharpe 0,6 ponto maior que o relativo aos FIs. No primeiro período de maior volatilidade que compreende os anos de 2002 e 2003, o IS foi 0,36 ponto maior entre os FICs, na janela entre 2004-2007 o IS foi 0,07 maior que os dos FI que tiveram seu índice sharpe muito próximo de zero. A análise dos resultados dos indicadores de rentabilidade e desempenho para os distintos períodos de mercado 2002-2003 e 2004-2007 não mostrou evidências de melhora de desempenho com o mercado altista, em um cenário de mercado com risco sistêmico mais alto 2002-2003, a média de desempenho pelo índice Sharpe se mostrou superior tanto para FI como FIC. Nos resultados anuais o desempenho dos FIC foi superior em quatro dos seis anos pesquisados.

Não foi encontrado evidência de efeitos de ganhos de escala nos índices de rentabilidade e do indicador Sharpe, entretanto foram encontrados fundos com o PL muito acima da média, e que mesmo assim, conseguiram resultados também muito acima da média referentes a rentabilidade e desempenho.

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Os fundos da modalidade de renda variável e alavancados no período entre 2002 e 2007 apresentaram um bom desempenho quanto a rentabilidade média, inclusive durante o período de turbulência dos mercados acionários em 2002 e 2003, a grande maioria dos fundos manteve a rentabilidade média acima do ativo livre de risco comparado, o CDI. Com relação ao desvio padrão, os fundos de outros fundos (FIC) mostraram um comportamento relativamente mais adequado, ou seja, menor volatilidade comparada aos FI em seus valores diários de cotas.

Mesmo apresentando uma rentabilidade média maior, o comportamento mais volátil dos FI comprometeu seu desempenho comparado com os fundos de investimento os fundos de outros fundos (FIC) que se mostraram mais apropriados aos investidores avessos ao risco por apresentarem um desempenho melhor no indicador de desempenho, o Índice Sharpe. Os resultados se repetiram no período total anualizado, e nas duas janelas temporais 2002-2003 e 2004-2007. Não foi evidenciado ganhos de escala com relação ao comportamento dos fundos de maiores PL, porém a possibilidade rentabilidade e desempenho acima da média com PL muito maior que a média dos outros fundos, foi realizada por dois fundos.

A recomendação aos investidores sofisticados característico desta modalidade é que caso ele não seja neutro ao risco, na modalidade da ANBID “Com Renda Variável Com Alavancagem” procurem investir em fundos de investimento em cotas de outros fundos, os FIC, pois apresentaram desempenho mais adequado ao risco exposto do que os FI em dois tipos de mercado diferente e em quatro dos seis anos analisados.

REFERÊNCIAS

ANBID. Disponível em: <www.anbid.com.br>. Acesso em: 07 abr. 2008.

ACCORSI, A; DECOURT, R. F. **Portfólios com fundos de investimentos multimercados**. XXXIX Asambla Anual – CLADEA. Puerto Plata, out. 2004.

ACKERMANN, C.; MCENALLY, R.; RAVENSCRAF, D., 1999. The Performance of Hedge Funds: Risk, Return and Incentives. **Journal of Finance**, 54 (June).

AGARWAL, V.; NAIK, N. 2000. Multi-Period Performance Persistence Analysis of Hedge Funds. **Journal of Finance and Quantitative Analysis**, 35, 3.

AGARWAL, V; N. Y. Naik, “**Risks and Portfolio Decisions Involving Hedge Funds**”, The Review of Financial Studies, 17, 1, 63-98, 2004.

AGORAINVEST. Disponível em: <www.agorainvest.com.br>. Acesso em: 07 abr. 2008.

AMARAL, H. F.; BARROS, L. C.; MELO, A. A. de O. **Avaliação da performance de fundos de pensão**. 4º Encontro da Sociedade Brasileira de Finanças – SBFIN. Rio de Janeiro, jul. 2004.

ANBID. **Código de Auto-Regulação da ANBID para os Fundos de Investimento**. Agosto, 2008.

ANDAKU, F. T.; FIGUEIREDO, P. A. A Persistência de Desempenho dos Fundos de Investimento em Ações no Brasil. **Revista de Economia e Administração**. Abril/Junho. V. 2, nº 2, p.23-33, 2003.

BAIMA, F. R.; COSTA JR, N. C. A. da. Avaliação de desempenho dos investimentos dos fundos de pensão. **Anais...** XIX Congresso Brasileiro dos Fundos de Pensão. Florianópolis, 1998.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Boletim do Banco Central do Brasil**. Relatório Anual 2002, v. 38, Jul. 2003. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM2002>>. Acesso em: 05 abr. 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Boletim do Banco Central do Brasil**. Relatório Anual 2007. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/ftp/histbole/Bol200710P.pdf>>. Acesso em: 07 abr. 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Boletim do Banco Central do Brasil**. Relatório Mensal, v. 44, n. 02. Fev. 2008. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/ftp/histbole/Bol200802P.pdf>>. Acesso em: 07 abr. 2008.

BCB. Disponível em: <www.bcb.gov.br>. Acesso em: 05 abr. 2008.

BNYMELLON. Disponível em: <www.bnymellon.com>. Acesso em: 05 abr. 2008.

BODIE, Z; KANE, A; MARCUS, A. J. **Fundamentos de Investimentos**. 3. ed. Tradução de Robert Brian Taylor. Porto Alegre: Bookman, 2000.

BRANCO, G. C.; FRANCO, D. **Risco e retorno nos *hedge funds* brasileiros**. 4º Encontro da Sociedade Brasileira de Finanças – SBFIN. Rio de Janeiro, jul. 2004.

BRITO, N. R. O. de. **O desempenho recente de fundos de investimentos**.

CAPOCCI, D. HUBNER, G. Analysis of hedge fund performance. **Journal of Empirical Finance**, 2002.

CARHART, M. M. On Persistence in Mutual Fund Performance. **The Journal of Finance**. Março, V 52, nº 1, p. 57-82, 1997.

CARVALHO M. R. A. Avaliação de Desempenho de Fundos Multimercado. Resultados Passados Podem Ser Utilizados para Definir uma Estratégia de Investimentos? In: **Revista de Economia e Administração**. IBMEC-SP, julho-setembro, v. 4, n. 3, p. 367-387, 2005.

COSTA JUNIOR, N. C. A. et. al. **Mercado de Capitais: análise empírica no Brasil**. São Paulo: Atlas 2000.

DAMODARAN. Disponível em: <www.damodaran.com>. Acesso em: 05 abr. 2008.

ELDER, Alexander. **Como se tornar um operador e investidor de sucesso**. Rocco, 2003.

ELING, M; SCHUMHMACHER, F.; **Journal of Banking & Finance**, n. 31, 2007.

FAMA, E. F.; FRENCH K. R., Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, **Journal of Financial Economics**, v. 33, p. 3-56, 1993.

FARIA, L. V.; CAMPELO, J. R. A **Rentabilidade e risco entre 1991 e 1994**. Conjuntura Econômica, jan. 1996.

FUNG, W. ; D. A. HSIEH,. Is **Mean-Variance Analysis Applicable to Hedge Funds?**, Economic Letters,v. 62,p.53-58, 1999.

FUNG, W; D HSIEH NAIK, R., **Journal of Finance**. v. LXIII, n. 04, 2008.

FUNG, W.; HSIEH, D., Performance Characteristics of Hedge Funds and Commodity Funds: Natural vs. Superior Biases. **Journal of Quantitative Analysis**, v. 35, 2000.

GAVEAINVEST. Disponível em: <www.gaveainvest.com>. Acesso em: 05 abr. 2008.

GREENSPAN, A., **A Era da Turbulência**, Editora Campus, 2008.

GUJARATI, D., **Econometria Básica**, Editora Campus, 2006.

HULL, J. **Options, futures and other derivatives**. 4 th edition. Prentice Hall, 2000.

IBGE. Disponível em: <www.ibge.gov.br>. Acesso em: 05 abr. 2008.

JAGANNATHAN, R.; MALAKHOV, A.; NOVIKOV D., 2006. **Do Hot Hands Persist Among Hedge Fund Managers?** An Empirical Evaluation. NBER Working Paper Series no 12015 <http://www.nber.org/papers/w12015>.

JENSEN, M. Risk, the pricing of capital assets, and the evaluation of investments potfolios. **Journal of Business**, April.1969.

KLAPPER, Leora; SULLA, Victor, VITTAS, Dimitri. **The development of mutual funds around the world**. Emerging Markets Review, v.5, n. 1, p.1-38. March 2004.

LHABITANT, F.; LEARNED, M. Hedge Fund Diversification: **How Much is Enough?** Research Paper no 52, International Center for Financial Asset Management and Engineering, July, 2002.

LIANG, B., **On the performance of Hedge Funds**. Financial Analysts Journal, vol55, p.72-85, 1999.

MARKOWITZ, H. **Portfólio Selection**: Efficient Diversification Of Investments, New York, John Wiley, 1959.

MARKOWITZ, H. Portfolio selection. **Journal of Finance**, v. 7, p. 71-91, 1952.

PETERSEN, A., **A indústria de Hedge Funds no Brasil**, 2007.

REVISTA BLOOMBERG MARKETS. **Market Masters**. Jan/2006.

RUSSO, M. **Índice de Sharpe**. Disponível em <<http://risktech.com.br/PDFs/sharpe.pdf> .>. Acesso em: 16 jun. 2008.

SANTOS, J. E. **Dicionário de derivativos**. Atlas, 1997.

SANVICENTE, A. Z.; SANCHES, F. A. M. Viés de seleção na análise de desempenho de ações no mercado brasileiro. **Revista de Administração**, São Paulo v. 37, n. 2, p. 38-45, abril/junho 2002.

SHARPE, W.; “Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement”, **Journal of Portfolio Management**, n.18, p. 7-19, 1992.

THINKFINANCE. Disponível em: <www.thinkfinance.com>. Acesso em: 05 abr. 2009.

UNICAMP. Disponível em: <www.unicamp.br>. Acesso em: 05 abr. 2009.

VARGA, G.; "**Classes de Ativos no Brasil**" Disponível em: <www.fce.com.br/gv>. 2002.

VARGA, G. WENGERT, M. “**Riscos comuns em fundos de investimentos**” em Gestão de riscos no Brasil organizado por VARGA, G. e DUARTE, A., Keyword Editora, 2003.

ZENTGRAF, R. **A Moderna Gestão de Investimentos**: avaliação da performance dos fundos mútuos de ações brasileiros no período de julho de 1990 a junho de 1995. Dissertação (Mestrado). Niterói: Universidade Federal Fluminense, 1996.

APÊNDICES

Apêndice (1) Nomes dos fundos	
Fundos com renda variável e alavancagem (2002-2007) ANBID	
AAA ALLOCATION FIC FI MULTIMERCADO	GAP HEDGE FI MULTIMERCADO
ABN AMRO AS FIQ FI MULT MORRO DAS PEDRAS	GAP MULTI PORTIFOLIO FI MULTIMERCADO
ABN AMRO AS FIQ FI MULTIMERCADO JOBNET	GOLFINHOS FIC MULTIMERCADO
ABN AMRO AS FIQ FI MULTIMERCADO NEWTON	GOYA FI MULTIMERCADO
ABN AMRO AS FIQ FI MULTIMERCADO ONDINA	GRAN MULTIMERCADO FICFI
ABN AMRO FI MULTIMERCADO RISK	GS ALLOCATION HEDGE FI MULTIMERCADO
ABN AMRO FI MULTIMERCADO SKY	HEDGING GRIFFO VERDE FIC FI MULTIMERCADO
ABN AMRO FIQFI MULTIMERCADO RISK PRIVATE	HG ALL CLARITAS HEDGE FIC MULTIMERCADO
ABN AMROFIQ FI MULTIMERCADO SKY HEDGE	HG ALL MANAGER MULTIP FIC MULTIMERCADO
ALFA INVESTOR 39 FI MULT IQ	HG CARTEIRA ADM REAL FI MULTIMERCADO
ARX HEDGE FI MULTIMERCADO	HG CELI FIC MULTIMERCADO
ATICO HEDGE FI MULTIMERCADO	HG CENTAURUS FIC MULTIMERCADO
BANIF PRIMUS FI MULTIMERCADO DINAMICO	HG DIAMOND FIC MULTIMERCADO
BBM HIGH YIELD 1 FI MULTIMERCADO	HG STAR FI MULTIMERCADO
BBM PRIVATE FIC FI MULTIMERCADO	HG TOP FI MULTIMERCADO
BLOSSOM FIC MULTIMERCADO	HG TRISTAR FIC MULTIMERCADO
BNP PARIBAS ASTRA FIC DE FI MULTIM	HG VERDE 14 FIC MULTIMERCADO
BNP PARIBAS HEDGE FI MULTIM	HSBC FICFI MULTIMERCADO AQUAMARINE
BRADESCO FI MULTIMERCADO SCORE	HUMMER FIC DE FI MULTIMERCADO
BRADESCO FIC DE FI MULTIMERCADO MAIS	ITAU INSTITUCIONAL DERIVATIVOS MULT FI
BRADESCO FIC FI MULTIM MULTIPERFORMANCE	ITAU K2 MULTIMERCADO FI
CA MULTI MANAGER FIC FI MULTIMERCADO	ITAU PRIVATE LAMBALI MULTIMERCADO FICFI
CETRA FIC FI MULTIMERCADO	ITAU SQ MULTIMERCADO FICFI
CLARITAS HEDGE FI MULTIMERCADO L PRAZO	JCTM ALLOCATION FUND MULTIM CR PRIV
COIN MODERADO FICFI MULTIMERCADO	JGP HEDGE FI MULTIMERCADO
COIN MULTI MANAGER FICFI MULTIMERCADO	KENMORE MULTIMERCADO FICFI
CONCORDIA MULTIMERCADO FI	LAREN MULTIMERCADO FICFI
CR2 HEDGE FI MULTIMERCADO	LEP MULTIMERCADO FICFI
CREDIT AGRICOLE MAGNO FI MULTIMERCADO	LWP FICFI FATOR MULTIMERCADO
CREDIT SUISSE HIGH YIELD FI MULTIM LP	MANDARIM ADVANCED 14 FI MULTIMERCADO
CRUZEIRO DO SUL MULTIMERCADO FICFI	MELLON HEDGE FI MULTIMERCADO
DIRECIONAL FI MULTIMERCADO	MERCATTO DIFERENCIAL MULT LP FI
ELECTRA ALLOCATION FUND FIC MULTIM CPRIV	NOBEL ADVANCED AGGR FI MULTIMERCADO
FI FATOR EXTRA MULTIMERCADO	NOBEL ALLOCATION FIC FI MULTIMERCADO
FI FATOR HEDGE MULTIMERCADO	OPPORTUNITY MARKET FI MULTIMERCADO
FI MULTIMERCADO PACTUAL ARBITRAGEM	PORTFOLIO IB MULTIMERCADO FI
FI MULTIMERCADO PACTUAL HEDGE	PORTO SEGURO FIC MULTIMERCADO FI
FI MULTIMERCADO PACTUAL HEDGE PLUS	PRIVATE ALBER INVEST MULTI FICFI
FIBRA CSN INV PLUS MULTICARTEIRA FIF	PRIVATE BIG VALLEY MULTIMERCADO FICFI
FIC DE FI ALLSTOM MULTI	PRIVATE EVERBLUE MULTIMERCADO FICFI
FIC DE FI ATLANTA MULTIMERCADO	PRIVATE IZA MULTIMERCADO FICFI
FIC DE FI BOYLSTON MULTIMERCADO	PRIVATE JABURU MULTIMERCADO FICFI
FIC DE FI BRIGHTON MULTIMERCADO	PRIVATE PORTIFOLIO IB MULTIMERCADO FIC DE FI
FIC DE FI BROOKLINE MULTI	PRIVATE SOLIDEZ MULTIMERCADO FICFI
FIC DE FI CEDRO MULTIMERCADO	PRIVATE TUDOR MULTIMERCADO FICFI
FIC DE FI CLARENDON MULTIMERCADO	QUANT IB MULTIMERCADO FI
FIC DE FI ECTRO MULTIMERCADO	REAL FIQFI MULTIMERCADO RISK
FIC DE FI ROXBURY MULTIMERCADO	REAL FIQFI MULTIMERCADO RISK VAN GOGH
FIC DE FI SOMERVILLE MULTIMERCADO	RUDRIC MULTIMERCADO FICFI
FIC DE FI STAR SINGLE MULTIMERCADO	SANTANDER FI SUPER GESTAO MULTIMERCADO
FIC FI MULTIMERCADO PB KYMA	SDA HEDGE FI MULTIMERCADO
FIC FI SANT MULT FUND OF FUNDS MODERADO	SL AGRESSIVO FIC FI MULTIMERCADO
FIC LIDERANCA MULTIMERCADO	SL MODERADO FIC FI MULTIMERCADO
FIC OUTSOURCER MULTIMERCADO CRED PRIV	SLW VOLATILIDADE FI MULTIMERCADO
FICFI MULTIMERCADO FITA AZUL	STRATEGY IB MULTIMERCADO FI
FICFI MULTIMERCADO GOLF	SUL AMERICA DINAMICO FI MULTIMERCADO
FICFI MULTIMERCADO LEO	SULAMERICA FOCUS FDO DE FDO FICFI MULTI
FICFI MULTIMERCADO SR	TECLA FIC DE FI MULTIM
FICFI MULTIMERCADO TARGET II	THESEUS FIC DE FI MULTIMERCADO
FIGO MULTIMERCADO FICFI	TWINS MULTIMERCADO FICFI
FLAMBOYANT MULTIMERCADO FICFI	UNICLASSGESTOR PLUS FICFI MULTIMERCADO
FUND FIC MULTIMERCADO	UNIFUND PERFORMANCE FIC FI MULTIMERCADO
FUND OF FUNDS IB MULTIMERCADO FIC	VENUS ATIVUS FICFI MULTIMERCADO
GAP ABSOLUTO FDO DE INVEST MULTIMERCADO	VERTICAL HEDGE FDO DE INV MULTIMERCADO

Apêndice (2) Retorno dos fundos							
Fundos de Investimento em Cotas	2002-2003	2004-2007	2002-2007	FUNDOS DE INVESTIMENTOS	2002-2003	2004-2007	2002-2007
HG VERDE 14 FIC MULTIMERCADO	29,13%	17,52%	21,27%	HG CARTEIRA ADM REAL FI MULTIMERCADO	20,38%	16,13%	17,53%
HEDGING GRIFFO VERDE FIC FI MULTIMERCADO	21,29%	15,23%	17,21%	HG STAR FI MULTIMERCADO	28,82%	16,72%	20,62%
AAA ALLOCATION FIC FI MULTIMERCADO	38,07%	14,91%	22,16%	CLARITASH HEDGE FI MULTIMERCADO L PRAZO	21,75%	15,83%	17,77%
HG CENTAURIUS FIC MULTIMERCADO	20,52%	15,74%	17,32%	FI MULTIMERCADO PACTUAL HEDGE PLUS	22,98%	15,60%	18,01%
HG TRISTAR FIC MULTIMERCADO	24,50%	14,95%	18,05%	HG TOP FI MULTIMERCADO	19,74%	16,55%	17,60%
HG CEU FIC MULTIMERCADO	19,16%	15,27%	16,55%	JGP HEDGE FI MULTIMERCADO	23,32%	11,47%	15,29%
RCFI MULTIMERCADO SR	21,36%	15,02%	17,10%	MIFCATTO DIFERENCIAL MULT LP FI	25,56%	15,55%	18,80%
HG ALL CLARITASH HEDGE FIC MULTIMERCADO	21,34%	14,42%	16,68%	MELLON HEDGE FI MULTIMERCADO	20,79%	16,66%	18,02%
HG DIAMOND FIC MULTIMERCADO	21,86%	15,72%	17,73%	ABN AMRO FI MULTIMERCADO SKY	23,66%	15,88%	18,42%
RCFI MULTIMERCADO TARGET II	23,00%	15,21%	17,75%	FI MULTIMERCADO PACTUAL AFBI TRAGEM	38,02%	17,72%	24,13%
RCFI MULTIMERCADO GOLF	22,05%	15,32%	17,52%	NOBEL ADVANCED AGGR FI MULTIMERCADO	33,53%	13,68%	19,94%
PRIVATEIZA MULTIMERCADO FICFI	23,65%	15,18%	17,94%	SLW VOLATILIDADE FI MULTIMERCADO	19,57%	15,08%	16,55%
ABN AMRO AS FI Q FI MULTIMERCADO JOBNET	19,96%	15,81%	17,18%	FI FATOR HEDGE MULTIMERCADO	21,07%	18,61%	19,42%
HG ALL MANAGER MULTI P FIC MULTIMERCADO	23,02%	15,34%	17,84%	CRZ HEDGE FI MULTIMERCADO	22,24%	15,36%	17,61%
RC OUTSOURCER MULTIMERCADO QFED PRI V	21,94%	14,30%	16,79%	OPPORTUNITY MARKET FI MULTIMERCADO	21,40%	16,40%	18,04%
RCFI MULTIMERCADO LEO	23,13%	15,11%	17,73%	GAP HEDGE FI MULTIMERCADO	24,41%	17,93%	20,05%
RUDRIC MULTIMERCADO FICFI	22,17%	17,94%	19,33%	SUL AMERICA DINAMICO FI MULTIMERCADO	24,85%	17,95%	20,21%
THESEUS FIC DEFI MULTIMERCADO	22,27%	15,14%	17,47%	CREDIT SUISSE HIGH YIELD FI MULTIM LP	21,95%	16,25%	18,12%
SL AGRESS VO FIC FI MULTIMERCADO	23,98%	15,70%	18,40%	BBM HIGH YIELD 1 FI MULTIMERCADO	29,92%	21,20%	24,04%
RIGO MULTIMERCADO FICFI	26,26%	16,16%	19,44%	STRATEGY B MULTIMERCADO FI	23,88%	15,36%	18,13%
SUL AMERICA FOCUS FDO DE FDO FICFI MULTI	22,22%	15,55%	17,73%	BRADESCO FI MULTIMERCADO SCOPE	24,91%	17,18%	19,70%
FUND OF FUNDS IB MULTIMERCADO FIC	22,10%	16,13%	18,08%	FI MULTIMERCADO PACTUAL HEDGE	15,21%	14,91%	15,01%
RCFI MULTIMERCADO FITA AZUL	20,75%	14,60%	16,62%	GS ALLOCATION HEDGE FI MULTIMERCADO	23,03%	15,72%	18,11%
HSBC FICFI MULTIMERCADO AQUAMARINE	21,16%	15,88%	17,61%	FI FATOR EXTRA MULTIMERCADO	51,21%	25,57%	33,59%
HUMMER FIC DEFI MULTIMERCADO	22,68%	16,67%	18,64%	BNP PARIBAS HEDGE FI MULTIM	46,45%	24,67%	31,54%
ITAU SQ MULTIMERCADO FICFI	21,51%	17,32%	18,70%	ARX HEDGE FI MULTIMERCADO	31,57%	18,91%	22,99%
RC DEFI BOYLSTON MULTIMERCADO	22,25%	15,19%	17,50%	SANTANDER FI SUPER GESTAO MULTIMERCADO	21,69%	15,98%	17,85%
CRUZBRO DO SUL MULTIMERCADO FICFI	21,60%	16,12%	17,92%	ITAU INSTITUCIONAL DERIVATIVOS MULT FI	19,93%	14,40%	16,21%
RCFI SANT MULT FUND OF FUNDS MODERADO	22,35%	16,74%	18,58%	QUANTIB MULTIMERCADO FI	27,45%	18,84%	21,64%
RC DEFI ROXBURY MULTIMERCADO	23,36%	17,01%	19,09%	ALFA INVESTOR 39 FI MULTIQ	28,61%	17,10%	20,81%
RC DEFI ECTRO MULTIMERCADO	21,24%	15,73%	17,54%	VERTICAL HEDGE FDO DE INV MULTIMERCADO	25,06%	19,04%	21,01%
RCFI MULTIMERCADO PB KYMA	29,06%	17,82%	21,45%	DIRECIONAL FI MULTIMERCADO	27,65%	16,60%	20,17%
PRIVATE JABURU MULTIMERCADO FICFI	25,74%	16,80%	19,71%	ATICO HEDGE FI MULTIMERCADO	24,35%	17,54%	19,77%
NOBEL ALLOCATION FIC FI MULTIMERCADO	25,13%	21,03%	22,38%	ABN AMRO FI MULTIMERCADO RISK	22,29%	14,86%	17,29%
RC DEFI ATLANTA MULTIMERCADO	29,76%	17,31%	21,32%	PORTFOLIO IB MULTIMERCADO FI	21,68%	15,91%	17,80%
SL MODERADO FIC FI MULTIMERCADO	26,97%	22,88%	24,23%	CREDIT AGRICOLE MAGNO FI MULTIMERCADO	24,06%	15,08%	18,00%
TECLA FIC DEFI MULTIM	30,59%	20,31%	23,64%	ITAU K2 MULTIMERCADO FI	26,60%	16,91%	20,05%
RC DEFI BROOKLINE MULTI	28,77%	16,23%	20,27%	BANIF PRIMUS FI MULTIMERCADO DINAMICO	26,27%	14,73%	18,46%
ABN AMRO AS FI Q FI MULTIMERCADO ONDINA	22,38%	15,77%	17,93%	GOYA FI MULTIMERCADO	25,41%	16,62%	19,48%
BRADESCO FICFI MULTIM MULTIPERFORMANCE	21,34%	15,48%	17,40%	FBPA CSN INV PLUS MULTI CARTEIRA FIF	24,32%	14,51%	17,69%
FLAMBOYANT MULTIMERCADO FICFI	26,24%	16,58%	19,72%	Média Aritmética dos Retornos	25,64%	16,78%	19,64%
RC DEFI STAR SINGLE MULTIMERCADO	20,72%	15,24%	17,04%				
GETRA FICFI MULTIMERCADO	45,44%	25,24%	31,64%				
BNP PARIBAS ASIRA FIC DEFI MULTIM	38,02%	17,69%	24,11%				
BLOSSOM FIC MULTIMERCADO	28,31%	18,21%	21,48%				
RC DEFI BRIGHTON MULTIMERCADO	36,64%	20,60%	25,73%				
COIN MULTI MANAGER FICFI MULTIMERCADO	41,40%	22,43%	28,45%				
RC DEFI CLARENDON MULTIMERCADO	32,39%	19,80%	23,85%				
LAFEN MULTIMERCADO FICFI	40,32%	21,11%	27,20%				
RC LIDERANCA MULTIMERCADO	45,77%	25,22%	31,72%				
PRIVATE TUDOR MULTIMERCADO FICFI	25,92%	16,55%	19,59%				
BRADESCO FIC DEFI MULTIMERCADO MAIS	23,40%	17,63%	19,52%				
RC DEFI SOMERVILLE MULTIMERCADO	21,34%	15,58%	17,47%				
RC DEFI ALLSTON MULTI	23,61%	17,42%	19,45%				
ITAU PRIVATE LAM BALI MULTIMERCADO FICFI	20,92%	15,32%	17,15%				
FUND FIC MULTIMERCADO	22,24%	15,35%	17,60%				
ABN AMRO AS FI Q FI MULTIMERCADO NEWTON	20,98%	14,88%	16,88%				
PRIVATE BIG VALLEY MULTIMERCADO FICFI	24,73%	15,41%	18,44%				
ABN AMRO AS FI Q FI MULTIMERCADO MORFO DAS PEDRAS	19,41%	14,38%	16,03%				
CA MULTI MANAGER FICFI MULTIMERCADO	20,41%	13,25%	15,59%				
KENMORE MULTIMERCADO FICFI	18,72%	16,55%	17,27%				
ABN AMRO RQ FI MULTIMERCADO SKY HEDGE	20,21%	15,38%	16,97%				
GOLFINHOS FIC MULTIMERCADO	28,21%	19,47%	22,31%				
PRIVATE PORTFOLIO IB MULTIMERCADO FIC DEFI	23,31%	16,09%	18,45%				
VENUSATIVUS FICFI MULTIMERCADO	22,04%	14,62%	17,04%				
PRIVATE EVERBLUE MULTIMERCADO FICFI	21,14%	15,77%	17,54%				
UNICLASSGESTOR PLUS FICFI MULTIMERCADO	17,73%	13,82%	15,11%				
LWP FICFI FATOR MULTIMERCADO	19,18%	15,21%	16,52%				
COIN MODERADO FICFI MULTIMERCADO	27,09%	18,37%	21,21%				
BBM PRIVATE FICFI MULTIMERCADO	26,57%	18,18%	20,91%				
RC DEFI CEDRO MULTIMERCADO	21,36%	16,92%	18,38%				
ABN AMRO RQFI MULTIMERCADO RISK PRIVATE	25,12%	17,33%	19,87%				
REAL FICFI MULTIMERCADO RISK VAN GOGH	23,11%	15,95%	18,29%				
UNIFUND PERFORMANCE RCFI MULTIMERCADO	26,21%	18,53%	21,04%				
PORTO SEGURO FIC MULTIMERCADO FI	21,69%	14,58%	16,90%				
PRIVATE ALBER INVEST MULTI FICFI	22,18%	13,54%	16,35%				
REAL FICFI MULTIMERCADO RISK	20,83%	15,10%	16,98%				
Média Aritmética dos Retornos	24,84%	16,67%	19,32%				

Apêndice (3) Índice Sharpe dos FICs			
Fundos de investimento em cotas	2002-2007	2002-2003	2004-2007
AAA ALLOCATION FIC FI MULTIMERCADO	0,749395058	0,570348546	0,010111384
ABN AMRO AS FIQ FI MULT MORRO DAS PEDRAS	0,002443468	0,00153342	0,00036648
ABN AMRO AS FIQ FI MULTIMERCADO JOBNET	0,238338572	0,162708813	0,023507773
ABN AMRO AS FIQ FI MULTIMERCADO NEWTON	0,026459371	0,015939451	0,003975745
ABN AMRO AS FIQ FI MULTIMERCADO ONDINA	0,02884972	0,020620155	0,003975988
ABN AMRO FIQFI MULTIMERCADO RISK PRIVATE	0,107888388	0,059499302	0,017145376
ABN AMROFIQ FI MULTIMERCADO SKY HEDGE	0,00123768	0,000753068	0,000186609
BBM PRIVATE FIC FI MULTIMERCADO	1,924355863	1,278926388	0,285625895
BLOSSOM FIC MULTIMERCADO	0,024932615	0,015827455	0,003613045
BNP PARIBAS ASTRA FIC DE FI MULTIM	2,875235358	1,928577163	0,411364494
BRADESCO FIC DE FI MULTIMERCADO MAIS	1,090432598	0,694943619	0,16091747
BRADESCO FIC FI MULTIM MULTIPERFORMANCE	0,00824736	0,005442297	0,001172962
CA MULTI MANAGER FIC FI MULTIMERCADO	0,223087698	0,134802383	0,033560444
CETRA FIC FI MULTIMERCADO	0,028463218	0,018579234	0,004071788
COIN MODERADO FICFI MULTIMERCADO	2,344820752	1,473687921	0,347743117
COIN MULTI MANAGER FICFI MULTIMERCADO	1,096586883	0,715571601	0,153576027
CRUZEIRO DO SUL MULTIMERCADO FICFI	0,261037515	0,167713743	0,035847115
FIC DE FI ALLSTOM MULTI	0,026074855	0,017355859	0,003803142
FIC DE FI ATLANTA MULTIMERCADO	0,023548928	0,015863562	0,003269138
FIC DE FI BOYLSTON MULTIMERCADO	0,025878235	0,019088439	0,003434097
FIC DE FI BRIGHTON MULTIMERCADO	0,02677294	0,017421426	0,003847963
FIC DE FI BROOKLINE MULTI	0,02589477	0,016431538	0,003704456
FIC DE FI CEDRO MULTIMERCADO	0,02387838	0,014924641	0,003576174
FIC DE FI CLARENDON MULTIMERCADO	0,021473405	0,013216647	0,003165615
FIC DE FI ELECTRO MULTIMERCADO	0,030274941	0,019200862	0,004224799
FIC DE FI ROXBURY MULTIMERCADO	0,028599079	0,01763252	0,004084077
FIC DE FI SOMERVILLE MULTIMERCADO	0,026631526	0,017300972	0,003809545
FIC DE FI STAR SINGLE MULTIMERCADO	0,024833637	0,015538316	0,003548898
FIC FI MULTIMERCADO PB KYMA	0,026749404	0,016692267	0,003717405
FIC FI SANT MULT FUND OF FUNDS MODERADO	0,171814095	0,117173647	0,022810017
FIC LIDERANCA MULTIMERCADO	2,705172242	1,653084796	0,4035819
FIC OUTSOURCER MULTIMERCADO CRED PRIV	0,028183671	0,021815089	0,003412992
FICFI MULTIMERCADO FITA AZUL	2,607708401	1,616986933	0,344911192
FICFI MULTIMERCADO GOLF	2,547623007	1,779139059	0,310251316
FICFI MULTIMERCADO LEO	2,673553829	2,028915003	0,311142204
FICFI MULTIMERCADO SR	1,966407819	1,132115426	0,219291049
FICFI MULTIMERCADO TARGET II	0,00099875	0,000750856	0,000109197
FIGO MULTIMERCADO FICFI	0,057235153	0,047412222	0,007300603

FLAMBOYANT MULTIMERCADO FICFI	0,253766753	0,165369144	0,035977569
FUND FIC MULTIMERCADO	0,015252613	0,009641769	0,002295671
FUND OF FUNDS IB MULTIMERCADO FIC	0,025849841	0,017896101	0,003311446
GOLFINHOS FIC MULTIMERCADO	0,031751719	0,019469703	0,00478796
HEDGING GRIFFO VERDE FIC FI MULTIMERCADO	0,534530417	0,44382279	0,043266061
HG ALL CLARITAS HEDGE FIC MULTIMERCADO	1,66429962	1,348089374	0,155097153
HG ALL MANAGER MULTIP FIC MULTIMERCADO	2,65508295	1,937628512	0,327287306
HG CELI FIC MULTIMERCADO	2,288388002	1,853269381	0,223807087
HG CENTAURUS FIC MULTIMERCADO	0,270313866	0,213171133	0,024815824
HG DIAMOND FIC MULTIMERCADO	2,821007343	2,258809819	0,301090742
HG TRISTAR FIC MULTIMERCADO	2,842447519	2,451771996	0,272131641
HG VERDE 14 FIC MULTIMERCADO	3,352364787	2,774685475	0,269973064
HSBC FICFI MULTIMERCADO AQUAMARINE	0,021979501	0,014882438	0,002807853
HUMMER FIC DE FI MULTIMERCADO	0,201467612	0,135198648	0,026605442
ITAU PRIVATE LAMBALI MULTIMERCADO FICFI	0,285889221	0,181395521	0,041820849
ITAU SQ MULTIMERCADO FICFI	0,025407722	0,016914125	0,003444808
KENMORE MULTIMERCADO FICFI	0,02796373	0,017029468	0,004156868
LAREN MULTIMERCADO FICFI	0,001976754	0,001281209	0,000286758
LWP FICFI FATOR MULTIMERCADO	0,00272151	0,001703107	0,000410544
NOBEL ALLOCATION FIC FI MULTIMERCADO	0,005556321	0,003777769	0,000750633
PORTO SEGURO FIC MULTIMERCADO FI	0,000520118	0,000306133	8,24924E-05
PRIVATE ALBER INVEST MULTI FICFI	0,242450061	0,136559521	0,038254796
PRIVATE BIG VALLEY MULTIMERCADO FICFI	0,285058953	0,166642141	0,043178932
PRIVATE EVERBLUE MULTIMERCADO FICFI	0,260142437	0,154149669	0,040133082
PRIVATE IZA MULTIMERCADO FICFI	0,946097799	0,703202287	0,109792304
PRIVATE JABURU MULTIMERCADO FICFI	0,280363513	0,182658549	0,039435387
PRIVATE PORTIFOLIO IB MULTIMER FIC DE FI	0,462499117	0,292195172	0,069485432
PRIVATE TUDOR MULTIMERCADO FICFI	0,220981456	0,135557935	0,032085458
REAL FIQFI MULTIMERCADO RISK	0,154490593	0,079038243	0,026152452
REAL FIQFI MULTIMERCADO RISK VAN GOGH	0,199617534	0,110624981	0,031754004
RUDRIC MULTIMERCADO FICFI	0,08505358	0,060904746	0,010426239
SL AGRESSIVO FIC FI MULTIMERCADO	0,002128067	0,00154312	0,000256647
SL MODERADO FIC FI MULTIMERCADO	0,002153429	0,001354355	0,000308571
SULAMERICA FOCUS FDO DE FDO FICFI MULTI	0,276704396	0,181389135	0,03626575
TECLA FIC DE FI MULTIM	0,026655691	0,017371028	0,003690912
THESEUS FIC DE FI MULTIMERCADO	0,272655468	0,179665256	0,032573222
UNICLASSGESTOR PLUS FICFI MULTIMERCADO	0,781028745	0,499633685	0,113480629
UNIFUND PERFORMANCE FIC FI MULTIMERCADO	1,157265457	0,761411122	0,175133986
VENUS ATIVUS FICFI MULTIMERCADO	2,334797551	1,461504598	0,353646951
IS MÉDIO	0,641815597	0,452663036	0,078753507

Apêndice (4) Índice Sharpe dos FI			
Fundos de Investimento	2002-2007	2002-2003	2004-2007
ABN AMRO FI MULTIMERCADO RISK	0,000155	-0,00176	7,16E-06
ABN AMRO FI MULTIMERCADO SKY	0,000463	0,003306	0,000447
ALFA INVESTOR 39 FI MULT IQ	6,28E-05	0,000376	0,000411
ARX HEDGE FI MULTIMERCADO	0,011977	0,118139	0,000402
ATICO HEDGE FI MULTIMERCADO	7,13E-08	-1,4E-06	0,00044
BANIF PRIMUS FI MULTIMERCADO DINAM	-0,01666	0,058797	0,000249
BBM HIGH YIELD 1 FI MULTIMERCADO	0,004365	0,047117	0,0004
BNP PARIBAS HEDGE FI MULTIM	0,009533	-0,01077	0,000444
BRADERCO FI MULTIMERCADO SCORE	0,016024	0,128107	0,000413
CLARITAS HEDGE FI MULTIMERCADO L P	0,045515	0,330118	0,000487
CR2 HEDGE FI MULTIMERCADO	0,041379	0,455724	0,000329
CREDIT AGRICOLE MAGNO FI MULTIMERC	-0,00136	-0,00867	0,000382
CREDIT SUISSE HIGH YIELD FI MULTIM LP	0,012203	0,001729	0,000524
DIRECIONAL FI MULTIMERCADO	0,0047	0,072787	0,000393
FI FATOR EXTRA MULTIMERCADO	0,004974	0,010007	0,000434
FI FATOR HEDGE MULTIMERCADO	0,046298	0,203958	0,000496
FI MULTIMERCADO PACTUAL ARBITRAGE	0,034423	0,173249	0,000497
FI MULTIMERCADO PACTUAL HEDGE	0,003369	0,014659	0,000428
FI MULTIMERCADO PACTUAL HEDGE PLU	0,045807	0,238105	0,000638
FIBRA CSN INV PLUS MULTICARTEIRA FIF	0,01488	0,16668	0,000393
GAP HEDGE FI MULTIMERCADO	1,08E-05	6,13E-05	0,000465
GOYA FI MULTIMERCADO	-0,05286	-0,51145	0,000376
GS ALLOCATION HEDGE FI MULTIMERCAD	0,013362	0,127782	0,000407
HG CARTEIRA ADM REAL FI MULTIMERCA	0,062394	0,387362	0,000845
HG STAR FI MULTIMERCADO	0,077572	0,47876	0,000801
HG TOP FI MULTIMERCADO	0,01875	0,114964	0,000537
ITAU INSTITUCIONAL DERIVATIVOS MULT	0,004049	0,01889	0,000417
ITAU K2 MULTIMERCADO FI	-6,5E-06	-2,1E-05	0,000356
JGP HEDGE FI MULTIMERCADO	0,000319	0,001694	0,000534
MELLON HEDGE FI MULTIMERCADO	0,025352	0,183715	0,000462
MERCATTO DIFERENCIAL MULT LP FI	0,028498	0,130716	0,000543
NOBEL ADVANCED AGGR FI MULTIMERCA	0,000154	0,001154	0,000442
OPPORTUNITY MARKET FI MULTIMERCAD	0,008082	0,038015	0,00048
PORTFOLIO IB MULTIMERCADO FI	-2,7E-06	0,000213	0,000374
QUANT IB MULTIMERCADO FI	9,11E-05	0,000457	0,000414
SANTANDER FI SUPER GESTAO MULTIME	0,006307	0,092718	0,000382
SLW VOLATILIDADE FI MULTIMERCADO	0,037365	0,259412	0,000454
STRATEGY IB MULTIMERCADO FI	4,85E-05	0,000643	0,000369
SUL AMERICA DINAMICO FI MULTIMERCA	0,012285	0,080473	0,000443
VERTICAL HEDGE FDO DE INV MULTIMER	0,005704	0,162827	0,00036
IS MÉDIO	0,01314	0,089251	0,000442

Apêndice (5) PL dos fundos e crescimento bruto			
Fundos	31/12/2001	31/12/2007	CRESCIMENTO BRUTO
AAA ALLOCATION FIC FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 4.602.763,51	R\$ 47.681.182,99	222%
ABN AMRO AS FIQ FI MULT MORRO DAS PEDRAS - PL	R\$ 14.118.060,51	R\$ 13.292.838,86	-3%
ABN AMRO AS FIQ FI MULTIMERCADO JOBNET - PL	R\$ 11.993.756,68	R\$ 18.713.832,76	25%
ABN AMRO AS FIQ FI MULTIMERCADO NEWTON - PL	R\$ 6.651.807,10	R\$ 3.348.269,11	-29%
ABN AMRO AS FIQ FI MULTIMERCADO ONDINA - PL	R\$ 15.782.973,82	R\$ 57.044.407,96	90%
ABN AMRO FI MULTIMERCADO RISK - PL	R\$ 214.735.661,57	R\$ 168.644.517,10	-11%
ABN AMRO FI MULTIMERCADO SKY - PL	R\$ 5.736.673,56	R\$ 919.214.472,41	1166%
ABN AMRO FIQFI MULTIMERCADO RISK PRIVATE - PL	R\$ 4.597.784,33	R\$ 13.476.854,62	71%
ABN AMROFIQ FI MULTIMERCADO SKY HEDGE - PL	R\$ 155.941.817,74	R\$ 188.771.310,06	10%
ALFA INVESTOR 39 FI MULT IQ - PL	R\$ 17.516.145,68	R\$ 72.294.424,79	103%
ARX HEDGE FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 6.448.651,91	R\$ 62.452.532,75	211%
ATICO HEDGE FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 32.995.597,74	R\$ 26.007.097,60	-11%
BANIF PRIMUS FI MULTIMERCADO DINAMICO - PL	R\$ 4.202.965,16	R\$ 966.278,44	-52%
BBM HIGH YIELD 1 FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 67.773.955,64	R\$ 401.837.926,70	143%
BBM PRIVATE FIC FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 5.887.930,04	R\$ 45.732.411,12	179%
BLOSSOM FIC MULTIMERCADO - PL	R\$ 3.013.367,99	R\$ 10.315.921,93	85%
BNP PARIBAS ASTRA FIC DE FI MULTIM - PL	R\$ 5.784.517,02	R\$ 9.266.400,71	27%
BNP PARIBAS HEDGE FI MULTIM - PL	R\$ 41.581.730,53	R\$ 840.578.665,17	350%
BRADESCO FI MULTIMERCADO SCORE - PL	R\$ 15.111.502,06	R\$ 21.467.445,40	19%
BRADESCO FIC DE FI MULTIMERCADO MAIS - PL	R\$ 200.092.731,28	R\$ 102.209.474,76	-29%
BRADESCO FIC FI MULTIM MULTIPERFORMANCE - PL	R\$ 46.760.856,87	R\$ 57.664.940,97	11%
CA MULTI MANAGER FIC FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 5.982.947,46	R\$ 99.927.141,82	309%
CETRA FIC FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 6.162.041,55	R\$ 9.642.930,98	25%
CLARITAS HEDGE FI MULTIMERCADO L PRAZO - PL	R\$ 48.821.220,96	R\$ 59.332.049,33	10%
COIN MODERADO FICFI MULTIMERCADO - PL	R\$ 12.633.214,35	R\$ 1.475.041,70	-66%
COIN MULTI MANAGER FICFI MULTIMERCADO - PL	R\$ 2.304.666,20	R\$ 28.886.273,33	254%
CONCORDIA MULTIMERCADO FI - PL		R\$ 98.687.639,37	N
CR2 HEDGE FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 1.330.589,47	R\$ 3.756.874,69	68%
CREDIT AGRICOLE MAGNO FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 8.924.160,57	R\$ 40.238.138,30	112%
CREDIT SUISSE HIGH YIELD FI MULTIM LP - PL	R\$ 15.919.741,46	R\$ 319.309.145,74	348%
CRUZEIRO DO SUL MULTIMERCADO FICFI - PL	R\$ 10.273.037,54	R\$ 4.440.016,57	-34%
DIRECIONAL FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 21.054.416,95	R\$ 17.517.251,31	-9%
ELECTRA ALLOCATION FUND FIC MULTIM CPRIV - PL		R\$ 14.717.274,69	N
FI FATOR EXTRA MULTIMERCADO - PL	R\$ 70.545.386,26	R\$ 96.239.206,07	17%
FI FATOR HEDGE MULTIMERCADO - PL	R\$ 5.447.272,66	R\$ 584.678.898,93	936%
FI MULTIMERCADO PACTUAL ARBITRAGEM - PL	R\$ 92.006.083,76	R\$ 465.358.885,32	125%
FI MULTIMERCADO PACTUAL HEDGE - PL	R\$ 838.501.649,55	R\$ 4.098.596.436,12	121%
FI MULTIMERCADO PACTUAL HEDGE PLUS - PL	R\$ 122.585.655,85	R\$ 301.844.401,32	57%
FIBRA CSN INV PLUS MULTICARTEIRA FIF - PL	R\$ 4.122.361,86	R\$ 50.929.792,86	251%
FIC DE FI ALLSTOM MULTI - PL	R\$ 19.581.668,06	R\$ 78.929.480,31	101%
FIC DE FI ATLANTA MULTIMERCADO - PL	R\$ 22.755.224,72	R\$ 14.544.965,45	-20%
FIC DE FI BOYLSTON MULTIMERCADO - PL	R\$ 4.160.190,29	R\$ 1.595.422,67	-38%
FIC DE FI BRIGHTON MULTIMERCADO - PL	R\$ 15.761.668,53	R\$ 21.629.520,99	17%
FIC DE FI BROOKLINE MULTI - PL	R\$ 16.885.225,02	R\$ 50.650.023,75	73%
FIC DE FI CEDRO MULTIMERCADO - PL	R\$ 15.620.992,40	R\$ 4.564.443,67	-46%
FIC DE FI CLARENDON MULTIMERCADO - PL	R\$ 14.494.138,07	R\$ 26.018.961,36	34%
FIC DE FI ELECTRO MULTIMERCADO - PL	R\$ 8.144.922,84	R\$ 5.729.848,60	-16%
FIC DE FI ROXBURY MULTIMERCADO - PL	R\$ 5.857.658,64	R\$ 1.279.308,73	-53%
FIC DE FI SOMERVILLE MULTIMERCADO - PL	R\$ 12.309.947,03	R\$ 14.964.153,32	10%
FIC DE FI STAR SINGLE MULTIMERCADO - PL	R\$ 9.034.694,36	R\$ 14.663.099,06	27%
FIC FI MULTIMERCADO PB KYMA - PL	R\$ 1.665.525,71	R\$ 5.341.224,76	79%
FIC FI SANT MULT FUND OF FUNDS MODERADO - PL	R\$ 19.795.695,43	R\$ 328.537.200,13	307%
FIC LIDERANCA MULTIMERCADO - PL	R\$ 17.675.063,55	R\$ 16.074.267,40	-5%
FIC OUTSOURCER MULTIMERCADO CRED PRIV - PL	R\$ 9.331.888,10	R\$ 11.974.260,03	13%
FICFI MULTIMERCADO FITA AZUL - PL	R\$ 11.540.539,03	R\$ 8.570.420,09	-14%
FICFI MULTIMERCADO GOLF - PL	R\$ 4.407.644,01	R\$ 4.321.539,02	-1%
FICFI MULTIMERCADO LEO - PL	R\$ 1.031.034,96	R\$ 2.805.288,04	65%
FICFI MULTIMERCADO SR - PL	R\$ 6.943.464,76	R\$ 9.518.143,40	17%
FICFI MULTIMERCADO TARGET II - PL	R\$ 5.771.219,27	R\$ 15.287.417,43	63%
FIGO MULTIMERCADO FICFI - PL	R\$ 13.116.305,17	R\$ 52.711.742,88	100%
FLAMBOYANT MULTIMERCADO FICFI - PL	R\$ 22.829.337,53	R\$ 152.220.124,48	158%
FUND FIC MULTIMERCADO - PL	R\$ 121.688.714,02	R\$ 137.532.391,74	6%
FUND OF FUNDS IB MULTIMERCADO FIC - PL	R\$ 37.961.726,15	R\$ 398.357.424,75	224%
GAP ABSOLUTO FDO DE INVEST MULTIMERCADO - PL		R\$ 1.198.838.815,11	N
GAP HEDGE FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 82.544.968,27	R\$ 650.288.827,84	181%
GAP MULTIPORTFOLIO FI MULTIMERCADO - PL		R\$ 375.339.322,13	N

GOLFINHOS FIC MULTIMERCADO - PL	R\$ 12.769.236,55	R\$ 3.698.565,32	-46%
GOYA FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 13.458.045,76	R\$ 12.322.864,68	-4%
GRAN MULTIMERCADO FICFI - PL		R\$ 10.403.135,40	N
GS ALLOCATION HEDGE FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 610.631,78	R\$ 26.499.444,38	559%
HEDGING GRIFFO VERDE FIC FI MULTIMERCADO - P	R\$ 667.308.296,12	R\$ 1.977.317.541,06	72%
HG ALL CLARITAS HEDGE FIC MULTIMERCADO - PL	R\$ 4.164.511,81	R\$ 19.429.008,30	116%
HG ALL MANAGER MULTIP FIC MULTIMERCADO - PL	R\$ 10.008.678,13	R\$ 18.659.683,10	37%
HG CARTEIRA ADM REAL FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 42.345.119,57	R\$ 123.060.219,92	70%
HG CELI FIC MULTIMERCADO - PL	R\$ 2.649.001,22	R\$ 14.296.402,77	132%
HG CENTAURUS FIC MULTIMERCADO - PL	R\$ 2.137.396,62	R\$ 41.789.934,83	342%
HG DIAMOND FIC MULTIMERCADO - PL	R\$ 2.633.377,27	R\$ 13.968.701,85	130%
HG STAR FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 5.739.433,53	R\$ 56.301.501,59	213%
HG TOP FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 85.747.716,07	R\$ 551.924.043,54	154%
HG TRISTAR FIC MULTIMERCADO - PL	R\$ 2.782.858,02	R\$ 6.271.129,14	50%
HG VERDE 14 FIC MULTIMERCADO - PL	R\$ 1.100.372,28	R\$ 260.439.798,86	1438%
HSBC FICFI MULTIMERCADO AQUAMARINE - PL	R\$ 17.222.580,02	R\$ 314.198.840,26	327%
HUMMER FIC DE FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 11.613.650,33	R\$ 33.979.417,42	71%
ITAU INSTITUCIONAL DERIVATIVOS MULT FI - PL	R\$ 158.819.441,20	R\$ 96.086.752,22	-22%
ITAU K2 MULTIMERCADO FI - PL	R\$ 90.936.429,19	R\$ 463.715.552,88	126%
ITAU PRIVATE LAM BALI MULTIMERCADO FICFI - PL	R\$ 30.753.058,86	R\$ 111.049.119,24	90%
ITAU SQ MULTIMERCADO FICFI - PL	R\$ 22.022.453,51	R\$ 15.635.152,19	-16%
JCTM ALLOCATION FUND MULTIM CR PRIV - PL		R\$ 16.292.652,95	N
JGP HEDGE FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 237.356.905,30	R\$ 721.784.147,15	74%
KENMORE MULTIMERCADO FICFI - PL	R\$ 4.938.455,23	R\$ 10.570.896,64	46%
LAREN MULTIMERCADO FICFI - PL	R\$ 9.990.333,11	R\$ 38.549.083,57	96%
LEP MULTIMERCADO FICFI - PL		R\$ 71.567.148,55	N
LWP FICFI FATOR MULTIMERCADO - PL	R\$ 7.608.562,46	R\$ 13.715.345,02	34%
MANDARIM ADVANCED 14 FI MULTIMERCADO - PL		R\$ 1.612.432,47	N
MELLON HEDGE FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 28.665.838,06	R\$ 255.711.460,78	199%
MERCATTO DIFERENCIAL MULT LP FI - PL	R\$ 13.352.971,84	R\$ 201.379.346,82	288%
NOBEL ADVANCED AGGR FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 35.783.233,71	R\$ 152.899.635,97	107%
NOBEL ALLOCATION FIC FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 31.397.535,15	R\$ 9.643.620,67	-45%
OPPORTUNITY MARKET FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 76.097.456,33	R\$ 489.382.917,07	154%
PORTFOLIO IB MULTIMERCADO FI - PL	R\$ 255.997.621,31	R\$ 97.622.975,88	-38%
PORTO SEGURO FIC MULTIMERCADO FI - PL	R\$ 12.894.189,82	R\$ 22.528.647,68	32%
PRIVATE ALBER INVEST MULTI FICFI - PL	R\$ 4.750.239,75	R\$ 16.243.991,15	85%
PRIVATE BIG VALLEY MULTIMERCADO FICFI - PL	R\$ 4.744.299,00	R\$ 20.347.499,56	107%
PRIVATE EVERBLUE MULTIMERCADO FICFI - PL	R\$ 3.645.520,15	R\$ 6.971.037,22	38%
PRIVATE IZA MULTIMERCADO FICFI - PL	R\$ 20.238.730,69	R\$ 39.591.396,11	40%
PRIVATE JABURU MULTIMERCADO FICFI - PL	R\$ 4.604.487,35	R\$ 27.775.211,78	146%
PRIVATE PORTIFOLIO IB MULTIMER FIC DE FI - PL	R\$ 108.553.516,65	R\$ 43.746.439,46	-37%
PRIVATE SOLIDEZ MULTIMERCADO FICFI - PL		R\$ 21.570.253,46	N
PRIVATE TUDOR MULTIMERCADO FICFI - PL	R\$ 8.238.861,50	R\$ 10.151.361,69	11%
QUANT IB MULTIMERCADO FI - PL	R\$ 20.339.566,81	R\$ 56.190.749,26	66%
REAL FIQFI MULTIMERCADO RISK - PL	R\$ 15.697.233,00	R\$ 58.608.258,13	93%
REAL FIQFI MULTIMERCADO RISK VAN GOGH - PL	R\$ 30.068.638,23	R\$ 94.803.191,85	78%
RUDRIC MULTIMERCADO FICFI - PL	R\$ 51.025.975,76	R\$ 78.167.654,18	24%
SANTANDER FI SUPER GESTAO MULTIMERCADO - F	R\$ 7.539.989,65	R\$ 2.681.448.641,71	1786%
SDA HEDGE FI MULTIMERCADO - PL		R\$ 555.648.143,03	N
SL AGRESSIVO FIC FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 14.168.188,67	R\$ 91.310.428,86	154%
SL MODERADO FIC FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 28.279.001,43	R\$ 184.887.967,96	156%
SLW VOLATILIDADE FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 6.139.217,50	R\$ 119.106.201,15	340%
STRATEGY IB MULTIMERCADO FI - PL	R\$ 13.272.372,95	R\$ 202.404.337,18	291%
SUL AMERICA DINAMICO FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 22.750.992,08	R\$ 166.299.612,01	170%
SULAMERICA FOCUS FDO DE FDOS FICFI MULTI - P	R\$ 3.310.230,39	R\$ 22.560.972,44	161%
TECLA FIC DE FI MULTIM - PL	R\$ 36.993.892,01	R\$ 74.952.968,51	42%
THESEUS FIC DE FI MULTIMERCADO - PL	R\$ 5.259.337,09	R\$ 24.787.293,62	117%
TWINS MULTIMERCADO FICFI - PL		R\$ 19.581.870,56	N
UNICLASSGESTOR PLUS FICFI MULTIMERCADO - PL	R\$ 42.539.310,91	R\$ 427.732.911,47	217%
UNIFUND PERFORMANCE FIC FI MULTIMERCADO - F	R\$ 148.983.652,70	R\$ 36.732.708,62	-50%
VENUS ATIVOS FICFI MULTIMERCADO - PL	R\$ 8.475.992,45	R\$ 10.371.524,14	11%
VERTICAL HEDGE FDO DE INV MULTIMERCADO - PL	R\$ 11.665.942,88	R\$ 2.087.195,50	-58%
Total	R\$ 5.169.045.732,87	R\$ 24.347.233.182,58	117%
PL Médio	R\$ 44.179.878,06	R\$ 190.212.759,24	107%
PL Médio FICs	R\$ 16.836.335,91	R\$ 78.484.735,94	116%
PL Médio FI	R\$ 85.104.730,40	R\$ 375.436.376,67	110%

N= Fundos criados após 31/12/2001