

Trajetória do novo índice da ANDIMA reflete o comportamento dos hedge funds domésticos

A expressiva depreciação dos preços dos ativos ao longo de 2008 e a volatilidade que acompanhou os mercados de uma forma geral afetaram fortemente a indústria de fundos de investimento no ano, que apresentou resgate líquido de R\$ 59,9 bilhões, segundo dados da Anbid. Destacam-se nesse grupo a classificação de fundos de renda fixa e a de multimercados, com perda de R\$ 63,4 e R\$ 34,7 bilhões, respectivamente. Neste último caso, os números expressam o reflexo da crise financeira em uma indústria que vinha apresentando substancial crescimento, o segmento de *hedge funds*, na sua maioria incluída nessa classificação.

A necessidade de entender melhor o comportamento da indústria de *hedge funds* no Brasil levou a Associação a criar, em maio/2008, o IHFA - Índice de Hedge Funds ANDIMA a partir

de convênio assinado com a CVM - Comissão de Valores Mobiliários, provedora da base de dados necessária para o seu cálculo, e da *expertise* acumulada na criação de *benchmarks*, como IRF-M, em 2000, e o IMA, em 2005.

Com metodologia elaborada pela Área Técnica da Associação, juntamente com o Comitê de Gestão de Recursos e Comissão de Benchmarks e aprovada pela sua Diretoria, o IHFA é composto por um conjunto de fundos da classe multimercados, selecionados trimestralmente por critérios que garantem sua representatividade como *hedge funds*. São excluídos da amostra fundos exclusivos e que tenham menos de dez cotistas em média; categorias que expressam outros objetivos, como fundos fechados, de capital garantido e balanceados; aqueles que não cobram taxa de performance, pois essa é

uma característica de fundos de gestão ativa; e os que se caracterizam como fundos de fundos, para evitar dupla contagem. Além disso, os fundos elegíveis devem ter pelo menos 12 meses de existência. Em seguida, a seleção é quantitativa, sendo passíveis de ser adicionados apenas os mais representativos em termos de patrimônio líquido. Por fim, a carteira resultante é obtida descartando-se os 25% de menor

Montagem da Carteira Teórica por Etapas

Etapa	Nº de Fundos	
	1º Trim. 2008	1º Trim. 2009
Multimercado	4.936	4.978
Não-Exclusivo	4.036	4.025
Taxa de Performance	856	893
12 Meses	601	733
Condomínio Aberto/Funcionamento Normal	595	721
10 Cotistas	333	366
Balanceados e Capital Protegido	326	359
FIC-FI*	272	290
Mediana do PL	136	145
Quartil de Volatilidade	102	109

* São excluídos os que não tenham pelo menos 95% de seu patrimônio líquido investidos em um único fundo de investimento. Fonte: ANDIMA.

Para a quebra do paradigma do curto prazo, é relevante a existência de parâmetros de comparação adequados ao perfil de investimentos que se deseja adotar, ainda que isso dependa de condições macroeconômicas que permitam ao investidor perceber a relação risco versus retorno e assumir posições considerando prazos mais estendidos

volatilidade no trimestre anterior. Esse último corte visa a garantir maior aderência possível ao estilo de gestão em que se caracterizam os *hedge funds*.

O patrimônio líquido da carteira teórica do índice em 2008 refletiu o comportamento da indústria de fundos, com perda sistemática de valor. A soma passou de quase R\$ 50 bilhões no final de 2007 para cerca de R\$ 23 bilhões em dezembro de 2008. No ano, sua rentabilidade foi de 3,82%, muito baixa se comparada ao DI, que rendeu 12,38%. O movimento de resgates quase generalizado da indústria de fundos pode ser explicado, em parte, pela forte concorrência com o instrumento tradicional de captação dos bancos, o CDB, e a expressiva elevação de remuneração oferecida a clientes. O crescimento do crédito observado no ano e medidas regulatórias que restringiram outras fontes de financiamento, como a emissão de debêntures de

empresas de *leasing*, catalisaram a necessidade de *funding* das instituições, que passaram a oferecer taxas extremamente atrativas.

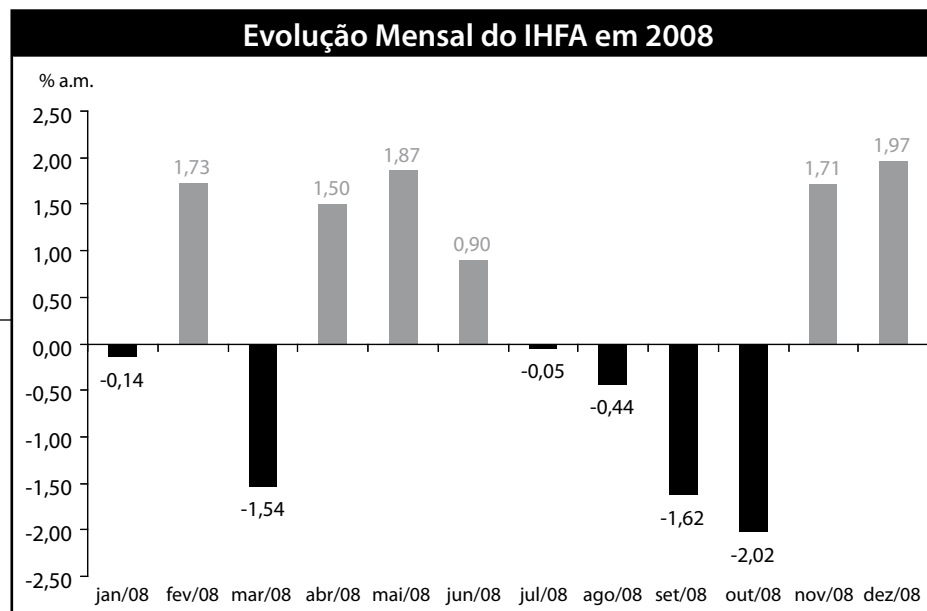
Outro aspecto importante para essa performance da indústria em termos de captação, especialmente no que se refere aos *hedge funds*, é relacionado a questões estruturais do segmento, tais como o perfil do investidor doméstico. A aversão ao risco e inadequação da utilização de *benchmarks* de curtíssimo prazo, como a Taxa DI, para avaliar o desempenho da carteira desses fundos, seja em períodos de alta ou de baixa, caracterizam a cultura de curto prazo desses investidores.

A flexibilidade na utilização de instrumentos e estratégias diversificadas para buscar retornos mais expressivos em prazos alongados pressupõe maior exposição a alguns fatores de risco, se comparados às carteiras mais conservadoras. A reversão da

tendência altista das ações e da queda de taxas de juros, além da volatilidade que atingiu o mercado de ativos de renda fixa de prazos mais longos, foi determinante para o retrocesso a padrões mais avessos a risco.

Para a quebra do paradigma do curto prazo, é também relevante a existência de parâmetros de comparação (*benchmarks*) adequados ao perfil de investimentos que se deseja adotar, ainda que isso dependa de condições macroeconômicas - em especial a queda consistente das taxas de juros no país - que permitam ao investidor perceber claramente a relação risco *versus* retorno e assumir posições considerando prazos mais estendidos.

Diante do crescimento e representatividade dos *hedge funds* como opção de investimento e a inadequação do DI como parâmetro de comparação para esta indústria, o IHFA vem ganhando



Fonte: ANDIMA.

relevância, já no seu primeiro ano de existência, como importante *benchmark* do comportamento do segmento.

Uma análise mais detalhada do comportamento do IHFA ao longo de 2008 permite identificar que não apenas o baixo retorno dos *hedge funds* foi determinante para o substancial resgate de recursos. Apesar de no primeiro trimestre a remuneração do índice ter sido próxima a 0, por influência das fortes quedas nos preços das ações no primeiro e terceiro meses do ano, o período seguinte mais do que compensou essa performance. O trimestre que contempla os meses de

abril, maio e junho foram extremamente positivos para a indústria, o que ficou expresso pelos componentes do IHFA, com retorno de 4,33% contra 2,74% do DI. Em termos de patrimônio, no entanto, o índice quase repetiu a tendência do início do ano, perdendo 7% de PL. Ao final do primeiro semestre, a queda de patrimônio já

havia sido de 23%. O fraco desempenho dos *hedge funds* no início do ano refletiu a aversão ao risco dos investidores domésticos nessa categoria de investimento, que se manteve nos períodos seguintes.

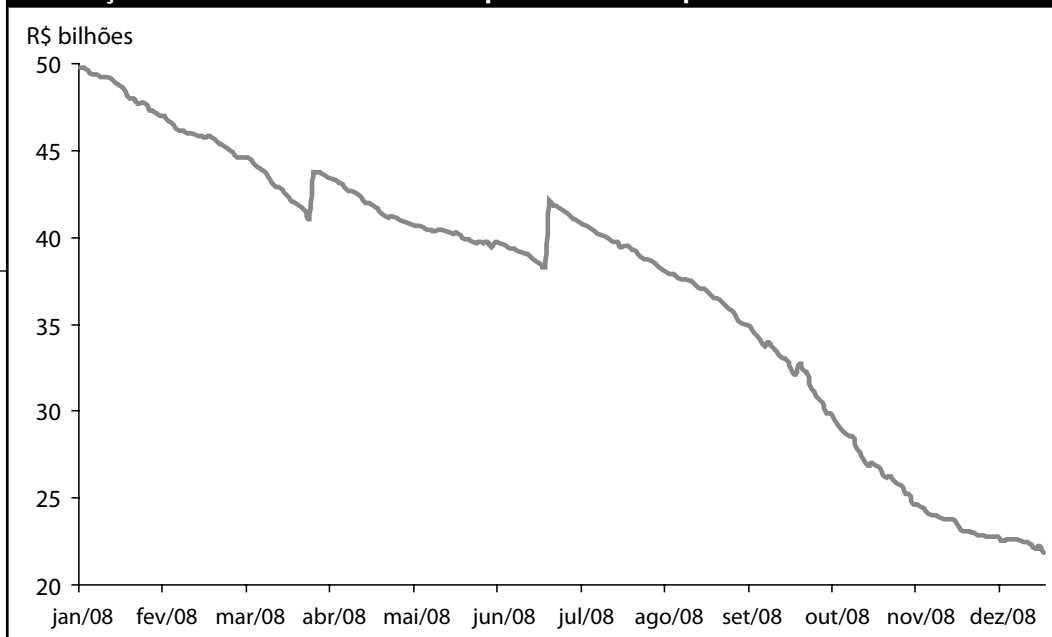
No decorrer do ano, com a expressiva queda do Ibovespa na ordem de 42% no segundo semestre e o IHFA registrando meses consecutivos de performance negativa (à exceção dos dois últimos), os resgates foram intensos, levando à sua carteira teórica perda significativa no patrimônio, intensificada pela perda de valor dos ativos de uma forma geral.

Retornos Acumulados em 2008

IHFA	IMA-B 5	IMA-B 5+	IMA-B	IMA-C 5	IMA-C 5+	IMA-C	IRF-M	IMA-S	IMA Geral	DI-Cetip	Ibovespa	Dólar	Ouro
3,82	13,79	7,50	11,03	16,36	14,52	14,65	13,88	12,40	12,69	12,38	-41,22	31,94	32,13

Fontes: ANDIMA, Banco Central, BM&F Bovespa.

Evolução Diária do Patrimônio Líquido dos Componentes do IHFA em 2008



Fonte: ANDIMA.

Outro aspecto de relevância na análise do IHFA ao longo do ano foi o de que, a despeito da queda substancial do valor de sua carteira, a quantidade de fundos participantes do índice se manteve crescente a cada rebalanceamento trimestral. Uma

explicação óbvia para este movimento recai sobre o amadurecimento da indústria, uma vez que os integrantes devem ter, no mínimo, um ano de existência, como definido na metodologia, e, ao longo do período, vários fundos passaram a atender a essa prerrogativa. No rebalanceamento realizado em 31 de dezembro, no entanto, pela primeira vez observou-se uma queda nesse número.

Cabe destacar a crescente participação dos FIC FI – Fundos de Investimento em Cotas de

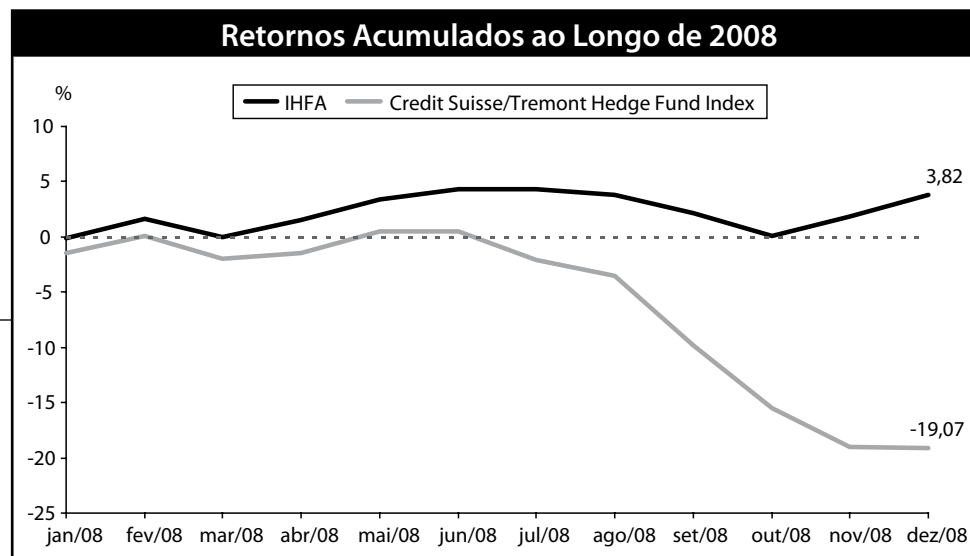
Fundos de Investimento na carteira teórica do índice ao longo de 2008. Isso ratifica a tendência de distribuição de produtos e estratégias, e possibilita maior eficiência operacional das instituições envolvidas na gestão, administração e custódia. No primeiro trimestre de 2009, 22% do número de componentes é de FIC FI contra os 6% observados no final de 2007.

A reversão do ciclo altista dos mercados e seus impactos nas carteiras, caracterizadas

por gestão ativa, podem gerar eventuais correções na condução das estratégias. Um aspecto importante no desafio para o seu aperfeiçoamento diz respeito ao possível descasamento entre os resgates nos fundos e os vencimentos dos ativos integrantes de

suas carteiras. Se de um lado a baixa liquidez e a profundidade de alguns mercados dificultam esta tarefa, de outro a utilização de mecanismos que propiciem um caráter de maior previsibilidade, como, por exemplo, o uso de períodos de carência mais longos para pedidos de resgate de cotas, atenua tais movimentos.

Apesar de a performance do IHFA ter refletido o retorno dos *hedge funds* abaixo do DI em 2008, o impacto da crise financeira no âmbito



Fontes: ANDIMA e Credit Suisse Tremont Index LLC.

internacional foi muito mais substantivo. O índice Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index, representativo deste segmento no exterior, registrou queda de 19,07%, em função de posições muito mais alavancadas dessas carteiras.

Cabe registrar, ainda, uma vantagem clara do Brasil em comparação a seus pares no exterior: a segurança regulatória que rege a categoria. Diferentemente dos fundos constituídos *offshore* - como a maioria dos *hedge funds* internacionais, cujo reduzido controle dos órgãos fiscalizadores acabou propiciando eventos como a fraude perpetrada por Bernard Madoff nos EUA -, no Brasil os fundos multimercados são registrados e submetidos a normatização e fiscalização pela CVM, como qualquer outro tipo de fundo de

investimento. Neste aspecto, o segmento financeiro brasileiro como um todo está à frente das necessárias mudanças, em termos de regulação, que devem marcar os mercados desenvolvidos.

Finalmente, a despeito do aprofundamento da crise que abateu a economia global e seus impactos nas carteiras caracterizadas por gestão ativa, os *hedge funds* brasileiros e suas sofisticadas operações devem manter-se como opção de investimento nos próximos anos, em função das diversificadas estratégias que podem se beneficiar de janelas de oportunidades que um ambiente

de maior volatilidade propicia e do próprio aprendizado contínuo do investidor no sentido de compreender que assumir posições menos conservadoras para prazos mais longos deve refletir em ganhos mais expressivos.

Para isso, a existência de um indicador como o IHFA é essencial no papel de traduzir de forma simples esse movimento.

Sandro Baroni Selaimen
Gerente da Área Técnica