

Fundos de Investimento no Brasil

Bolívar Godinho Oliveira Filho*

Resumo

Este artigo visa dar uma visão geral sobre fundos de investimento no Brasil. Os assuntos abordados são: saldo de aplicação por tipo de fundo, composição da carteira de ativos, critérios para avaliação considerando risco e retorno, tributação e fundos de capital garantido que servem como uma ponte, por permitir uma travessia segura para o investidor tradicional de renda fixa experimentar o mercado de ações.

Palavras-chave: fundos de investimento, fundos mútuos e gestão de recursos.

Abstract

This article describes investment funds in Brazil. The following subjects are considered: balance by type of fund, portfolio composition, evaluation criteria with risk and return analysis, tax and funds in which capital is guaranteed, helping traditional investors to initiate in the stock market.

Key words: investment funds, mutual funds, assets management.

* Mestrando em Administração pela PUC-SP; Pós-graduado em Administração Contábil e Financeira pela FGV-SP; sócio-gerente da Fibra Asset Management.

Importância dos fundos

Os fundos de investimento vêm apresentando no Brasil, a exemplo dos Estados Unidos, um crescimento bastante expressivo. Em janeiro de 1996 o montante de recursos investidos era de R\$ 73,1 bilhões, atingindo R\$ 137,6 bilhões em junho de 1998, com crescimento de 88,2% no período de dois anos e meio. Segundo dados da Associação Nacional dos Bancos de Investimento-Anbid (ver quadro a seguir) existem 2.361 fundos, distribuídos em diversas categorias. Os recursos aplicados em renda variável (Fundos de Ações e Carteira Livre) atingem R\$ 13,5 bilhões (9,8% do total), enquanto que os fundos de renda fixa absorvem o restante. Nos Estados Unidos, a participação dos fundos de ações correspondem a aproximadamente 50% do total, indicando que o nosso mercado ainda vai caminhar nessa direção, a despeito da volatilidade da Bovespa ser superior a 40% ao ano, enquanto que nos Estados Unidos situa-se em 15% ao ano.

Resultados consolidados em junho/98 dos fundos por patrimônio líquido
(capital doméstico)

Tipo	Nº de Fundos	P. L. R\$ milhões	% do P. L.
Mútuo de ações	131	1.416	1,03
Ações cart. livre	370	12.127	8,81
FIF 60 dias	1.689	104.624	76,03
FIF 30 dias	96	11.572	8,41
FIF curto prazo	75	7.865	5,72
Total	2.361	137.604	100,00

Fonte: *Revista Anbid*. São Paulo, julho/ 1.998.

Informações ao investidor

Como acompanhar a rentabilidade de tantos fundos? Os fundos são agrupados por categorias e suas quotas são publicadas nos principais jornais. A rentabilidade diária resulta da divisão da quota do dia pela quota do dia anterior. A rentabilidade mensal dos Fundos de Investimento Financeiro (FIF)

regulamentados pelo Banco Central (Renda Fixa) é obtida pela divisão da quota do primeiro dia útil do mês subsequente pela quota do primeiro dia útil do mês em análise. Para os Fundos Mútuos de Ações ou Fundos Carteira Livre regulamentados pela CVM a rentabilidade mensal é calculada pela divisão da quota do último dia do mês em análise pela quota do último dia do mês anterior.

Se o mercado acompanha a rentabilidade desta forma, como é que os principais jornais divulgam na edição do primeiro dia útil do mês o *ranking* dos investimentos do mês?

Como saber o rendimento médio dos fundos de investimento no mês, se as suas quotas de fechamento não foram divulgadas? A rentabilidade dos fundos de investimento é parcial. Compara-se a rentabilidade de um CDB de trinta dias com a rentabilidade de um fundo em período inferior a trinta dias. Dessa forma, a rentabilidade das aplicações financeiras não são comparáveis. Considerando-se o período correto percebe-se que os fundos são muito competitivos.

Além da rentabilidade, deve-se conhecer a taxa de administração, taxa de performance, período de carência e se o administrador cobra alguma outra taxa, como taxa de ingresso ou de saída. O regulamento do fundo, que deve ser enviado a todos os quotistas, contém todas essas informações. Conhecer a característica básica da carteira do fundo também é importante, porque situa as expectativas de rentabilidade dentro da realidade do fundo.

O mais importante de todos os fatores é escolher uma instituição financeira de confiança, para a administração dos recursos com transparência e eficiência.

Onde os fundos de investimento aplicam o seu dinheiro ?

Conhecer os objetivos e estratégias de seu fundo de investimento é tão importante quanto a escolha do banco cujos serviços financeiros você utiliza. Os fundos de investimento investem no mercado financeiro segundo regras determinadas pelo Banco Central, no caso de fundos de renda fixa, e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), quando são classificados como de renda variável. As mais comuns formas de aplicação dos fundos são descritas a seguir:

Fundos de Investimento Financeiro

As aplicações do fundo devem estar representadas por ativos financeiros, tais como: Títulos Públicos, CDB, RDB, Debêntures, "Commercial Papers" (Notas Promissórias emitidas por empresas), quotas de outros fundos de investimento financeiro, ações, ouro etc.

Os Fundos de Investimento Financeiro devem seguir três limitações principais:

1. As aplicações em ações e em quotas de fundos de ações não podem exceder a 20% do patrimônio líquido do fundo;
2. O Fundo não pode aplicar mais do que 10% do patrimônio em um mesmo emissor do título;
3. O administrador, no caso de instituição financeira, não pode colocar no fundo mais do que 20% do patrimônio do fundo em títulos de sua própria emissão.

Essas restrições objetivam a diversificação, que constitui uma das maiores vantagens dos fundos de investimento em relação a outras aplicações financeiras. A diversificação tem sido uma das melhores maneiras de reduzir o risco. Por possuir diferentes ativos, como títulos públicos, CDB, debêntures e ações você reduz o risco de estar no investimento errado e no momento errado. Além disso, a diversificação em diferentes setores, indústrias e bancos leva o fundo a diluir o risco por participar em diferentes mercados da economia. Ao comprar um CDB, você estará investindo os seus recursos em um único banco, concentrando o risco.

Fundos de Renda Variável

Os fundos mútuos de investimento em ações e o fundo mútuo de investimento em ações carteira livre devem aplicar, no mínimo, 67% de seu patrimônio em ações de emissão de companhias abertas, isto é, empresas com registro na CVM e obrigatoriedade de divulgação trimestral de seus resultados.

O restante dos recursos poderá ser aplicado em: títulos públicos federais, outros valores mobiliários emitidos por companhias abertas como debêntures e notas promissórias, quotas de Fundos de Investimento Financeiro, títulos de renda fixa e posições em mercados organizados de liquidação futura envolvendo contratos referenciados em ações ou índices de ações.

As principais diferenças entre o fundo mútuo de investimento em ações e o fundo carteira livre são: o fundo mútuo de ações não pode realizar operações a descoberto (por exemplo, vender opções sem ter a ação objeto em carteira). O total de aplicações em ações de uma mesma companhia não excederá 10% do capital votante ou 20% de seu capital total.

O somatório dos valores pagos a título de prêmio nas operações de compra de opções, não caracterizadas como “travadas”, não poderá exceder a 10% do patrimônio líquido do fundo.

Os fundos carteira livre, como o próprio nome indica, têm maior liberdade de composição da carteira, podendo concentrar suas aplicações em ações de uma mesma empresa, portanto, oferecem maior risco. Podem alavancar posições em mercados derivativos, existindo até a possibilidade de ocorrência de patrimônio negativo e, neste caso, os quotistas serão responsáveis por aporte adicional de recursos.

Uma outra diversificação recomendada é a correta alocação dos recursos entre renda fixa e renda variável, de acordo com o seu perfil. As aplicações em renda fixa, embora proporcionem uma menor rentabilidade no longo prazo, têm o mérito de dar tranquilidade aos quotistas, porque os rendimentos são previsíveis. Uma racional alocação, mesmo nos períodos de alta da Bolsa, poupará preocupações nos momentos de queda do mercado.

A transparência do administrador do fundo em fornecer aos quotistas a composição da carteira é uma importante diferenciação para você acompanhar possíveis riscos de sua aplicação e decidir não apenas em função da rentabilidade do fundo, mas se o retorno é condizente com o risco assumido.

Fundos de capital garantido

Os fundos de capital garantido ou principal garantido têm feito sucesso entre os investidores. O produto foi desenhado para atender o investidor que está saindo da renda fixa em busca de uma melhor rentabilidade, mas que ainda não se sente pronto para um investimento de maior risco. Por outro lado, também atende o aplicador que já conseguiu uma boa rentabilidade com a renda variável e, que, agora, deseja proteger seu ganho.

O objetivo do fundo é garantir o capital principal investido pelo cliente, proporcionando-lhe um ganho adicional em caso de alta da bolsa. Em caso de queda da bolsa, o aplicador não ganha, mas não perde nenhuma parcela do

principal investido. Seu risco: ficar com o capital sem remuneração durante o período de carência do fundo.

A estrutura que está sendo utilizada pelos administradores é a constituição de um Fundo de Investimento Financeiro (FIF). O portfólio é composto por títulos de renda fixa na proporção de 90% a 97% do patrimônio, dependendo do prazo de carência do fundo, e o restante em opções de Ibovespa futuro ou de ações. Os fundos garantidos rendem, em média, de 30 a 50% da valorização média do Ibovespa, dependendo do prazo de carência, volatilidade do mercado e da taxa de administração.

A tributação é de 20% sobre os rendimentos e os prazos de carência podem ser de 63, 91,126 ou 182 dias, de acordo com a constituição de cada fundo.

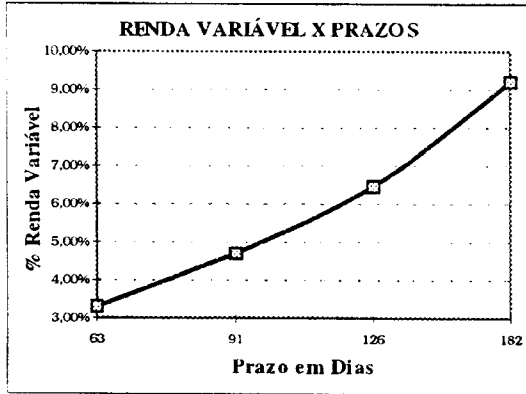
Como a característica principal do fundo é o de preservar o capital investido, as quotas apuradas diariamente podem não refletir a realidade do produto. Na hipótese de queda no mercado de ações, as opções que compõem a carteira do fundo, certamente, irão desvalorizar-se proporcionando “prejuízos”. Entretanto, esses “prejuízos” serão compensados pelas valorizações das posições em renda fixa durante o prazo de carência do fundo. É por esse motivo que esses fundos têm apenas uma data específica para aplicações e resgates.

O retorno do fundo é proporcional à segurança oferecida de preservar o patrimônio. Dada uma expressiva alta do mercado de ações, o fundo de capital garantido capta essas valorizações em magnitude inferior. Esse efeito é explicado em função de dois aspectos muito importantes: o efeito alavancagem e o efeito volatilidade.

Efeito alavancagem

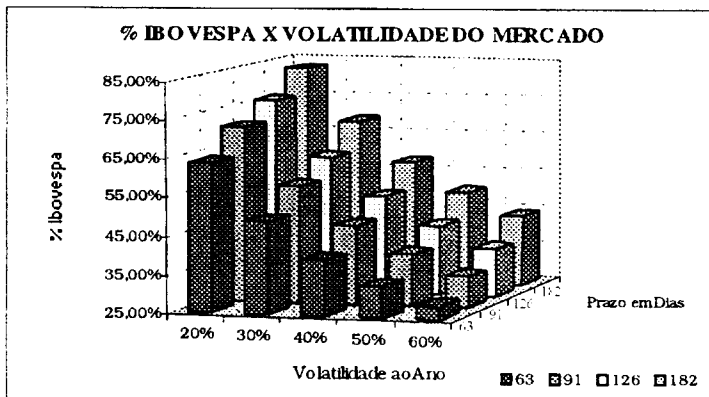
Para determinar a composição da carteira do fundo, o administrador, a partir da taxa de juros para o período pré-determinado, calcula a equivalência dessa taxa a valor presente. Essa taxa de desconto será o percentual destinado para renda variável. Tomemos como exemplo um fundo de 63 dias, cuja taxa de juros projetada é de 3,42% no período. Calculando o valor presente dessa taxa, teremos 3,30%, que será de fato o percentual onde o fundo poderá investir no segmento de renda variável, restando para a renda fixa o percentual de 96,70% do patrimônio. Portanto, quanto maior for o prazo de carência do fundo maior será a parte disponível a ser alocada para operações nos mercados

de opções que visam alavancar o desempenho do fundo. O gráfico a seguir procura demonstrar o efeito do prazo sobre os percentuais livres para a renda variável.



Efeito volatilidade do mercado

Outro fator que afeta o retorno do fundo é a volatilidade do mercado. Quanto mais volátil o mercado, ou seja, quanto maior for a expectativa de oscilação (tanto positiva quanto negativa), maior será o custo do prêmio das opções.



O gráfico 2, tridimensional, procura demonstrar o comportamento do fundo em relação ao prazo de carência, à volatilidade do mercado e ao percentual da variação média do Ibovespa. A medida de volatilidade é a componente fundamental na formação dos prêmios no mercado de opções. Quanto

menor for a volatilidade, menor será a expectativa de oscilações do Ibovespa e, portanto, será menor o custo de aquisição das opções. Se observarmos o gráfico 2, verificaremos que, no prazo de 63 dias, a uma volatilidade de 20% ao ano, teremos uma expectativa de retorno do fundo de, aproximadamente, 63% da variação média do Ibovespa no mesmo período. Atualmente, a volatilidade anual do mercado situa-se entre 40 a 50%. Portanto, a expectativa de retorno de um fundo de 63 dias de carência está entre 35 a 40% da variação média do Ibovespa no mesmo período.

Avaliação dos fundos de investimento

O desempenho de uma carteira administrada, como é um fundo de investimento, não pode ser medido apenas pela taxa de retorno num dado período (exemplo no ano de 1997) ou sequer pelo retorno médio por unidade de tempo nesse período (por exemplo, a taxa média de retorno mensal durante o ano de 1997).

Tal enfoque, que tem sido comumente praticado no Brasil e até mesmo no exterior, ignora o fato básico de que retorno mais elevado é conseguido com risco maior. Portanto, qualquer avaliação de desempenho deve envolver uma medida de retorno ajustada pelo risco.

Critérios básicos de avaliação

Índice de Sharpe (IS): bastante utilizado pelo mercado para avaliar fundos de renda fixa o índice de Sharpe é baseado no CAPM (“Capital Asset Pricing Model”).

$$IS = \text{média de } (R_p - R_f) / \text{desvio padrão de } (R_p - R_f)$$

onde:

R_p = taxa de retorno do fundo analisado

R_f = taxa de retorno, nas mesmas datas, de uma aplicação que se supõe representar um ativo livre de risco. Normalmente, considera-se como ativo livre de risco a caderneta de poupança.

Por meio do índice de Sharpe calculamos qual o prêmio que o fundo está gerando em relação a um ativo de risco e dividimos esse prêmio pelo desvio padrão do fundo. Quanto maior o índice de Sharpe melhor é o fundo.

Linha característica

Utilizada para avaliar fundos de renda variável (Fundos de Ações e Carteira Livre).

Com os mesmos dados de R_p e R_f e mais a série de taxas de retorno de uma carteira que represente o mercado (por exemplo, o Índice Bovespa), a seguinte equação é estimada por análise de regressão simples:

$$(R_p - R_f)_t = \alpha_p + \beta_p (R_m - R_f)_t$$

onde:

R_m = taxa de retorno de uma carteira representando todo o mercado de ativos com risco (por exemplo, a carteira do Índice Bovespa)

α_p e β_p = coeficientes calculados quando é estimada a equação de regressão; o primeiro coeficiente é o alfa do fundo no período, e o segundo coeficiente é o beta médio do fundo no período.

Por sua vez, a letra t indica cada uma das observações utilizadas, isto é, as datas dos componentes da série de taxas de retorno calculadas.

O coeficiente alfa é um indicador de desempenho. Se for positivo, dizemos que o fundo obteve um desempenho acima do que seria normal em função do risco existente.

Curva característica

A curva característica permite avaliar dois aspectos nos fundos de renda variável: o critério de seleção de ativos (medido pelo coeficiente alfa) e o critério de *market timing* (medido pelo coeficiente gama). Um alfa positivo indicaria que a administração do fundo possui capacidade de análise para identificar oportunidades de mercado, enquanto que um gama positivo indica capacidade de alavancar os efeitos de altas do mercado e de proteger a carteira contra quedas de mercado.

A estimação da chamada curva característica por regressão linear múltipla é o procedimento que permite detectar a presença de resultados devidos

às duas estratégias, ao mesmo tempo em que os resultados são ajustados pelo risco de mercado.

A equação da curva é:

$$(R_p - R_f)_t = \alpha_p + \beta_p (R_m - R_f)_t + \gamma_p (R_m - R_f)_t^2$$

As variáveis foram definidas anteriormente. O coeficiente gama será estimado para indicar a presença de *market timing*. Se for positivo, terá sido detectada uma contribuição dessa habilidade à geração de desempenho melhor. Se for negativo, essa contribuição terá sido perversa.

Comentários sobre a análise de fundos

Ao analisar fundos de investimento, notamos uma pequena proporção de administradores que vêm obtendo resultados superiores, dado o risco assumido. Tal tipo de resultado, aparentemente decepcionante, tem sido obtido em outros países. Isto nos faz refletir que o mercado é eficiente em níveis de informação, porque indica que o uso de informações publicamente disponíveis (que seria a base da análise de ativos para decisão de investimento) não leva um tipo de investidor (administrador profissional) a alcançar resultados diferentes dos acessíveis a outros investidores.

Por outro lado, os fundos de investimento vêm se aprimorando no sentido de oferecer maior transparência e proporcionar a investidores não familiarizados com o mercado financeiro (médicos, dentistas, aposentados, etc.) excelentes opções de investimento.

Tributação

As normas de tributação sobre fundos de investimento estão previstas na Lei 9.532/97 com alterações efetuadas através da medida provisória 1.636-6, de 10 de junho de 1.998. As alíquotas de Imposto de Renda são:

Fundos de Renda Fixa

Incidência do Imposto de Renda sobre o total de rendimentos, à alíquota de 20% nas seguintes datas:

- na data de aniversário do fundo;

- no último dia útil do trimestre calendário, para fundos com prazo de carência superior a noventa dias;
 - no último dia de cada mês, no caso dos fundos sem prazo de carência;
- ou
- sempre que houver resgate efetivo de quotas.

Fundos de Ações ou Carteira Livre

Os fundos que detiverem 67%, no mínimo, da carteira constituída por ações negociadas no mercado à vista, serão tributados somente na data do resgate, à alíquota de 10%.

Perspectiva dos fundos de ações: o que você deve fazer após a queda do mercado

A recente queda do mercado de ações tem levantado muitas questões para os investidores de fundos mútuos de ações e fundos carteira livre. Como os investidores reagem à volatilidade, irá depender de numerosos fatores, incluindo o tempo previsto para o investimento, a tolerância ao risco, a composição do portfólio e as metas de investimento.

Enquanto que os últimos anos trouxeram muitas alegrias aos investidores, os últimos dias nos lembraram a todos que os mercados podem mover-se dramaticamente e são difíceis de serem previstos. Mas a história nos mostra que prestar muita atenção às flutuações de curto prazo do mercado – se positivo ou negativo – causa um desserviço ao investidor de longo prazo. Isto porque a direção do mercado a longo prazo é que determina se o investidor atingirá suas metas.

Essa máxima nunca foi mais verdadeira do que agora, após outra dramática queda nos mercados de ações mundiais. Sugere-se que o investidor faça uma reflexão sobre o que o levou a investir em fundos de ações.

Reveja suas metas financeiras

Se você tem dinheiro investido em fundos de ações para bancar suas metas futuras, como investir na educação de seus filhos ou para complementar sua aposentadoria, você é um investidor de longo prazo. Assim, você deve se

preocupar com a performance de longo prazo, não com flutuações de curto prazo.

Entenda que o mercado flutua, muitas vezes dramaticamente

O mercado de ações, nos últimos anos, superou sua média histórica de rentabilidade e também da relação preço da ação/lucro projetado da empresa, indicando que os lucros das companhias não estavam acompanhando a evolução das quotações das ações no mercado. Alguns especialistas, como Alan Greenspan, presidente do Federal Reserve, o Banco Central norte-americano, alertaram diversas vezes para a exuberância irracional do mercado. Alguns dizem que a recente queda nada mais é do que uma necessária correção.

Diversificação é a chave

Se você é um investidor de longo prazo, você atingirá melhor suas metas aplicando em diversos fundos de investimento, tais como: renda fixa DI, derivativos, capital garantido e fundo de ações, de acordo com a sua tolerância ao risco e tempo programado para fazer suas retiradas.

Investimentos regulares

Embora cada investidor deseje comprar na baixa e vender na alta, determinar quando os mercados atingiram o pico ou o vale é difícil. Uma das melhores maneiras de investir é de acordo com um plano regular. Continuando a investir nos momentos de queda do mercado tem um atrativo: o seu investimento em reais compra mais quotas que irão render mais nos momentos de alta do mercado.

Os investidores em ações tiveram altos retornos nos últimos anos. Enquanto é fácil acostumar-se com altos retornos, não é realista contar com eles cada ano. Ter uma expectativa moderada é um pré-requisito para ser um investidor de sucesso.

Lembre-se, você não realiza a perda a não ser que resgate suas quotas. Muitos investidores atingem suas metas sendo pacientes e focados. Reagindo ao mercado e resgatando agora, quando os preços estão dramaticamente baixos, pode ser um erro.

Referências bibliográficas

- SANVICENTE, A. Z. (1997). Ranking de Fundos Mútuos de Investimento em Ações 1996. São Paulo, Ibmecc, abril/97 – Estudo.
- SÚMULA FUNDOS DE INVESTIMENTO FINANCEIRO. São Paulo, ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto, 1998 – n. 9.