

Fundos de Investimento Multimercado Livre: Portfólio e Risco

CAIO DIAZ RODRIGUES

Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP

ÉMERSON NOGUEIRA SALES

Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP

Resumo

A indústria de fundos de investimento apresenta notável crescimento impulsionando o mercado financeiro e atraindo interesses acadêmicos e do mercado. Dentre as classificações de fundos reconhecidas pela ANBIMA, encontram-se os fundos multimercado livre, que caracterizam-se pela possibilidade de investimento em diversas classes de ativos e diversificação de risco, porém sem obrigatoriedade de utilização de estratégia específica em políticas de investimento. Considerando este cenário, buscou-se investigar as carteiras de fundos multimercado livre classificados internacionalmente e ofertados por uma das principais corretoras de valores do país, verificando a composição dos investimentos de modo a avaliar se assumem perfil de maior ou menor risco, mediante a diversificação de ativos. A amostra compôs-se por 25 fundos, sendo constatado que dezoito tratavam-se de fundo de investimento em cotas (FIC), que investem praticamente totalidade do patrimônio em cotas de outros fundos, atuando como “feeders” para seus fundos principais. Constatou-se, ainda, que 67% destes fundos são administrados pela mesma companhia. Desta forma, colocando as carteiras da amostra em uma mesma cesta, o principal ativo trata-se de cotas de fundos, principalmente fundos ligados, seguido pelo investimento em ações e títulos públicos, praticamente proporcionais, porém com representatividade consideravelmente menor. Retirando-se os FICs da análise, verifica-se que os fundos que não possuem a prerrogativa de atuarem como investidores em cotas (FIs) apresentam carteira de ativos equilibrada entre renda fixa e variável, sendo os principais investimentos em ações e títulos públicos, em níveis similares, representando mais de 50% da carteira. Os investimentos em cotas de fundos assumem papel menos expressivo. Contudo, apenas seria possível constatar qual grupo, entre FICs e FIs, está mais exposto ao risco após análise de carteira dos fundos que recebem investimentos dos FICs, pois a exposição destes ao mercado constitui a maior parte dos riscos assumidos pelos FICs.

Palavras-chave: Fundos de investimento. Fundo de investimento multimercado livre. Risco. Portfólio. Carteira de investimento.

1. INTRODUÇÃO

Segundo a Bolsa de Valores brasileira (B3,2019), o mês de abril de 2019 apresentou recordes em quantidades de investidores tanto em bolsa quanto em tesouro direto, sendo um milhão de novos investidores em cada um deles. O exposto pode evidenciar crescimento do interesse da população brasileira quanto a temas relacionados a finanças, investimentos,

mercado de capitais e demais ciências e práticas relacionadas não apenas à gestão e manutenção de recursos financeiros, mas também à sua maximização através de investimentos de maior risco.

Paralelamente, Milani et al. (2010) classificam os fundos de investimentos como uma das principais formas de captação e alocação de recursos financeiros existentes, sendo que a abertura da economia brasileira proporcionou considerável aumento no número de Fundos de Investimentos no país e aumento do aporte financeiro naqueles já existentes.

De acordo com Filgueira (2014), o primeiro fundo de investimento no Brasil foi criado em 1957, porém a indústria apresentou forte crescimento apenas na década de 1990, em que foi atuante relevante para a estabilização econômica a partir do Plano Real, em 1994, bem como obteve estrutura regulatória semelhante a atual, em 1995.

Conforme Caldeira et al. (2014), a demanda por parte de gestores em relação a investimentos na indústria de fundos, para diversificação de seus portfólios, tornou maiores os interesses acadêmicos e de participantes do mercado em relação aos fundos de investimento e suas carteiras.

Segundo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA, 2019), o número de FI (Fundos de Investimentos) e FIC (Fundos de Investimento em Cotas) totalizava 18.133, em Julho de 2019, sendo 9.052 enquadrados como Multimercado (aproximadamente 50%). Para efeito comparativo, o número de FI e FIC em dezembro de 2015 totalizava 14.536, sendo 7.058 (aproximadamente 49%) enquadrados como Multimercado. No respectivo período, o crescimento do número total de fundos foi de aproximadamente 25%, enquanto o crescimento de fundos multimercado foi por volta de 28%.

A pesquisa tem como objetivo identificar as características de fundos de investimento multimercado livre através de análise das concentrações de investimentos em ativos, determinando se os membros da amostra possuem políticas agressivas e expostas a riscos, moderadas ou conservadoras, e seus modelos de negócio. Para atingir o objetivo geral, pretende-se cumprir os seguintes objetivos específicos: análise de carteira de investimento dos fundos componentes da amostra; entender a estratégia de investimentos do fundo através da concentração em investimentos de renda fixa e variável; relacionar a carteira de investimento sob a ótica da normatização contábil vigente, a fim de determinar os modelos de negócios dos fundos.

Diante deste cenário, surge o questionamento: sendo os fundos de investimento multimercado livre uma classe que busca retorno financeiro através de ativos tanto de renda fixa quanto de renda variável, qual a representatividade de investimentos em ativos de maior e menor risco?

A presente pesquisa justifica-se pela importância deste modelo de investimento atualmente e pelo maior apelo da sociedade brasileira no âmbito de mercado financeiro, de modo que pode servir de instrumento para pesquisas e análises acadêmicas e de mercado, ressaltando a relevância de debate entre estes âmbitos com o propósito de contribuição mútua. Acredita-se que a pesquisa possa ser utilizada como base para demais pesquisas acadêmicas relacionadas e como auxiliador à tomada de decisão de investidores brasileiros.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. HIPÓTESE DOS MERCADOS EFICIENTES VS. TEORIA DO PROSPECTO

Conforme Yoshinaga e Ramalho (2014), as diferenças relacionadas ao comportamento individual quando da necessidade de tomada de decisão em situações envolvendo risco e incertezas, baseadas em características demográficas, têm sido objeto de diversos estudos. Também, os autores defendem que tanto os resultados por eles obtidos quanto estudos anteriores divergem firmemente da tese preconizadora da racionalidade absoluta em circunstâncias de dúvida e insegurança, a Moderna Teoria de Finanças, a qual encontra sua base na Hipótese dos Mercados Eficientes.

Fama (1995), definiu “mercado eficiente” como um aglomerado de indivíduos racionais maximizadores de lucro, em um ambiente de disputa de previsão de valores mobiliários futuros, onde as informações relevantes são quase totalmente disponíveis a todos. Complementarmente, Fama (1970) preconizou que estas informações são assimiladas pelos investidores, de modo que os preços as refletiriam.

Em contrapartida, Kahneman e Tversky (1979) desenvolveram a Teoria do Prospecto, sob a forma de crítica e alternativa à Teoria da Utilidade Esperada. Realizaram estudos com amostra de estudantes e constataram a existência de vieses cognitivos em tomadas de decisão envolvendo risco. Os autores identificaram, por exemplo, que existe tendência de se tomar decisões avessas ao risco quando envolve-se ganho, porém tangentes ao risco quando envolve-se situações de perda.

Segundo Titan (2015), para cada estudo que apresenta-se favorável a Hipótese dos Mercados Eficientes, há outro estudo apresentando resultados contrários, tanto em economias emergentes quanto já desenvolvidas, de modo que não há consenso científico. Ainda, conclui que testar a referida hipótese é dificultoso, além de ser possível que, devido a mudanças econômicas e de mercado, seja necessário desenvolvimento de novo modelo teórico que considere estas mudanças.

Corroborando, Lekovic (2018) realizou estudos acerca da validade da Hipótese dos Mercados Eficientes e identificou diversas evidências a favor e contra a mesma. Segundo o autor, ainda que existam aplicações reais da hipótese, por décadas encontrou-se barreiras de paradoxos teóricos e anomalias de mercado, além de não ser possível que ela seja testada isoladamente, mas apenas em conjunto a um modelo equilibrado correspondente. Conclui o autor, portanto, que ainda não chegou-se a um consenso sobre a validação ou refutação da hipótese.

2.2. CARACTERÍSTICAS DEMOGRÁFICAS E AVERSÃO AO RISCO

Hallahan, Faff e McKenzie (2004) associaram características demográficas a tolerância ao risco e concluíram em seus estudos que fatores como gênero, idade, dependentes e estado civil, além de renda e riqueza, possuem influência significativa à predisposição ao risco. Ainda, constataram que maior nível educacional sugere maior tolerância ao risco relacionado a investimentos, corroborando pesquisas previamente analisadas por eles.

Outreville (2015) analisou o resultado da literatura empírica acerca da relação entre maior nível educacional e aversão a risco. Verificou duas correntes de pensamentos contrárias, porém os resultados da análise bibliográfica demonstraram que a aversão ao risco está negativamente relacionada a níveis educacionais mais elevados. Ainda, segundo o autor, há interpretação ambígua para a relação educação versus aversão a risco: é possível admitir que investidores que apresentam maior nível de educação se expõem a níveis maiores de risco; ou, ainda, que indivíduos menos avessos ao risco buscam maiores níveis educacionais.

A Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES, 2019?) apresentou, em censo, total aproximado de 87 mil titulados em cursos de Mestrado, Mestrado Profissional, Doutorado e Doutorado Profissional em 2018, além de 289 mil inscritos, aproximadamente, nestes cursos no mesmo ano. Os números em 2008 totalizavam, respectivamente, 47 mil e 150 mil, aproximadamente. O crescimento do número de indivíduos com maiores níveis educacionais na década pode ser indicado como um dos fatores que levaram aos recordes apresentados pela B3 (2019), uma vez que os dados vão de encontro às literaturas apresentadas.

Contudo, De Bortoli et al. (2019) realizaram estudos a fim de investigar sob quais paradigmas ou modelos o perfil de risco dos investidores estaria melhor retratado e obtiveram uma amostra consideravelmente homogênea, sendo todos os respondentes estudantes de graduação em universidade brasileira. Um dos resultados apresentou que indivíduos que demonstraram maior capacidade cognitiva possuíam maior aversão a investimentos de risco, quando da simulação de investimentos por meio de software de simulação; os autores destacam que este resultado contradiz pesquisas anteriores, as quais demonstraram que tanto maiores níveis de educação quanto maior capacidade cognitiva influenciavam em menor aversão ao risco.

2.3. MERCADO DE FUNDOS: CRESCIMENTO, BENEFÍCIOS, EXPECTATIVAS E ESTUDOS

Milan e Eid Júnior (2017) afirmam que, em 2016, o Brasil encontrava-se no ranking das dez maiores indústrias de fundos de investimentos, inclusive à frente de economias como Espanha, Itália e Canadá, sendo que, desde 1995, seu crescimento médio anual é de 23%, aproximadamente. Os autores creditam este fenômeno à alta gama de fundos disponíveis e ofertas de produtos que constantemente se atualizam. Contudo, entendem que este crescimento é acompanhado por desafios, como o entendimento do investidor quanto a relação liquidez-retorno, questões tributárias e simplificação do processo de investimento.

Varga e Wengert (2011) sinalizam a alta do mercado acionário e quedas de taxas de juros como fatores que fortificam a indústria de fundos de investimentos, bem como a regulamentação visando sua organização e proteção ao investidor. Os autores acreditam que estes fatores fornecem perspectiva de continuidade de crescimento da indústria, tanto em valores absolutos quanto em relativos.

Ainda que existam diversos dados que apontam crescimento robusto da indústria de fundos de investimento, Filgueira (2014), afirma existir, desde 2013, uma queda de competitividade entre a referida indústria frente a outras opções de investimento disponíveis no mercado. Também, entende que o potencial dos fundos de investimento quanto a aplicação em ações e ativos corporativos de longo prazo não foi atingido, além de estar abaixo dos padrões internacionais. Milan e Eid Júnior (2017) acreditam que um maior número de investimentos a longo prazo é uma das tendências da indústria de fundos, dadas as mudanças ocorridas na previdência social, gerando crescimento em fundos de previdência privada; as demais tendências apontadas pelos autores são o desenvolvimento de novos produtos e plataformas, além de aprimoramento em controles e gestão de riscos.

Segundo Filgueira (2014), aplicar em fundos de investimento permite ao investidor aumentar sua diversificação quanto a risco, crédito e liquidez, ressaltando que pequenos investidores dificilmente conseguiriam aplicar recursos em uma gama tão ampla de ativos,

além de contarem com gestores capacitados, experientes e dedicados ao desempenho dos fundos.

Caldeira et al. (2014) afirmam existir, nos últimos anos, movimento por parte de gestores visando maximizar a diversificação de suas carteiras através do investimento em cotas de fundos de investimentos. Uma vez que estes fundos contêm, por si próprios, um portfólio diversificado, os autores indicam que a prática dos gestores se aproxima da Teoria Moderna do Portfólio, originada por Harry Markowitz.

Markowitz (1952) desenvolveu artigo preconizando que uma carteira diversificada tende a estreitar a relação entre risco e retorno, assumindo que, se um investidor diversificar seus investimentos entre duas carteiras, e estas carteiras individualmente possuem a mesma variância, a combinação entre elas resultaria em uma variância inferior às originais. Cita, inclusive, que um exemplo de diversificação de carteira é a aquisição de cotas de empresas de investimento.

Caldeira et al. (2014) ainda afirmam que a referida prática adotada pelos gestores ocasionou em maior visibilidade e atenção à indústria de fundos de investimento, não apenas por parte do mercado financeiro, mas também pelo ambiente acadêmico.

Analisando a literatura, encontra-se diversas pesquisas acerca de fundos de investimento, sendo uma parcela relevante sobre fundos multimercado. Muitos destes abordam o desempenho deste tipo de fundo, como os estudos de Bragança e Pessoa (2017), que identificaram que os fundos de investimento multimercado analisados em bases de dez anos, apresentaram alfas negativos, significando que as escolhas de carteira por parte dos gestores geraram retorno negativo; De Melo e Macedo (2013) analisaram o desempenho das carteiras de ações de fundos multimercado macro brasileiros em uma perspectiva de longo prazo e identificaram que, de forma geral, a amostra não apresentou capacidade dos gestores quanto a antecipação às oscilações do mercado.

Também, Roquete et al. (2016) investigaram a possibilidade de problema de agência em fundos de investimento multimercados e obtiveram resposta positiva quanto a indícios deste em algumas subclassificações da ANBIMA, uma vez que membros da amostra apresentaram retorno anormal negativo no dia subsequente ao encerramento do semestre, período utilizado como "corte" para pagamento de taxa de performance aos gestores.

2.4. ASPECTOS TÉCNICOS E REGULATÓRIOS

ANBIMA (2015b) elaborou e divulgou a Nova Classificação de Fundos, visando elevar o nível de transparência, proporcionar comparabilidade entre os fundos e facilitar a tomada de decisão por parte do investidor, refletindo práticas e estrutura do mercado, alinhamento ao padrão internacional e clareza quanto aos riscos e estratégias dos fundos.

Para tanto, o órgão baseou-se em um sistema de classificação estruturado três níveis, sendo o primeiro nível referente a classe de ativos, o segundo ao tipo de gestão e riscos e o terceiro relacionado as principais estratégias adotadas pelos fundos. Ainda, a ANBIMA considera que o primeiro nível é produto de regulação, enquanto os outros níveis advêm de autorregulação. As tabelas abaixo, enumeradas de 1 a 4, ilustram, por classe de ativo, a Nova Classificação de Fundos, sendo cada uma delas seguida por características gerais da respectiva classe. Além destes, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2014), cita a existência de Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento, Fundos Referenciados e Fundos de Curto Prazo.

Tabela 1: Classificação por Classe de Ativos - Renda Fixa

Classe de ativos - Nível 1	Categoria - Nível 2	Subcategoria - Nível 3
Renda Fixa	Simple	Renda fixa simples
	Indexado	Índices
	Ativo baixa duração	Soberano Grau de investimento Crédito livre
	Ativo média duração	
	Ativo alta duração	
Ativo livre duração		
Investimento exterior	Investimento exterior	

Fonte: "Nova Classificação de Fundos", de ANBIMA, 2015b.

Segundo CVM (2014), é devida por esta classe de fundo a aplicação de, ao menos, 80% de seus recursos em ativos caracterizados como renda fixa, de forma que as principais volatilidades que a afeta são a da taxa de juros ou do índice de preços. Também, é permitido que invistam em títulos privados e outros que apresentam maiores riscos, além de ser possível a utilização de derivativos para fins protecionais ou de alavancagem.

Tabela 2: Classificação por Classe de Ativos – Cambial

Classe de ativos - Nível 1	Categoria - Nível 2	Subcategoria - Nível 3
Cambial	Cambial	Cambial

Fonte: "Nova Classificação de Fundos", de ANBIMA, 2015b.

CVM (2014) determina que esta classe de fundos deve manter, ao menos, 80% de seu patrimônio ligado, direta ou indiretamente, ao preço de moeda estrangeira, sendo os mais comuns aqueles relacionados ao dólar americano. Desta forma, os investidores destes fundos estão sujeitos aos riscos e lucros proporcionados pela variação cambial.

Tabela 3: Classificação por Classe de Ativos – Ações

Classe de ativos - Nível 1	Categoria - Nível 2	Subcategoria - Nível 3	
Ações	Indexado	Índices	
	Ativo		Valor/crescimento
			Dividendos
			Sustentabilidade/governança
			Small caps
			Índice ativo
			Setoriais
	Específicos		Livre
			FMP-FGTS
			Fechado de ações
	Mono ações		
Investim. exterior	Investimento exterior		

Fonte: "Nova Classificação de Fundos", de ANBIMA, 2015b.

De acordo com CVM (2014), os fundos enquadrados nesta classe devem manter o mínimo de 67% de seus recursos em ações negociadas em bolsa ou balcão, ou ainda em ativos

relacionados a estes. Ainda determina que, desde que claramente informada a adoção da prática em seus materiais de divulgação e regulamento, não há limites de investimentos em ações (ou relacionados) emitidas por mesma instituição. Seus investidores tornam-se expostos aos riscos e oportunidades de lucro derivadas das variações dos preços das ações, sendo este risco acentuado quando há a concentração em títulos de poucos emissores.

Tabela 4: Classificação por Classe de Ativos – Multimercado

Classe de ativos - Nível 1	Categoria - Nível 2	Subcategoria - Nível 3
Multimercado	Alocação	Balanceados
		Dinâmicos
	Estratégia	Macro
		Trading
		Long and short neutro
		Long and short direcional
		Juros e moedas
		Livre
		Capital protegido
		Estratégia específica
	Investimento exterior	Investimento exterior

Fonte: “Nova Classificação de Fundos”, de ANBIMA, 2015b.

De acordo com CVM (2014), a este tipo de fundo é permitido não possuir concentração em qualquer ativo financeiro, podendo haver investimento em renda fixa e renda variável (câmbio e ações), de modo que as políticas de investimentos envolvem fatores de risco diversos. É permitida a utilização de derivativos com objetivo tanto de proteção quanto de alavancagem.

Conforme Messias e Lucena (2012), os fundos multimercado caracterizam-se por possuir alta flexibilidade de gestão e, por possuírem a possibilidade de investir em diversas classes de ativos e percentuais de seu patrimônio em cada um dos mercados, dependem da capacidade de seus gestores para um bom desempenho.

Cresto e Gomes (2010), relacionaram os fundos multimercado no Brasil com os hedge funds americanos e afirmam que os hedge funds no Brasil são classificados como fundos multimercado, mas nem todo fundo multimercado é um hedge fund. Em seu artigo, consideram hedge funds como fundos que podem utilizar alavancagem e utilizam posições compradas e vendidas em qualquer mercado, sendo que aos fundos Long and Short da classificação da ANBIMA (2015b) seriam uma subclasse de hedge fund.

2.5. INSTRUMENTOS FINANCEIROS E MODELO DE NEGÓCIOS

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC, 2016) emitiu seu novo Pronunciamento Técnico - CPC n. 48, referente a contabilização de Instrumentos Financeiros. As novas diretrizes, baseadas na International Financial Reporting Standards (IFRS) n. 9, devem ser aplicadas pelas entidades nelas enquadradas nas demonstrações financeiras iniciadas em ou após janeiro de 2018.

Martín e Osma (2018), realizaram estudo acerca da IFRS 9 e afirmam, dentre outras questões, que a nova norma utiliza-se da definição de “modelo de negócio” e testes técnicos para determinar o tratamento contábil a ser dado ao ativo financeiro. Segundo os autores,

passa-se a existir três tipos de tratamento contábil para os ativos financeiros, dependendo da forma em que a entidade espera gerenciar estes ativos e obter seus fluxos de caixa, podendo ser pelo recebimento de fluxos de caixa contratual do ativo, sua negociação, ou ambos.

Popescu e Ionescu (2019) analisaram as implicações e dificuldades da implantação da referida norma e consideraram a classificação dos ativos financeiros como uma de suas áreas-chave, sendo que a nova norma dificultou o processo devido a mudanças em modelos de negócios ou nas características dos fluxos de caixa destes instrumentos.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2016b) aprovou o pronunciamento emitido pelo CPC, através da Deliberação CVM n. 763, tornando-o obrigatório para as companhias sob sua regulação, como os fundos de investimento multimercado.

Diante deste cenário, seria possível analisar o modelo de negócios de fundos de investimento multimercado mediante a análise das concentrações de investimentos em cada categoria de ativos.

3. METODOLOGIA

Segundo Gil (2019), a pesquisa caracteriza-se como pesquisa exploratória, uma vez que seu objetivo é explicitar e fornecer maior familiaridade sobre o problema. Quanto aos objetivos específicos, obtém-se aspectos qualitativos e quantitativos, devido a interpretação da carteira de investimentos, associação a normatização contábil vigente mediante o grau de investimento em cada tipo de ativo e coleta, organização, classificação e análise de dados (SILVA E MENEZES, 2005). Por utilizar-se de informações fornecidas pelos fundos de investimento componentes da amostra em seus materiais de divulgação e, portanto, com dados já existentes destinados a serem lidos por público específico, obtém-se uma pesquisa documental quanto seus procedimentos técnicos (GIL, 2019).

Considerando que os fundos de investimento multimercado classificados como “livre” caracterizam-se por não possuir obrigatoriedade quanto a concentração em nenhuma estratégia específica em suas políticas de investimento (ANBIMA, 2015a), optou-se por realizar a observação e análise da carteira desta categoria, com o objetivo de traçar as características de uma amostra, sendo que a regulação, de forma isolada, atribui aspecto abstrato quanto as políticas de investimentos destes fundos.

Inicialmente, foram selecionados 18 fundos de investimento multimercado livres disponíveis no portfólio da corretora XP Investimentos, a qual conta com a classificação Morningstar. A Morningstar atua em análise de investimentos, sendo uma de suas especialidades a análise quantitativa e qualitativa de fundos de investimento. A classificação foi lançada em 1985 e passou a ser utilizada no Brasil em 2013, tratando-se de avaliação quantitativa do desempenho passado de um fundo. São enquadrados na classificação os fundos com ao menos 3 anos de existência, recebendo avaliação entre uma e cinco estrelas, baseada na comparação de seus semelhantes quanto a exposição a fatores de risco (XP, 2018). Os fundos obtidos são todos aqueles enquadrados entre as categorias 3 e 5 estrelas com inscrição da referida classificação ANBIMA em seus documentos de divulgação.

Paralelamente, identificou-se população de 7 fundos de investimento, também entre 3 e 5 estrelas, apresentando a classificação “multiestratégia”. Esta categoria não está contida na nova classificação da ANBIMA, sendo presente em classificações anteriores. Segundo Messias e Lucena (2012), este tipo de fundo podia adotar mais de uma estratégia, não sendo necessária a dedicação a uma específica, além de admitir alavancagem. Conforme ANBIMA (2015a), aos “livres” também é permitida alavancagem. Considerando a semelhança dos

fundos “livres” e “multiestratégia”, optou-se por incluir estes à amostra, totalizando 25 fundos.

As análises quantitativas serão efetuadas através da determinação de representatividade percentual dos valores investidos pelos fundos em seus ativos, objetivando a demonstração do grau de concentração em ativos de renda variável ou fixa. Em relação a face qualitativa da pesquisa, será realizada análise de conteúdo das informações disponíveis nos materiais de divulgação, como as características dos fundos, seus objetivos e possíveis informações sobre risco de concentração de investimento em determinado ativo, além da análise às demonstrações financeiras dos fundos a fim de determinar o modelo de negócios dos mesmos mediante a contabilização de seus ativos.

4. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Conforme descrito no capítulo anterior, a amostra baseou-se em 25 fundos de investimento multimercado que apresentavam a Classificação ANBIMA “livre” em seus materiais de divulgação. A tabela abaixo apresenta tais fundos e informações como a classificação Morningstar e o risco inerente a eles informado pela corretora, em uma escala crescente de 1 a 5.

Tabela 5: Apresentação dos Fundos de Investimento Analisados

Fundo	Classificação Morningstar	Risco	Observação
AZ Quest Altro FIC FIM	5	3	
Sharp Long Short 2X FIM	5	3	
ARX Extra FIC FI Multimercado	5	4	
Visia Zarathustra FIC FIM	5	5	
AZ Quest Equity Hedge FIC FIM	4	3	
Polo Norte I FIC FIM	4	5	
Murano FIC FI Multimercado	4	5	
Kadima II FIC de FIM	4	4	
VRB Fundo de Investimento Multimercado	4	4	
Kapitalo Kappa FIN FIC FIM	4	4	
Vinci Valorem FI Multimercado	4	3	
Novus Capital Institucional FIC FIM	4	3	
Neo Multi Estratégia 30 FIC FIM	3	4	
Selection Multimercado FIC FIM	3	3	
Western Asset Multitrading H Multimercado FI	3	3	
Az Quest Legan Low Vol FIM	3	2	
SAM Rates and FX Mult FIC FI	3	2	
DLM Hedge Conservador FIM	3	2	
Occam Retorno Absoluto FIC FIM	5	5	Multiestratégia
Exploritas Alpha América Latina FIC FIM	5	5	Multiestratégia
XP Debêntures Incentivadas Crédito Privado FIC FIM	4	4	Multiestratégia
Occam Equity Hedge FIC FIM	3	4	Multiestratégia
Occam Institucional FIC FIM II	3	3	Multiestratégia
Távola Long Short FIM	3	3	Multiestratégia
Absolute Alpha FIC FIM	3	2	Multiestratégia

Fonte: Elaborada pelos autores.

A partir de uma análise simplista e prévia aos exames documentais da amostra, é possível identificar que 18 dos 25 fundos possuem a sigla “FIC”, significando “Fundo de

Investimento em Cotas". Segundo Borges Junior e Malaquias (2018), os Fundos de Investimento em Cotas caracterizam-se por adquirir participações de outros fundos, em detrimento à participação direta em ativos. Desta forma nota-se certo domínio (72%) deste modelo de negócio na amostra, indicando que parte relevante dos fundos de investimento multimercado livre buscam primordialmente investir no mercado financeiro de forma indireta, mediante a participação em outros fundos.

Verifica-se que 61% dos FIC componentes da amostra possuem classificação de risco entre os níveis 4 e 5 (6 e 5 fundos, respectivamente), além de 28% (5 fundos) enquadrados em nível 3 de risco, demonstrando que esta categoria, para a amostra, é predominada por fundos de investimento de risco ao menos moderado.

Entende-se que os regulamentos apresentados pelos FICs contribuem para nível maior de risco, uma vez que 78% (14 fundos) dos FICs apresentam em seus documentos estratégias de aplicação de ao menos 95% de seu patrimônio em cotas de fundos "master", sendo um fundo multimercado específico para cada FIC, demonstrando forte tendência à concentração de investimento direto em suas carteiras. Varga e Wengert (2011) apontaram em seu trabalho a existência eventual de diversos FICs utilizados apenas como "feeders" aos fundos "masters".

O restante dos FICs divide-se entre fundos que preveem investimento até o total de seu patrimônio em cotas de outro fundo, dependendo de seu tipo (12%, 2 fundos); fundos que preconizam o investimento de ao menos 95% de seu patrimônio em outros fundos de mesma categoria (5%, 1 fundo); e fundos que possuem em sua política o investimento de ao menos 95% em cotas de fundos geridos por seu gestor e administrados por seu administrador (5%, 1 fundo).

Observando as informações financeiras contidas nas lâminas de investimento disponibilizadas pelos fundos à CVM e consultados em endereço eletrônico, foi possível constatar que os fundos da amostra investem em cotas de fundos a ele ligados em escala consideravelmente maior do que em fundos não ligados, como demonstrado a seguir:

Tabela 6: Investimentos em Fundos Ligados e Não Ligados

Ativo	Valor (R\$ Mil)	%
Fundos ligados	9.382.092	76,42%
Fundos não ligados	2.894.505	23,58%
Total	12.276.598	100,00%

Fonte: Elaborada pelos autores.

Esta alta alocação de recursos em fundos ligados reforça a narrativa de fundos criados quase que exclusivamente como fontes de captação de recursos aos fundos principais, onde existe a matriz de política de investimento, suportando praticamente toda a atividade deste grupo no mercado financeiro.

Partindo-se para uma análise a composição da carteira consolidada, a concentração de patrimônio por parte dos 25 integrantes da amostra em cotas de fundos de investimento torna-se evidente quando observa-se a relação de ativos investidos por eles, conforme demonstrado na tabela a seguir:

Tabela 7: Carteira Consolidada Geral

Ativo	Valor (R\$ Mil)	%
Fundos - não informados ¹	6.809.395	43,20%
Fundos multimercado	5.437.762	34,50%
Ações	1.230.306	7,81%
Títulos públicos	1.172.178	7,44%
Outros	1.113.399	7,05%
Total	15.763.040	100,00%

Nota¹: Segundo a CVM, as informações foram ocultadas por solicitação dos fundos.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Ainda que a maior parcela de investimento seja representada por fundos não informados, não permitindo análise mais detalhada, o fato da amostra possuir característica de FIC e a verificação de que R\$6.025.696.932 (88%) desta parcela de fundos não informados pertenciam aos FICs que possuem “fundos masters” multimercado, possibilita considerar que a participação do investimento em fundos multimercado na carteira consolidada é absoluta em detrimento a outros ativos.

Este cenário determina que tanto os fundos da amostra agrupados quanto os FICs isoladamente são diretamente dependentes dos resultados dos fundos “master”, tendo seu desempenho quase totalmente afetado pelos resultados apresentados por eles.

Ressalta-se também o investimento em ações, elevando o grau de risco do cotista, por tratar-se de instrumento de renda variável, sujeito a variações negativas do mercado. Tratando-se de títulos de renda fixa, os títulos públicos contam com a preferência dos gestores dos fundos, apesar de representar pequena fração do patrimônio investido.

Desta forma, os fundos da amostra, quando colocados em uma mesma cesta, assumem perfil mais voltado a renda variável em sua carteira de investimento, expondo seu patrimônio a variações negativas e mantendo seu desempenho inerente a volatilidade sofrida principalmente pelas cotas dos fundos investidos.

Partindo-se deste princípio, a análise de risco demandaria uma segunda etapa, que seria a análise criteriosa da carteira do fundo principal, observando suas características; política de investimento e possível concentração em um ou poucos ativos, de modo a tornar o retorno dependente e, portanto, fraco frente ao risco assumido; a existência de alavancagem, o que poderia expor o patrimônio líquido; a utilização de derivativos financeiros além do intuito de proteção, assumindo caráter especulador e, por consequência, aumentando consideravelmente o risco da carteira, ao passo que possibilita ganhos consideravelmente mais atraentes.

Importante ressaltar a predominância de determinada entidade como administradora de grande parcela dos fundos componentes da amostra, como demonstrado na tabela abaixo:

Tabela 8: Administradores dos fundos da amostra

Administrador	FIC		Não FIC		Total	
	Fundos	%	Fundos	%	Fundos	%
BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.	12	66,66%	2	28,57%	14	56,00%
BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	2	11,11%	2	28,57%	4	16,00%
Intrag DTVM Ltda.	2	11,11%	1	14,29%	3	12,00%
BEM DTVM Ltda	1	5,56%	1	14,29%	2	8,00%
Santander Securities Services Brasil DTVM S.A.	1	5,56%	-	0,00%	1	4,00%

Administrador	FIC		Não FIC		Total	
	Fundos	%	Fundos	%	Fundos	%
Banco BNP Paribas Brasil S.A.	-	0,00%	1	14,29%	1	4,00%
Total	18	100,00%	7	100,00%	25	100,00

Fonte: Elaborada pelos autores.

Considerando que o administrador BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. administra a maioria dos FICs componentes da amostra, é possível considerar que a criação de fundos de investimento de cotas, sob a categoria de multimercado livre, trata-se de estratégia da companhia para utilização como “feeders” de fundos principais. Pode-se, portanto, uma amostra mais abrangente demonstrar menor representatividade de FICs na categoria de fundos multimercado livre, uma vez que permitiria maior diversificação de administradores com estratégias possivelmente variadas.

Por outro lado, ao isolar os 7 fundos da amostra que não caracterizam-se como FIC, observa-se diversificação maior dos ativos investidos, ilustrado abaixo:

Tabela 9: Carteira Consolidada Fundos Não FIC

Ativo	Valor (R\$ Mil)	%
Ações	1.230.306	29,10%
Títulos públicos	1.172.178	27,73%
Fundos não informados ¹	723.476	17,11%
Operações compromissadas	411.572	9,74%
Compras a termo a receber	162.108	3,83%
Debêntures	159.458	3,77%
Valores a receber	152.925	3,62%
Outros	215.312	5,10%
Total	4.227.336	100,00%

Nota¹: Segundo a CVM, as informações foram ocultadas por solicitação dos fundos.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Observa-se maior representatividade dos investimentos em títulos públicos, bem como em demais investimentos de renda fixa e, portanto, de menor risco, como as operações compromissadas e debêntures (considerando não tratem-se de debêntures conversíveis em ações), trazendo equilíbrio à carteira por representar mais de 40% da mesma. Os investimentos em renda variável concentram-se em ações e em cotas de fundo de investimento, mas em caráter inverso aos FICs; as ações são mais representativas, enquanto as participações em fundos são consideravelmente mais baixas.

Tem-se, portanto, um mix de ativos balanceado e alinhado aos conceitos de fundo de investimento multimercado, investindo-se em ativos com riscos e retornos diversificados, em proporções mais simétricas. Admite-se que este perfil exige política de investimento, acompanhamento e mitigação de riscos maior quando comparado ao perfil dos FICs, onde uma atuação mais refinada do gestor é exigida no fundo “master”.

Em relação a proposta qualitativa da presente pesquisa, a qual possuía como intuito realizar análises sobre possíveis modelos de negócios dos fundos de investimento em relação a seus ativos através da classificação de seus instrumentos financeiros baseado no CPC n. 48, seu cumprimento torna-se inviável em virtude dos fundos de investimento possuírem suas classificações contábeis baseadas na Instrução n. 577/2016 (CVM, 2016a), a qual determina o plano de contas a ser utilizado pelas entidades da categoria. Através desta, é determinado que

os fundos de investimento classifiquem seus ativos de renda variável como “ativos para negociação”, sendo reconhecidos e ajustados pelo valor justo, sendo a variação positiva reconhecida como receita e a variação negativa reconhecida como despesa.

Quanto aos ativos de renda fixa, a Instrução admite 2 tipos de classificação, sendo “ativos para negociação”, abrangendo títulos e valores mobiliários destinados a negociação ativa e frequente; e “ativos mantidos até o vencimento”, sendo esta classificação permitida apenas quando os cotistas possuem intenção de preservar o volume de aplicações compatível com a manutenção deste ativo até seu vencimento, desde que cumpridas cumulativamente 3 exigências: o fundo deve ser destinado a um único investidor, investidores parte de mesmo conglomerado ou grupo econômico-financeiro, ou fundos fechados exclusivos a investidores qualificáveis; deve haver declaração formal dos cotistas alegando capacidade financeira de manutenção do ativo até seu vencimento; e declaração formal das mesmas capacidades, além da anuência quanto a classificação dos ativos nesta categoria.

Conforme constatado nas carteiras dos fundos utilizadas como base para as análises, nenhum dos ativos de renda fixa pertencentes a amostra fora classificado como “mantido até o vencimento”. Atribui-se a isso o fato de nenhum dos fundos analisados enquadrarem-se, a princípio, a primeira exigência, pois não são destinados a um único investidor, uma vez que são abertos, não destinados a um único investidor e os investidores não pertencerem a um mesmo conglomerado ou grupo econômico-financeiro.

5. CONCLUSÃO

Analisando as características da amostra, torna-se evidente que os fundos de investimento multimercado livre apresentam propensão a preferência em ativos de renda variável, devido tanto ao seu propósito quanto a sua política de investimentos e, por consequência, aos ativos componentes de sua carteira.

Considerando o elevado número de representantes da amostra que caracterizam-se como FIC, é possível afirmar que, para a amostra obtida, os fundos multimercado livres atuam basicamente como “feeders” de outros fundos multimercado principais, sendo este cenário reforçado pelas políticas de investimento que preconizam alta concentração em investimentos em cotas dos denominados fundos “masters”, além de ser corroborado que a maior parcela de investimentos em outros fundos ocorre em cotas de fundos considerados ligados.

Deve-se considerar, no entanto, que a maioria dos fundos pertencentes a amostra possui o mesmo administrador, o que pode indicar como estratégia adotada a alta utilização de FICs por este administrador.

Ainda, analisando a amostra de forma global, detecta-se que os investimentos em ações e títulos públicos, sendo estes os maiores representantes da renda fixa nas carteiras, são praticamente equivalentes porém pouco representativos frente a predileção pelas cotas de fundos de investimento.

Considera-se portanto que os principais fundos multimercado livre, de forma geral, apresentam características primárias voltadas ao risco devido os ativos principais possuem renda variável e, inclusive, podendo expor seu patrimônio líquido devido a possíveis alavancagens, dependendo da classificação e política de investimento dos fundos principais.

Por outro lado, caso os FICs sejam segregados dos demais, esta segunda parcela apresenta, em primeiro momento, alta diversificação de investimentos, aproximando-se da Teoria Moderna do Portfólio. Verifica-se, nestes, uma carteira de investimentos com

pluralidade de ativos, balanceados entre renda fixa e renda variável, diversificando os riscos e tornando possível uma boa relação risco versus retorno. Inclusive observa-se nas carteiras de alguns destes os investimentos em cotas de fundos que, representando uma parcela equilibrada em relação aos demais ativos, promove ainda mais a diversificação, pelo investimento indireto nos ativos deste fundo.

Portanto, os FIs (fundos de investimento multimercado livre que não atuam sob forma de FIC) possuem perfil de investimento balanceado e com conectividade as teses de Markowitz e ao conceito mais macro de fundos multimercado.

Contudo, torna-se importante, no momento de decisão por parte do investidor, investigar a indústria de fundos multimercado, suas regulações e classificações, bem como características e políticas de investimento.

Têm-se duas respostas possíveis quando da comparação entre os FICs e FIs, sendo esta resposta dependente dos fundos “masters” dos primeiros: caso os fundos principais apresentem variedades de ativos, riscos e retornos, os FICs podem estar mais alinhados a Teoria Moderna do Portfólio do que os FIs, pois possuem investimentos diretos e indiretos; contrariamente, se o fundo “master” apresentar baixa diversificação de ativos e suas cotas representarem quase a totalidade do patrimônio investido dos “feeders”, a outra parcela de fundos torna-se mais interessante.

Devido a aspectos regulatórios, não cumpriu-se o objetivo específico de avaliar os modelos de negócios dos fundos de investimento mediante a classificação contábil de seus ativos, uma vez que as diretrizes determinadas pelo órgão regulador não acompanham os novos aspectos exigidos pelo CPC, sendo esta, além de limitação de pesquisa, considerada como limitação de informação contábil-financeira.

Abranger o conhecimento sobre esta indústria de investimento adquire caráter fundamental devido seu crescimento, pois este resulta em consequência busca por parte dos investidores, principalmente os não profissionais, de modo que um investimento inadequado tanto do ponto de visto de retorno quanto de aderência as características do indivíduo pode ser prejudicial as suas finanças pessoais, ; e pelo interesse acadêmico e de mercado recebido por ela, sendo que o presente estudo contribui para maior familiaridade às características de fundos multimercado livre, sendo que não pretende-se esgotar o tema ou cravar afirmações. O estudo também constitui um ponto de partida para maiores discussões e análises, verificando ser necessária análise minuciosa de diversos aspectos das características destes fundos tanto por parte do investidor quanto pelo âmbito acadêmico.

Sugere-se como temas de pesquisa relacionados a esta a ampliação da amostra, com o intuito de obter-se maior representatividade de fundos e, possivelmente, de administradores, para reafirmação ou contestação de predileção ao modelo de FIC; reprodução do estudo em momentos futuros, verificando se um diferente cenário macroeconômico ou específico da indústria apresenta resultados semelhantes; análise dos fundos principais investidos pelos FICs e posterior comparação, a fim de determinar se a decisão pelo investimento em FIC torna-se mais vantajosa pelo ponto de vista da relação risco e retorno em detrimento aos fundos não FIC.

REFERÊNCIAS

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (2015a). Classificação de fundos: Visão geral e nova estrutura. Recuperado de:

https://www.anbima.com.br/data/files/E3/62/8C/0B/242085106351AF7569A80AC2/Nov aClassificacaodeFundos_PaperTecnico_1_.pdf

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (2015b). Nova classificação de fundos. Recuperado de: https://www.anbima.com.br/data/files/87/C2/AA/DD/742085106351AF7569A80AC2/Nov aClassificacaoDeFundosANBIMA_apresentacao_1_.pdf

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (2019). Consolidado histórico de fundos de investimento. Recuperado de: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm

B3 (2019). B3 lança pesquisa “Ecossistema do Investidor Brasileiro”. Recuperado de: http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/relacionamento.htm

Bragança, M. D. O. E. B. M., & de Sales Pessoa, M. (2017). Análise de performance de fundos de investimento multimercado no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, [s. l.], Vol. 15, n. 1, p. 93–134.

Borges Junior, D. M., & Malaquias, R. F. (2018). Performance dos fundos de investimento em cotas no Brasil. *Revista Catarinense de Ciência Contábil*, Vol. 17, n. 51, p. 75-88.

Caldeira, J. F., Moura, G. V., Santos, A. A. P., & Tessari, C. (2014). Seleção de carteiras com modelos fatoriais heterocedásticos: Aplicação para fundos de fundos multimercados. *Revista de Administração Mackenzie*, [s. l.], Vol. 15, n. 2, p. 127–161.

Cresto, V., Gomes, F. A. R. (2010). Avaliação do desempenho dos fundos long-short no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, Vol. 8, n. 4, p. 505-529.

Comissão de Valores Mobiliários. (2014). Fundos de Investimentos. Recuperado de: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Cadernos/CVM-Caderno-3.pdf>

Comissão de Valores Mobiliários (2016a). Instrução CVM n. 577. Recuperado de: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst577.html>

Comissão de Valores Mobiliários (2016b). Deliberação CVM n. 763. Recuperado de: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0700/deli763.html>

Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2016). Instrumentos financeiros: Correlação às normas internacionais de contabilidade – IFRS 9. Recuperado de: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=106>

Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior. (2018?). GEOCAPES Sistema de informações georreferenciadas. Recuperado de: <https://geocapes.capes.gov.br/geocapes/>

- De Bortoli, D., Campara, J., Junior, N. C., & Goulart, M. (2019). Personality traits and investor profile analysis: A behavioral finance study. *PLoS ONE*, [s. l.], Vol. 14, n. 3, p. 1–18.
- De Melo, R. A., Da Silva Macedo, M. Á. (2013). Análise multicriterial do desempenho de longo prazo das carteiras de ações de fundos de investimento multimercado macro no Brasil no período de 2005 a 2010. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, [s. l.], Vol. 1, n. 2, p. 69–89.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, Vol. 25, n. 2, p. 383-417.
- Fama, E. F. (1995). Random walks in stock market prices. *Financial Analysts Journal*, [s. l.], Vol. 51, n. 1, p. 75.
- Filgueira, A. (2014). A indústria de fundos de investimento brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de capitais. Texto para discussão, 3a ed.
- Gil, A. C. (2019). Como elaborar projetos de pesquisa, ed. 6, São Paulo. Atlas.
- Hallahan, T. A., Faff, R. W., & McKenzie, M. D. (2004). An empirical investigation of personal financial risk tolerance. *Financial Services Review*, [s. l.], Vol. 13, n. 1, p. 57–78.
- Kahneman D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*, Vol. 47, n. 2, p. 263-291.
- Lekovic, M. (2018). Evidence for and against the validity of Efficient Market Hypothesis. *Economic Themes*, [s. l.], Vol. 56, n. 3, p. 369–387.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *Journal of Finance*, Vol. 7, n. 1, p. 77-91,
- Martín, F. M. H., & Osma, B. G. (2018). Does IFRS 9 consider financial statement users' preferences with respect to IFRS 13 Fair Value hierarchy? A suggestion to refine the definition of OCI. *Estudios de Economía Aplicada*, [s. l.], Vol. 36, n. 2, p. 515–535.
- Messias, J. F., & Lucena, A. C. (2012). Multimercado: uma recente e rentável alternativa de aplicação dentre os fundos de investimentos. *ENIAC Pesquisa*, Vol. 1, n. 1, p 1-11.
- Milan, P., & Eid Júnior, W. (2017). Um retrato dos fundos de investimento no Brasil. *GV-executivo*, [s. l.], Vol. 16, n. 3, p. 35–40.
- Milani, B., Barba, F. G., Casarin, F., & Ceretta, P. S. (2010). Fundos de investimento brasileiros: a influência dos momentos superiores na avaliação de desempenho. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, [s. l.], Vol. 12, n. 36, p. 289–303.
- Outreville, J. F. (2015). The relationship between relative risk aversion and the level of education: A survey and implications for the demand for life insurance. *Journal of Economic Surveys*, [s. l.], Vol. 29, n. 1, p. 97–111.

- Popescu, M. M. H., & Ionescu, B. S. (2019). Ifrs 9 benchmarking test: Too complicated to worth doing it? *Economic Computation & Economic Cybernetics Studies & Research*, [s. l.], Vol. 53, n. 1, p. 217–230.
- Roquete, R. M., Klotzle, M. C., Maranhão, F. S., & Pinto, A. C. F. (2016). O problema de agência aplicado aos fundos de investimento multimercados. *Revista de Finanças Aplicadas*, [s. l.], Vol. 7, n. 1, p. 1–21.
- Silva, E. L.; Menezes, E. M. (2005). *Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação*. 4a ed, rev. atual, Florianópolis: UFSC.
- Titan, A. G. (2015). The Efficient Market Hypothesis: review of specialized literature and empirical research. *Procedia Economics and Finance*, n. 32, p. 442-449.
- Varga, G., & Wengert, M. (2011). A indústria de fundos de investimentos no Brasil. *Revista de Economia e Administração*, Vol. 10, n. 1, p. 66-109.
- XP Investimentos. (2018). Classificação Morningstar para fundos: Entenda a metodologia. Recuperado de: <https://conteudos.xpi.com.br/fundos-de-investimento/relatorios/classificacao-morningstar/>
- Yoshinaga, C. E., & Ramalho, T. B. (2014). Finanças Comportamentais no Brasil: Uma aplicação da teoria da perspectiva em potenciais investidores. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, [s. l.], Vol. 16, n. 53, p. 594–615.