

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO**

**DESENVOLVIMENTO DE UM MÉTODO PARA AVALIAÇÃO QUALITATIVA E
QUANTITATIVA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO**

MARCUS ALEXANDRE DE SOUZA MORAES

ORIENTADOR: PROF. DR. JOSÉ ROBERTO SECURATO

**São Paulo
2.000**

Prof. Dr. Jacques Marcovitch
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Eliseu Martins
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Cláudio Felisoni de Ângelo
Chefe do Departamento de Administração

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO**

**DESENVOLVIMENTO DE UM MÉTODO PARA AVALIAÇÃO QUALITATIVA E
QUANTITATIVA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO**

MARCUS ALEXANDRE DE SOUZA MORAES

ORIENTADOR: PROF. DR. JOSÉ ROBERTO SECURATO

**Dissertação apresentada ao
Departamento de Administração
da Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade da
Universidade de São Paulo, como
requisito à obtenção do título de
Mestre em Administração.**

**São Paulo
2.000**

FICHA CATALOGRÁFICA

Moraes, Marcus Alexandre de Souza

Desenvolvimento de um método para avaliação qualitativa e quantitativa de fundos de investimento / Marcus Alexandre de Souza Moraes. __ São Paulo: FEA/USP, 2000.

177 p.

Dissertação – Mestrado
Bibliografia.

1. Investimentos 2. Administração 3. Investimentos – Métodos qualitativos 4. Investimentos – Avaliação quantitativa 5. Mercado de capitais I. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP

CDD – 332.6

*À Anna, pelo amor, dedicação,
incentivo e paciência.*

*À Carolina, nossa filha, fonte
inesgotável de alegria e energia.*

Aos filhos que venhamos a ter.

*Aos meus pais, Nelson e Geny, exemplos
sólidos de vida, pelo eterno incentivo aos estudos.*

*Aos meus irmãos, Carla e Rodrigo,
companheiros de sempre.*

AGRADECIMENTOS

- * Ao Prof. Dr. José Roberto Securato, pelo tempo que dedicou à orientação desta dissertação, desde a escolha do tema até a apresentação final, pelo estímulo e apoio constantes.
- * Ao Prof. Dr. Antonio Penna, da Unicamp, por todas as leituras, comentários e sugestões realizadas ao longo do desenvolvimento desta pesquisa.
- * Ao Jorge Simino Jr., Diretor da Unibanco Asset Management, pelos comentários, especialmente à parte técnica do trabalho.
- * Aos meus superiores que, sempre entendendo a importância do curso, permitiram-me assistir às aulas durante o horário de trabalho: Juscelino Silvio Florido, do Banco Real de Investimento (atual Banco Alpha), João Estanislau Façanha de Castro, do Banco Itamarati, atualmente no Banco Itaú, e, especialmente, a Ailton Garcia, da Unibanco Asset Management.
- * Aos meus colegas da Unibanco Asset Management, em especial ao Igino Mattos, ao Luiz Attarian, ao João Chacha, ao Reginaldo Oliveira e a Angela Costa, sempre prontos a auxiliar quando precisava ausentar-me para assistir às aulas.
- * À Valéria Lourenção e equipe, da Seção de Pós-Graduação da FEA/USP, sempre prontas a atender e a ajudar os alunos.
- * Ao Prof. Dr. Rubens Famá, pelo incentivo que dá para que os alunos escrevam artigos.
- * Aos companheiros do curso, com quem tive a felicidade de conviver durante esses últimos anos, especialmente André Luiz Oda, Eduardo Kazuo Kayo, Ricardo José de Almeida e Ricardo Sassatani.

- * Aos professores com os quais tive aulas, pela dedicação e oportunidade de aprender.
- * Aos professores participantes do exame de qualificação, Prof. Dr. Iran Siqueira Lima e Prof. Dr. José Roberto Savoia, pelos comentários, críticas e sugestões, fundamentais para o enriquecimento do trabalho.
- * Às pessoas e instituições que responderam à pesquisa, sem o que não seria possível o término do trabalho.
- * A todos aqueles que, de uma forma ou de outra, ajudaram ou apoiaram na elaboração desta dissertação.

“Se algo não pode ser mensurado, então ele não existe”.

Paráfrase de Lord Kelvin

SUMÁRIO

Resumo	xi
Abstract	xiii
Capítulo 1: Introdução	1
1.1 Situação Problema	1
1.2 Objetivos da Pesquisa.....	8
1.3 Justificativa e Delimitação da Pesquisa	10
1.4 Metodologia de Pesquisa	14
1.5 Questões e Limitações da Pesquisa	17
Capítulo 2: Fundamentação Teórica.....	20
2.1 Avaliação.....	20
2.2 Tipos de Avaliação de Fundos e de Instituições Administradoras.....	22
2.3 Avaliação Quantitativa.....	23
a. O índice de Sharpe	25
b. O índice de Treynor	29
c. O índice de Treynor-Mazuy.....	32
d. Índice M^2 de Modigliani e Modigliani	34

2.4 Avaliação Qualitativa	35
a. Liberty Asset Management	36
b. Royal Bank of Canada Dominion Securities	38
c. Allmerica Financial	38
d. Key Asset Management	40
e. Asset Consulting Group	41
f. Yanni Bilkey Investment Consulting	43
g. Os Sete “P’s” da Seleção de Instituições Administradoras de Recursos ...	44
h. Standard & Poor’s	47
2.5 Quadro Síntese das Variáveis Encontradas na Pesquisa	51
2.6 Agrupamento conceitos envolvidos nas análises quantitativa e qualitativa..	53
2.6.1 Grupo qualidade da administradora de recursos	54
a. Administração e solidez financeira	54
b. Sistema de remuneração	55
c. <i>Compliance</i>	56
d. Auditoria	56
2.6.2 Grupo dos elementos de <i>marketing</i> da administradora	57
a. Histórico	57
b. Qualidade dos serviços e comunicação com os clientes	58
c. Referências	58
d. Foco no negócio	59
e. Volume de recursos administrados	59
f. Total de clientes institucionais	59

g. Clientes ganhos e perdidos	60
h. Produto	60
i. Preço.....	60
2.6.3 Grupo dos elementos de política de investimento da administradora ...	61
a. Filosofia de investimento	61
b. Processo de investimento.....	62
c. Estilo de investimento	62
d. Foco no estilo	63
e. Carteira	63
f. Transações	63
g. Equipe de investimento.....	63
h. Estabilidade da equipe.....	64
i. Suporte operacional.....	64
j. Controle de riscos	65
k. Progresso.....	65
2.6.4 Grupo dos elementos de performance do fundo	66
a. Performance	66
b. Retorno	66
c. Risco	66
d. Consistência de resultados.....	67
e. Índice de maus resultados (IMR)	67

Capítulo 3: Processo de Mensuração das Variáveis	68
3.1 Introdução	68
3.2 Grupo qualidade da administradora de recursos	69
a. Administração e solidez financeira	69
b. Sistema de remuneração.....	70
c. <i>Compliance</i>	70
d. Auditoria.....	71
3.3 Grupo dos elementos de marketing da administradora de recursos	71
a. Histórico.....	72
b. Qualidade dos serviços de informação	72
c. Referências	73
d. Foco no negócio	74
e. Volume de recursos administrados.....	75
f. Total de clientes institucionais	75
g. Clientes ganhos e perdidos	77
h. Produto	78
i. Preço.....	78
3.4 Grupo dos elementos de política de investimento da administradora de recursos	78
a. Filosofia de investimento	79
b. Processo de investimento.....	79
c. Estilo de investimento	79
d. Foco no estilo	80

e. Carteira	80
f. Transações	80
g. Equipe de investimentos.....	81
h. Estabilidade da equipe.....	83
i. Suporte operacional.....	84
j. Controles de riscos	85
k. Progresso.....	85
3.5 Grupo dos elementos de performance do fundo	86
a. Performance	86
b. Retorno	87
c. Risco	87
d. Consistência de resultados.....	88
i. Índice de maus resultados	88
Capítulo 4: Metodologia da Pesquisa	90
4.1 Método da Pesquisa.....	90
4.2 Universo da Pesquisa	91
4.3 Amostra	93
4.4 Estratégia de Coleta, Análise e Tratamento dos Dados.....	97
a. Coleta dos dados.....	97
b. Análise e Tratamento dos Dados.....	102
4.5 Limitações do Método de Pesquisa.....	103

Capítulo 5: Análise dos Resultados e Proposição de Apresentação do Método	105
5.1 Análise dos resultados obtidos.....	105
5.2 Resultado final do trabalho.....	114
5.3 Proposição de apresentação do método.....	120
Capítulo 6: Considerações Finais.....	125
Referências Bibliográficas	128
Anexos.....	137

LISTA DE TABELAS

Tabela 1.....	28
Tabela 2.....	29
Tabela 3.....	72
Tabela 4.....	75
Tabela 5.....	82
Tabela 6.....	82
Tabela 7.....	83
Tabela 8.....	86
Tabela 9.....	97
Tabela 10.....	106
Tabela 11.....	112
Tabela 12.....	115
Tabela 13.....	121

LISTA DE QUADROS

Quadro 1.....	51
---------------	----

LISTA DE ABREVIATURAS

ABRAPP – Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Privada

ANAPP – Associação Nacional das Entidades Abertas de Previdência Privada

ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimento

BACEN – Banco Central do Brasil

CDB – Certificados de Depósitos Bancários

CDI – Certificados de Depósitos Interbancários

CPMF – Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

FAC – Fundo de Aplicação em Quotas de Fundo de Investimento

FAPI – Fundo de Aposentadoria Programada Individual

FIF – Fundo de Investimento Financeiro

FGV 100 – Índice da Fundação Getúlio Vargas

IBMEC – Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais

IBOVESPA – Índice da Bolsa de Valores de São Paulo

IBX – Índice Brasil

IMR – Índice de Maus Resultados

IOF – Imposto sobre Operações Financeiras

IS – Índice de Sharpe

IT – Índice de Treynor

LFT – Letras Financeiras do Tesouro

M² – Índice de Modigliani e Modigliani

MPAS – Ministério da Previdência e Assistência Social

MSCI – Morgan Stanley Capital Index

PGBL – Plano Gerador de Benefícios Livres

SELIC – Serviço de Liquidação e Custódia de Títulos Públicos

SPC – Secretaria da Previdência Complementar

S&P – Standard & Poor's

SUSEP – Superintendência de Seguros Privados

RESUMO

O ato de investir recursos vem se tornando uma tarefa que exige cada vez mais atenção por parte dos investidores. As alternativas de investimento vêm aumentando, oferecendo aos investidores muitas opções em termos de risco, retorno e liquidez.

Uma dessas alternativas é o fundo de investimento, uma indústria cujo patrimônio tem crescido muito ao longo do tempo. Atualmente, há mais de R\$ 200 bilhões aplicados nas diversas modalidades de fundos oferecidos pelas instituições administradoras de recursos.

Escolher qual fundo investir não é tarefa simples, nem mesmo para grandes investidores. As alternativas são inúmeras e as informações nem sempre estão facilmente disponíveis.

Oferecer um método que possibilite avaliar e classificar fundos de investimento é o objetivo maior deste trabalho. Busca-se, aqui, um método que contemple, além de variáveis quantitativas, variáveis qualitativas, bem como aspectos relacionados à instituição administradora do fundo.

Para alcançar tal objetivo, desenvolveu-se a pesquisa em duas etapas.

Na primeira, foram levantadas e agrupadas, através de pesquisa bibliográfica, as variáveis que poderiam vir a fazer parte do método. A segunda etapa foi dedicada à obtenção da ponderação que cada variável e grupo de variável deveria ter no método. Para tanto, foi realizada uma pesquisa de campo junto a determinados grupos de investidores e consultores.

O resultado permite que um avaliador dê notas às variáveis e, seguindo o método, obtenha uma nota final para o fundo de investimento analisado.

Por fim, sugere-se um modo de classificação de fundos de investimento que procura ser de fácil entendimento, mesmo para aqueles investidores que não são especialistas em mercado financeiro.

ABSTRACT

Investing money has becoming a task that demands always more attention by investors. Investment alternatives has been growing, offering investors many options in terms of risk, return and liquidity.

One of these alternatives is mutual fund, an industry whose assets have been growing a lot during the last years. Nowadays, there are more than R\$ 200 billions invested in mutual funds, offered by asset managers.

Choosing a fund to invest is not a simple task, even for main investors. There are many alternatives and information is not easily available.

Offering a method that permits evaluate and rate mutual funds is the main purpose of this research. This method includes quantitative and qualitative variables, as well as aspects related to its asset manager.

To attain this objective, this research was developed in two steps. Firstly, it was selected variables that could be part of the method, by bibliographic search. Secondly, it was obtained weights for both the variables and their group. This goal was achieved through a questionnaire sent to specific investors and consultants.

The final result permits an analyst to give a grade to each variable and,

using the method, to obtain a final classification for the analyzed fund.

This dissertation suggests also a method for ranking mutual funds which intends to be easily comprehended, even to those investors that are not specialized in investment market.

CAPÍTULO 1: INTRODUÇÃO

1.1 Situação Problema

Quando um investidor decide aplicar seus recursos no mercado financeiro, ele tem à sua disposição, como instrumentos, desde a caderneta de poupança até os fundos de investimento, passando por certificados de depósitos bancários (CDB) e ações, entre outros ativos.

Os fundos de investimento são uma das opções mais importantes, apesar de seu histórico ser recente no Brasil, existindo há pouco mais de 40 anos. No mundo, a história dos fundos é mais antiga. Para Toledo Filho (1997: 87), é muito difícil precisar a data em que várias pessoas se associaram para constituir uma carteira de investimento. O primeiro fundo registrado com esse nome surgiu na Bélgica, em 1822. Após seu progresso na Europa, principalmente na Inglaterra, chegou aos Estados Unidos.

Segundo Andrezo e Lima (1999: 83) “o primeiro fundo de investimento, no

Brasil, formou-se em 1957, com a criação do Fundo Crescinco, que, até o início dos anos 70, era o maior fundo brasileiro”. Esse fundo foi, inicialmente, administrado pela Deltec (informação verbal¹) e, mais tarde, passou a ser administrado pelo Unibanco (Toledo Filho, 1997: 87). Outros fundos surgiram, como o Condomínio Deltec, em 1961, o segundo em importância (Andrezo e Lima, 83).

Em 1965, a Lei nº 4.728, chamada de lei do Mercado de Capitais tratou deste tipo de investimento, no entanto, somente, em 1970, surgiu regulamentação mais específica, através da Resolução nº 145, de 14 de abril de 1970 (Andrezo e Lima, 1999: 83). Conforme descrevem esses autores, esta resolução definiu que fundos de investimento são condomínios que reúnem recursos de diversos investidores, por meio da emissão de títulos próprios, com o objetivo de adquirir, em conjunto, ativos individuais, de modo a obter vantagem com essa comunhão, sendo que cada participante detém um certo número de quotas que corresponde a uma fração proporcional ao patrimônio do fundo.

Conforme mostram Brito e Neves, em trabalho organizado por Brito (1989: 163-165), na década de 60, foram criados vários fundos, chegando, em 1969, a 43 e em 1971, a 121 fundos. De 1972 até meados de 1981, os fundos mútuos entraram em fase de contração. Com o desenvolvimento dos fundos de renda fixa a partir de

¹ Duas pessoas deram essa informação: Jorge Simino Jr., Diretor Executivo de Pesquisa e Renda Variável da Unibanco Asset Management e Antonio Rego Filho, Gerente de Investimentos da PSS – Associação Philips de Seguridade Social.

meados de 1981, essa indústria entra em uma nova fase de expansão. A partir desse momento, que pode ser considerado o marco real do surgimento dessa indústria no Brasil, os fundos mútuos de investimento tornam-se uma opção a mais para a aplicação de recursos de poupança de pessoas físicas e jurídicas. Os fundos se juntaram, assim, aos outros instrumentos de poupança oferecidos pelas instituições financeiras.

Se em 1967 havia 11 fundos mútuos de investimento, com um patrimônio de US\$ 18,6 milhões, em 1982, havia 59, somando US\$ 125 milhões e em dezembro de 1998, 2.597, com patrimônio total de R\$ 145,7 bilhões ou US\$ 120,6 bilhões². Ao final de agosto de 1999, refletindo as mudanças introduzidas pela circular Banco Central nº 2.906³, de 30/06/1999, o número de fundos já era de 2.745, com patrimônio de R\$ 191,1 bilhões ou US\$ 99,8 bilhões⁴. Esses números mostram o crescimento da importância da indústria de fundos mútuos no Brasil.

Parte desse crescimento deve-se, provavelmente, à estratégia de atuação das próprias instituições financeiras administradoras desses fundos, que vêem nos fundos mútuos uma fonte de diversificação de receitas, principalmente a partir de 1994, quando a queda da inflação provocada pelo Plano Real, retirou dos bancos

² Dados obtidos a partir de BRITO e NEVES (1989) e *Revista da ANBID* nº 10.

³ Entre outras mudanças, essa resolução permitiu que as instituições administradoras de recursos passassem a oferecer fundos com liquidez diária aos seus quotistas. Continua permitido que os fundos tenham carência para resgate. Com essa facilidade, as instituições administradoras esperam que os fundos de investimento passem a ter maior representação no total de ativos financeiros do país.

⁴ *Revista da ANBID* nº 18.

parcela da receita obtida com *float*. Os fundos possibilitam aos bancos, atuando na condição de instituição administradora, obter receita estável sem necessidade de aportar capital próprio, contribuindo para a melhoria de sua eficiência. Outra parte deve ter a ver com a opção dos próprios investidores. Savoia (1996: 148 e 149), citando Mailson da Nóbrega, diz que a estabilidade (advinda com o Plano Real) produz o crescimento da classe média, incentivando o hábito de poupar. Além disso, “deverá ocorrer uma mudança de valores, pois passar-se-á a priorizar a poupança financeira, com reflexos na estrutura dos ativos que serão destinados em maior grau para o sistema financeiro. Isso será particularmente importante na classe média, que vê os imóveis como uma forma de proteção do patrimônio” (Savoia, 1996: 148 e 149). Segundo Francis (1993: 687), a redução de riscos proporcionada pelos fundos mútuos, por conta da diversificação de ativos, é significativa e não deve ser desprezada. Esse mesmo autor mostra que a taxa média de retorno de muitos fundos mútuos supera, no longo prazo, o retorno proporcionado pela caderneta de poupança. Para Toledo Filho (1997: 87 e 88), o crescimento da indústria de fundos no Brasil deve-se aos seguintes atrativos: (i) ao manter departamentos técnicos, as instituições administradoras podem oferecer as melhores opções aos quotistas dos fundos, que, se atuassem isoladamente, não teriam como manter uma estrutura de análise; (ii) a rentabilidade dos fundos é igual para todos os quotistas, independente de seu capital; (iii) por movimentar grandes quantias, os fundos obtêm economias de escalas que são repassadas aos quotistas; e (iv) pelo grande volume de suas carteiras, os fundos podem conseguir melhores condições para aplicações de seus

recursos. Por fim, através de fundos, os investidores podem minimizar os custos com Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) e ter o benefício da liquidez diária⁵. Com tudo isso, de poucas opções de alguns anos atrás, chega-se, hoje, a essas 2.745 alternativas de investimento em fundos, divididas, conforme a Revista da Anbid (1999, nº 18), em:

- 78 fundos de ações;
- 395 fundos de ações carteira livre;
- 45 fundos de aplicações em cotas de fundos de ações;
- 23 fundos de investimento no exterior;
- 2.015 fundos de investimento financeiro (FIFs), sendo:
 - 283 de renda fixa;
 - 101 do tipo DI;
 - 50 cambiais;
 - 175 livres;
 - 57 de capital protegido;
 - 317 exclusivos;
 - 44 FIF de fundo de aplicação em cotas (FAC);
 - 26 FIF de FAC DI;
 - 5 FIF de FAC cambial;

⁵ Os resgates realizados durante os primeiros 29 dias de aplicação sofrem incidência de IOF (Imposto sobre Operações Financeiras), de acordo com tabela regressiva. Assim, a partir do 30º dia, essa penalização não ocorre mais, conforme mudança introduzida pelo Banco Central através da circular 2.906 de 30/06/1999.

- 22 FIF de FAC livre;
 - 19 FIF de FAC exclusivo;
 - 267 FAC de FIF renda fixa;
 - 214 FAC de FIF DI;
 - 22 FAC de FIF cambial;
 - 114 FAC de FIF livre;
 - 39 FAC de FIF multiportfólio;
 - 11 FAC de FIF capital protegido; e
 - 249 FAC de FIF exclusivo.
- 24 fundos do tipo fundo de aposentadoria programada individual (FAPI);
 - 25 FIF plano gerador de benefícios livres (PGBL);
 - 45 de renda fixa capital estrangeiro;
 - 6 fundos de privatização;
 - 12 fundos de conversão;
 - 6 fundos de investimento capital estrangeiro; e
 - 71 fundos *off-shore*.

No início da indústria, a Lei nº 4.728/65 (Lei do Mercado de Capitais) determinou que as Sociedades de Investimento podiam administrar fundos. Em 14 de abril de 1970, a Resolução nº 145 passou a determinar que podiam administrar carteiras de fundos de investimento: Bancos de Investimento, Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento e Sociedades Corretoras. A Resolução nº 2.451, de 27 de novembro de 1997, estabeleceu a segregação da administração de

recursos de terceiros das demais atividades da instituição. Essa segregação pode ser realizada através da contratação de empresa especializada na prestação de serviços de gestão de recursos de terceiros. A instituição deve designar membro da diretoria ou, se for o caso, sócio-gerente, tecnicamente qualificado, para responder civil, criminal e administrativamente, pela gestão e supervisão dos recursos de terceiros, bem como pela prestação de informações a eles relativas (Andrezo e Lima, 53, 83 e 252). Essas mudanças na legislação que regula os fundos de investimento refletem o aumento da importância dessa indústria frente aos demais ativos financeiros disponíveis no mercado. Segundo a reportagem “FIF’s rompem barreira dos R\$ 200 bi” (Folha de São Paulo, 2000), o patrimônio líquido dos fundos de investimento de renda fixa e de renda variável atingiu R\$ 219,5 bilhões no final de 1999, superando a soma dos montantes de recursos aplicados, nessa mesma data, em caderneta de poupança (R\$ 110,7 bilhões) e CDB (R\$ 94,4 bilhões).

Assim, se no início da indústria a maior parte das administradoras eram bancos, atualmente os fundos são oferecidos por muitas instituições administradoras de recursos, controladas por bancos ou independentes. Enquanto a maior parte dos bancos parece ter optado por ter uma prateleira de produtos que visa a atingir um público mais amplo, as instituições independentes ou mesmo aquelas ligadas a bancos mas que entraram no mercado mais recentemente, parecem buscar nichos de mercado, especializando-se em oferecer aos investidores fundos com perfis de risco e retorno não atendidos pelas instituições estabelecidas há mais tempo. Isso deve ter contribuído para que os perfis desses fundos evoluíssem, havendo opções de risco, retorno e liquidez para atender às necessidades dos diversos tipos de

investidores. Com isso, caso opte por investir em fundos de investimentos, o investidor terá como opções fundos de renda fixa indexados, fundos de renda fixa ativos, com carência para resgates ou liquidez diária, fundos de renda variável indexados e ativos, fundos de investimento no exterior, fundos de derivativos, entre outros oferecidos pelas instituições administradoras de recursos.

Se de um lado as diversas opções de tipos de fundo, a maior regulamentação, o crescimento dos fundos frente a outras modalidades de investimento, e o aumento do número de instituições administradoras representam uma profissionalização cada vez maior dessa indústria, oferecendo aos investidores acesso ao que há de mais moderno em administração de recursos, de outro lado exige que o próprio investidor dedique um tempo cada vez maior na escolha do fundo e da instituição administradora do fundo, sob pena de fazer uma má escolha, que pode lhe trazer prejuízos e arrependimento mais tarde.

1.2 Objetivos da Pesquisa

Diante dessa sofisticação e complexidade cada vez maior da indústria de fundos, a escolha do fundo e da instituição administradora do fundo torna-se fundamental no momento de se realizar o investimento. Os custos envolvidos na mudança de um fundo para outro, tais como CPMF, Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), corretagem, dias em que se está fora do mercado, no caso de fundos de renda variável, são outros elementos que tornam mais imperiosa a

necessidade de se fazer a escolha certa.

Mas como fazer essa escolha diante de tantas opções e, mais ainda, quando não se é especialista nesse mercado? Essa tarefa é das mais difíceis e o que se busca neste trabalho é dar os primeiros passos para a proposição de um método para classificação de fundos de investimento que considere, também, a avaliação de suas instituições administradoras de recursos. Espera-se, que a partir dos resultados desta pesquisa, possa-se desenvolver um procedimento para que uma pessoa não familiarizada com o assunto tenha condições de fazer uma escolha que represente o que ela realmente está buscando em termos de risco, retorno esperado e outras variáveis, ao investir em um fundo.

É importante salientar que, na maioria das vezes, a avaliação de fundos e de instituições administradoras de recursos têm algum grau de sobreposição. Em geral, a avaliação de um fundo depende, em parte, da avaliação de sua administradora, pois a filosofia de investimento, o processo de investimento, os procedimentos de controles operacionais e de riscos adotados pela administradora, entre outras variáveis, devem influenciar diretamente a gestão e, portanto, os resultados do fundo. Isto pode levar à idéia de que uma administradora maior, em termos de volume de recursos administrados, deveria ter uma avaliação melhor que uma concorrente menor, pois teria maior capacidade de investimento, gerando melhores controles, por exemplo. Essa idéia pode até ser verdadeira, no entanto, parte da avaliação da administradora depende mais da definição de filosofia de atuação e de processos, que não demandam investimentos a não ser em pessoal

qualificado, do que de investimentos em estruturas de controle. Além disso, os investimentos necessários para que a administradora seja bem avaliada devem crescer, mesmo que não proporcionalmente, conforme crescem os recursos sob sua gestão, ou, em outras palavras, as administradoras maiores devem investir mais que as menores, mesmo considerando que haja ganhos de escala. Por fim, essa possível vantagem pode ficar anulada se a evolução da estrutura da administradora não acompanhar o crescimento do volume dos recursos administrados. Aparentemente, ser menor ou maior traz vantagens e desvantagens e o avaliador deve estar atento ao modo como a administradora lida com isso.

Assim, o objetivo principal deste trabalho é a proposição de um método pelo qual se avalie, qualitativa e quantitativamente, os fundos mútuos de investimento de renda fixa e renda variável, considerando-se, também, a avaliação de sua instituição administradora, a partir do levantamento e do agrupamento das variáveis que devem estar presentes no método, bem como de suas respectivas ponderações. Objetiva-se, também, que esse método seja acessível ao investidor comum.

1.3 Justificativa e Delimitação da Pesquisa

Como visto, anteriormente, a indústria de fundos representa uma importante opção de aplicação de recursos para os investidores.

Qualquer investidor tem acesso a fundos de investimento, desde o

investidor pessoa física até os grandes fundos de pensão, passando por empresas, seguradoras e entidades de previdência privada.

Esse fácil acesso pode provocar frustrações ao investidor. Uma escolha errada de fundo ou de administradora de fundo, baseada em informações de baixa qualidade, pode refletir em resultados muito díspares daquilo que era esperado. Isto fica mais evidente em crises, como as vividas nos últimos anos. Em outubro de 1997, a crise da Ásia levou o Banco Central do Brasil a elevar a taxa de juros, que passou de 22% ao ano para 42% ao ano, provocando perdas em muitos fundos de renda fixa, mesmo naqueles considerados DI, isto é, que deveriam acompanhar as flutuações das taxas de juros. O fato se repetiu em setembro de 1998, quando o Banco Central do Brasil novamente elevou a taxa de juros numa tentativa de conter a saída de capitais precipitada pela crise da Rússia, ocorrida no mês anterior. Mas, o pior ainda estava por vir e aconteceu em janeiro de 1999, com a desvalorização do real frente ao dólar norte-americano, quando as perdas em alguns fundos de maior risco foram uma grande surpresa para alguns de seus quotistas, que não tinham consciência da natureza dos fundos em que investiam seus recursos. Nas reportagens “Ganho passado não garante ganho futuro” e “Derivativos, nunca mais” publicadas pela Folha de São Paulo (1999), um quotista do fundo do Banco Boavista, que aplicava seus ativos em derivativos, diz que “o gerente do banco me informou que o fundo não apresentava grandes oscilações e, por isso, não tinha risco”, acrescentando que “nem sabia o que era derivativo” e que “não gosto de correr riscos, queria apenas preservar meu capital, com rendimento acima da inflação”. Outro investidor, quotista do Marka-Nikko Derivativos, desde maio de

1996, diz "nunca recebi o regulamento do fundo nem fui informado sobre sua política de investimentos. Quando o fundo quebrou, após a desvalorização cambial, o banco me enviou um regulamento que informava que o fundo poderia alavancar até três vezes o patrimônio".

Uma avaliação mais completa de fundos de investimento, incluindo aspectos qualitativos, vem preencher um espaço deixado pela avaliação puramente quantitativa. Nesta, os fundos são avaliados pelo seu retorno e pelo seu risco passado, que, nada garante, perdurarão no futuro. O processo quantitativo de avaliação tem um papel muito importante, mas não dá a certeza sobre o que aquele fundo oferecerá no futuro. Nesse sentido, um método que possibilite uma avaliação mais completa, ao buscar, entre outras variáveis, a filosofia de investimento do fundo e os processos utilizados pela sua administradora, oferece não uma garantia de repetição de resultados, mas uma segurança maior de que aquele fundo e sua administradora tenderão a manter, no futuro, os mesmos procedimentos que, no passado, trouxeram os resultados apontados pela avaliação quantitativa.

Com isso, ao fazer a escolha, o investidor estará mais consciente daquilo que está escolhendo, em termos de risco e retorno, com maior chance de prever os possíveis resultados que podem ocorrer no futuro.

As instituições administradoras de recursos, por sua vez, terão à disposição as variáveis sobre as quais deverão concentrar-se para efetuar uma venda de qualidade, que informe o investidor sobre as características do fundo - inclusive seus riscos, tornando-se mais competitivos e menos sujeitos a

questionamentos por parte dos investidores, o que pode acontecer quando aquilo que é vendido mostra-se muito distante do resultado efetivo do fundo.

Por fim, autoridades reguladoras, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Banco Central do Brasil (BACEN), poderão dispor sobre obrigações da instituição administradora de recursos, levando em conta as variáveis consideradas mais importantes por alguns dos principais agentes participantes do mercado, tais como fundos de pensão, seguradoras, entidades abertas de previdência privada e companhias de capitalização.

Em termos de delimitação, este trabalho direciona-se apenas ao mercado brasileiro de fundos mútuos de investimento. Entre os fundos mútuos, serão objeto do método que se quer desenvolver apenas os fundos de investimento financeiro de renda fixa, com liquidez diária ou carência, e fundos de renda variável cujos ativos sejam negociados e tenham sua liquidação financeira no âmbito do mercado brasileiro. Assim, não farão parte desse método os fundos de investimento no exterior e os chamados fundos *off-shore*, ou seja, fundos que investem em ativos negociados e liquidados financeiramente no exterior. Pelas suas peculiaridades e ainda pequeno volume dentro do total dos fundos mútuos, também não serão considerados fundos imobiliários, fundos de privatização, fundos de empresas emergentes, fundos de capital garantido e outros que não os definidos acima.

1.4 Metodologia de Pesquisa

Selltiz et all (1974: 59) afirmam que os “objetivos da pesquisa se incluem em certo número de amplos agrupamentos”. Esses agrupamentos são: (1) familiarizar-se com o fenômeno ou conseguir nova compreensão deste, buscando a formulação de um problema de pesquisa mais preciso ou a criação de novas hipóteses; (2) apresentar, de modo preciso, as características de uma situação, grupo ou indivíduo específico; (3) verificar a freqüência com que algo ocorre ou com que está relacionado a alguma outra coisa; e (4) verificar uma hipótese de relação causal entre variáveis. Os estudos que têm o primeiro objetivo são denominados exploratórios e buscam a descoberta de idéias e intuições, tendo que ser o planejamento da pesquisa flexível o suficiente para permitir a consideração de muitos aspectos diferentes de um fenômeno. Caso o estudo tenha o segundo e/ou o terceiro objetivos acima mencionados, são denominados descritivos e uma consideração fundamental é a exatidão, necessitando um planejamento que reduza o viés e amplie a precisão da prova obtida. Já os estudos que verificam hipóteses causais, se coadunando com o objetivo número 4, exigem processos que, além de reduzir o viés e aumentar a precisão, permitam inferências a respeito da causalidade.

Na prática, afirmam Selltiz et all (1974: 60), esses diferentes tipos de estudo nem sempre são nitidamente separáveis. Qualquer pesquisa pode conter elementos de duas ou mais funções descritas como características de diferentes tipos de estudo. No entanto, ao considerar uma pesquisa isoladamente, em geral,

uma dessas funções é acentuada, podendo-se pensar que a pesquisa se classifica na categoria correspondente a sua principal função. Resumindo, embora as distinções entre os diversos tipos de pesquisa não sejam bem definidas, de modo geral é possível diferenciá-las, sendo útil fazê-las para discutir o planejamento adequado da pesquisa.

Mattar (1997: 75-95) classifica as pesquisas enfocando diferentes abordagens. Ao citar Kirk & Miller, e classificá-las segundo a natureza das variáveis estudadas, Mattar (1997: 77) mostra que tecnicamente a pesquisa qualitativa identifica a presença ou ausência de algo, enquanto a quantitativa procura medir o grau em que algo está presente. Na pesquisa quantitativa os dados são obtidos de um grande número de respondentes, usando-se escalas, e são submetidos à análises estatísticas formais; na pesquisa qualitativa, os dados são colhidos através de perguntas abertas, em entrevistas em grupos ou individuais em profundidade, e em testes projetivos.

Utilizando a natureza do relacionamento entre as variáveis estudadas, Mattar (1997: 77) afirma que a diferença básica entre a pesquisa descritiva e a pesquisa causal está em seus objetivos. Enquanto a primeira responderá a questões como *quem, o quê, quanto, quando e onde*, a segunda responderá a questões do tipo *por quê*. Assim, a pesquisa descritiva busca expor o fenômeno em estudo, enquanto a causal procura verificar relações entre variáveis que expliquem esse fenômeno.

Outra abordagem apresentada por Mattar (1997: 77) é a que se refere à

cristalização do problema de pesquisa, onde mostra que “a diferença básica entre a pesquisa exploratória e a conclusiva está no grau de estruturação da pesquisa e em seu objetivo imediato”. A pesquisa exploratória é pouco ou nada estruturada em procedimentos e seus objetivos são pouco definidos, sendo seus propósitos imediatos ganhar maior conhecimento sobre um tema, desenvolver hipóteses para serem testadas e aprofundar questões a serem estudadas. A pesquisa conclusiva é bastante estruturada em termos de procedimentos, as hipóteses ou questões de pesquisas estão bem definidas e o objetivo é obter respostas para as questões ou hipóteses da pesquisa. Ainda, segundo esse autor, “normalmente, uma pesquisa apresenta uma parte inicial exploratória que ajudará no delineamento da parte conclusiva”.

A natureza do problema de pesquisa deste trabalho, ainda pouco explorado e desenvolvido, indica a pesquisa exploratória como a melhor alternativa para a primeira etapa da pesquisa, ou seja, o levantamento das variáveis que podem ser consideradas no momento da escolha do fundo e da administradora de recursos. Segundo Selltiz et al (1974: 60), dois dos objetivos do estudo exploratório são: (i) aumentar o conhecimento do pesquisador acerca do fenômeno que deseja investigar em estudo posterior e (ii) esclarecer conceitos. Essa etapa foi cumprida através de levantamento bibliográfico.

Conhecidas as variáveis que devem ser consideradas quando da escolha de um fundo e de uma administradora de recursos, o segundo passo é a proposição do método a ser utilizado nessa escolha. Nessa etapa, será empregada a pesquisa

descritiva. Segundo Selltiz et all (1974: 76 e 77), em uma pesquisa descritiva as questões de pesquisa pressupõem muitos conhecimentos anteriores do problema a ser pesquisado, o pesquisador precisa ser capaz de definir claramente o que deseja medir e de encontrar métodos adequados para essa mensuração. Na coleta de dados, não há tanta necessidade de flexibilidade, mas de uma clara formulação de *que* ou *quem* deve ser medido, além de técnicas para medidas válidas e precisas.

Assim, tem-se que enquanto a primeira fase da pesquisa (levantamento das variáveis) é exploratória e qualitativa, já que se quer saber quais variáveis devem estar presentes no método, a segunda fase é descritiva e quantitativa, uma vez que o objetivo é conhecer qual a ponderação de cada uma dessas variáveis para o mercado brasileiro.

1.5 Questões e Limitações da Pesquisa

As questões que devem ser respondidas por esta pesquisa são:

1. Quais variáveis devem ser consideradas quando da avaliação de um fundo mútuo de investimento, levando-se em conta também a avaliação de sua instituição administradora de recursos?
2. Quais as ponderações que essas variáveis devem ter para que o método reflita as condições sob as quais os fundos são geridos, em termos de risco e retorno esperados e outras variáveis quantitativas e qualitativas?
3. Estas variáveis devem ser agrupadas? Se for o caso, qual a ponderação que

deve ter cada um dos grupos?

Para tanto, algumas limitações devem ser consideradas.

A principal limitação da presente pesquisa é o pequeno material existente sobre o assunto em questão, dificultando a elaboração da metodologia, a escolha das variáveis que devam ser consideradas e a definição de termos.

Outra importante limitação diz respeito ao significado que cada pessoa pode atribuir a cada uma das variáveis que fará parte do questionário de entrevista. Mesmo elaborando uma lista de definição de termos, o entrevistado poderia não ler essa lista ou, mesmo tendo lido, não concordar com a definição pretendida e utilizar sua própria definição ou, ainda, ter uma compreensão diferente daquela que o autor pretendeu transmitir.

A ponderação que cada entrevistado der às variáveis dependerá das experiências e necessidades de cada um, fazendo com que a ponderação definida no método não seja, necessariamente, a melhor para todos os entrevistados. Além disso, como a experiência e as necessidades variam ao longo do tempo, a ponderação usada por um entrevistado deve ser influenciada pelo momento em que ele estiver respondendo ao questionário.

Uma quarta limitação é de ordem legal: como os instrumentos financeiros são alterados pelas autoridades do país, tais como Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e Banco Central, bem como pelas leis, portarias e circulares que os regulamentam, além do aparato legal que incide sobre as administradoras de recursos, pode ser que a pesquisa tenha validade por curto período de tempo. Isto

porque se houver alteração profunda nos instrumentos, sua regulamentação ou na forma de administrar os recursos, pode ser que algumas variáveis que estarão no método de avaliação a ser proposto deixem de ser relevantes e outras que não estejam presentes passem a ter importância.

A quinta limitação diz respeito ao histórico da administração de recursos no Brasil. Apesar de ter surgido há cerca de 40 anos, pode ocorrer que alguns entrevistados tenham entrado em contato com fundos de investimento mais recentemente, o que pode fazer com que não tenham passado por experiências que poderiam tornar suas opiniões diferentes das atuais.

CAPÍTULO 2: FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Avaliação

Antes de focar a avaliação de fundos e de instituições administradoras de recursos, deve-se desviar a atenção para o termo avaliação. Patton (1990: 11) diz usar o termo avaliação de forma ampla, incluindo nele qualquer esforço para aumentar o conhecimento humano através de investigações sistemáticas baseada em dados. Para esse autor, avaliação é uma pesquisa aplicada, à medida que objetiva gerar informação, melhorar a tomada de decisão e aplicar conhecimento para resolver problemas da sociedade (p. 11 e 12).

Hyman et all (1962: 3) dizem que a humanidade tem feito esforços no sentido de alcançar algumas metas sociais comuns. Alguns desses esforços são bem sucedidos e outros não. Os mal sucedidos são, muitas vezes, dramáticos e trazem duras lições para o futuro. Empreender esforços para conhecer seus resultados depois pode não ser muito inteligente: os resultados podem demorar e, ainda, ser ruins. Para buscar melhores resultados sem ter de esperar pelos efeitos das ações, é que se empreende a avaliação.

Patton (1990: 13) observa que não há regras rígidas para a escolha do

método de coleta de dados em avaliações. Em sua opinião, a arte da avaliação inclui criar um modelo e coletar informações que sejam apropriadas para uma situação específica e para um contexto particular de tomada de decisão. Assim, não há um modelo ideal.

Considerando as alternativas de modelo para avaliação, deve-se pensar nas diferenças entre métodos qualitativos e quantitativos. Ainda, segundo Patton (1990: 13 e 14), métodos qualitativos permitem ao avaliador estudar as questões de modo profundo e detalhado, o que aumenta o entendimento dos casos e situações estudadas, mas reduz a possibilidade de generalização. Já a avaliação quantitativa, por sua vez, requer o uso de medidas padronizadas, que tem a desvantagem de obrigar que as diferentes perspectivas e experiências das pessoas sejam ajustadas a um número limitado de respostas predeterminadas, tem a vantagem de possibilitar a mensuração das reações dessas pessoas dentro de um determinado conjunto de questões, facilitando a comparação e a agregação estatística dos dados.

Em termos de validação, a avaliação quantitativa dependerá do cuidado na construção do instrumento de coleta de dados para ter certeza que ele mede o que se deseja, bem como do modo como ele é empregado. No caso da avaliação qualitativa, a validação depende em grande extensão da habilidade, competência e rigor da pessoa que faz o trabalho de campo, uma vez que ele é o próprio instrumento (Patton, 1990, p. 14). Patton (1990, 14) frisa que a avaliação qualitativa e quantitativa constituem alternativas, mas não mutuamente exclusivas. Assim, dados quantitativos e qualitativos podem ser coletados no mesmo estudo.

2.2 Tipos de Avaliação de Fundos e de Instituições Administradoras

Os fundos e suas instituições administradoras podem ser avaliados quantitativa e qualitativamente.

Para se efetuar uma avaliação quantitativa devem ser levados em conta variáveis de risco e retorno do fundo, bem como de parâmetros de mercado, tais como do ativo livre de risco e do *benchmark* do fundo. Este é o tipo de avaliação mais freqüentemente encontrado em livros, jornais, revistas e publicações especializadas.

Já para a avaliação qualitativa, o ferramental disponível não fornece um método para realizá-la. As variáveis que devem ser consideradas têm, muitas vezes, um aspecto subjetivo, que depende das necessidades do avaliador. A mensuração dessas variáveis também não é tarefa fácil, uma vez que também depende de uma avaliação subjetiva do avaliador. Talvez por essas limitações, avaliações qualitativas são raramente encontradas, principalmente publicadas.

Da mesma maneira, o material disponível sobre avaliação que inclua tanto aspectos qualitativos como quantitativos ainda é pouco. Talvez pela disseminação da avaliação quantitativa, cujos índices são de fácil construção, exigindo, como trabalho operacional, apenas um bom banco de dados e algum trabalho computacional. Talvez pela complexidade de se construir um ferramental com um grande número de variáveis que não é facilmente aplicável e exigir do avaliador uma boa dose de conhecimento e experiência em investimentos financeiros.

Para a realização deste trabalho, foram realizadas pesquisas na biblioteca da FEA/USP, no bancos de dados Proquest, na Internet, onde a pesquisa mostrou

sites de empresas que são especializadas nesse tipo de avaliação ou a utilizam de alguma forma, sem apresentarem completamente o método empregado na avaliação de fundos e de instituições administradoras de fundos, além de artigos e livros sobre o assunto. Em geral, as empresas apenas citam algumas das variáveis que são levadas em conta durante a avaliação, conforme será visto a seguir.

2.3 Avaliação Quantitativa

A avaliação quantitativa de fundos tem sido aquela da qual se dispõe do maior número de informações, pelas razões já descritas. São várias as instituições que a fazem, tais como o Laboratório de Finanças da FIA/FEA/USP, o Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC), além de publicações que tratam do assunto como a Revista Exame, que anualmente apresenta uma classificação dos fundos existentes no mercado.

Os métodos quantitativos baseiam-se, em geral, em dados históricos dos fundos e procuram apresentar indicadores importantes que mostram como o fundo comportou-se, dando uma visão de sua performance.

Uma importante limitação da avaliação quantitativa refere-se a precificação de títulos de renda fixa, pré-fixados e de crédito. No caso de títulos pré-fixados, há dificuldade em trazê-los a valor presente, uma vez que cada instituição administradora pode ter sua própria curva a termo de juros. Como o critério não é uniforme e nem todas as instituições necessariamente adotam a precificação a mercado (podem precificar pela curva do título, por exemplo), a comparação do risco e do retorno entre fundos fica prejudicada. O mesmo acontece com títulos de crédito,

isto é, títulos de renda fixa emitidos por empresas e instituições financeiras. Se durante a vida do título, a qualidade de crédito do seu emissor for alterada, para pior ou para melhor, isso pode não se refletir na precificação do título que está na carteira do fundo, uma vez que o mercado secundário é pouco ou nada ativo, o que dificulta a tarefa de estabelecer um novo valor para ele.

Outra limitação da avaliação quantitativa diz respeito ao histórico dos fundos. Nem sempre um fundo tem um passado suficientemente distante para que se faça uma boa avaliação: em levantamento realizado pela Unibanco Asset Management (2000: 2), verificou-se que dos 672 fundos de renda variável existentes no final de 1999, apenas 122 (18% do total) tinham histórico desde, pelo menos, janeiro/1996 . Além disso, há fundos que mudam de nome, são cindidos ou incorporados a outros, dificultando o trabalho do avaliador. Essas alterações podem ocorrer, por exemplo, porque o fundo não tinha um bom desempenho e a administradora propõe, através de assembleia de quotistas, a troca de nome ou a fusão com outro fundo. Esse deve ser o pior dos casos. Mas há outros, como a cisão do fundo (permitida até julho de 1999), ou a fusão, ou a transferência para uma outra administradora, que são realizadas para evitar que o quotista pague CPMF, já que nesses casos não há resgate de quotas e, portanto, nova aplicação. Isso deve afetar mais os fundos dedicados a grandes investidores, como os institucionais e empresas, que detêm grandes somas de recursos, tendo condições de realizar operações como as descritas acima, seja porque o custo gerado pelo pagamento da CPMF seria muito alto, seja porque eles têm maior influência sobre as administradoras de recursos. Por fim, conforme demonstram Brown, Goetzmann, Ibbotson e Ross (1992: 553-580), o desaparecimento de alguns fundos, por motivos quaisquer, acabam viesando uma análise conjunta do risco e retorno deles, fazendo

com que apareçam evidências de que o retorno passado pode prever o retorno futuro.

Os principais indicadores quantitativos são apresentados a seguir, bem como sua importância e crítica.

a. O índice de Sharpe

O índice apresentado por William Sharpe (1966) é, provavelmente, o mais conhecido entre os índices de avaliação de fundos⁶, dada sua facilidade de construção e entendimento. A fórmula original do índice de Sharpe, descrita em 1966, é dada por:

$$IS = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p} = \frac{\text{Premio pelo Risco}}{\text{Risco Total}}$$

onde:

- IS: índice de Sharpe;
- R_p : retorno médio do fundo;
- R_f : retorno do ativo livre de risco; e
- σ_p : desvio-padrão dos retornos do fundo.

⁶ O índice de Sharpe não se restringe à avaliação de fundos, servindo, de fato, para avaliar o resultado de qualquer carteira.

Ao utilizar o desvio-padrão como medida de risco, o índice de Sharpe leva em conta tanto o risco sistemático como o não-sistemático. Na discussão do índice de Treynor, serão apresentadas as implicações disto.

A classificação de fundos pelo IS é bastante simples: o melhor fundo é aquele que apresenta o maior IS, ou como o próprio Sharpe chamou, o maior índice de recompensa pela variabilidade. Em outras palavras, o melhor fundo é aquele que apresenta a maior recompensa para cada unidade de risco incorrida.

Nessa fórmula de 1966, o retorno do ativo livre de risco é tratado como tendo desvio-padrão igual a zero. Isso não corresponde à realidade. Os títulos públicos federais, em geral tidos como sendo os ativos livre de risco, apresentam variação em seus preços, que têm, portanto, desvio-padrão diferente de zero. Apesar do risco de crédito ser tido, geralmente, como sendo igual a zero, o risco de mercado não é.

Para resolver esse problema, Sharpe apresentou novo trabalho em 1994 (Sharpe, 1994), no qual substitui o ativo livre de risco por um *benchmark*. Além disso, ele alterou a forma de cálculo do risco, que deixa de ser o risco total e passa a ser o desvio-padrão das diferenças entre o retorno do fundo e o retorno do *benchmark*. Seja:

- R_{Ft} o retorno do fundo no período t ;
- R_{Bt} o retorno do *benchmark* do fundo no período t ; e
- D_t a diferença entre o retorno do fundo e o retorno do *benchmark* no período t :

$$D_t = R_{Ft} - R_{Bt}$$

e

$$\bar{D} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T D_t$$

onde \bar{D} representa o valor médio de D_t no período histórico compreendido entre $t=1$ e $t=T$. Definindo-se σ_D como o desvio-padrão durante esse período, tem-se, então, a razão de Sharpe definida por:

$$S_h = \frac{\bar{D}}{\sigma_D}$$

ou

$$S_h = \frac{E[R_{Ft} - R_{Bt}]}{\sigma_D}$$

Nesta versão, a razão indica o retorno diferencial (diferencial entendido como diferença entre o retorno do fundo e o retorno do *benchmark*) médio histórico por unidade de variabilidade do retorno diferencial. Note-se que em uma planilha eletrônica, a razão de Sharpe é calculada de forma muito simples: lista-se na primeira coluna os retornos do fundo; na segunda coluna são listados os retornos do *benchmark*; na terceira coluna, calcula-se a diferença entre a primeira e a segunda coluna; o último passo é calcular a média e o desvio-padrão dos resultados obtidos na terceira coluna, dividindo-se um pelo outro.

Apesar de se constituir em um índice relativamente fácil de se calcular, de simples leitura e de possibilitar o ordenamento dos diversos fundos, o índice de

Sharpe, tanto numa versão quanto na outra, tem a limitação de tornar-se inútil quando o prêmio de risco (caso da primeira versão), isto é, o retorno acima do ativo livre de risco, ou o retorno diferencial (segunda versão) é negativo. Numa situação como esta, exemplificada pela Tabela 1, a seguir, não é possível comparar os índices de dois fundos, já que, por exemplo, se houver dois fundos com o mesmo prêmio de risco e riscos diferentes, um IS maior, como o do fundo A, poderia levar a crer que esse fundo é melhor. Na verdade, o fundo B é que deveria ser considerado melhor, já que para o mesmo prêmio de risco, o risco é menor. Esta limitação torna-se ainda pior quando os fundos têm prêmios de risco e riscos diferentes.

Tabela 1
Exemplo de dois fundos com prêmios de risco idênticos e riscos diferentes

Fundo	Prêmio de Risco	Risco	IS
A	-5	10	-0.50
B	-5	2	-2.50

Outra limitação diz respeito ao conceito de que ativos com maiores riscos devem propiciar prêmios de risco mais que proporcionalmente maiores, quando comparados com ativos de menor risco. Exemplificando: na Tabela 2, seguinte, os fundos X e Y têm o mesmo IS de 0,50, o que os coloca na mesma posição em termos de classificação. No entanto, o fundo X tem duas vezes mais risco que o fundo Y. Pelo conceito visto acima, o fundo X deveria apresentar prêmio de risco

superior ao verificado, visto que este prêmio é apenas proporcional ao maior risco por ele incorrido quando comparado ao fundo Y, o que o torna pior do que o fundo Y, apesar de terem o mesmo índice de Sharpe.

Tabela 2
Exemplo de dois fundos com o mesmo IS e riscos diferentes

Fundo	Prêmio de risco	Risco	IS
X	10	20	0.50
Y	5	10	0.50

b. O índice de Treynor

O índice apresentado por Jack Treynor (1965) usa, no lugar do desvio-padrão, o coeficiente β como medida de risco. O coeficiente β é a inclinação obtida pela regressão linear entre os retornos do fundo⁷ e os retornos de uma carteira de mercado. Assim sendo, o coeficiente β mostra o quanto o desempenho de um fundo depende do desempenho do mercado: um fundo com β elevado tem desempenho muito sensível ao do mercado, enquanto um fundo com β baixo tem desempenho dependente mais de outros fatores que do mercado. Em termos de risco, β é a medida do risco sistemático.

⁷ Tal como o IS, o IT também pode ser utilizado na avaliação da performance de qualquer carteira.

Em seu índice, Treynor desconsidera a existência de risco não-sistemático, já que as carteiras deveriam ser eficientemente diversificadas. Matematicamente, o índice de Treynor é dado por:

$$IT = \frac{R_p - R_f}{\beta} = \frac{\text{Premio pelo Risco}}{\text{Risco Sistemático}}$$

onde:

- IT: índice de Treynor;
- R_p : retorno médio do fundo;
- R_f : retorno do ativo livre de risco;
- β : risco sistemático do fundo.

O melhor fundo será aquele com maior IT, ou seja aquele que apresentar o melhor prêmio por unidade de risco incorrida.

A questão que se coloca é como encontrar um índice de mercado que seja, de fato, a carteira de mercado, no sentido de representar fielmente todos os ativos negociados em um determinado mercado. Em se tratando do mercado brasileiro de ações, há vários índices que poderiam representar a carteira de mercado: Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa), Índice Brasileiro de Ações (IBA), Índice Brasil (IBX) e FGV-100, calculado pela Fundação Getúlio Vargas, MSCI Brasil (Morgan Stanley Capital Index – Brasil), calculado pela Morgan Stanley utilizando o mesmo método empregado no cálculo de índices de ações em outras partes do mundo.

Uma extensão da idéia de Treynor e que ajuda na solução do problema de escolher uma carteira de mercado, é utilizar o coeficiente β como medida da relação dos retornos do fundo com os retornos de seu *benchmark*, ou parâmetro de mercado. Todo fundo tem como objetivo atingir ou superar um determinado parâmetro de mercado, que pode ser qualquer um dos índices acima mencionados. Assim, o coeficiente β passa a ser visto como uma medida para verificar se o desempenho de um fundo está relacionado ao desempenho do índice de mercado escolhido para ser seu parâmetro.

Esse parâmetro de mercado assume diferentes aspectos quando o fundo é ativo ou passivo. No caso de um fundo ativo, o objetivo do fundo é superar o parâmetro de mercado, correndo o risco de ficar abaixo dele; assim, o β desse fundo pode ser igual, maior ou menor que 1. Já se o fundo for passivo em relação ao seu parâmetro de mercado, o objetivo do fundo é ter exatamente a mesma rentabilidade que esse parâmetro, nem acima nem abaixo; seu β deveria ser, portanto, igual ou o mais próximo possível de 1.

O coeficiente β , relacionado ao mercado, perde sentido quando o fundo é de renda fixa. Isto porque os parâmetros do mercado de renda fixa no Brasil são, atualmente, a taxa do Certificado de Depósito Interbancário (CDI), que é a taxa média dos empréstimos efetuados entre bancos, e a taxa Selic, taxa média dos títulos públicos federais. No entanto, quando considerado como medida de desempenho em relação ao *benchmark*, o coeficiente β , volta a ter sentido. Assim, poderiam ser considerados o β_{CDI} , o $\beta_{\text{câmbio}}$ e o β_{selic} , entre outros, seguindo a idéia

de Treynor e ampliando o conceito, como é feito pelo Guia de Fundos de Renda Fixa, do Laboratório de Finanças da FIA/FEA/USP.

Pode-se discutir qual índice é mais eficiente: o IS ou o IT. Segundo Sharpe (1966: 128-129), seu índice é melhor quando se mede o desempenho passado de um fundo, uma vez que, apesar de, teoricamente, o fundo ser diversificado, o que faria o risco não-sistemático tender a zero, *ex post* é possível que o fundo apresente risco não-sistemático considerável devido à ineficiente diversificação. Já o IT seria melhor para prever o futuro a partir do desempenho passado, pois usando somente o risco sistemático como medida de risco, eliminam-se flutuações devidas ao risco não-sistemático, que podem ocorrer em algum momento, mas não se mantêm por um longo período de tempo, pois considera-se que não se consegue ter retornos não atrelados ao desempenho do mercado durante longos períodos.

O índice de Treynor apresenta as mesmas limitações já discutidas na seção dedicada ao índice de Sharpe, no que diz respeito à índices negativos e não observância da regra pela qual ativos com maior risco deveriam ter retornos mais que proporcional a um ativo com menor risco.

c. O índice de Treynor-Mazuy

O índice de Treynor-Mazuy (Treynor e Mazuy, 1966 apud Francis, 1991: 666 e 667) procura capturar, em sua avaliação, a capacidade da administradora do

fundo de antecipar tendências de mercado.

Matematicamente, o índice de Treynor-Mazuy supõe que o retorno dos ativos individuais está linearmente relacionado com a carteira de mercado. Assim, esse índice pode ser apresentado como abaixo:

$$R_p = a + bR_m + cR_m^2 + e$$

onde:

- R_p : retorno do fundo, que é a medida do índice de Treynor-Mazuy;
- a e b : coeficientes da regressão;
- R_m : retorno da carteira de mercado;
- c : indica a capacidade do gestor em se antecipar a tendências de mercado, através da alteração da composição da carteira de ativos do fundo; e
- e : componente de erro da regressão.

Ao contrário dos índices de Sharpe e de Treynor, não é possível ordenar objetivamente os fundos utilizando-se os resultados do índice de Treynor-Mazuy, já que seus resultados são qualitativos, indicando se o gestor do fundo tem ou não capacidade de antecipar tendências de mercado. Um valor estimado do coeficiente c positivo e estatisticamente significativo, mostra que o gestor teria tido, em média, sucesso ao antecipar-se às variações do mercado, através de alterações da composição da carteira de ativos do fundo. Ele teria tido, assim, habilidade de *market timing*.

Segundo Francis (1993: G-13), *market timing* é a habilidade que uma instituição administradora tem em selecionar o momento no qual os ativos estão com preços baixos para realizar compras e vendê-los quando estão próximos de seus picos, objetivando maximizar lucro em uma administração ativa. Em termos de beta, a administradora de recursos altera o beta do fundo, aumentando-o ou reduzindo-o, pouco antes de uma alta ou baixa do mercado, respectivamente.

Tal como o índice de Treynor, o índice de Treynor-Mazuy exige que se tenha uma carteira de mercado representativa.

d. Índice M^2 de Modigliani e Modigliani

Securato (1998) apresenta, a partir do artigo escrito por Franco Modigliani e Leah Modigliani (1997), o índice M^2 para avaliação de performance de fundos de investimento e carteiras de ativos.

Segundo Securato (1998: 2), para obter-se o índice M^2 , constrói-se uma carteira formada pelo fundo de investimento em análise e o ativo livre de risco, em proporções tais que esta nova carteira tenha o risco de mercado. O índice M^2 é obtido pela diferença entre o retorno desta carteira, de risco equivalente ao mercado, e o retorno do mercado. Essa diferença indica, em termos de taxa, quanto o fundo está sobre-performado, se a diferença for positiva, ou sub-performado, se for negativa, em relação ao mercado.

Securato (1998: 3 e 4) apresenta a dedução do índice M^2 , cujo resultado

final é o seguinte:

$$M^2 = \sigma_{BV} \cdot IS - (R_{BV} - R_F)$$

onde:

- M^2 : índice de Modigliani e Modigliani;
- σ_{BV} : desvio-padrão dos retornos do índice de mercado;
- IS: índice de Sharpe, calculado de acordo com a fórmula de 1966;
- R_{BV} : retorno médio do índice de mercado; e
- R_F : taxa livre de risco.

Conforme Securato (1998: 4 e 10), o índice M^2 apresenta duas vantagens sobre o índice de Sharpe: (i) enquanto o índice de Sharpe é um número puro, o índice M^2 indica o ganho ou perda em termos do retorno do *portfolio* de risco equivalente ao mercado; e (ii) o índice de Sharpe perde significado quando é negativo, o que não ocorre com o índice M^2 . Quanto à ordenação, os dois índices apresentam a mesma ordem, isto é, um fundo que foi classificado como primeiro pelo índice de Sharpe também será primeiro pelo M^2 .

2.4 Avaliação Qualitativa

Além de aspectos quantitativos que procuram dar uma visão da gestão do fundo e sua performance, a partir de dados históricos, que espera-se sejam

repetidos no futuro, outro ponto, talvez até mais importante para a visualização daquilo que pode acontecer no futuro, é a avaliação qualitativa.

Para efetuar-la é necessário obter um conjunto de parâmetros qualitativos que possam caracterizar a administração da carteira no seu conceito amplo, no sentido de *front-office*, *back-office*, estrutura informacional, estrutura legal e até os aspectos de gestão propriamente do fundo ligados ao processo de investimento e de controle de riscos, qualificação dos gestores, tipos de informação e técnicas efetivamente utilizados, entre outros.

Muitas vezes esses parâmetros não têm definição clara nem um critério objetivo para medi-los, dificultando o trabalho do avaliador. Também não há definição sobre quais parâmetros devem ser levados em consideração. Daí a importância da pesquisa realizada, que procurou organizar os procedimentos em termos de avaliação qualitativa.

Esta pesquisa foi realizada a partir de levantamento bibliográfico, além de buscas na internet e no Proquest, onde procurou-se informações sobre avaliação de fundos, tanto do ponto de vista de seus resultados em termos de risco e retorno como do ponto de vista de sua administradora. Os principais dados coletados referem-se a um conjunto de empresas administradoras e de artigos que, de alguma forma, explicitam os principais parâmetros avaliados na análise de fundos e de administradoras de fundos. Dentre os pesquisados, são apresentados os seguintes:

a. Liberty Asset Management

A Liberty Asset Management é uma das empresas do grupo Liberty

Financial Companies, que administra mais de US\$ 62,7 bilhões em ativos de 1,7 milhão de investidores de todo o mundo. Sua sede está localizada na cidade de Boston, nos Estados Unidos (1999: *site*).

Na contratação de empresas de administração de investimento como administradoras de recursos, a Liberty Asset Management (1998: *site*) procura os seguintes atributos:

- um passado de sucesso;
- foco constante no estilo desejado de administração de recursos;
- organização bem administrada;
- pessoal altamente qualificado e com boa reputação; e
- um disciplinado processo de tomada de decisão de investimento.

Continuamente, a Liberty Asset Management avalia suas instituições administradoras de recursos verificando se cada uma delas continua fiel ao seu estilo. Essa avaliação é feita através de reuniões periódicas com essas instituições, análise quantitativa e qualitativa e verificação, para cada uma das administradoras, se:

- ela está consistentemente praticando seu estilo de investimento;
- suas transações e carteiras refletem o estilo;
- sua organização e processo de investimento continuam suportando seu estilo; e
- sua performance de investimento é boa quando comparada com outras instituições administradoras que utilizam um estilo similar.

b. Royal Bank of Canada Dominion Securities

O Royal Bank of Canada Dominion Securities (1999: *site*) é uma unidade de negócios do Royal Bank of Canada. Essa unidade foi fundada em 1901 e conta hoje com mais de 200 escritórios, 32 agências e 1600 representantes, no Canadá e no mundo. Atualmente, é o principal agente de investimentos do Canadá, realizando operações para empresas e governos, de fusões e aquisições, negociação de ações, títulos, câmbio, futuros e opções, pesquisa e administração de recursos.

O Royal Bank of Canada Dominion Securities (1998: *site*) desenvolveu uma classificação dos fundos mútuos de investimento existentes no Canadá, objetivando oferecer aos investidores um modo fácil e rápido de escolher os fundos nos quais irão investir. Para a construção dessa classificação, são levados em conta cinco critérios de avaliação:

- taxa de retorno anual média composta;
- retorno ponderado;
- índice de maus resultados;
- fator de estabilidade; e
- fator de gerenciamento.

c. Allmerica Financial

A Allmerica Financial, empresa americana com sede em Worcester (Massachusetts), opera em dois mercados principais: administração de riscos (seguros) e acumulação de ativos (previdência privada e administração de recursos,

entre outras atividades), que são constituídos por empresas menores, especializadas em suas respectivas funções. Em termos de administração de recursos, a Allmerica, através da Allmerica Asset Management, administrava, em junho/99, US\$ 13,8 bilhões em recursos de renda fixa de empresas do grupo e de terceiros (1999: *site*).

Os ativos provenientes de alguns dos produtos oferecidos pela Allmerica Financial têm sua gestão realizada por outras administradoras de recursos que não a Allmerica Asset Management.

Para selecionar essas administradoras de recursos, a Allmerica Financial (1998: *site*) conta com apoio da Barra RogersCasey, Inc⁸. A seleção é realizada através de um processo de cinco passos: análise quantitativa, análise qualitativa, visitas, apresentações ao Comitê de Seleção e seleção final. No segundo passo, a análise qualitativa, a administradora é avaliada em relação a:

- solidez financeira e processo de investimento;
- suporte operacional;
- qualidade do serviço; e
- aderência ao estilo de investimento.

⁸ Empresa americana que seleciona instituições administradoras de investimento, contando com mais de 100 clientes que, em conjunto, possuem ativos da ordem de US\$ 500 bilhões.

d. Key Asset Management

Em seu processo de seleção de instituições administradoras de recursos, a Key Asset Management (1998: *site*), empresa britânica de administração de recursos, utiliza-se de uma avaliação quantitativa, onde verifica o estilo de investimento da administradora, e de uma avaliação qualitativa, por eles considerada o mais importante elemento do processo de seleção. A avaliação qualitativa envolve os seguintes critérios:

- equipe de investimento;
- checagem de referências;
- procedimentos de controle de risco;
- suporte operacional; e
- comparações com o mercado/pares.

Após a seleção, as instituições administradoras são visitados de 3 a 4 vezes por ano e a carteira/fundo é monitorado regularmente. Uma administradora pode ser inquirida quando:

- performance dos investimentos não atinge os objetivos pré-determinados;
- ocorre mudança na estratégia de investimento;
- há perda de elementos chaves ou há alta rotatividade da equipe;
- acontecem problemas administrativos ou o suporte operacional é ruim;
- os ativos administrados crescem rápida ou excessivamente;
- ocorre mudança de controle acionário ou de estilo de investimento; e

- há mudança no estilo de vida dos dirigentes das empresas administradoras de recursos.

e. Asset Consulting Group

O Asset Consulting Group é uma organização que presta consultoria em serviços de investimento, o que inclui, entre outros, criação e revisão de política de investimento, modelo de alocação de ativos, estruturação da carteira de investimentos, medida de performance e seleção de administradoras de recursos (1999a: *site*). Estão no mercado há 21 anos (1999b: *site*), atendendo a 65 clientes, que possuem US\$ 17,5 bilhões em ativos.

Na prestação de serviço de seleção de administradoras de recursos, além de avaliação quantitativa, o Asset Consulting Group (1998: *site*) também faz avaliação qualitativa. Em seu conceito, a avaliação quantitativa é como olhar em um espelho retrovisor, à medida em que não há nenhuma garantia de que a administradora será capaz de replicar no futuro seus resultados passados. Através da avaliação qualitativa, busca-se verificar, ao menos em parte, essa capacidade.

O processo de seleção de instituições administradoras de recursos envolve 5 estágios:

- no estágio I identificam-se os objetivos, preferências e restrições do investidor. A partir disso, selecionam-se os candidatos a instituições administradoras;
- no estágio II é delineada a avaliação das administradoras selecionadas no estágio I. Como dito anteriormente, esta avaliação é qualitativa e quantitativa.

A avaliação qualitativa verifica os seguintes fatores:

- informações sobre a empresa: sócios empregados, consistência entre propriedade e gerenciamento, foco no negócio e planos de crescimento;
- pessoal: quantidade de funcionários, experiência, estabilidade do grupo de investimento, pacote de benefícios, qualificação dos gestores e dos analistas de carteira;
- experiência em administração de investimentos: grupo dedicado à administração de investimentos, volume de ativos sob administração, ferramental de diagnósticos desenvolvido internamente, mandatos similares, contratos ganhos e perdidos; e
- processo/filosofia de investimento: filosofia claramente definida e alcançável, consistentemente aplicada ao longo do tempo, relação entre risco e retorno, apropriação para o cliente, disciplina de compra e venda, medidas de controle de risco, características da carteira, consistência de estilo.

Os fatores quantitativos avaliados são:

- performance: risco, retorno, medidas ajustadas ao risco, análise de *benchmark*, comparações universais, análise de atribuição, performance acumulada para diferentes períodos de tempo, consistência através das variações no mercado; e
- outras informações: padrão de apresentação de performance, auditoria, percentual dos ativos com *compliance*.

Cada uma das variáveis, qualitativas e quantitativas, ganha um peso baseado em sua importância relativa. Esses pesos são atribuídos a partir dos objetivos, preferências e restrições discutidas no estágio I.

- no estágio III analisam-se os resultados obtidos no estágio II e selecionam-se os candidatos mais apropriados às necessidades do investidor;
- no estágio IV selecionam-se os finalistas que serão entrevistados e que estarão sujeitos a uma segunda análise para ter certeza que as conclusões têm sentido;
- e
- no estágio V é tomada a decisão final.

f. Yanni Bilkey Investment Consulting

A Yanni Bilkey Investment Consulting (1999: *site*) é uma empresa Americana, sediada em Pittsburgh, constituída com o objetivo de prestar serviços de consultoria em investimentos. A empresa não administra recursos de seus clientes, limitando-se a analisar performance passada, estabelecer metas de investimento, desenvolver estratégias de investimento, selecionar administradoras de recursos e monitorar a performance dos investimentos. Está no mercado há 21 anos, prestando serviços para 160 clientes, cujos ativos ultrapassam US\$ 13 bilhões.

Ao promover um processo de seleção de instituições administradoras de investimento, a Yanni Bilkey (1998: *site*) leva em conta tanto variáveis qualitativas como variáveis quantitativas. Ao final do processo, deve-se ter condições de conhecer:

- o estilo de investimento;

- os elementos-chave do processo de investimento;
- as pessoas-chave do processo de investimento;
- a performance de longo prazo;
- o risco/retorno esperado; e
- os prós e contras de cada administradora.

g. Os Sete “P’s” da Seleção de Instituições Administradoras de Recursos

Um outro enfoque interessante sobre avaliação qualitativa é encontrado em Arnott (1992: 101-107), em artigo produzido a partir de um discurso proferido pelo autor, na ocasião presidente da First Quadrant Corporation, uma empresa da Xerox Financial Services, na *Fifth Annual Conference of the Investment Management Consultants Association*. Arnott apresenta os sete P’s que, em sua opinião, devem ser utilizados na seleção de instituições administradoras de recursos. Segundo o autor, cada um dos sete pontos é muito importante; no entanto, nenhuma administradora de recursos alcança uma nota ótima em todos os quesitos:

- I. *philosophy* (Filosofia): a administradora de recursos precisa ter uma filosofia claramente articulada, bem definida e sensata, do contrário os resultados passados, tenham sido eles bons ou ruins, devem ser creditados ao acaso. Uma filosofia de investimento bem definida aumenta a possibilidade da administradora obter bons resultados no longo prazo;
- II. *people* (Pessoal): a administradora de recursos deve ter funcionários que sejam capazes de adicionar valor ao seu trabalho, que saibam realizar bem a sua função, que saibam transformar a filosofia de investimento da empresa em um

processo real de administração de carteiras. Como a natureza das ineficiências do mercado estão em constante mudança, esse pessoal deve ter capacidade de adaptar o processo de investimento às circunstâncias de mercado, capturando os efeitos positivos das novas ineficiências. Outras questões pertinentes ao pessoal da administradora de recursos é a estrutura e o sistema de compensações existentes para manter as pessoas chaves da empresa, se essas pessoas chaves estão distribuídas em todas as áreas importantes (uma empresa pode ser boa em pesquisa e ruim em implementação). E o mais importante: essas pessoas formam e trabalham como uma equipe, ou nessa empresa os talentos entram e saem?

III. Process (Processo): o processo de investimento é o mecanismo pelo qual a filosofia é traduzida em produto. Assim, os elementos do processo devem ser desenhados tendo-se em mente a filosofia de investimento da empresa de administração de recursos. Além disso, é necessário que a empresa tenha infraestrutura operacional capaz de suportar a transformação da filosofia em produto. Também é preciso que a empresa tenha pesquisa e capacidade suficientes para perceber e adaptar-se à mudanças do ambiente de investimento. O processo de implementação das decisões de investimento tem de estar em total consonância com o processo de investimento. Na implementação, a administradora de recursos deve saber aproveitar todos os instrumentos oferecidos pelo mercado, buscando aquele que ofereça a melhor implementação ao menor custo;

IV. product (Produto): aqui, a principal questão é saber se o produto oferecido pela administradora de recursos está de acordo com as necessidades imediatas e de longo prazo do investidor. Outra questão relevante é saber se aquele produto é a melhor forma possível de se efetivar a filosofia da empresa de administração de

recursos. Também é necessário saber se o produto é flexível o suficiente para se adaptar às necessidades do cliente ou se é um enlatado. Por último, deve-se avaliar se a comunicação com o cliente é bem feita, fazendo com que os clientes permaneçam com aquele produto nos momentos ruins, já que qualquer processo de investimento pode ter períodos de resultados insatisfatórios;

V. *progress* (Progresso): as melhores idéias de investimento freqüentemente têm seus melhores resultados quando são novas, isto é, quando ainda não se tem dados históricos disponíveis para avaliá-las. A solução para isso não é ignorar as novas opções, mas verificar se há simulações confiáveis de seus resultados, caso já tivessem sido implementadas. Em consequência das constantes mudanças das ineficiências do mercado, o progresso e a inovação são elementos importantes a serem avaliados no momento de escolha da administradora de recursos. Uma administradora que se orgulhe de ter permanecido com o mesmo processo de investimento por vários anos, não deveria ser contratada pelo cliente, pois não está atenta às mudanças que ocorrem no mercado. A inovação é uma fonte importante de performance em investimentos. Para não perdê-las, o investidor deve avaliar uma nova idéia pelo seu mérito e não pelo seu histórico;

VI. *performance* (Performance): apesar de se saber que há baixa correlação entre performance passada e futura, é importante considerar o histórico de performance da administradora no momento de avaliá-la. Questões fiduciárias, legais e de responsabilidade fazem da avaliação histórica de performance uma variável importante. Para avaliá-la, é importante verificar se a performance de longo prazo tem sido consistente com os objetivos da estratégia, se ela tem sido boa pela razão certa, isto é, em função da filosofia de investimento da

administradora ou pelo acaso, e como tem sido em relação ao *tracking error*, ou seja, qual tem sido o seu afastamento em relação ao parâmetro de mercado que deve ser seguido. Aqui, entra um conceito importante: o controle de risco deve fazer parte da estratégia e a avaliação deve sempre ser feita olhando-se o retorno relativo ao risco a ele associado. Também deve-se verificar se todos os resultados estão sendo discutidos, isto é, se a administradora não está escolhendo apenas os bons resultados, escondendo uma eventual estratégia ruim; e

VII. *price* (Preço): o autor defende que a taxa de administração é um importante componente da performance do fundo. Também defende que é melhor trabalhar com taxa de performance, onde a administradora ganha uma parcela dos resultados que superarem um determinado parâmetro pré-fixado, do que com taxa fixa, onde, independentemente da performance do fundo, a administradora recebe uma remuneração fixa.

h. Standard & Poor's

A Standard & Poor's Rating Services (S&P) foi fundada em 1860, nos Estados Unidos, por Henry Varnum Poor, inicialmente para suprir o mercado financeiro norte-americano de informações de crédito. Atualmente, está presente em mais de 60 países, emitindo classificações (*ratings*) de riscos de crédito e de contrapartida de países, de empresas, de instituições financeiras, instituições administradoras de recursos, fundos mútuos e de emissões. Realiza *ratings* de fundos mútuos desde 1984, sendo líder global nesse segmento, oferecendo *ratings*

para mais de 1300 fundos de renda fixa e de ações em cinco continentes (Brasil: Comentários e Análises Seleccionadas, 1999: 1 a 3 e Uma Visão Geral dos *Ratings* de Fundos Mútuos, 1999: 1).

O processo utilizado para a classificação de instituições administradoras de recursos está descrito no capítulo Classificando Empresas de Gestão de Recursos do material Brasil: Comentários e Análises Seleccionadas. Para a classificação dessas instituições, a S&P analisa o perfil e a composição de seus negócios, assim como seu desempenho e solidez financeira. São levados em consideração o tempo de atividade da instituição e a sua importância em seu nicho de mercado, além de seu histórico de aquisições, estrutura acionária e estrutura organizacional, em termos de suas operações e administração. Também é avaliado o *mix* de produto, o que para a maioria das instituições significa gestão de fundos mútuos de varejo, gestão de recursos institucionais ou uma combinação dos dois.

No caso da administração de fundos mútuos de varejo, são analisados: a estratégia de distribuição e *marketing*, método para precificação dos produtos, variedade do *mix* de produto, concentração em fundos vulneráveis às fortes oscilações de mercado e o desempenho dos fundos administrados pela instituição.

Quando se trata de gestão de recursos institucionais, são verificados o histórico de desempenho, a qualidade do atendimento ao cliente e o grau de concentração dos recursos entre os diferentes clientes,

Como regra geral, a S&P tende a avaliar mais positivamente as instituições administradoras de recursos que possuam uma combinação de negócios

no varejo e institucionais, que as auxilie na diversificação de suas receitas, em relação àquelas que sejam ativas somente em um segmento de mercado.

Essas instituições, também, são analisadas quanto à sua lucratividade, o que inclui analisar dados como combinação de receitas, nível de despesas operacionais, medidas de controle de custos e capacidade de geração de fluxo de caixa. Instituições que mantenham capital e investimentos líquidos são positivamente avaliadas, devido ao aumento da capacidade e flexibilidade financeiras que a reserva de ativos confere a uma empresa no caso de mudanças contingenciais.

As operações da instituição administradora de recursos também é avaliada, incluindo-se a área de gestão de investimento, as informações passadas aos clientes, a organização de sua área de pesquisa, a experiência de seus profissionais, a filosofia de investimento, o índice de rotatividade da equipe de investimento, o processo de investimento, o controle de riscos, a alocação de recursos e a precificação de ativos.

No caso de *ratings* de fundos mútuos, cujo processo está descrito em Uma Visão Geral dos *Ratings* de Fundos de Títulos, a S&P determina o risco de mercado e de crédito para fundos que requerem *ratings*. A partir da requisição de *rating* solicitada pela instituição administradora do fundo, a S&P designa um analista que irá pedir informações detalhadas sobre o fundo. Após receber e analisar as informações, os analistas dos Fundos Administrados da S&P conduzem uma reunião de revisão de gerenciamento com membros-chave da instituição

administradora do fundo. O propósito dessa reunião é avaliar a efetividade do gerenciamento do fundo na implementação de uma estratégia de carteira que seja consistente com os objetivos de investimento declarados. Aqui, são considerados:

- a experiência e o histórico da equipe de investimento;
- o nível de apoio analítico e de pesquisa;
- as políticas de operação, os controles internos e as preferências de riscos; e
- a credibilidade e o compromisso com as políticas.

As operações diárias do fundo são cuidadosamente analisadas, incluindo a estrutura e profundidade organizacional, a margem de erro e responsabilidade, particularmente nas áreas da carteira e de gerenciamento de riscos.

Completada essa etapa de reunião de análise de carteira e de revisão de gerenciamento, o analista discute seus achados com um comitê de *rating* e faz uma recomendação de um *rating*. O comitê revê e discute as informações descobertas na análise e qualquer problema que tenha surgido na reunião da gerência, depois vota ou determina um *rating*. Uma vez emitido o *rating*, a S&P monitora o fundo semanal ou mensalmente, conforme sua natureza, para assegurar que não haverá mudanças na carteira ou que as políticas de operações de gerenciamento do fundo não alterem o seu *rating*. A S&P também conduz uma revisão de gerenciamento anual e uma reunião de estratégia da carteira para revisar quaisquer mudanças durante um ano.

2.5 Quadro Síntese das Variáveis Encontradas na Pesquisa

Para facilitar a visualização das variáveis que foram vistas ao longo da fundamentação teórica, bem como por quem elas são apresentadas, construiu-se o Quadro 1, seguinte. Nele, a primeira coluna contém todas as variáveis vistas anteriormente, as outras colunas mostram as fontes consultadas que foram apresentadas na fundamentação teórica e as células de cruzamento assinaladas com a letra x significam que aquela fonte citou a variável correspondente como objeto de análise quando da seleção de um fundo ou de uma administradora de fundos. Ao contrário, uma célula não assinalada mostra que aquela fonte não citou a variável correspondente como sendo importante na análise para a contratação de uma administradora de fundos ou para o investimento em um fundo.

Quadro 1
Síntese das variáveis encontradas na pesquisa

Variável	Liberty	Royal	Allmerica	Key	ACG	Yanni	7 P's	S&P
Histórico	x				x			x
Estilo	x					x		
Foco no estilo	x		x					
Administração	x	x			x			x
Filosofia de investimento					x		x	x
Processo de investimento	x		x		x	x	x	x
Carteira	x				x			x
Transações	x				x			x
Retorno	x	x			x	x		x
Risco / retorno		x			x	x	x	

2.6 Agrupamento dos conceitos envolvidos nas análises quantitativa e qualitativa

No que foi exposto até o momento nesse capítulo, há uma série de conceitos que não estão claramente especificados. Também há variáveis que, apesar de apresentadas sob nomes distintos, têm conceitos semelhantes. Naturalmente, para que todos os avaliadores de aspectos qualitativos e quantitativos de fundos de investimento e de administradoras de recursos possam ter o mesmo entendimento sobre as variáveis envolvidas na avaliação, seus conceitos devem ser convergentes.

Assim, a primeira meta dessa pesquisa é o de procurar definições consensuais para tais variáveis. Vale considerar que, na pesquisa realizada, estas definições não foram claramente identificadas. Foi realizado, então, um trabalho de adequação dos termos utilizados nos trabalhos apresentados na fundamentação teórica, com o conteúdo específico de mercado destes termos.

Dentro desta idéia, estabeleceu-se a conceituação dessas variáveis. Primeiramente, elas foram agrupadas em quatro grupos, de acordo com suas características, assim definidos: (i) grupo qualidade da administradora de recursos; (ii) grupo dos elementos de *marketing* da administradora de recursos; (iii) grupo dos elementos de política de investimento da administradora de recursos; e (iv) grupo dos elementos de performance do fundo de investimento. Depois, variáveis com nomes distintos, mas com conceitos semelhantes foram unificadas. O resultado

desse trabalho é apresentado a seguir.

2.6.1 Grupo qualidade da administradora de recursos

Neste grupo são considerados as seguintes variáveis: administração e solidez financeira, sistema de remuneração, *compliance* e auditoria. A definição de cada uma delas é apresentada a seguir:

a. Administração e solidez financeira

Esse indicador procura verificar a qualidade da empresa administradora de recursos em relação aos seus dados de balanço.

Serão verificados itens como lucro, despesas, retorno sobre o capital, bem como sua evolução no tempo.

A solidez financeira indica a capacidade da instituição em honrar seus passivos. É certo que no caso de fundos de investimentos, o risco de crédito incorrido pelo quotista não é o risco da instituição administradora do fundo e sim dos ativos que compõem a carteira do fundo. Apesar disso, o investidor deve levar em conta a solidez da instituição financeira, visto que um fundo de renda fixa pode ter até 20% de seu patrimônio líquido aplicados em emissões de uma instituição financeira, inclusive aquelas realizadas pela sua administradora e empresas ligadas e coligadas. Além disso, uma instituição que esteja em dificuldades pode utilizar-se de subterfúgios para burlar esse limite, aumentando, ainda mais, o risco de crédito

incorrido pelo quotista.

Analisar o balanço de instituições financeiras não é tarefa simples. Nesse sentido, o Banco Central, na condição de autoridade reguladora, vem adotando medidas que visam a fazer com que as demonstrações financeiras reflitam a realidade econômico-financeira da instituição. Exemplo disso é a decisão tomada pelo Conselho Monetário Nacional, em reunião de 21/12/1999, pela qual estabelece novos critérios que as instituições financeiras devem obedecer no estabelecimento de provisão de créditos, que passa a ser feita de acordo com a classificação de risco do tomador.

b. Sistema de remuneração

O sistema de remuneração envolve todos os benefícios recebidos pelos funcionários da administradora de recursos envolvidos na gestão dos recursos, tais como: salários, participação nos lucros, dividendos, plano de saúde, cursos, estacionamento, seguros, entre outros.

Além disso, refere-se também ao ambiente de trabalho, horário de trabalho e grau de satisfação dos funcionários. E, mais importante, se estes elementos de satisfação ou insatisfação são passados ao cliente de forma que este possa avaliar se os responsáveis pela gestão de seus recursos têm um bom ambiente de trabalho.

c. Compliance

Área que tem como objetivo principal garantir a adequação da administradora, entendida como um conjunto de atividades do qual faz parte a gestão da carteira de ativos do fundo, às normas legais, aos regulamentos próprios, às determinações do cliente e as decisões tomadas ao longo do processo de investimento. O *compliance* representa maior segurança aos clientes da administradora de recursos, à medida que é uma instância que verifica se os atos de gestão não estão ferindo normas legais, regulamentos, política de investimento definidas pelo cliente e pela administradora de recursos.

d. Auditoria

Verificação de procedimentos, de operações realizadas e de registros quanto a sua legalidade. A auditoria externa, realizada por uma empresa independente, é um procedimento obrigatório no caso de fundos. A administradora também pode realizar auditoria interna e permitir que o cliente também realize uma auditoria nas carteiras que lhe pertencem. Neste caso, é provável que os maiores investidores, como os institucionais, tenham maior facilidade em obter os dados necessários para realizar sua própria auditoria. Além disso, os fundos de renda fixa são fiscalizados pelo Banco Central e os fundos de renda variável têm fiscalização feita pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Os fundos mistos de renda fixa e renda variável são legalmente fiscalizados pelo Banco Central, apesar de também possuir em sua carteira ativos de renda variável, para os quais a CVM está,

aparentemente, melhor estruturada para exercer a fiscalização.

2.6.2 Grupo dos elementos de *marketing* da administradora

Este grupo de informações leva em conta os seguintes indicadores: histórico, qualidade dos serviços e comunicação com os clientes, referências, foco no negócio, volume de recursos administrados, total de clientes institucionais, clientes ganhos e perdidos, produto e preço. Cada um desses indicadores passa a ser tratado abaixo.

a. Histórico

Esta variável refere-se à experiência que a administradora de recursos tem na gestão de recursos de terceiros. Espera-se que, numa instituição, a experiência acumulada numa atividade seja proporcional ao tempo dedicado a ela, uma vez que maior tempo significa que há maior probabilidade de já ter passado por várias situações distintas de mercado, incluindo períodos de crise, de expansão e de estabilidade. Essa maior experiência deve se traduzir em melhor consistência de longo prazo na performance de seus fundos. Pode-se argumentar que o que importa não é a experiência da instituição, mas a de seus profissionais, afinal uma administradora de recursos pode estar no mercado há pouco tempo, mas empregar pessoas com larga experiência de mercado. Ciente dessa questão, a linha adotada nessa pesquisa sugerirá a atribuição de notas distintas à experiência da administradora e à experiência de seus profissionais.

b. Qualidade dos serviços e comunicação com os clientes

A qualidade dos serviços está intimamente ligada à comunicação com os clientes. Ela refere-se à estrutura de fornecimento de informações que está disponível ao investidor. Entre suas atribuições está a disponibilização de informações ao investidor do fundo, tais como: regulamento do fundo, resumo do regulamento com seus principais pontos, carteira de ativos do fundo, estratégia para a composição da carteira, cenário macroeconômico e político da administradora, extratos, relatórios contábeis, rentabilidade, comparativos da rentabilidade com índices de mercado e com aquele escolhido como parâmetro do fundo. Também, é de responsabilidade da estrutura de serviços e comunicação com os clientes fornecer informações solicitadas pelo investidor; ser o interlocutor do investidor dentro da administradora e o interlocutor da administradora junto ao investidor; fazer reuniões com o cliente. É certo que cada tipo de investidor (pessoa física, pessoa jurídica, cliente *private*, institucional) receberá tipos e quantidades diferentes de informações e a avaliação deve levar em consideração qual o público alvo do fundo que está sendo analisado.

c. Referências

São informações obtidas junto a investidores que já são clientes da administradora de recursos, a partir de uma lista fornecida pela própria instituição. Aqui, há o problema do sigilo bancário, mas há segmentos de investidores, como os institucionais, que permitem a divulgação de seu nome, viabilizando a avaliação.

d. Foco no negócio

A administradora tem foco no negócio quando se dedica, única e exclusivamente, à administração de recursos de terceiros. Em outras palavras, essa atividade adquiriu, dentro da instituição, importância suficiente para tornar-se independente das demais atividades da empresa.

e. Volume de recursos administrados

Refere-se ao total de recursos de terceiros sob gestão da administradora de recursos. Espera-se que quanto maior o volume, melhor será a qualidade de gestão da administradora, visto que grandes volumes permitem maiores investimentos na estrutura necessária para administração de recursos, redução de preços cobrados dos investidores, já que há ganho de escala, além de dar à administradora maior poder de barganha no momento de negociar ativos no mercado. Além disso, há um mínimo de volume de recursos necessários para que a empresa seja lucrativa e realize investimentos. Por fim, maiores volumes indicam que há mais investidores atestando a qualidade da administradora de recursos.

f. Total de clientes institucionais

Os investidores institucionais, que reúnem entidades fechadas de previdência privada, entidades abertas de previdência privada, seguradoras e companhias de capitalização, estão entre os mais qualificados e exigentes investidores do mercado. Portanto, para que uma administradora atue nesse

segmento, ela deve demonstrar competência e qualidade em seus serviços. Desse modo, quanto maior o número de investidores desse segmento, pode-se inferir que melhor deve ser a administradora de recursos.

g. Clientes ganhos e perdidos

Também estará referenciada em clientes institucionais, pelos mesmos motivos descritos na variável anterior. No caso desta variável, espera-se que uma administradora que tenha ganho maior número de clientes e perdido nenhum ou perdido menos num dado período, esteja conseguindo prestar um serviço de boa qualidade ao longo do tempo.

h. Produto

Produto é o resultado final do trabalho feito pela administradora de recursos e que é oferecido ao investidor, devendo representar a filosofia, o processo e o estilo de investimento da instituição. Ele também deve ser flexível o suficiente para adaptar-se às necessidades do cliente.

i. Preço

É o preço cobrado pela administradora para fornecer o produto ao investidor. O preço pode ser definido de diversas formas: (i) uma percentagem fixa do volume de recursos sob gestão; (ii) uma percentagem do resultado obtido pela administradora acima de um parâmetro definido pelas duas partes (administradora e

investidor); (iii) uma combinação das duas anteriores; (iv) um valor fixo em reais; (v) uma percentagem sobre o volume, com um mínimo e um máximo em reais, entre outras combinações possíveis. O importante é que o preço atenda aos objetivos de lucratividade da administradora e não esteja acima da capacidade de pagamento do investidor.

2.6.3 Grupo dos elementos de política de investimento da administradora

Neste grupo estão compreendidos os seguintes indicadores: filosofia de investimento, processo de investimento, estilo de investimento, foco no estilo, carteira, transações, equipe de investimento, estabilidade da equipe, suporte operacional, controle de riscos e progresso. Cada um deles será tratado a seguir:

a. Filosofia de investimento

Conjunto de princípios que norteiam o processo de administração de recursos de uma instituição. Ela engloba, por exemplo, definições de como são tomadas as decisões (se em conjunto ou isoladamente), quais os parâmetros importantes no processo decisório, como as decisões são implementadas, os controles que devem existir, o estilo de administração adotado pela instituição, entre outros. Conforme Arnott (1992: 103) a filosofia deve ser claramente articulada, bem definida e sensata, para que os resultados passados, bons ou ruins, não sejam creditados ao acaso e sim à filosofia de investimento adotada pela instituição.

b. Processo de investimento

O processo de investimento é a operacionalização da filosofia de investimento. É através dele que os princípios de administração de recursos definidos na filosofia de investimento são postos em funcionamento. Desse modo, o processo deve refletir a filosofia e permitir que todos os seus princípios sejam adotados ao longo do processo de administração de recursos. Para tanto, a administradora deve possuir a infra-estrutura necessária para suportar a transformação da filosofia em produto, através do processo de investimento (Arnott, 1992: 103). Além disso, o modo de implementação deve estar em total consonância com o processo de investimento (Arnott, 1992: 103).

c. Estilo de investimento

O estilo faz parte da filosofia de investimento da instituição. Ele significa o modo como a instituição faz a administração dos recursos. Assim, através dele, pode-se saber se a instituição administra os recursos de forma agressiva ou conservadora, se utiliza análise fundamentalista ou técnica, se diversifica ou concentra as carteiras, se utiliza derivativos ou não, se utiliza modelos matemáticos e estatísticos ou não, se faz administração ativa ou passiva, entre outras. Também permite conhecer se a administradora é especializada em determinado produto, como, por exemplo, fundos de renda fixa ou fundos de renda variável setorial.

d. Foco no estilo

A administradora de recursos tem foco no estilo quando ela pratica de forma rigorosa, durante o processo de administração de recursos, o estilo por ela adotado. Isso significa que ela não deixa de praticar seu estilo em nenhuma circunstância.

e. Carteira

A carteira é o conjunto de ativos e derivativos possuídos pelo fundo de investimento, representando a contrapartida do passivo do fundo, que são as quotas possuídas pelos seus quotistas. A carteira deve refletir a filosofia, o processo e o estilo de investimento adotados pela instituição.

f. Transações

As transações representam as compras e vendas de ativos e de derivativos que são efetuadas para na carteira do fundo. Elas devem refletir as definições da filosofia, do processo e do estilo de investimento. Um indicador dessa variável é o número de vezes que o patrimônio do fundo foi negociado por ano.

g. Equipe de investimento

Refere-se à qualificação das pessoas que trabalham, direta ou indiretamente, na administração de recursos de terceiros. Diretamente trabalhando

estão os gestores de recursos, tanto de renda fixa quanto de renda variável. Indiretamente, estão aqueles que dão o suporte necessário para os gestores: analistas de investimento, economistas, analistas de risco, os responsáveis pela comunicação com os clientes, estrategistas, entre outros. Espera-se que quanto maior a qualificação dessa equipe em termos de experiência na administração de recursos de terceiros e em termos educacionais, incluindo cursos, seminários e congressos, maior será sua capacidade de realizar bem sua função, analisar as transformações e ineficiências do mercado e transformar a filosofia e o processo de investimento em produto para o investidor.

h. Estabilidade da equipe

Refere-se à capacidade que a empresa tem de reter seus profissionais. Acredita-se que quanto menor a rotatividade da equipe de investimento, maior a probabilidade da administradora repetir no futuro os resultados obtidos no passado. Isto ocorre porque, quanto menor a rotatividade, maior o número de profissionais que está há mais tempo na empresa e, portanto, conhece melhor sua cultura, sua estrutura, sua filosofia, processo e estilo de investimento, bem como seus clientes.

i. Suporte operacional

Refere-se a todos os recursos que estão à disposição da equipe de investimentos para auxiliá-la e permitir-lhe a tomada de decisão. Assim, o suporte envolve sistemas contábeis, que fornecem a composição da carteira do fundo, a

valorização de cada um de seus ativos, sua quota, seu fluxo de caixa, suas provisões, seus recebimentos futuros. Além de informações contábeis, também são necessárias informações que permitam ao gestor conhecer o nível de risco de mercado em que o fundo está operando, através de cálculos de *duration* e *value at risk*, por exemplo. A estrutura operacional deve estar organizada de forma a minimizar riscos operacionais, como transmissão errada de informações entre o gestor (que realiza o negócio), o corretor (que efetiva a compra ou venda), o serviço de liquidação e custódia e quem registra a operação; compra de ativos não permitidos ou além dos limites permitidos pelo regulamento do fundo ou pela legislação.

j. Controle de riscos

Refere-se à existência de áreas dedicadas à controles de riscos de mercado e de crédito, além de instrumentos que permitam a operacionalização desses controles. O primeiro tipo de risco é devido à variação do preço do ativo poder ocorrer em sentido contrário à posição mantida pelo fundo. O segundo deve-se à possibilidade de um emissor de um título não honrar o seu pagamento. Saber o tamanho de cada um desses riscos, nos quais se está incorrendo, é fundamental para o processo de tomada de decisão.

k. Progresso

O progresso refere-se a alterações introduzidas no processo de

investimento da administradora provocadas por mudanças ocorridas no mercado e, por consequência, também tem a ver com alterações feitas nos produtos oferecidos ao investidor.

2.6.4 Grupo dos elementos de performance do fundo

Neste grupo estão incluídas as seguintes variáveis: performance, retorno, risco, consistência de resultados e índice de maus resultados. A seguir, cada uma delas é discutida:

a. Performance

Será chamado de performance o desempenho do fundo em termos de risco e retorno. Assim, tem melhor performance aquele que apresentar a maior razão entre retorno e risco, que poderá ser representada pelos índices de Sharpe, Treynor, Modigliani ou outros.

b. Retorno

É o rendimento apresentado pelo fundo durante o período escolhido como amostra.

c. Risco

Risco é a probabilidade que o fundo tem de apresentar resultados abaixo

do esperado.

d. Consistência de resultados

A consistência de resultados refere-se à capacidade da administradora de recursos em oferecer aos seus investidores retornos que sejam compatíveis com as condições de mercado e o perfil de risco do investidor ao longo do tempo. Em outras palavras, isto significa que uma boa administradora de recursos não deve ter uma excelente performance em um determinado ano (ou outro período de tempo qualquer) e estar entre as piores colocadas no ano seguinte. Uma administradora que tenha consistência apresentará, ao longo do tempo e sob diferentes condições de mercado, performance compatível com a dos parâmetros de mercado que tenha adotado como referência e com a das outras instituições administradoras de recursos.

e. Índice de maus resultados (IMR)

Conforme Arnott (1992: 104), todo processo de investimento pode apresentar resultados insatisfatórios em determinados períodos. A partir do índice de maus resultados, cuja sugestão de cálculo é apresentada no Capítulo 3, busca-se verificar qual a importância relativa desses períodos ao longo do tempo.

CAPÍTULO 3: PROCESSO DE MENSURAÇÃO DAS VARIÁVEIS

3.1 Introdução

Para se chegar ao objetivo final da pesquisa, que é a construção do método para a avaliação de fundos de investimento, que considere a avaliação de suas instituições administradoras de recursos, partiu-se, da procura das principais variáveis que devem ser levadas em consideração nessa avaliação. E a pesquisa realizada encontrou um conjunto de variáveis qualitativas e quantitativas.

Para que o objetivo seja atingido, é preciso estabelecer o peso que cada uma destas variáveis deve ter no processo de avaliação tanto dos fundos quanto das instituições administradoras de recursos. E para isso, conforme descrito no capítulo subsequente, dedicado à metodologia da pesquisa, será realizada uma pesquisa com alguns agentes participantes do mercado de capitais.

No entanto, para que essa pesquisa seja realizada, é necessário que estas variáveis tenham bem definidos seus significados, evitando mais de uma interpretação, e suas formas de mensuração. O significado de cada uma delas já foi apresentado no capítulo anterior. Assim, este capítulo será dedicado à discussão de sugestões de processos de mensuração de cada uma das variáveis. A nota final de

um fundo será obtida por uma média que deverá ponderar a importância de cada grupo de variáveis na avaliação geral do fundo, bem como a nota e o peso de cada uma das variáveis do grupo.

3.2 Grupo qualidade da administradora de recursos

Como já foi visto, este grupo leva em conta as variáveis de administração e solidez financeira, sistema de remuneração dos funcionários, *compliance* e auditoria. A avaliação das variáveis deste grupo, embora sugira-se ser feita por critérios diretos, tem sua medida dada por uma nota, o que caracteriza a subjetividade com que o avaliador está vendo a instituição administradora. Abaixo, a sugestão de processo de mensuração de cada uma das variáveis deste grupo.

a. Administração e solidez financeira

Para medir a solidez financeira de uma instituição administradora de recursos, deve-se, primeiramente, saber se ela é subsidiária de outra empresa ou se é independente, no sentido de não ser controlada por outra empresa. Caso a administradora de recursos seja controlada por uma empresa ou instituição financeira, o risco de crédito é o dessa empresa/instituição financeira, portanto, a análise deve ser estendida a ela. Se a administradora for independente, a análise deve limitar-se a ela.

A mensuração dessa variável poderá ser feita a partir da análise das

contas de balanço patrimonial e da demonstração de resultados do exercício publicados pela administradora de recursos. A partir dessa análise, o avaliador atribui à instituição uma nota entre zero e dez.

b. Sistema de remuneração

O sistema de remuneração deve ser concebido de forma a reter os melhores profissionais, reduzindo a rotatividade da equipe, o que, em tese, contribui para a obtenção de melhores resultados, conforme já discutido no item equipe de investimento. Além disso, a equipe deve estar satisfeita com ele e com seu ambiente de trabalho.

A medição dessa variável poderá ser feita através de uma pesquisa com alguns clientes institucionais da administradora de recursos. Esses clientes responderão sobre a percepção que têm da satisfação que os funcionários da administradora têm em relação ao seu trabalho, atribuindo notas entre zero e dez. A nota final da administradora será a média das notas dadas pelos seus clientes.

c. Compliance

Se a administradora possuir estrutura de *compliance* e todos os ativos administrados estiverem sob o controle dessa estrutura, sugere-se que ela receba nota 10. Caso não possua estrutura de *compliance*, a nota pode ser zero. E se possuir, mas apenas uma parcela dos ativos estiver sob seu controle, a nota será proporcional a esse percentual.

d. Auditoria

A auditoria externa é obrigatória. A fiscalização do Banco Central e da CVM fica a critérios dessas instituições. O que pode diferenciar uma administradora de outra, e deve ser medido, é a realização de auditoria interna e a permissão que pode ser dada ao cliente para que ele realize sua própria auditoria, sendo que essa se restringe, obviamente, ao fundo do qual o cliente seja cotista. Assim, o critério de medição dessa variável se restringirá a esses dois itens, de forma que a não existência nem de auditoria interna nem da possibilidade de o investidor auditar seus investimentos, deveria receber nota zero; nos demais casos, a nota seria proporcional à disponibilidade e grau de profundidade das possíveis auditorias.

3.3 Grupo dos elementos de marketing da administradora de recursos

Neste grupo são examinadas as variáveis histórico, qualidade dos serviços de informação, referências, foco no negócio, volume de recursos administrados, total de clientes institucionais, clientes ganhos e perdidos, produto e preço. Nas sugestões de processos de mensuração abaixo descritos também procura-se traduzir critérios diretos em notas de zero a dez, que se dão uma certa subjetividade ao avaliador, também permitem captar os detalhes de relacionamento entre a instituição administradora e o cliente.

a. Histórico

O histórico será medido em anos, entre o momento atual e o momento em que a instituição iniciou suas atividades de administração de recursos de terceiros.

As notas poderão obedecer, por exemplo, à seguinte tabela:

Tabela 3
Critério de atribuição de notas para o tempo de administração de recursos de uma instituição

Tempo de administração (anos)	Nota
Até 2	2
Entre 2 e 5	5
Entre 5 e 10	7
Acima de 10	10

b. Qualidade dos serviços de informação

Sugere-se a realização de uma avaliação para investidores pessoa física e outra para investidores pessoa jurídica, institucionais e *private banking*, cujas exigências são semelhantes:

- pessoa física: para esse segmento de investidores, pode-se avaliar se recebem o regulamento do fundo, que é uma obrigação legal nem sempre cumprida pelas administradoras de recursos; um resumo com as principais informações do

regulamento, extratos com a movimentação e valor da quota e outras informações. Também será avaliada a forma como estas informações estão disponíveis: se apenas de forma impressa ou também através de meio eletrônico, como *home banking* e internet, por exemplo;

- demais investidores: além das informações que são enviadas às pessoas físicas, pode-se avaliar também: existência de estrutura especializada no fornecimento de informações, como de macroeconomia e sobre estratégia do fundo e mercado financeiros, frequência de envio/disponibilização das informações, meio em que as informações são enviadas/disponibilizadas, tais como correio, fax, *e-mail*, internet.

A partir da avaliação dos aspectos acima mencionados, atribui-se notas entre zero e dez para a instituição administradora, sendo dez quando todos os aspectos estão presentes e zero quando nenhum está presente. Quando alguns estão presentes e outros não, atribui-se uma nota proporcional.

c. Referências

Pode-se consultar, por exemplo, seis clientes institucionais da administradora, sendo, por exemplo, os dois maiores, os dois menores e dois intermediários, que serão questionados em relação aos itens abaixo:

- atendimento: presteza e precisão no fornecimento de informações solicitadas;
- pró-atividade: fornecimento de informações a partir da iniciativa da própria

administradora de recursos;

- performance: avaliação dos resultados obtidos pela administradora em termos de risco e retorno; e
- geral: avaliação da administradora como um todo.

A partir da avaliação das informações acima, o avaliador atribui notas entre zero de dez para essa variável.

d. Foco no negócio

Pode ser medido pelo número de produtos de áreas distintas que são oferecidos ao cliente através de, por exemplo, *telemarketing*, correspondências, atendimento em agências, entre outras formas. Quanto maior este número, menor foco no negócio tem a empresa. Se um gerente de fundos propõe a aplicação em um fundo adequado ao perfil do cliente e também procura vender-lhe um seguro, abertura de conta-corrente e uma viagem de turismo, o foco da empresa parece desvirtuado.

Para atribuir nota a essa variável, sugere-se que o avaliador consulte a instituição administradora, através de seus canais competentes, sobre a aplicação em fundos de investimento. De acordo com a resposta obtida, ele deve dar uma nota entre zero e dez para essa variável.

e. Volume de recursos administrados

A nota dessa variável pode ser dada, por exemplo, de acordo com a tabela abaixo:

Tabela 4
Critério de nota para o volume de recursos de terceiros sob gestão

Volume de recursos sob gestão	Nota
Até R\$ 1 bi	1
Entre R\$ 1 bi e R\$ 3 bi	2
Entre R\$ 3 bi e R\$ 6 bi	4
Entre R\$ 6 bi e R\$ 10 bi	6
Entre R\$ 10 bi e R\$ 20 bi	8
Acima de R\$ 20 bi	10

f. Total de clientes institucionais

Os clientes institucionais de uma administradora poderão ser classificados em dois segmentos: o primeiro formado por clientes de carteiras administradas e clientes de fundos exclusivos e o segundo por clientes que são quotistas de fundos mútuos. Os pontos da administradora poderão ser dados, por exemplo, por uma

fórmula do tipo:

$$P_a = 0,70C_i + 0,30C_m$$

onde:

- P_a : total de pontos da administradora neste quesito;
- C_i : número de clientes institucionais de carteiras administradas e fundos exclusivos, com peso de 70% no total de pontos; e
- C_m : número de clientes institucionais que são quotistas de fundos mútuos, excetuando os que já estão presentes em C_i , com peso de 30% no total de pontos.

A sugestão de ponderação maior para investidores de carteira administrada e de fundos exclusivos justifica-se pela exigência maior de serviços por parte desses clientes.

Tendo-se a pontuação de cada uma das administradoras, parte-se para a obtenção da nota final de cada uma delas nesse quesito, dividindo-se todas as notas de todas as administradoras em decis. Aquelas que estiverem no primeiro decil e, portanto, com o maior número de pontos, recebem nota 10; as do segundo decil recebem nove e assim sucessivamente até que as que estiverem no décimo decil recebem nota 1.

g. Clientes ganhos e perdidos

Pode-se considerar, por exemplo, o total de clientes institucionais que atualmente estão com a administradora e as conquistas e perdas do último ano e construir uma fórmula, como a seguinte:

$$P_a = \frac{C_g - C_p}{T}$$

onde:

- P_a : total de pontos da administradora;
- C_g : número de clientes institucionais de carteiras administradas e de fundos exclusivos ganhos no último ano;
- C_p : número de clientes institucionais de carteiras administradas e de fundos exclusivos perdidos no último ano, excluindo perdas por fusões, falências, liquidações e outros eventos que impliquem a extinção do cliente; e
- T : total de investidores institucionais de carteiras administradas e de fundos exclusivos que são, atualmente, clientes da administradora de recursos.

Tendo-se o total de pontos de cada uma das administradoras, divide-as em decis. As que encontrarem-se no primeiro decil, tendo obtido, portanto, o maior número de pontos, receberão nota 10; as do segundo decil receberão nove, e assim por diante, até que as administradoras do último decil receberão nota 1.

h. Produto

A medição dessa variável considerará dois fatores: (i) atende ao perfil de investimento definido no regulamento do fundo e (ii) é condizente com a filosofia de investimento da administradora de recursos. Pode-se estabelecer uma nota entre zero e dez para cada fator e a média representará a avaliação da variável produto.

i. Preço

Os preços cobrados pelas diversas administradoras poderão ser divididos em decis. Pode-se, também, estabelecer uma escala de notas de zero a dez, beneficiando-se os decis intermediários e baixando as notas para os extremos, de forma que, por exemplo, o primeiro e o décimo decil correspondam a nota 1,0.

3.4 Grupo dos elementos de política de investimento da administradora de recursos

Esse grupo considera as variáveis filosofia de investimento, processo de investimento, estilo de investimento, foco no estilo, carteira, transações, equipe de investimentos, estabilidade da equipe, suporte operacional, controle de riscos e progresso. Como no caso dos outros grupos, aqui também sugere-se um processo de mensuração com critérios diretos, a partir dos quais são atribuídas notas entre zero e dez, permitindo ao avaliador utilizar sua percepção e experiência ao longo do processo.

a. Filosofia de investimento

Conhece-se a filosofia de investimento a partir de declarações da própria instituição administradora de recursos. A nota a ser dada dependerá de dois fatores: (i) a instituição possuir uma filosofia de investimento e (ii) se a filosofia está adequada ao produto analisado. Pode-se estabelecer, então, uma nota entre zero e dez para cada fator e a média representará a avaliação do critério em questão.

b. Processo de investimento

A administradora deve apresentar todo o seu processo de investimento, que será avaliado quanto à sua capacidade de transformar a filosofia de investimento em produto final para o investidor, de modo eficaz, isto é, utilizando, da melhor maneira possível, todos os instrumentos oferecidos pelo mercado, e seguro, ou seja, com instâncias de controles de riscos ao longo de todo o processo. Além disso, o processo de investimento deve ser flexível o suficiente para permitir sua adaptação às novas condições de mercado, que surgem freqüentemente. A nota, de zero a dez, será dada a partir do julgamento do avaliador.

c. Estilo de investimento

O processo de medição dessa variável é feito com base em informações fornecidas pela própria instituição. A nota desse quesito, entre zero e dez, vai depender da concordância ou não que há entre o produto analisado e o estilo da administradora.

d. Foco no estilo

Para medir o foco no estilo, deve-se observar as transações efetuadas nas carteiras e fundos administrados pela instituição, comparando-as com as declarações por ela fornecidas. Assim, se ela toma decisões com base em pesquisa fundamentalista, os ativos das carteiras e fundos devem refletir as recomendações feitas pelo departamento de pesquisa. Tendo essas informações, o avaliador atribui a nota, entre zero e dez, considerando, por exemplo, o grau de aderência entre as declarações da instituição e as transações efetuadas na carteira do fundo.

e. Carteira

A instituição deve fornecer a carteira dos fundos que administra. A análise minuciosa dos ativos e derivativos possuídos pela carteira quanto a sua liquidez, participação na carteira e no índice de mercado que é o parâmetro do fundo, risco de crédito e *duration* (para fundos de renda fixa), derivativos utilizados, conformidade às decisões de política de investimento e das instâncias decisórias dentro da instituição, conformidade legal, entre outros quesitos, permitirão que seja dada uma nota de zero a dez para essa variável.

f. Transações

A instituição deve fornecer um relatório que contenha a relação transações/patrimônio dos fundos que administra. O avaliador terá, assim, condições de verificar se as transações estão refletindo o que a instituição declarou ser sua

filosofia, processo e estilo de investimento. Dependendo do grau de aderência entre as transações efetuadas e as declarações da instituição, o avaliador atribuirá uma nota entre zero e dez para essa variável.

g. Equipe de investimentos

A medição dessa variável pode considerar três fatores: (i) qual a titulação das pessoas, (ii) qual a experiência que elas têm em administração de recursos de terceiros e (iii) qual a distribuição dessas pessoas entre as diversas áreas da empresa. A medição do primeiro será feita, por exemplo, de acordo com os parâmetros da Tabela 5, abaixo, sendo o total de pontos da administradora representado pela soma do número de profissionais ponderada pela titulação individual de cada um; o segundo será medido, por exemplo, de acordo com a Tabela 6, sendo o total de pontos da administradora representado pela soma do número de profissionais ponderada pela experiência de cada um. O terceiro fator, poderá ter como medida o desvio-padrão dos pontos obtidos por cada área nos quesitos (i) e (ii) em relação à média dos pontos de todos os departamentos, conforme exemplo da Tabela 7, que será chamado de índice de distribuição. O total de pontos da administradora na variável equipe de investimento será representado pela soma do aspecto (i) com o aspecto (ii), subtraindo-se o aspecto (iii). Por fim, deve-se ordenar todas as administradoras em decis, recebendo nota 10 aquelas que se encontrarem no primeiro decil e nota 1 aquelas que estiverem no último decil.

Tabela 5
Parâmetros para a medição da qualificação acadêmica da equipe de investimento

Titulação do Profissional	Pontos
Pós-doutorado	5
Doutorado	4
Mestrado	3
Superior	2
Segundo grau	1
Abaixo segundo grau	0
Cursos, seminários e congressos de curta duração 1 ponto/1.000 horas	

Tabela 6
Parâmetros para a medição da experiência profissional da equipe de investimento

Tempo de Experiência	Pontos por ano e fração de ano
entre zero e até cinco anos	1,00
acima de cinco e até dez anos	0,75 + 1,25
acima de dez e até 20 anos	0,50 + 3.75
acima de 20 anos	0,25 + 8.75

Tabela 7
Exemplo de cálculo do índice de distribuição

Índice de Distribuição	
total de pontos da administradora	500
número de departamentos	10
média de pontos por departamento	50
Departamento 1	90
Departamento 2	20
Departamento 3	75
Departamento 4	35
Departamento 5	105
Departamento 6	10
Departamento 7	40
Departamento 8	70
Departamento 9	45
Departamento 10	10
Desvio-padrão	33,50

h. Estabilidade da equipe

O processo de medição desta variável, representada por E, pode levar em conta sete aspectos: (i) número de pessoas que foram admitidas na equipe de investimento (P_a) nos últimos 3 anos; (ii) número de pessoas que foram desligadas

da equipe de investimento (P_d) nos últimos 3 anos; (iii) o tempo médio de empresa das pessoas que saíram da equipe (T_s); (iv) a titulação em termos acadêmicos das pessoas que saíram (Q_{ad}); (v) a titulação acadêmica das pessoas que entraram (Q_{aa}); (vi) a experiência em administração de recursos de terceiros das pessoas que saíram (Q_{ed}); e (vii) a experiência em administração de recursos de terceiros das pessoas que entraram (Q_{ea}). Os parâmetros utilizados no cálculo dos aspectos (iv) e (v) poderão, por exemplo, obedecer à tabela 5 anterior; os parâmetros (vi) e (vii) poderão ser calculados de acordo com a tabela 6, anterior. Os resultados de todas as administradoras são ordenados em decis, recebendo nota 10 aquelas que tiverem menor E, isto é, estiverem no primeiro decil e nota 1 as que possuem maior E, localizando-se no último decil. A partir disso tem-se que:

$$E = \left(\frac{P_a + P_d}{P} \right) + P_d \cdot T_s \cdot Q_{ad} \cdot Q_{ed} - P_a \cdot Q_{aa} \cdot Q_{ea}$$

sendo P o número médio do total de funcionários da equipe de investimento nos últimos, por exemplo, 3 anos.

i. Suporte operacional

Para a avaliação e medição dessa variável é necessária uma visita à instituição administradora de recursos para verificar:

- a existência ou não de sistemas contábeis que forneçam as informações descritas no subitem i do item 2.5.3, bem como o modo e a frequência em que as informações são disponibilizadas aos gestores;

- a existência ou não de informações de gestão de risco e o modo e a frequência em que são disponibilizadas aos gestores;
- a existência ou não de instâncias de controles operacionais; e
- como é realizado o trânsito de informações entre as áreas responsáveis pela gestão dos recursos, pela efetivação da compra/venda dos ativos, pelo registro das operações, pela liquidação e custódia dos ativos.

Pode-se dar uma nota, entre zero e dez, a cada um dos fatores e a média representará o critério em questão.

j. Controles de riscos

Pode-se considerar como fatores principais deste critério o controle de risco de crédito e de risco de mercado. Pode-se, então, estabelecer uma nota, entre zero e dez, para cada fator e a média representará o critério.

k. Progresso

Solicita-se à administradora uma relação de mudanças introduzidas tanto em seu processo de investimento quanto em sua prateleira de produtos, bem como os eventos que provocaram tais mudanças. A partir disso, avalia-se qual a capacidade de evolução da administradora em relação às mudanças que ocorreram no mercado, classificando-a e dando a nota de acordo, por exemplo, com a tabela abaixo:

Tabela 8
Critério de notas quanto à capacidade de resposta da administradora às mudanças ocorridas no mercado

Capacidade de mudança	Nota
Quase nenhuma ou nenhuma	0 a 3
Pouca	3 a 6
Média	6 a 8
Alta	8 a 10

3.5 Grupo dos elementos de performance do fundo

Esse grupo considera as variáveis performance, retorno, risco, consistência de resultados e índice de maus resultados. Aqui, também sugere-se um processo de mensuração com critérios diretos, a partir dos quais são atribuídas notas entre zero e dez.

a. Performance

Para mensurar a performance, pode-se utilizar um dos índices apresentados na seção dedicada a avaliação quantitativa, tais como índice de Sharpe ou índice de Treynor. Assim, pode ser utilizado, por exemplo, o índice de Sharpe, sendo que quanto maior o índice de Sharpe, melhor é o fundo. As

performances dos fundos que tiverem índice de Sharpe positivo poderão ser divididas em quintis, recebendo nota dez os fundos cujas performances estiverem no primeiro quintil, isto é, com maior índice de Sharpe. No extremo oposto, receberá nota 2, os fundos cuja performance estiverem no quinto quintil, isto é, que tenham os piores índices de Sharpe. Fundos com índice de Sharpe negativo receberão nota zero.

b. Retorno

Para avaliar essa variável pode-se, por exemplo, dividir os retornos dos fundos em quintis, recebendo nota dez os fundos cujo retorno estiver no primeiro quintil. No extremo oposto, receberão nota 2, os fundos cujo retorno estiver no quinto quintil.

c. Risco

A medida da variável risco pode ser feita tanto considerando-se o risco total do fundo, calculado pelo desvio-padrão dos retornos, como considerando-se o beta do fundo. Utilizando-se um ou outro, a nota pode ser estabelecida, por exemplo, dividindo-se os riscos dos fundos em quintis, recebendo nota dez os fundos cujo risco estiverem no último quintil, isto é, com menor risco. No extremo oposto, receberão nota 2, os fundos cujo risco estiverem no primeiro quintil, isto é, possuírem o maior risco.

d. Consistência de resultados

Para a medição da consistência de resultados de uma instituição pode-se seguir, por exemplo, os passos descritos a seguir. Primeiro calcula-se a performance de seus fundos. A seguir, calcula-se a performance de seus respectivos índices de mercado, escolhidos como parâmetros. O próximo passo é calcular, para vários períodos de tempo - anos, por exemplo -, a diferença percentual entre a performance de cada fundo e a performance dos seus respectivos parâmetros de mercado. Por fim, calcula-se o desvio-padrão dessas diferenças. Ao mesmo tempo, calcula-se os desvios-padrão de todas as administradoras que foram escolhidas para ser avaliadas. Divide-se os resultados em decis. Aquelas que encontrarem-se no primeiro decil, isto é, que apresentarem os menores desvios-padrão, receberão nota dez; as que estiverem no segundo decil, receberão nove, e, assim sucessivamente, até aquelas que se encontrarem no décimo e último decil, com os maiores desvios-padrão, que receberão nota 1.

i. Índice de maus resultados

Para a obtenção do índice de maus resultados (IMR), pode-se, por exemplo, seguir os passos seguintes. Primeiramente, calcula-se a performance do fundo em um determinado período de tempo - ano, por exemplo - para vários períodos. A seguir, calcula-se a performance do índice que é o seu parâmetro de mercado, no mesmo período de tempo do fundo. Depois verifica-se quantas vezes a performance do fundo ficou abaixo da performance de seu parâmetro de mercado. O

passo seguinte é dividir esse número pelo número total de períodos em que a performance foi calculada. Por exemplo, se durante 10 anos, a performance do fundo ficou abaixo de seu parâmetro de mercado em 2 anos, o índice de maus resultados será igual a 0,20 ou 20%. Receberá nota dez o fundo que tiver IMR igual a zero, nota 9 se tiver IMR igual a 10% e, assim sucessivamente, até o fundo que receberá zero se tiver IMR igual a 100%.

CAPÍTULO 4: METODOLOGIA DA PESQUISA

4.1 Método da Pesquisa

Para que seja atingido o objetivo principal deste trabalho, que é a construção de um método capaz de avaliar qualitativa e quantitativamente fundos de investimento, considerando-se a avaliação das instituições administradoras de recursos, há que se cumprir duas etapas.

A primeira etapa compreende o conhecimento das principais variáveis que podem fazer parte do método. Também é necessário que estas variáveis tenham conceitos e modos de mensuração claramente definidos, bem como sejam classificadas em grupos de afinidade. Esta parte foi cumprida, através de levantamento bibliográfico, e está descrita nos capítulos 2 e 3 deste trabalho.

Uma vez conhecidas as principais variáveis que podem estar presentes no método de avaliação, é preciso definir a ponderação que caberá a cada uma delas, assim como ao grupo ao qual pertencem. Este é o objetivo central do trabalho e o processo para atingi-lo foi desenvolvido na segunda etapa, através de questionários que foram enviados a agentes de mercado definidos no universo da pesquisa.

4.2 Universo da Pesquisa

Para a realização da primeira etapa da pesquisa, que é o levantamento de variáveis, foi utilizado o método do levantamento bibliográfico. O universo de pesquisa compreendeu:

- Biblioteca da FEA/USP (Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo);
- sistema Proquest, instalado na Biblioteca da FEA/USP;
- Internet; e
- sistema Dedalus, da USP.

Na segunda etapa do trabalho, que consiste na determinação da ponderação que cada um das variáveis e seus respectivos grupos devem ter, foram elaborados questionários para serem respondidos por agentes participantes do mercado de capitais. Aqui, o universo da pesquisa compreendeu:

- 104 instituições administradoras de recursos, que administram um total de R\$ 191 bilhões, que fazem parte do levantamento realizado pela Revista da Anbid nº 18 (setembro/1999);
- investidores qualificados:
 - 359 fundos de pensão, constituídos e em funcionamento, com total de ativos no valor de R\$ 121 bilhões, em novembro/1999, conforme relação fornecida pela Secretaria de Previdência Complementar do Ministério da Previdência e Assistência Social (Informações Básicas, 1999);

- 42 entidades abertas de previdência privada associadas a Associação Nacional das Entidades Abertas de Previdência Privada (Anapp), com total de reservas técnicas no valor de R\$ 11,5 bilhões, em novembro/1999; e
 - 117 seguradoras com prêmio total no valor de R\$ 13,2 bilhões, em agosto/1999 e 20 companhias de capitalização com provisões totais no valor de R\$ 4,3 bilhões, em maio/1999, conforme relação fornecida pela Superintendência de Seguros Privados (Susep: 2000: *site*);
- empresas de consultoria que atuam no segmento de administração de recursos, assessorando empresas e governos na definição e implementação de planos de complementação de aposentadoria e/ou na contratação de instituições administradoras de recursos.

Não fazem parte do universo de pesquisa e, portanto, da amostra, três grupos de investidores: aqueles que residem no exterior, pessoas físicas e empresas não definidas acima. Apesar da importância desses grupos, há alguns fatores que concorrem para a sua não-inclusão:

- dificuldade e custo de acesso, para todos os casos;
- em geral, os investidores estrangeiros tomam suas próprias decisões de investimento, não contratando uma administradora de recursos no Brasil para que o seu investimento seja administrado discricionariamente;
- o investidor pessoa física é, aparentemente, um investidor menos sofisticado e exigente que aqueles escolhidos para fazer parte do universo da pesquisa,

apesar de que sua participação poderia contribuir para o enriquecimento da pesquisa; e

- as empresas, exceto aquelas que fazem parte do universo pesquisado, têm, geralmente, objetivos bastante distintos e definidos, ao fazer seus investimentos no mercado financeiro. Elas buscam, em geral, aplicações de prazo curto ou médio, baixo risco e, preferencialmente, que ofereçam liquidez diária.

4.3 Amostra

Na primeira etapa da pesquisa, onde foi realizado o levantamento de variáveis, a pesquisa, tanto na Biblioteca da FEA/USP como na Internet e no Proquest, foi realizada por assunto, utilizando palavras como: administração de recursos, gestão de recursos, avaliação de instituições administradoras de recursos, fundos de pensão, gestão de investimentos, investimentos, entre outras, bem como suas respectivas versões em inglês.

Na segunda etapa, que compreende a definição dos pesos de cada variável, bem como de seu respectivo grupo, foram enviados questionários, através da Internet (*e-mail*), a representantes das instituições que fazem parte do universo da pesquisa, de acordo com os critérios abaixo:

- instituições administradoras de recursos, cuja participação percentual no total de volume de recursos administrados em fundos de investimento seja igual ou superior a 1%, segundo levantamento da Revista da Anbid do mês de setembro

de 1999. Isto significa consultar representantes de 17, das 104, instituições administradoras de recursos, que administram 82% do total de recursos aplicados em fundos de investimento. O corte em 1% não quer dizer que aquelas instituições com participação de mercado abaixo desse limite tenham menor qualificação, e, portanto, não devem fazer parte da amostra. Trata-se apenas de um critério de corte que buscou privilegiar as instituições administradoras nas quais os investidores, por motivos quaisquer, depositam a maior parte de seus recursos. Foram obtidas quatro respostas desse grupo;

- entidades abertas de previdência privada cujas reservas técnicas representem 1%, ou mais, do total de reservas dessas entidades, segundo levantamento realizado pela Anapp (2000: *site*), com base em dados de novembro/99. Isto significa consultar 14, das 42, entidades associadas a Anapp, cujas reservas técnicas representam 96% do total das reservas desse segmento. O corte em 1% tem o mesmo significado do que já foi descrito no item acima. Foi obtida uma resposta desse segmento;
- seguradoras, cujos prêmios representem ao menos 1% do total de prêmios dessas companhias, segundo levantamento realizado pela Susep (2000: *site*) com base em dados de agosto/99. Dado esse corte, foram consultadas 22, das 117, seguradoras, representando 78,10% do total de prêmios do mercado segurador brasileiro. O raciocínio explicitado no primeiro item também é aplicável, aqui, para explicar o corte realizado em 1%. Foram obtidas 6 respostas desse grupo;

- companhias de capitalização, cujas provisões representam 1% ou mais do total das provisões dessas companhias, segundo levantamento realizado pela Susep, com base em dados de maio/99 (2000: *site*). Com esse corte, foram consultadas 11, das 20, companhias de capitalização existentes no mercado, que representam 98% do total de provisões desse segmento. Foi obtida uma resposta desse segmento;
- fundos de pensão: nesse caso, foram enviados questionários aos fundos de pensão os quais o pesquisador tem acesso, pelo fato de atuar na área de gestão de recursos de investidores institucionais. Apesar disso significar uma amostragem por conveniência que, teoricamente, enfraquece a amostra, também significa que foram enviados questionários a 232, dos 359, fundos de pensão existentes no Brasil, cujos ativos, somados, representam cerca de 80% do total de ativos desse segmento, conforme levantamento realizado pela Abrapp, com base em dados de novembro/99 (Abrapp, 2000: *site*). Foram obtidas 65 respostas desse segmento; e
- oito empresas de consultoria que atuam no segmento de administração de recursos, assessorando empresas e governos na definição e implementação de planos de complementação de aposentadoria. Aqui, também, foi utilizado o conceito de amostragem por conveniência, estando presente na amostra oito empresas de consultoria às quais o pesquisador tem acesso, pelo fato de atuar na área de gestão de recursos de investidores institucionais. Três, dessas oito empresas, responderam à pesquisa.

Portanto, o questionário foi enviado a 304, das 650, empresas integrantes do universo da pesquisa. Essas 304 empresas são responsáveis pela quantia total de R\$ 279 bilhões, distribuídos em ativos sob gestão, reservas técnicas ou provisões, conforme o caso, o que significa 82% do total de recursos que estão sob a responsabilidade das empresas descritas no universo da pesquisa. Dessas 304 empresas, 80 responderam à pesquisa, o que significa um índice de retorno de 26,3%, conforme demonstrado na Tabela 9, abaixo.

Conforme pode ser depreendido do que foi descrito acima, a amostragem dos respondentes dos questionários não é probabilística, sendo, por intenção, para os casos de entidades abertas, seguradoras e companhias de capitalização, e, por conveniência, no caso de fundos de pensão e empresas de consultoria. Como a amostragem não é probabilística, os resultados obtidos a partir dela não podem ser generalizados para toda a população, valendo apenas para a amostra selecionada.

Também pode ser notado, a partir da Tabela 9 a seguir, que o índice de respostas total ficou em 26,3%, sendo que para cada um dos segmentos ficou acima de 20%, exceto nos casos das entidades abertas e das companhias de capitalização, cujos índices de retorno foram de 7,1% e 9,1%, respectivamente. Segundo Kotler (1996: 132), o questionário enviado pelo correio (modo aparentemente mais próximo do envio através de *e-mail*) tem, geralmente, taxa de resposta baixa. Mattar (1997: 176) diz que em questionários aplicados pelo correio, os índices de respostas podem variar de 3 a 50%. Considerando o que dizem esses

dois autores, o índice de retorno de 26,3% pode ser considerado bom.

Tabela 9
Índice de Retornos dos Questionários de Pesquisa

Agente do Mercado	Universo	Enviados	Recebidos	% Respostas
Instituições administradoras	104	17	4	23,5
Entidades abertas	42	14	1	7,1
Seguradoras	117	22	6	27,3
Capitalização	20	11	1	9,1
Fundos de pensão	359	232	65	28,0
Consultorias	8	8	3	37,5
Total	650	304	80	26,3

4.4 Estratégia de Coleta, Análise e Tratamento dos Dados

Definidos o método da pesquisa, seu universo e a construção da amostra serão apresentadas, a seguir, as estratégias utilizadas na coleta dos dados, bem como em sua análise e tratamento.

a. Coleta dos dados

Conforme Selltiz et all (1974: 166-168), para que sejam úteis, as técnicas

de coleta de dados (observação, questionários, entrevistas, técnicas projetivas, exames de registros existentes) e as regras para seu emprego precisam oferecer informações que, além de significativas, sejam:

- válidas, isto é, livres de erros sistemáticos, evitando que a resposta de uma pessoa seja classificada de modo errado;
- precisas, no sentido de que medidas independentes, mas comparáveis, do mesmo objeto devem dar resultados semelhantes;
- capazes de fazer distinções suficientemente refinadas para o objetivo em que será utilizado, oferecendo ao entrevistado uma ampla gama de respostas; e
- dependendo dos objetivos da pesquisa, capazes de dizer *quanto* as pessoas diferem em determinada característica.

Na presente pesquisa, para a coleta dos dados, utilizou-se uma combinação de estratégias, incluindo:

- primeira etapa (levantamento de variáveis): a pesquisa foi realizada a partir de palavras-chave como: investimento, administração de recursos, fundos de investimento, fundos de pensão, avaliação de investimentos, mercado financeiro, entre outras, através de:
 - levantamento em fichários na Biblioteca da FEA/USP (Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo);
 - busca no sistema Proquest, instalado na Biblioteca da FEA/USP;
 - busca através da Internet, utilizando sistemas como Alta Vista, Radar UOL,

Miner, Yahoo, entre outros; e

- pesquisa através do sistema Dedalus, da USP.
- segunda etapa:
- pesquisa através de questionário: nesta etapa, onde definiu-se a ponderação das variáveis e de seus grupos, foi efetuada uma pesquisa através de questionários enviados aos representantes de empresas que fazem parte do universo da pesquisa, a partir dos resultados obtidos na primeira etapa.

Para a elaboração do questionário aplicado na segunda etapa da pesquisa, listou-se, abaixo, as variáveis que podem ser utilizadas na avaliação de fundos de investimento e de instituições administradoras de recursos. A lista, a seguir, é derivada da fundamentação teórica e as variáveis qualitativas e quantitativas, agrupadas segundo suas características, que fazem parte dos questionários são:

- **Grupo qualidade da administradora de recursos**
 - administração e solidez financeira;
 - sistema de remuneração;
 - *Compliance*; e
 - auditoria.
- **Grupo dos elementos de marketing da administradora**
 - histórico;
 - qualidade dos serviços;

- referências;
 - foco no negócio;
 - volume de recursos administrados;
 - total de clientes institucionais;
 - clientes ganhos e perdidos;
 - produto;
 - preço; e
 - comunicação com os clientes.
- **Grupo dos elementos de política de investimento da administradora**
- filosofia de investimento;
 - processo de investimento;
 - estilo de investimento;
 - foco no estilo;
 - carteira;
 - transações;
 - equipe de investimento;
 - estabilidade da equipe;
 - suporte operacional;
 - controle de risco; e
 - progresso.
- **Grupo dos elementos de performance do fundo**
- performance;
 - retorno;

- risco;
- consistência de resultados; e
- índice de maus resultados.

O questionário foi escolhido como a melhor alternativa de coletar os dados dessa etapa da pesquisa, em detrimento da entrevista, por várias razões. Conforme Selltiz et al (1974: 268-270), o questionário tende a ser menos dispendioso, exige menos habilidade na aplicação, pode ser enviado pelo correio (ou, atualmente, através da Internet), pode ser aplicado a um grande número de pessoas simultaneamente, a sua padronização assegura certa uniformidade de respostas, além de oferecer mais tempo de reflexão para o respondente.

O modelo de questionário utilizado foi construído de forma a facilitar a adoção de escalas e que possa extrair com maior precisão a opinião e desejo dos respondentes, atendendo aos critérios de precisão, ampla gama de possibilidade de respostas e de ter respostas passíveis de quantificação, além do de validade, já que as respostas serão facilmente tabuladas. O questionário completo está no Anexo 2 deste trabalho.

O questionário foi enviado, primeiramente, a cinco empresas que fazem parte do universo de pesquisa, a título de pré-teste. As cinco empresas foram escolhidas pelo pesquisador a partir do conhecimento de seus representantes, considerados, pelo pesquisador, pessoas de reconhecida importância em suas empresas e em suas funções, além de serem pessoas capazes de julgar de modo criterioso o questionário, fazendo críticas e sugestões para aprimorá-lo. Todos os cinco consideraram o questionário completo, claro e bem apresentado. A partir

disso, ele foi enviado ao restante da amostra, sendo que para aqueles que não responderam após o primeiro envio, o questionário foi enviado novamente.

b. Análise e Tratamento dos Dados

As respostas obtidas junto aos respondentes dos questionários foram tabuladas utilizando-se o *software* Excel. A partir dessa tabulação, os dados foram normalizados para colocá-los na mesma base 100, já que o questionário não exigia isso do respondente. O segundo passo foi calcular, para cada variável, a média, a variância, o máximo, o mínimo, a mediana, a moda e os quartis 25, 50, 75 e 100. Como o desvio-padrão ficou acima de 30% da média, exceto para algumas variáveis, fez-se a retirada de *outliers*, isto é, observações discrepantes. Para estabelecer quais são essas observações, utilizou-se a seguinte fórmula, proposta por Bussab e Morettin (1987: 34-37):

$$J_3 + \frac{3}{2}d_j < outlier < J_1 - \frac{3}{2}d_j$$

onde:

- J_1 : primeiro quartil da distribuição, isto é, o valor que deixa um quarto dos valores abaixo e três quartos acima dele;
- J_3 : terceiro quartil da distribuição, isto é, o valor que deixa três quartos dos valores abaixo e um quarto acima dele; e
- d_j : intervalo interquartil, que é a diferença entre o terceiro e o primeiro quartis.

Este tratamento fez com que os novos desvios-padrão fossem reduzidos, alguns sofrendo maiores reduções que outros. Por fim, a partir do cálculo da média, novamente trazida para a base 100, definiu-se a ponderação que cada variável e cada grupo de variáveis deve ter no método de avaliação de fundos e instituições administradoras de recursos.

4.5 Limitações do Método de Pesquisa

A primeira limitação do método proposto diz respeito ao modo como as variáveis pesquisadas foram definidas. Como essa definição foi feita a partir de levantamento bibliográfico em determinados locais, pode acontecer de uma variável importante não ser considerada, porque sua fonte não foi encontrada pelo pesquisador através dos métodos de pesquisa utilizados.

A segunda limitação vem do universo da pesquisa. Como foram entrevistados apenas determinado grupo de grandes investidores e consultores, o resultado das entrevistas pode viesar o método proposto, visto que investidores de origem estrangeira, pessoas físicas e empresas, não fazem parte do universo da pesquisa.

Outra limitação diz respeito ao fato de que o método foi construído com base em questionários, que deverão expressar a avaliação dos entrevistados em relação às variáveis relevantes para a escolha de um fundo e de uma administradora de recursos. Essa avaliação foi colhida em um determinado momento do tempo, o que significa que se o entrevistado mudar de avaliação no futuro, o método não será

capaz de refletir essa mudança. Além disso, não há como garantir que os entrevistados sejam sinceros e precisos em suas respostas.

Uma quinta limitação é a impossibilidade de generalização dos resultados, visto que a amostragem não é probabilística. Assim, os resultados desta pesquisa valem somente para a amostra selecionada.

Uma última limitação pode ocorrer em relação ao respondente da pesquisa: não necessariamente ele é a pessoa que toma as decisões pela empresa consultada. E mesmo que seja, não há como garantir que a opinião dele reflita a opinião da organização na qual trabalha.

CAPÍTULO 5: ANÁLISE DOS RESULTADOS E PROPOSIÇÃO DE APRESENTAÇÃO DO MÉTODO

5.1 Análise dos resultados obtidos

A partir da realização do trabalho, de acordo com o descrito no Capítulo 4, dedicado à Metodologia da Pesquisa, alguns resultados foram alcançados. O mais importante refere-se à obtenção dos pesos que as diversas variáveis e cada um dos quatro grupos de variáveis devem ter no método para avaliação de fundos de investimento que considera tanto aspectos quantitativos como qualitativos, além de aspectos ligados à instituição administradora do fundo. O último estágio envolvido na obtenção desses pesos foi a pesquisa enviada à agentes do mercado financeiro, na qual solicitava-se que o pesquisado desse pesos às variáveis e aos grupos de variáveis descritos no questionário. Com isso, as seguintes respostas foram obtidas:

Tabela 10
Resultados obtidos com a aplicação dos questionários
A1. Grupo dos indicadores de qualidade da administradora de recursos e do fundo

Indicador	Peso	Desvio-padrão
Resultado do balanço patrimonial da instituição administradora do fundo de investimento	16,1	7,3
Sistema de remuneração do pessoal envolvido na gestão dos recursos do fundo	11,9	6,3
Solidez financeira da instituição administradora do fundo e de seu controlador (se houver)	25,0	3,5
Existência de <i>compliance</i> aplicado ao fundo de investimento	24,6	3,9
Existência de auditoria (tanto interna quanto externa, e por parte do próprio cliente) no fundo	22,4	4,3
Ponderação do grupo A1:	24,8	8,6

A2. Grupo dos indicadores de marketing da administradora de recursos e do fundo

Indicador	Peso	Desvio-padrão
Histórico da instituição administradora na gestão de recursos	10,5	2,4
Qualidade dos serviços prestados pela instituição administradora do fundo aos seus clientes	12,1	2,1
Referências da empresa administradora de recursos (fornecidas por seus próprios clientes)	9,1	2,5
Foco da instituição administradora do fundo no negócio de administração de recursos	10,4	2,9

A2. Grupo dos indicadores de marketing da administradora de recursos e do fundo

Indicador	Peso	Desvio-padrão
Volume total de recursos de terceiros administrados pela instituição administradora do fundo	9,4	2,7
Total de clientes institucionais da instituição administradora do fundo	8,5	2,3
Clientes institucionais ganhos e perdidos pela instituição administradora nos últimos cinco anos	7,6	3,3
Produto – fundo reflete a filosofia e o processo de investimento da instituição e é flexível	11,0	2,1
Preço cobrado pela instituição para realizar a gestão do fundo	10,6	2,2
Canais de comunicação que a instituição administradora possui com os clientes	10,9	1,5
Ponderação do grupo A2:	19,3	7,5

A3. Grupo dos elementos de política de investimento da administradora e do fundo

Indicador	Peso	Desvio-padrão
A administradora tem um ou mais estilo de investimento definido	8,1	2,0
A administradora tem foco no estilo	7,6	2,2
A administradora possui filosofia de investimento bem definida	9,7	1,1
A administradora tem processo de investimento capaz de transformar sua filosofia em produto	9,5	1,1

A3. Grupo dos elementos de política de investimento da administradora e do fundo

Indicador	Peso	Desvio-padrão
Análise da carteira de ativos do fundo	9,4	1,0
Análise das transações efetuadas na carteira de ativos do fundo	9,2	1,3
Análise da qualificação acadêmica e experiência da equipe de investimento	8,9	1,6
Estabilidade da equipe da administradora responsável pela gestão de recursos	8,7	1,7
Suporte operacional que a administradora dá à equipe de gestão de recursos	9,4	1,1
Controle de riscos que a administradora possui	10,0	1,2
Progresso - capacidade da administradora em acompanhar a evolução do mercado	9,6	1,1
Ponderação do grupo A3:	28,1	7,4

A4. Grupo dos elementos de performance do fundo

Indicador	Peso	Desvio-padrão
Performance do fundo administrado, em termos de risco e retorno	20,7	1,7
Retorno do fundo	20,2	2,1
Risco do fundo, calculado através do desvio-padrão dos retornos	19,6	1,9
Consistência de resultados do fundo ao longo do tempo	21,2	2,1

A4. Grupo dos elementos de performance do fundo

Indicador	Peso	Desvio-padrão
Índice de maus resultados - quanto os maus resultados representam do total de resultados	18,3	3,5
Ponderação do grupo A4:	27,8	7,7

A análise da Tabela 10, acima, mostra que, para os pesquisados, o grupo de maior importância é o grupo A3, cujo peso, definido como a média aritmética das repostas, é de 28,1%, seguido pelo A4 com peso de 27,8%. A seguir vem o grupo A1 com peso de 24,8% e o grupo A2 com peso de 19,3%. Disso pode depreender-se que os elementos que têm a ver com a política de investimento da instituição administradora e a performance do fundo têm importância relativa maior que os elementos relacionados à qualidade e ao *marketing* da instituição administradora.

Analisando-se o desvio-padrão de cada uma das variáveis, verifica-se que algumas delas, mesmo após a retirada das observações consideradas *outliers*, têm desvio elevado, notadamente o resultado do balanço patrimonial da instituição administradora (média 16,1 e desvio 7,3), o sistema de remuneração do pessoal envolvido na gestão dos recursos (média 11,9 e desvio 6,3), clientes institucionais ganhos e perdidos nos últimos 5 anos (média 7,6 e desvio 3,3). Apesar disso, no método a própria média foi considerada como a melhor medida para a definição do peso de cada uma das variáveis.

Fazendo-se uma análise intragrupo, pode-se notar o seguinte:

- no grupo A1 (indicadores de qualidade da instituição administradora), as duas variáveis com menor peso foram justamente as de maior desvio-padrão: resultado do balanço patrimonial da instituição administradora e sistema de remuneração do pessoal envolvido na gestão dos recursos. As outras três variáveis desse grupo tiveram peso acima de 22%, sendo as três ligadas à segurança do investimento: solidez financeira da instituição administradora e de seu controlador, existência de *compliance* e existência de auditoria. Pode-se argumentar que o resultado do balanço patrimonial tem a ver com segurança e teve peso menor. Uma possível explicação para isso é que os pesquisados entendem que a gestão dos recursos é feita por uma empresa especializada ligada a uma instituição maior e o que importa é se a instituição controladora é sólida, uma vez que a administradora pode ainda não ter atingido o volume de recursos administrados necessários para ter lucro;
- no grupo A2 (indicadores de *marketing* da instituição administradora e do fundo), os pesos dados às variáveis ficaram entre 7,5 (clientes institucionais ganhos e perdidos nos últimos 5 anos) e 11,9 (qualidade dos serviços prestados pela instituição administradora), uma amplitude menor que a verificada no grupo A1, sendo os três mais importantes: qualidade dos serviços, produto e canais de comunicação que a administradora possui com os clientes. Vale destacar que, entre todos os grupos, esse é o que tem menor peso relativo: 19,3%;
- o grupo A3 (elementos de política de investimento da administradora e do fundo) que tem a maior importância relativa entre os quatro grupos, 28,1%, apresentou maior homogeneidade de peso entre as variáveis. A variável foco no estilo teve

- o menor peso: 7,6, enquanto que a de maior peso (10,0) foi a que se refere ao controle de riscos que a administradora possui, outra variável ligada à segurança do investimento. O maior peso relativo desse grupo pode ter a ver com a preocupação dos pesquisados em ter seus recursos investidos em instituições que se preocupam em ter filosofia de investimento bem definida, processo capaz de transformar a filosofia em produto, entre outras coisas, mostrando que os investidores preocupam-se com as condições sob as quais seus recursos são geridos. O menor peso dado à variável foco no estilo provavelmente reflete o fato de no Brasil ainda não haver estilos de investimento bem definidos, como ocorre nos Estados Unidos, por exemplo; e
- o grupo A4 (elementos de performance do fundo), cujo peso é de 27,8, mostra dados interessantes: o retorno do fundo tem peso de 19,9, quase igual aos 20,7 dados à performance medida em termos de risco e retorno e aos 19,6 dados ao risco do fundo. Se de um lado, esses resultados mostram que a preocupação com o risco é tão grande quanto a preocupação que se tem em relação ao retorno do fundo, por outro lado, eles mostram que o retorno olhado isoladamente ainda tem importância para esse grupo de pesquisados. Também, deve-se notar, que a consistência de resultados ao longo do tempo (peso de 21,2) foi considerada relevante, mostrando que não basta ao fundo oferecer boa performance em um determinado período de tempo; é necessário mais que isso, é preciso ter resultados que sejam consistentes ao longo do tempo.

O questionário destinava espaço para que os pesquisados dessem

sugestões, caso considerassem necessário. Alguns utilizaram esses espaços. Nenhuma das sugestões conseguiu atingir peso acima de zero, após a retirada dos *outliers*. Apesar disso, na tabela 11, abaixo, são listadas as 25 sugestões recebidas, bem como o número de vezes em que foram citadas:

Tabela 11
Sugestões de variáveis recebidas e respectiva quantidade de citações

Sugestão	Citações
Idoneidade, experiência e competência dos profissionais	2
Possuir rating de agências de classificação de risco	10
Existência de chinese wall entre as instituições administradora e controladora	4
Alocação entre renda fixa, renda variável e derivativos de acordo com a sensibilidade e riscos do mercado	1
Ter custódia terceirizada	1
Rapidez e transparência na publicação de resultados	1
Composição do lucro entre receitas oriundas de taxa de administração e de performance	1
Critério de distribuição de lucro	1
Recursos próprios administrados dentro do fundo junto com os recursos dos clientes	2
Existência de estrutura própria ou apoio terceirizado permanente para análise e avaliações macroeconômicas e setoriais	1
Não ter sofrido punição da CVM ou do Bacen	1

Sugestão	Citações
Número de funcionários para administrar recursos, em termos de produtividade	1
Indicação da matriz do investidor, no caso de empresa estrangeira, para aplicar os recursos em determinada instituição	1
Flexibilidade e transparência nos relatórios enviados aos clientes	1
Rapidez de resposta nas informações solicitadas pelo cliente	1
Suporte jurídico ao cliente	1
Ter bom senso e não ser influenciado pela histeria do mercado	1
Verificar se possui planejadamente processo de contínua qualificação profissional e absorção de novas tecnologias	1
Retorno do fundo em relação ao benchmark	3
Tracking error do fundo relativo ao benchmark	3
Informatio ratio do fundo	1
Avaliar separadamente a rentabilidade de investimentos de longo prazo e de curto prazo	1
Comparar a rentabilidade do fundo com outros de mesmo estilo de estratégia	1
No caso de fundos jovens, avaliar os resultados obtidos pela equipe de gestores em outros fundos	1
Existência de garantias adicionais (comfort letters, por exemplo)	1

Dentre as sugestões apresentadas pelos pesquisados, a de maior importância, pelo número de citações, é a que se refere a existência de *rating*

elaborado por agências classificadoras de risco, o que denota, mais uma vez, a preocupação dos pesquisados com a segurança dos investimentos, bem como o elevado grau de exigência desses pesquisados em relação a instituição que administra seus recursos.

Por fim, não é demais lembrar que essa análise vale apenas para esse grupo de pesquisados, visto que a amostra não é probabilística, impedindo a generalização de seus resultados.

5.2 Resultado final do trabalho

O objetivo principal deste trabalho é a proposição de um método para avaliação quantitativa e qualitativa de fundos de investimento que considere também a avaliação de sua instituição administradora.

A planilha seguinte, apresentada na Tabela 12, a seguir, consiste no resultado final da pesquisa e representa a proposta para a elaboração de um critério de avaliação qualitativa e quantitativa dos fundos de investimento.

Tabela 12
Planilha para análise e avaliação de fundos de investimento

Nome do Fundo:
Instituição Administradora:

A1. Grupo dos indicadores de qualidade da administradora de recursos e do fundo

Indicador	Peso	Nota	Peso x Nota
Resultado do balanço patrimonial da instituição administradora do fundo de investimento	16,1		
Sistema de remuneração do pessoal envolvido na gestão dos recursos do fundo	11,9		
Solidez financeira da instituição administradora do fundo e de seu controlador (se houver)	25,0		
Existência de compliance aplicado ao fundo de investimento	24,6		
Existência de auditoria (tanto interna quanto externa, e por parte do próprio cliente) no fundo	22,4		
Média do Fundo no grupo A1:			
Ponderação do grupo A1:	24,8		

A2. Grupo dos indicadores de marketing da administradora de recursos e do fundo

Indicador	Peso	Nota	Peso x
			Nota
Histórico da instituição administradora na gestão de recursos	10,5		
Qualidade dos serviços prestados pela instituição administradora do fundo aos seus clientes	12,1		
Referências da empresa administradora de recursos (fornecidas por seus próprios clientes)	9,1		
Foco da instituição administradora do fundo no negócio de administração de recursos	10,4		
Volume total de recursos de terceiros administrados pela instituição administradora do fundo	9,4		
Total de clientes institucionais da instituição administradora do fundo	8,5		
Clientes institucionais ganhos e perdidos pela instituição administradora nos últimos cinco anos	7,6		
Produto - fundo reflete a filosofia e o processo de investimento da instituição e é flexível	11,0		
Preço cobrado pela instituição para realizar a gestão do fundo	10,6		
Canais de comunicação que a instituição administradora possui com os clientes	10,9		
Média do Fundo no grupo A2:			
Ponderação do grupo A2:	19,3		

A3. Grupo dos elementos de política de investimento da administradora e do fundo

Indicador	Peso	Nota	Peso x
			Nota
A administradora tem um ou mais estilo de investimento definido	8,1		
A administradora tem foco no estilo	7,6		
A administradora possui filosofia de investimento bem definida	9,7		
A administradora tem processo de investimento capaz de transformar sua filosofia em produto	9,5		
Análise da carteira de ativos do fundo	9,4		
Análise das transações efetuadas na carteira de ativos do fundo	9,2		
Análise da qualificação acadêmica e experiência da equipe de investimento	8,9		
Estabilidade da equipe da administradora responsável pela gestão de recursos	8,7		
Suporte operacional que a administradora dá à equipe de gestão de recursos	9,4		
Controle de riscos que a administradora possui	10,0		
Progresso - capacidade da administradora em acompanhar a evolução do mercado	9,6		
Média do Fundo no grupo A3:			
Ponderação do grupo A3:	28,1		

A4. Grupo dos elementos de performance do fundo

Indicador	Peso	Nota	Peso x
			Nota
Performance do fundo administrado, em termos de risco e retorno	20,7		
Retorno do fundo	20,2		
Risco do fundo, calculado através do desvio-padrão dos retornos	19,6		
Consistência de resultados do fundo ao longo do tempo	21,2		
Índice de maus resultados - quanto os maus resultados representam do total de resultados	18,3		
Média do Fundo no grupo A4:			
Ponderação do grupo A4:	27,8		

NOTA FINAL DO FUNDO DE INVESTIMENTO

Grupo	Peso do Grupo	Média do Grupo	Peso X Média
Grupo A1	24,8		
Grupo A2	19,3		
Grupo A3	28,1		
Grupo A4	27,8		
NOTA FINAL DO FUNDO DE INVESTIMENTO:			Somatório de Peso X Média, dividido por 100

O preenchimento da planilha anterior permite ao avaliador obter uma nota para o fundo de investimento que considera tanto a sua própria avaliação em relação às variáveis apresentadas bem como os pesos que cada variável e cada grupo de variáveis possuem, obtidos a partir da pesquisa realizada com investidores

Para calcular essa nota final para um determinado fundo, seguem-se os seguintes passos:

- pondera-se a nota de cada variável, atribuída durante o processo de avaliação do fundo, pelo seu respectivo peso;
- para cada um dos quatro grupos, somam-se os resultados obtidos no passo anterior, dividindo-se o resultado por 100 (soma dos pesos). Em outras palavras, calcula-se a média das notas das variáveis do grupo, ponderadas pelos seus respectivos pesos;
- a média ponderada de cada um dos quatro grupos, obtida no segundo passo, deve ser multiplicada pelo respectivo peso do grupo;
- a nota final é dada pela soma dos resultados obtidos no terceiro passo dividida por 100, que é a soma dos pesos dos grupos.

Uma sugestão de critérios para a atribuição de notas está descrito no Capítulo 3 deste trabalho, intitulado Processo de Mensuração das Variáveis. O que lá está descrito é apenas uma sugestão, podendo outros critérios serem adotados pelo avaliador.

5.3 Proposição de apresentação do método

Um dos objetivos do trabalho realizado é que o método obtido seja de fácil entendimento por parte do investidor comum, isto é, aquele investidor para o qual investir recursos não é sua principal tarefa, sendo apenas mais uma de suas atividades, entre tantas outras, como ir ao supermercado, por exemplo. Provavelmente, a grande maioria dos investidores seja desse tipo.

Apesar da pesquisa ter sido realizada com base em uma amostra não probabilística e que não incorporava investidores pessoas físicas, acredita-se que este tipo de investidor possa beneficiar-se dos resultados obtidos nesse trabalho, que consultou investidores e especialistas, cujo trabalho principal é investir recursos. No entanto, para que haja esse benefício é importante que a apresentação dos resultados seja de fácil leitura e entendimento. Para tanto, propõe-se que essa apresentação siga o modelo descrito na tabela 13, a seguir, que integra outras informações além da nota obtida com a aplicação do método de avaliação:

Tabela 13
Modelo para apresentação do método de avaliação de fundos

Fundo de Investimento	Categoria	Nota	Retorno	Risco	Retorno / Risco
A	RF passivo CDI	10,0	baixo	muito baixo	muito alto
B	RV ativo Ibovespa	10,0	muito alto	muito alto	médio
C	RF ativo CDI	9,0	médio	baixo	alto
D	RV ativo Ibovespa	9,0	muito alto	muito alto	alto
E	RV passivo Ibovespa	8,5	muito alto	muito alto	médio
F	RF ativo CDI	8,0	médio	baixo	alto
G	RF derivativos	8,0	alto	alto	médio
H	RF ativo Cambial	6,0	baixo	alto	baixo
I	RV passivo IBX	5,0	baixo	muito alto	muito baixo
J	RV ativo IBX	4,0	baixo	muito alto	muito baixo

As colunas da tabela 13 têm o seguinte significado:

- fundo de investimento: nome do fundo analisado, conforme utilizado pela administradora em seu processo de divulgação para venda;
- categoria: classificação do fundo, seguindo os seguintes critérios:
 - primeiramente classifica-se o fundo se de renda fixa (RF), renda variável (RV) ou misto;
 - em seguida, indica-se se é um fundo ativo ou passivo em relação ao seu *benchmark*, sendo considerado ativo o fundo que busca superar o seu *benchmark* correndo, para isso, o risco de ficar abaixo dele, e

passivo o fundo que busca obter o mesmo retorno do *benchmark*, sem procurar superá-lo;

- por fim, coloca-se o seu *benchmark*: CDI, Ibovespa, IBX, entre outros;

- nota: nota obtida pelo fundo segundo o método de avaliação de fundos, em processo descrito no item 5.2;
- retorno: divide-se o retorno calculado para um determinado período dos diversos fundos analisados em 5 quintis. Os fundos que estiverem no primeiro quintil, ou seja, que tiverem os retornos mais altos, recebem a classificação muito alto; os do segundo quintil, alto; os do terceiro; médio; os do quarto, baixo e os que estiverem no último quintil, com os piores retornos, recebem a classificação muito baixo;
- risco: segue o mesmo raciocínio utilizado para o retorno. Assim, aqueles que tiverem os riscos mais altos, estando no primeiro quintil, recebem a classificação muito alto. Segue-se conforme no caso do retorno até os fundos que estiverem no último quintil, com os riscos mais baixos, que receberão a classificação muito baixo; e
- retorno / risco: trata-se da relação entre o retorno oferecido pelo fundo e o risco por ele incorrido para oferecer esse retorno. Teoricamente, um fundo é tanto melhor quanto maior o seu retorno e menor o seu risco. Para classificar os fundos em termos de retorno e risco, calcula-se seu índice de Sharpe (ou outro índice que reflita essa relação), dividindo-se os resultados em quintis. Os que estiverem no primeiro quintil, com os maiores índices de Sharpe, são classificados em muito alto; os do segundo quintil em alto e, assim sucessivamente, até que o do último

quartil recebe a classificação muito baixo. Os fundos com índice de Sharpe negativo não recebem classificação, constando, na tabela, a palavra negativo.

Sugere-se, também, que abaixo da tabela de classificação de fundos haja notas explicativas que contenham, além do descrito acima, as seguintes informações:

- a principal coluna é a referente a nota e é em função dela que a tabela está organizada. Assim, um fundo com nota maior que outro é um fundo melhor;
- as informações referentes ao retorno e ao risco servem para informar sobre o comportamento passado do fundo, não significando que elas, necessariamente, serão replicadas no futuro. Essas informações já foram levadas em conta na nota do fundo e são, portanto, subordinadas, em termos de importância, ao quesito nota; e
- deve-se acrescentar, ainda, uma breve nota sobre os *benchmarks* dos fundos, descrevendo-os.

Acredita-se que, desse modo, o trabalho possa atingir seu objetivo de gerar um método que possibilite uma avaliação de fundos que seja acessível ao investidor comum, sem maiores complicações para o leitor do resultado final, ao mesmo tempo que oferece ao analista um guia com variáveis e respectivas ponderações que devem ser levadas em conta no momento em que se analisa um fundo de investimento. Observe-se que o método exposto pressupõe a análise de

mais de um fundo, uma vez que muitas das variáveis têm como sugestão de medição justamente a comparação entre os seus valores para diversos fundos. Dois exemplos desse tipo de variável são retorno e risco. Para dar a nota a um determinado fundo nesses dois quesitos, é necessário comparar o valor deles nesse fundo relativamente a outros.

CAPÍTULO 6: CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa desenvolvida ao longo desse trabalho objetivou dar os primeiros passos para a proposição de um método para classificação de fundos de investimento que considere, também, a avaliação de suas instituições administradoras de recursos, e que seja acessível ao investidor comum.

Para atingir tal objetivo, fez-se um levantamento bibliográfico buscando encontrar as principais variáveis que devem ser consideradas ao se realizar uma avaliação desse tipo. O passo seguinte foi a realização de uma pesquisa, através de questionário, junto às administradoras de recursos, fundos de pensão, entidades abertas de previdência privada, companhias seguradoras e de capitalização e consultores ligados ao ramo de investimento. O objetivo da pesquisa foi estabelecer o peso que cada uma das variáveis levantadas anteriormente, bem como seus respectivos grupos, deveriam ter no método.

O resultado final da pesquisa, bem como a proposição de um método inicial com as características desejadas, encontram-se no capítulo 5 deste trabalho. Em síntese, pode-se dizer que essa amostra pesquisada demonstrou preocupação com segurança dos investimentos, dando maior peso àquelas variáveis de controle e de segurança. Também pode-se depreender que, ao menos para essa amostra, os

investidores estão exigentes e sofisticados, uma vez que a presença de itens como *compliance*, filosofia de investimento bem definida, canais de comunicação com os clientes, boa performance, entre outros, recebeu ponderação expressiva.

A partir do método aqui apresentado e proposto, com algum esforço e dedicação é possível chegar a um modelo final de avaliação de fundos de investimento que seja passível de publicação em imprensa e/ou internet e que tenha dois atributos de alta importância: qualidade, sendo capaz de refletir com fidelidade o modo como o fundo é gerido, reduzindo a chance de que eventos ruins surpreendam o investidor, e ser acessível ao investidor que não pode se dedicar a efetuar análises mais profundas, por falta de tempo e/ou conhecimento desse mercado.

É muito provável que no futuro novas pesquisas desse tipo precisem ser realizadas, uma vez que o mercado financeiro é muito dinâmico, com novos instrumentos de análise, de implementação e de controles surgindo muito rapidamente, o que pode reduzir a vida útil deste trabalho. Outro fator que atua na mesma direção é o aumento do conhecimento e do grau de exigência dos investidores, forçando as instituições administradoras a inovarem e se modernizarem constantemente.

Apesar desse risco de obsolescência, acredita-se que o trabalho, aqui desenvolvido, possa contribuir para o aumento da transparência do mercado de fundos de investimento, para o aumento do conhecimento do investidor e para que haja mais estudos nesse sentido, uma vez que a metodologia de estudo e o método

inicial já estão propostos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRAPP – Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Privada.

Available from World Wide Web: <URL:<http://www.abrapp.org.br>> Jan/2000.

Allmerica Financial. Available from World Wide Web:

<URL:<http://www.allmerica.com/main/06money/index.htm>> Nov/98.

Allmerica Financial. Available from World Wide Web:

<URL:<http://www.allmerica.com/main/02bene/2ps/2psr/2psr.htm>> Set/99.

ANAPP – Associação Nacional das Entidades Abertas de Previdência Privada.

Available from World Wide Web: <URL:<http://www.anapp.com.br>> Jan/2000.

ANDREZO, Andrea Fernandes e LIMA, Iran Siqueira. *Mercado Financeiro: Aspectos Teóricos e Conceituais*. São Paulo: Pioneira, 1999.

ARNOTT, Robert D. Due Diligence: A Manager's Perspective. *The Journal of Portfolio Management*. Volume 18, number 2, p. 101-107, winter 1992.

Asset Consulting Group. Available from World Wide Web:
<URL:<http://www.acgnet.com/consultservices/mansearch.html>> Nov/98.

Asset Consulting Group. Available from World Wide Web:
<URL:<http://www.acgnet.com/FirmBackground/index.html>> Set/99a.

Asset Consulting Group. Available from World Wide Web:
<URL:<http://www.acgnet.com/FirmBackgroun/credentials.html>> Set/99b.

BASTOS, Lília da Rocha et all. *Manual para a Elaboração de Projetos e Relatórios de Pesquisa, Teses, Dissertações e Monografias*. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos Editora S.A., 4^a edição, 1998.

BRASIL: COMENTÁRIOS E ANÁLISES SELECIONADAS. São Paulo: Standard & Poor's. Material distribuído no XX Congresso Brasileiro de Fundos de Pensão, São Paulo, out/1999.

BRINSON, Gary P, SINGER, Brian D, BEEBOWER, Gilbert L. Determinants of Portfolio Performance II: an Update. *Financial Analysts Journal*. May-June 1991, p. 40-48.

BRITO, Ney R. O. e NEVES, Antonio R. M. DESEMPENHO RECENTE DE FUNDOS DE INVESTIMENTO in BRITO, Ney R. O. *Gestão de Investimentos*. São Paulo: Atlas, 1989.

BROWN, Stephen J., GOETZMANN, William, IBBOTSON, Roger G., ROSS, Stephen A. Survivorship Bias in Performance Studies. *The Review of Financial Studies*. Volume 5, nº 4, 1992, p. 553-580.

BUSSAB, Wilton O. e MORETTIN, Pedro A. *Estatística Básica*. São Paulo: Editora Atual, 4ª. edição, 1987.

COPELAND, Thomas E., WESTON, J. Fred. *Financial Theory and Corporate Policy*. USA: Addison-Wesley Publishing Company, third edition, 1992.

DERIVATIVOS, nunca mais. *Folha de São Paulo*, São Paulo, 19 de abril de 1999. Caderno Folhainvest, p. 3.

ELTON, E. J., GRUBER, M. J. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. USA: John Wiley & Sons, Inc, 1991.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, may 1970, pp. 383-417 apud COPELAND, Thomas E., WESTON, J. Fred. *Financial Theory and Corporate Policy*. USA: Addison-Wesley Publishing Company, third edition, 1992.

FAMA, E. F. *Foundations of Finance*. New York: Basic Books, 1976 apud COPELAND, Thomas E., WESTON, J. Fred. *Financial Theory and Corporate Policy*. USA: Addison-Wesley Publishing Company, third edition, 1992.

FIFs rompem barreira dos R\$ 200 bi. *Folha de São Paulo*, São Paulo, 16 de janeiro de 2000. Caderno Dinheiro, p. 2-1.

FRANCIS, Jack Clark. *Investments: Analysis and Management*. USA: McGraw Hill, 1991, fifth edition.

FRANCIS, Jack Clark. *Management of Investments*. USA: McGraw Hill, 1993, third edition.

GANHO passado não garante ganho futuro. *Folha de São Paulo*, São Paulo, 19 de abril de 1999. Caderno Folhainvest, p. 3.

GUIA DE FUNDOS DE RENDA FIXA. São Paulo: Laboratório de Finanças da FIA/FEA/USP. Mensal. Available from World Wide Web: <URL:<http://www.fea.usp.br/labfin>> Out/99.

HYMAN, Herbert H., WRIGHT, Charles R. e HOPKINS, Terence K. *Applications of Methods of Evaluation – Four Studies of the Encampment for Citizenship*. USA: University of California Press, 1962.

INFORMAÇÕES BÁSICAS – PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR FECHADA. Secretaria de Previdência Complementar do Ministério de Previdência e Assistência Social. Brasília: novembro/1999. Available from World Wide Web: <URL:http://www.mpas.gov.br/08_04> Fev/2000.

JENSEN, C. Michael. The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. *Journal of Finance*, XXIII, nº 2, may 1968, pp. 389-415 apud ELTON, E. J., GRUBER, M. J. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. USA: John Wiley & Sons, Inc, 1991.

Key Asset Management. Available from World Wide Web:
<URL:<http://www.keyassetmgmt.com/selection.htm>> Nov/98.

KIRK, J., MILLER, M. *Reliability and validity in qualitative research*. Beverly Hills: Sage Publications, 1986 apud MATTAR, Fauze Najib. *Pesquisa de Marketing: Metodologia, Planejamento*. São Paulo: Atlas, 1997.

Liberty Asset Management. Available from World Wide Web:
<URL:<http://www.lamco.com/method.html>> Nov/98.

Liberty Financial Companies. Available from World Wide Web:
<URL:<http://www.lib.com/index.html>> Set/99.

MATTAR, Fauze Najib. *Pesquisa de Marketing: Metodologia, Planejamento*. São Paulo: Atlas, 1997.

MATTAR, Fauze Najib et all. Redação de Documentos Acadêmicos – Conteúdo e Forma. *Caderno de Pesquisas em Administração*. São Paulo, v. 1, nº 3, pp. 31-66, 2º sem/1996.

MODIGLIANI, Franco , MODIGLIANI, Leah. Risk-Adjusted Performance. *The Journal of Portfolio Management*, Winter 1997, pp. 45-54 in SECURATO, José Roberto. *Índice M² de F. Modigliani e L. Modigliani para Avaliação da Performance de Fundos – O Índice de MM – Modigliani Modificado*. Available from World wide Web: <URL:<http://www.fea.usp.br/labfin>> Out/99.

NÓBREGA, Mailson da. Entrevista concedida a José Roberto Ferreira Savoia in SAVOIA, José Roberto Ferreira. *A Globalização do Mercado Financeiro Brasileiro: Um Estudo de Implicações sobre a Competitividade*. Tese de Doutorado apresentada a FEA/USP. São Paulo: 1996.

PATTON, Michael Quinn. *Qualitative Evaluation and Research Methods*. USA: Sage Publications, 1990.

KOTLER, Philip. *Administração de Marketing*. São Paulo: Atlas, 1996, 4^a. edição.

REVISTA DA ANBID. São Paulo: Associação Nacional de Bancos de Investimento, 1999. Números 10 e 18. Mensal.

Royal Bank of Canada Dominion Securities. Available from World Wide Web: <URL:http://www.rbcds.com/english/literature/pcs/mf_whyrbcds.html> Nov/98.

Royal Bank of Canada Dominion Securities. Available from World Wide Web: <URL:<http://www.rbcds.com/english/literature/aboutrbcds.html>> Set/99.

SAVOIA, José Roberto Ferreira. *A Globalização do Mercado Financeiro Brasileiro: Um Estudo de Implicações sobre a Competitividade*. Tese de Doutorado apresentada a FEA/USP. São Paulo: 1996.

SECURATO, José Roberto. *Decisões Financeiras em Condições de Risco*. São Paulo: Atlas, 1993.

SECURATO, José Roberto. *Índice M^2 de F. Modigliani e L. Modigliani para Avaliação da Performance de Fundos – O Índice de MM – Modigliani Modificado*. Available from World Wide Web: <URL:<http://www.fea.usp.br/labfin>> Out/99.

SELLTIZ, Claire et all. *Métodos de Pesquisa nas Relações Sociais*. São Paulo: Editora Pedagógica e Universitária Ltda, 1974.

SHARPE, William F. Mutual Fund Performance, *The Journal of Business*, jan/1966, part 2.

SHARPE, William F. The Sharpe Ratio, *The Journal of Portfolio Management*, fall 1994. Também available from World Wide Web: <URL:<http://www.stanford.edu/~wfsharpe/art/sr/sr.htm>> Set/99.

SPC – Secretaria de Previdência Complementar do Ministério de Previdência e Assistência Social. Available from World Wide Web: <URL:<http://www.mpas.gov.br>> Jan/2000.

SUSEP – Superintendência de Seguros Privados. Available from World Wide Web:

<URL:<http://www.susep.gov.br>> Jan/2000.

TOLEDO FILHO, Jorge Ribeiro de. *Introdução ao Mercado de Capitais Brasileiro*.

Campinas: Editora Lucre, 1997.

TREYNOR, Jack, How to Rate Management of Investment Funds, *Harvard Business Review*, jan-feb/1965, pp. 63-75.

TREYNOR, Jack and MAZUY, Kay. Can Mutual Funds Outguess the Market?, *Harvard Business Review*, jul-aug/1966, vol. 44, nº 4, pp. 131-136 apud

FRANCIS, Jack Clark. *Investments: Analysis and Management*. USA: McGraw Hill, 1991, fifth edition.

UMA VISÃO GERAL DOS RATINGS DE FUNDOS DE TÍTULOS. São Paulo:

Standard & Poor's. Material distribuído no XX Congresso Brasileiro dos Fundos de Pensão, São Paulo, out/1999.

UNIBANCO ASSET MANAGEMENT. *4 Year Risk & Return Equity Analysis 1996-*

1999. Relatório interno produzido pela área de Pesquisa Quantitativa da Unibanco Asset Management. São Paulo: 2000, não publicado.

Yanni Bilkey Investment Consulting. Available from World Wide Web:

<URL:<http://www.yanni-bilkey.com/selecting.htm>>. Nov/98.

Yanni Bilkey Investment Consulting. Available from World Wide Web:

<URL:<http://www.yanni-bilkey.com/index.htm>>. Set/99.

ANEXOS

Anexo A: Definição Conceitual e Operacional de Termos

Para os fins desse trabalho, consideram-se as seguintes definições conceituais para os termos abaixo, havendo definição operacional quando necessário:

- *alocação ativa de ativos*: é definida por Brinson, Singer e Beebower (1991: 41) como sendo o desvio temporário da alocação entre classes de ativos definida na política de investimento, com o objetivo de se beneficiar de um eventual desequilíbrio que ocorra no mercado de capitais em relação aos fundamentos que orientam aquela política. Esse objetivo pode ser dividido em: aumentar o retorno ou reduzir o risco da carteira em relação ao seu parâmetro de mercado (*benchmark*). Para saber se um fundo faz ou não alocação ativa, deve-se verificar se esta condição está presente ou não na política de investimentos que deve estar explicitada em seu regulamento;
- *ativo livre de risco*: aquele no qual o risco do investidor é praticamente zero. Em geral, assim são considerados os títulos da dívida pública emitidos pelo Governo Federal. Neste trabalho, são considerados ativos livres de risco os títulos

públicos federais cuja taxa de juros seja pós-fixada, como é o caso das Letras Financeiras do Tesouro (LFT). Deve-se frisar que, apesar de ser considerado um ativo livre de risco, o preço das LFTs varia ao longo do tempo, fazendo com que o desvio-padrão dos retornos seja diferente de zero;

- *back-office*: área da administradora de recursos responsável pela contabilização das operações realizadas pelos gestores dos fundos. É essa área que fornece informações sobre a composição da carteira de ativos do fundo, o valor de sua quota, faz a atualização diária do patrimônio do fundo, efetua a liquidação física e financeira dos ativos comprados e vendidos pelo fundo, entre outras atividades;
- *benchmark*: índice de mercado utilizado como parâmetro de performance a ser seguido pela administradora de recursos na gestão do fundo;
- *carteira*: conjunto de ativos possuídos por um investidor ou os ativos possuídos pelo fundo;
- *compliance*: estar em compliance significa estar em acordo com o que foi contratado. Assim, um fundo está em *compliance* quando sua carteira de ativos representa fielmente aquilo que está determinado em seu regulamento, além da política de investimento adotada por sua administradora;
- *desvio-padrão*: é uma das formas estatísticas de se mensurar o risco. Ele representa o quanto os retornos de um fundo se desviaram de seu retorno médio. Por exemplo, um fundo cujos retornos sejam distribuídos segundo uma normal e tenha retorno médio de 2% no período e desvio-padrão de 5%, significa que durante o período medido (alguns dias, semanas, meses ou anos),

ele apresentou um retorno médio de 2% e que em cerca de 66% dos subperíodos (dias se o período escolhido for dias, semanas se for semanas e assim por diante), o retorno situou-se entre -3% (2% menos 5%) e 7% (2% mais 5%);

- *duration*: é o prazo médio dos títulos de uma carteira de renda fixa, calculado ponderando-se o fluxo de pagamentos de cada título pelo seu respectivo valor, dividindo pelo valor total da carteira. O resultado será, então, o prazo médio ponderado da carteira;
- *FAC*: sigla que significa fundo de aplicações em quotas de fundo de investimento financeiro. Sua carteira de ativos, ao invés de ser composta de títulos e valores mobiliários, é composta por cotas de FIFs e de fundos de renda variável (neste caso, até 49% do patrimônio do FAC);
- *FAPI*: sigla de Fundo de Aposentadoria Programada Individual. É um tipo especial de FIF, com regras próprias, que se destina a abrigar recursos de investidores interessados em poupar para a aposentadoria;
- *FIF*: sigla que significa fundo de investimento financeiro. Todos os fundos de renda fixa, de qualquer prazo, ativo ou passivo, são constituídos sob a forma de FIFs ou de FACs que aplicam em FIFs;
- *filosofia de investimento*: engloba os métodos utilizados pela administradora para gerir o fundo, denotando suas características. Assim, através da filosofia de investimento pode-se saber se a administradora é conservadora ou agressiva, se as decisões são tomadas em equipe ou individualmente, se o horizonte de investimento é de curto ou longo prazo, entre outras características. A filosofia

de investimento de uma administradora de recursos pode ser conhecida através de informações por ela fornecida em material de publicidade, *site* de Internet e conversas com seus executivos;

- *fundo mútuo de investimento, fundos de investimento ou, simplesmente, fundo*: condomínio sob o qual se organizam quotistas, com o objetivo de investir recursos monetários em ativos disponíveis, no âmbito do mercado financeiro. Atualmente, é possível constituir fundos exclusivos para um investidor, isto é, para apenas um quotista. Os grandes jornais publicam diariamente a relação dos fundos existentes no mercado, bem como sua quota e patrimônio. Outra fonte de informação é a Anbid;
- *fundos ativos*: são opostos aos indexados. Aqui, o objetivo da instituição administradora é superar o índice de mercado escolhido como parâmetro de rentabilidade do fundo;
- *fundos de derivativos*: além de investir em instrumentos financeiros tradicionais, como títulos de renda fixa e ações, esses fundos também podem efetuar operações no mercado de derivativos, que inclui, entre outras, operações com índices futuros, opções, *swaps*, *forwards*;
- *fundos de pensão*: entidades constituídas por uma ou mais empresas, chamadas patrocinadoras, com o objetivo de complementar a aposentadoria de seus funcionários. Portanto, não são abertos ao ingresso do público em geral, destinando-se apenas aos funcionários de suas patrocinadoras;
- *fundos de investimento no exterior*: têm a obrigação legal de investir parte do patrimônio em títulos da dívida externa brasileira e o restante em outros títulos

- emitidos no exterior;
- *fundos de renda fixa com carência*: carência refere-se ao ciclo que o quotista deve esperar para ter direito à liquidez. Caso ele efetue um saque fora da data de aniversário da aplicação, há uma penalização da rentabilidade obtida entre a data do último aniversário e a data do resgate. Desde 01/08/1999, os fundos podem ter liquidez diária, cobrando IOF para resgates efetuados até o 29º. dia após a data da aplicação;
 - *fundos de renda variável carteira livre ou, resumidamente, fundos carteira livre*: neste tipo de fundo, a legislação dá à administradora plena liberdade para compor a carteira dentre os ativos de renda fixa e renda variável integrantes do mercado de capitais brasileiro. A única restrição é ter, no mínimo, 51% do patrimônio total investido em ações;
 - *fundos de renda variável tradicionais ou, simplesmente, fundos de ações*: neste caso, a legislação é mais restritiva que no caso dos fundos carteira livre, limitando as ações da administradora e, portanto, teoricamente, reduzindo o risco do fundo. Desde março/2000, deixou de existir a denominação carteira livre bem como os limites para os fundos de ações; em outras palavras, manteve-se o nome fundo mútuo de investimento em ações com a legislação, em termos de composição de carteira, antes aplicada aos fundos carteira livre;
 - *fundos indexados ou passivos*: fundos de renda fixa ou de renda variável que têm como política de investimento seguir passivamente determinado parâmetro de mercado (*benchmark*), como o Certificado de Depósito Interbancário (CDI), o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa), o Morgan Stanley Capital

Index (MSCI), entre outros. Em um fundo passivo, a administradora de recursos não toma nenhuma decisão no sentido de tentar superar o índice escolhido como seu parâmetro de rentabilidade;

- *fundos renda fixa DI*: são fundos de renda fixa passivos, cujo objetivo é seguir o CDI;
- *informatio ratio*: cálculo da performance de um fundo que leva em conta o retorno do fundo, o retorno do *benchmark* e o *tracking error* do fundo em relação ao *benchmark*. A fórmula matemática é dada por:

$$IR = \frac{R_f - R_b}{tr_{fb}}$$

onde:

- R_f : retorno do fundo em um determinado período de tempo;
 - R_b : retorno do *benchmark* no mesmo período;
 - tr_{fb} : *tracking error* entre o retorno do fundo e o retorno do *benchmark* naquele período.
- *instituição administradora de recursos, administradora de recursos ou administradora*: pessoa jurídica responsável pela gestão do fundo, o que inclui, entre outras, decisões sobre alocação e compra e venda de ativos, sempre respeitando a política de investimento definida no regulamento do fundo. A instituição também é legalmente responsável pelo fundo perante órgãos reguladores como CVM e BACEN;
 - *investidor*: pessoa física ou jurídica que aplica recursos monetários em fundos de investimento e/ou outros títulos e valores mobiliários, com o objetivo de

- auferir rendimentos monetários em uma data no futuro;
- *mercado*: designação genérica dada aos vários ambientes onde se realizam as transações com títulos e valores mobiliários passíveis de compor uma carteira ou um fundo;
 - *performance*: neste trabalho, foi chamado de performance o desempenho do fundo em termos de risco e retorno. E sua medição pode ser feita, por exemplo, através do índice de Sharpe. Assim, tem melhor performance aquele que apresentar o maior índice de Sharpe;
 - *PGBL*: sigla de Plano Gerador de Benefícios Livres. É um tipo especial de FIF, com regras próprias, que se destina a investidores interessados em poupar recursos para a aposentadoria;
 - *política de investimento*: segundo Brinson, Singer e Beebower (1991: 41), é a especificação dos objetivos, restrições e necessidades de um patrocinador de fundo de pensão, incluindo a identificação da alocação entre classes de ativos, tais como renda fixa e renda variável. Neste trabalho, considerar-se-á que política de investimento também diz respeito à especificação de objetivos e restrições de um fundo mútuo, incluindo a identificação de alocação, classe de ativos e ativos que podem compor o fundo;
 - *prêmio de risco*: é o retorno do fundo deduzido do retorno do ativo livre de risco, ou seja, é o que o investidor ganhou acima daquele ativo por ter incorrido em riscos;
 - *processo de investimento*: é o modo pelo qual a administradora transforma a sua filosofia de investimento em produto final para o investidor. É a tradução da

filosofia em uma carteira de ativos do fundo. Cada administradora deve ter seu próprio processo de investimento, definido de acordo com sua filosofia de investimento. Um exemplo de processo de investimento pode começar pela definição da política de investimento do fundo; para definir a composição da carteira do fundo, pode-se começar pela análise do cenário macroeconômico, passando-se, a seguir, para o processo de escolha dos ativos, que levará em conta, por exemplo, análise fundamentalista ou análise técnica, análise de crédito, análise de *value at risk*, *stress test* e *duration* desejadas, o *benchmark* do fundo, otimização de carteira através de modelos como o de Markowitz; o passo seguinte é efetuar as compras e vendas necessárias; por fim, analisa-se a rentabilidade obtida. Medidas de controle de riscos de mercado e operacionais podem fazer parte de todo o processo ou não;

- *quotista*: pessoa física ou jurídica que aporta recursos monetários no fundo;
- *retorno*: é o rendimento relativo apresentado pelo fundo durante o período escolhido como amostra. Operacionalmente, é calculado pela divisão da quota em t_{+1} pelo valor da quota em t_0 , subtraindo o resultado de 1:
 - $((\text{quota em } t_{+1} / \text{quota em } t_0) - 1) = \text{variação da quota entre } t_0 \text{ e } t_{+1}$
- *retorno médio*: é a sintetização dos vários retornos do fundo (de alguns dias, semanas ou meses) em um único número. Assim, dada uma amostra de 60 retornos mensais de um fundo, pode-se calcular seu retorno mensal médio somando-se os retornos mensais e dividindo-se por 60;
- *risco*: adotando a definição de Securato (1993: 27-44), risco é a probabilidade de ocorrerem fracassos, sendo fracassos os eventos que impeçam que os

objetivos sejam atingidos. Em outras palavras, risco é a possibilidade do fundo apresentar resultados abaixo do esperado. Ele pode ser decomposto em:

- *risco não-sistemático*: conforme o mesmo autor, “consiste no risco intrínseco ao ativo e ao subsistema ao qual pertence; é gerado por fatos que atingem diretamente o ativo (...) ou o subsistema ao qual está ligado e não atingem os demais ativos e seus subsistemas”. No caso de fundos de investimento, é a parcela do retorno do fundo devida às condições das empresas emissoras dos ativos que o compõem, isto é, ela reflete as condições de administração da empresa, seu nível de lucratividade, seu posicionamento perante o seu nicho de mercado. Uma carteira eficientemente diversificada pode eliminar o risco não-sistemático;
 - *risco sistemático*: segundo Securato (1993: 27-44), “consiste no risco que os sistemas econômico, político e social, vistos de forma ampla, impõem ao ativo”. Em termos de fundos de investimento, é a parcela do retorno do fundo devida a essas variáveis que influenciam o mercado como um todo;
 - *risco de crédito*: é a probabilidade de o emissor de um título não cumprir com sua obrigação de honrar o pagamento de juros e valor principal nas datas estipuladas. Está englobado no risco não-sistemático;
 - *risco de mercado*: é a probabilidade do preço de um ativo ir em direção contrária daquela esperada pelo seu detentor. Isso em geral é devido ao risco sistemático;
- *seleção de ativos*: na definição de Brinson, Singer e Beebower (1991: 41), a seleção de ativos envolve decisões ativas de investimento sobre os ativos que

fazem parte de cada classe de ativos. Operacionalmente, é a decisão que envolve a compra de um títulos público ou privado, dentro da classe renda fixa, ou a compra de uma ação de uma empresa ou outra, dentro da classe renda variável;

- *títulos e valores mobiliários*: ativos negociados no âmbito do mercado financeiro, tais como títulos públicos, ações, debêntures, notas promissórias, CDB, entre outros;
- *tracking error*: medida do afastamento do retorno do fundo em relação ao retorno de seu *benchmark* em um dado intervalo de tempo;
- *volatilidade*: consiste no desvio-padrão dos logaritmos neperianos da razão entre a quota em t_{+1} e a quota em t do fundo. Esta forma de cálculo faz com que retornos muito altos tenham sua importância diminuída no cálculo do desvio, ao mesmo tempo em que retornos excessivamente negativos tenham sua importância aumentada.

Anexo B: Questionário

O questionário está dividido em duas partes: A e B. Na Parte A estão descritos os grupos de indicadores, com a apresentação de cada um deles. Ao lado de cada indicador, há um espaço de cor azul para que V.Sa. atribua o peso que achar adequado, que pode variar entre zero e 100. Na Parte B, são apresentados apenas os grupos de indicadores, sem a descrição de cada um deles; o objetivo é que V.Sa. atribua um peso para cada grupo, entre zero e 100, sendo que, nessa parte, a soma deve perfazer 100. Nessa parte, os espaços a preencher estão em verde.

PARTE A

A1. Grupo dos indicadores de qualidade da empresa administradora de recursos: dê o peso de cada um dos indicadores de qualidade de uma empresa administradora de recursos, abaixo listados. Caso deseje, inclua um ou mais indicadores que considere importante. O peso de cada indicador deve variar entre zero e 100 e **não** é necessário que a soma de todos eles resulte em 100:

Indicador	Peso
Resultado do balanço patrimonial da empresa administradora de recursos de terceiros (lucro/prejuízo)	
Sistema de remuneração do pessoal envolvido na gestão dos recursos (analistas, gestores, gerentes, diretores)	
Solidez financeira da instituição administradora de recursos e de seu controlador (se houver)	
Existência de <i>compliance</i> ou de uma estrutura capaz de averiguar se as operações realizadas estão de acordo com os parâmetros estabelecidos pelo regulamento do fundo, pelo cliente e pelos comitês da empresa administradora de recursos	
Existência de auditoria (tanto interna quanto externa, e por parte do próprio cliente)	
Sugestão 1:	
Sugestão 2:	
Sugestão 3:	

A2. Grupo dos indicadores de marketing da empresa administradora de recursos: dê o peso de cada indicador de marketing de uma empresa administradora de recursos, abaixo listados. Caso deseje, inclua um ou mais indicadores que considere importante. O peso de cada indicador deve variar entre zero e 100 e **não** é necessário que a soma de todos eles resulte em 100:

Indicador	Peso
Histórico (experiência da empresa administradora de recursos na atividade de administração de recursos de terceiros)	
Qualidade dos serviços (informações que são disponibilizadas ao investidor do fundo, tais como: regulamento do fundo, resumo do regulamento com seus principais pontos, carteira de ativos do fundo, estratégia para a composição da carteira, cenário macroeconômico, extratos, relatórios contábeis, rentabilidade, comparativos da rentabilidade com índices de mercado e com aquele escolhido como parâmetro do fundo, entre outras)	
Referências da empresa administradora de recursos (fornecidas por seus próprios clientes)	
Foco no negócio (a empresa administradora de recursos tem como única atividade a administração de recursos de terceiros)	
Volume de recursos de terceiros administrados	
Total de clientes institucionais (são considerados institucionais os Fundos de Pensão, as Entidades Abertas de Previdência Privada, as Seguradoras e as Empresas de Capitalização)	
Clientes institucionais ganhos e perdidos nos últimos cinco anos	

Indicador	Peso
Produto (capacidade da empresa administradora de recursos em oferecer produtos que reflitam sua filosofia de investimento e que estejam de acordo com as necessidades do cliente)	
Preço cobrado pela empresa administradora de recursos para fazer a gestão dos investimentos do cliente	
Comunicação com os clientes (a empresa administradora de recursos tem um departamento dedicado ao atendimento de clientes e que está sempre à disposição destes)	
Sugestão 1:	
Sugestão 2:	
Sugestão 3:	

A3. Grupo dos elementos de política de investimento da administradora: dê o peso de cada indicador de política de investimento de uma empresa administradora de recursos, abaixo listados. Caso deseje, inclua um ou mais indicadores que considere importante. O peso de cada indicador deve variar entre zero e 100 e **não** é necessário que a soma de todos eles resulte em 100:

Indicador	Peso
Ter um ou mais estilo de investimento definido (a empresa administradora de recursos pode ter vários estilos de investimento: renda fixa, renda variável, carteiras ativas, carteiras passivas, fundo imobiliário, entre outros)	
Ter foco no estilo (a empresa tem foco se é especialista em um só ou poucos tipos de investimento, entre os citados no item anterior, praticando-os ao longo do processo de administração de recursos)	
Possuir filosofia de investimento bem definida (a filosofia define as linhas mestras de atuação da empresa administradora de recursos: se usa pesquisa fundamentalista ou análise gráfica, se toma decisões colegiadas ou individualmente, entre outras)	
Ter processo de investimento capaz de transformar a filosofia de investimento em produto para o cliente	
Análise da carteira de ativos do fundo (serve para verificar se a carteira de ativos reflete a filosofia, o processo e o estilo de investimento da empresa administradora de recursos)	
Análise das transações efetuadas (tem como utilidade verificar se os negócios realizados na carteira de ativos do fundo refletem a filosofia, o processo e o estilo de investimento da empresa administradora de recursos)	

Indicador	Peso
Análise da qualificação da equipe de investimento em relação à experiência na administração de recursos de terceiros, à escolaridade e a sua distribuição entre os diversos departamentos da empresa administradora de recursos	
Estabilidade da equipe (verificar o grau de rotatividade das pessoas envolvidas na administração de recursos e, portanto, a capacidade que a empresa administradora de recursos tem em reter seus profissionais)	
Suporte operacional (existência de sistemas capazes de fornecer as informações necessárias para a administração dos recursos)	
Controle de riscos (existência de um ou mais departamentos e sistemas que possibilitem a medição e o controle dos riscos envolvidos na administração de recursos de terceiros)	
Progresso (capacidade que a empresa tem de adaptar seu processo de investimento e seu produto de acordo com as mudanças ocorridas no mercado de capitais e de acordo com as exigências dos clientes)	
Sugestão 1:	
Sugestão 2:	
Sugestão 3:	

A4. Grupo dos elementos de performance do fundo: dê o peso de cada indicador de performance dos fundos de investimento administrados por uma empresa administradora de recursos, abaixo listados. Caso deseje, inclua um ou mais indicadores que considere importante. O peso de cada indicador deve variar entre zero e 100 e **não** é necessário que a soma de todos eles resulte em 100:

Indicador	Peso
Performance dos fundos administrados pela empresa administradora de recursos (considerada em termos de risco e retorno e calculada através do índice de Sharpe)	
Retorno dos fundos administrados pela empresa administradora de recursos	
Risco, calculado através do desvio-padrão dos retornos, dos fundos administrados pela empresa administradora de recursos	
Consistência de resultados (performance dos fundos analisada ao longo de vários anos para verificar se a performance é compatível com as condições de mercado e com as necessidades do cliente ao longo do tempo ou somente em determinados períodos)	
Índice de maus resultados (mede a quantidade de resultados ruins em relação à quantidade de resultados bons obtidos pelos fundos administrados pela empresa administradora de recursos)	
Sugestão 1:	
Sugestão 2:	
Sugestão 3:	

PARTE B:

Uma vez que já foi definido o peso de cada indicador, dê agora o peso de cada um dos grupos de indicadores abaixo listados. Note que cada grupo pode receber nota de zero a 100, mas a soma dos 4 grupos deve ser exatamente 100:

Grupo de Indicadores	Peso
Grupo dos indicadores de qualidade da empresa administradora de recursos (A1)	
Grupo dos indicadores de marketing da empresa administradora de recursos (A2)	
Grupo dos elementos de política de investimento da administradora (A3)	
Grupo dos elementos de performance dos fundos de investimento administrados pela empresa administradora de recursos (A4)	
Total dos pesos dos grupos de indicadores:	100

Permite a divulgação do nome da sua Instituição? () sim () não

Permite a divulgação do nome da sua Instituição com as respectivas respostas?

() sim () não

Deseja receber uma cópia da Dissertação pronta? () sim () não

FIM DA PESQUISA - OBRIGADO PELA SUA COLABORAÇÃO