

1 Introdução

1.1. Apresentação

O universo de *hedge funds* cresce a taxas aceleradas no Brasil já há alguns anos e vem, à medida que os juros caem, conquistando investidores que restringiam suas aplicações à renda fixa tradicional. Hoje, basicamente, qualquer área de *private banking* oferece a seus clientes um verdadeiro “menu” desses fundos, com produtos de diferentes gestores, e até bancos de varejo vêm enriquecendo as possibilidades de escolha dos correntistas (Franco e Branco, 2006).

Porém, investir em *hedge funds* exige tempo e análise detalhada de cada fundo. Os *hedge funds* não têm uma única estratégia de investimento e a capacidade de cada gestor é crucial para a boa performance do investimento ao longo do tempo. Algumas barreiras como a complexidade dos instrumentos aplicados na gestão dos recursos e a experiência necessária para monitorar os retornos e as estratégias apresentados pelos fundos tornam a tarefa de investir em *hedge funds* extremamente complexa para o investidor comum. Além disso, se levarmos em consideração que o valor mínimo de aplicação em cada fundo é normalmente elevado, diversificar a alocação se torna praticamente inviável para a grande maioria dos investidores (Figueiredo e Tigre, 2006).

Uma solução para o investidor comum é usar os serviços de um fundo de fundos. Ao alocar recursos em diversos gestores com estratégias diversificadas, o investidor maximiza o retorno, minimizando o risco individual de cada gestor (Figueiredo e Tigre, 2006). Nesse veículo de investimento o desafio de analisar os diferentes gestores e de que maneira as estratégias de cada um se combinam para atingir o melhor retorno ajustado ao risco cabem a um gestor profissional.

Nesse sentido o problema de alocação de capital para um fundo de fundos difere em muitos aspectos da construção de um portfolio de ativos comuns. Questões como períodos de carência, taxas de performance e marca d'água, falta de liquidez e marcação a mercado, alavancagem e heterogeneidade entre

gestores fazem com que a usual técnica de otimização baseada em média e variância fique a desejar para esse tipo de investimento (Lo, 2005).

Lo (2005) descreve um processo completo de investimento para a construção de um portfólio de *Hedge Funds* composto de duas etapas. Na primeira, objeto deste trabalho, a alocação de capital é definida de uma maneira quantitativa, utilizando as estratégias dos fundos de investimento. Já na etapa final, os fundos e gestores propriamente ditos são escolhidos em função de suas características qualitativas.

Para propor tal processo de alocação Lo (2005) argumenta que a otimização de carteiras utilizando *hedge funds* individualmente gera pesos muito instáveis ao longo do tempo. Analisar as estratégias de forma agregada permite obter informações, tais como correlações e volatilidades mais confiáveis do que separadamente. Por fim, Lo (2005) observa que é mais fácil comparar gestores com a mesma estratégia de maneira qualitativa do que quantitativa. Portanto, ele afirma que usar a análise quantitativa para fazer a decisão de alocação de capital e a qualitativa para alocação entre gestores permite usar o melhor de cada processo num único arcabouço.

A abordagem quantitativa proposta por Lo (2005) envolve otimizar um portfólio de *hedge funds* utilizando o procedimento conhecido como Média-Variância ou Markowitz porém, ajustado para o efeito de liquidez a que o portfólio está exposto. A variável de liquidez, como será demonstrado neste trabalho será definida como a autocorrelação dos retornos mensais dos *hedge funds* agregados na forma de índices.

1.2. Objetivos

O objetivo final dessa dissertação é propor uma metodologia quantitativa para auxiliar na construção de portfólios de fundos de fundos que vai além do tradicional modelo de média-variância. Será incluída uma terceira variável na avaliação do portfólio, o risco de liquidez.

Será usada a metodologia desenvolvida em Lo (2005) aplicada ao mercado brasileiro de *hedge funds*. Os passos intermediários necessários para chegar ao objetivo são:

- a) Definir índices que representem as estratégias utilizadas pelos *hedge funds*;
- b) Compreender as propriedades estatísticas dos retornos dos índices de *hedge funds* e suas implicações para os investidores;
- c) Calcular a liquidez, medida pela autocorrelação dos retornos, dos índices de *hedge funds*;
- d) Determinar a alocação ótima para as métricas definidas anteriormente;

1.3. Delimitações do estudo

A pesquisa está focada no problema de construção de fundos de fundos, considerando que no processo de alocação é construída uma fronteira eficiente formada apenas por índices de *hedge funds*.

A maior limitação encontrada na pesquisa foi o limitado número de estratégias utilizadas no mercado brasileiro de fundos. Segundo, Ribeiro e La Roque (2006) atualmente no Brasil, os gestores ainda não aplicam todo o leque de estratégias disponíveis em mercados como o americano e suas estratégias não se diferenciam muito.

Outra limitação encontrada foi a dificuldade de se encontrar índices específicos dos *hedge funds*. Tal limitação foi superada com o uso dos índices desenvolvidos pela Arsenal Investimentos, empresa especializada na área de gestão financeira, que desenvolveu índices para quatro estratégias bem definidas.

Este estudo não trata da alocação ótima em diferentes tipos de ativos. As análises são realizadas considerando que o universo de ativos se restringem aos *hedge funds*.

Quanto à delimitação temporal, a análise dos fundos se dá no período de 02/05/2002 até 31/12/2007 e serão utilizados os retornos diários e mensais de cada uma das estratégias selecionadas.

1.4. Relevância do estudo

Segundo (Ribeiro e La Rocque, 2006), os *hedge funds* se tornaram nos últimos anos uma área de grande interesse em todo o mundo, tanto para a comunidade financeira quanto para a acadêmica. Essa atenção foi conseqüência, em parte, dos casos de impressionante performance e também de quebras espetaculares, sendo a do *Long Term Capital Management* (LTCM) a mais conhecida. Infelizmente, isso levou a uma visão distorcida desses investimentos, particularmente em relação a seus riscos, estratégias e performance.

A recente melhora nas condições macroeconômicas do país resultou num ambiente com taxas de juros significativamente menores. O investidor brasileiro acostumado com as altas taxas de juros praticadas até o passado recente, necessitará correr mais riscos se desejar manter o mesmo nível de retorno. Nesse sentido, os *hedge funds* se apresentam como uma alternativa óbvia para o típico investidor.

Dados da ANBID (Associação Nacional dos Bancos de Investimento) comprovam o movimento dos investidores no sentido de buscar mais risco. Enquanto a participação dos multimercados, os *hedge funds* brasileiros, na indústria de fundos de investimento no Brasil saltou de 17,69% em 2005 para 24,28% em 2007, a participação de fundos de renda fixa e referenciados DI caiu de 61,47% em 2005 para 46,27%. Os recursos administrados na categoria dos multimercados saltaram de R\$ 142 bilhões em 2005 para R\$ 272 bilhões em 2007 em valores constantes, representando um aumento real médio anual de 38%.

Porém, a complexidade de estratégias e gestores dos *hedge funds* pode dificultar esse movimento. A construção de fundos de fundos que utilizem um arcabouço qualitativo e quantitativo de maneira consistente pode permitir que o investidor individual alcance seus objetivos de retorno com um fundo diversificado tanto em estratégias quanto em gestores diminuindo o risco global de seu portfólio.