



**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**

**Análise de desempenho de fundos multimercado no Brasil**

**Eduarda Corrêa Caldas Figueiredo**

**TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO**

**CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS - CCS  
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO  
Graduação em Administração de Empresas**

**Rio de Janeiro, novembro de 2019**



**Eduarda Corrêa Caldas Figueiredo**

## **Análise de desempenho de fundos multimercado no Brasil**

### **Trabalho de Conclusão de Curso**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao programa de graduação em Administração da PUC-Rio, como requisito parcial obrigatório para a obtenção do título de graduação em Administração.

Orientador: Marcelo Cabus Klotzle

Rio de Janeiro, novembro de 2019

## **AGRADECIMENTOS**

Ao meu namorado, Ângelo Jorge Munoz, por todo o apoio e companheirismo.

À grande amiga Juliene de Castro, por ter acreditado em mim e me incentivado durante todo o percurso.

Ao Gerson Junior, monitor, que me deu um suporte muito maior do que eu poderia pedir.

Ao meu orientador Marcelo Cabus Klotzle, por ter compartilhado tanto conhecimento, com tanta paciência e dedicação.

## **DEDICATÓRIA**

A todos aqueles que acreditaram que um dia esse sonho seria possível.

## **Resumo**

Caldas Figueiredo, Eduarda Corrêa. Análise de desempenho de fundos multimercados no Brasil. Rio de Janeiro, 2019. 45 p. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O presente trabalho busca conceituar e contextualizar os fundos de investimento multimercado como opção mais indicada no Brasil, de acordo com sua versatilidade e adaptabilidade aos diferentes momentos de instabilidade econômica e política, e elencar os tipos de fundo multimercado e seus diferentes desempenhos e resultados ao longo do período de 2014 a 2018.

Palavras- chave

Fundos de Investimentos; Fundos de investimentos Multimercado; EPU; Ibovespa.

## **Abstract**

Caldas Figueiredo, Eduarda Corrêa. Performance analysis of multimarket funds in Brazil. Rio de Janeiro, 2019. 46 p. Monography – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The present essay aims at bringing the concept and context of the multimarket investment funds as the most indicated option in Brazil, according to its versatility and adaptability to the different moments of economical and political instability, and casts the kinds of multimarket funds and their different performances and results along the period of 2014 to 2018.

Key-words

Investment funds; Multimarket investment funds; EPU; Ibovespa.

## LISTA DE FIGURAS

Tabela 1.....	08
Tabela 2.....	35
Tabela 3.....	35
Tabela 3.....	35
Tabela 5.....	37
Gráfico 1.....	14
Gráfico 2.....	15
Gráfico 3.....	16
Gráfico 4.....	18
Gráfico 5.....	19
Gráfico 6.....	23
Gráfico 7.....	25
Gráfico 8.....	28
Gráfico 9.....	30
Gráfico 10.....	33
Gráfico 11.....	36
Gráfico 12.....	38
Gráfico 13.....	39
Gráfico 14.....	39
Gráfico 15.....	40
Gráfico 16.....	40
Gráfico 17.....	41
Gráfico 18.....	41
Figura 1.....	17
Quadro 1.....	22
Quadro 2.....	23

Quadro 3.....	24
Quadro 4.....	26
Quadro 5.....	27
Quadro 6.....	28
Quadro 7.....	39
Fórmula 1.....	31
Fórmula 2.....	32
Fórmula 3.....	34

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>7</b>
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO.....</b>	<b>12</b>
2.1 A indústria de fundos de investimento multimercados no Brasil.....	12
2.2 Principais eventos econômicos no período 2014-2019.....	15
2.3 Índice EPU.....	19
<b>3. MÉTRICAS.....</b>	<b>23</b>
3.1 Universo e amostra.....	23
3.2 Medidas de desempenho dos fundos.....	33
<b>4. RESULTADOS.....</b>	<b>37</b>
<b>5.CONCLUSÃO.....</b>	<b>43</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>44</b>

## 1. INTRODUÇÃO

O mercado de capitais no Brasil ainda é relativamente jovem, e esbarra no obstáculo de que os brasileiros tenham pouca ou nenhuma educação financeira, o que atrasou em décadas o fenômeno recente da migração de capitais para os fundos de investimento, que, embora tenha começado com timidez, agora desponta como uma tendência crescente e expressiva para novos investidores. De acordo com Silva Neves (2019), é importante compreender que o mercado de capitais seja:

Uma das principais ferramentas de investimento para o crescimento da economia de um país, sendo importante maneira de fomento econômico e de democratização do capital. Nenhum país é forte se não tem um mercado de capitais robusto (SILVA NEVES, 2019, n/p).

Dessa maneira, o notável crescimento dos fundos de investimento no Brasil nos últimos anos representa mais do que uma tendência de mercado: um gradual amadurecimento da economia e da consciência econômica dos indivíduos, que agora atuam como investidores.

De acordo com a ANBIMA (2019), houve uma queda de volume nos recursos dos fundos de renda fixa entre os anos de 2016 e 2018, devido à maior procura de taxas de retorno pelos investidores, demonstrado pelo aumento do percentual de PL (patrimônio líquido) dos fundos multimercado e de ações no Brasil. Essa dinâmica pode ser melhor compreendida através da tabela abaixo:

Tabela 1 – Distribuição do PL investido em fundos por classe de ativos

	2016	2017	2018
Renda Fixa/ <i>Fixed Income</i>	48 1%	46 2%	44 3%
Multimercados/ <i>Hedge Funds</i>	19 2%	20 4%	21 1%
Previdência/ <i>Pension</i>	17 7%	17 6%	17 5%
Estruturados/ <i>Structured</i>	9 4%	9 1%	9 3%
Ações/ <i>Stocks</i>	4 3%	5 5%	6 6%
Exterior/ <i>Foreign</i>	1 0%	1 0%	0 9%
ETF	0 1%	0 2%	0 2%
Cambial/ <i>Foreign Exchange</i>	0 1%	0 1%	0 1%

**Fonte/Source:** ANBIMA

Além do foco na obtenção de resultados mais expressivos do que os tradicionais, a opção pelos fundos de investimento, como lembra Fonseca (2007), passa a se manifestar gradualmente a partir da implantação e solidificação do Plano Real, em 1994, principalmente pelas mudanças no cenário econômico do Brasil que, anteriormente, a carência de regulamentação que conferisse segurança e a hiperinflação faziam com que fosse mais rentável investir em opções *overnight*, ou seja, com remuneração diária, para minimizar a desvalorização constante e progressiva da moeda.

Aragão e Barros (2005) afirmam que, a partir de 1994, os fundos de investimento passaram a apresentar competitividade entre as opções do mercado financeiro recém-descoberto pelos brasileiros, e que demonstraram boa resposta e evolução, a despeito dos problemas e circunstâncias que tenham surgido nesse período, o que passou a torna-lo ainda mais interessante aos olhos dos investidores.

Da mesma forma que essa tendência de fortalecimento dos fundos de investimento se apresenta como positiva, inclusive sob a perspectiva macroeconômica, é preciso também que se considere a frágil base de conhecimento desses novos investidores a respeito dos riscos, vantagens e perfis de cada tipo de fundo de investimento, seja uma vulnerabilidade a erros e escolhas equivocadas, especialmente quando essa falta de informações se alia a um comportamento impróprio do investidor, o que pode gerar resultados indesejáveis e acabar dando ao investimento em fundos, no geral, uma imagem de que tenha mais riscos e menos

benefícios do que aquilo que de fato corresponde à realidade do mercado de capitais (CERETTA & COSTA JR, 2001).

Esses elementos constituem o problema central do trabalho, configurando uma questão norteadora que, em face do tipo de fundo de investimento mais procurado pelos investidores em geral, os fundos multimercados, busca compreender: que elementos tornam os fundos multimercados mais indicados para uma gama mais variada e generalizada de investidores e futuros investidores, e de que forma eles podem ser considerados mais vantajosos e seguros, considerando seu comportamento diante de incertezas e instabilidades políticas e sócio-econômicas?

Baseado no histórico de patrimônio líquido por classe de fundos, disponibilizado pela ANBIMA (2019), o fundo multimercados representa 20% do PL total de fundos no Brasil, usando o consolidado de 2014 até abril de 2019.

Fortuna (2013) afirma que os benefícios dos Fundos de Investimento podem ser resumidos em cinco itens básicos: gestão profissional de uma carteira; diversificação; baixo custo; conveniência; e liquidez e também alega que o grande atrativo desses fundos é o fato de não contarem apenas com flexibilidade para a aplicação em diferentes tipos de ativos, mas também dispor da possibilidade de uso dos diferentes estilos de estratégia de gestão desses ativos.

Segundo Oliveira e Pacheco (2017), os fundos multimercados são aqueles destinados ao investimento em diversos mercados, simultaneamente ou não, a fim de aproveitar as oscilações de preços dos ativos.

A ANBIMA (2015, p. 15) conceitua esses fundos como “Fundos que devem possuir políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial”. Esses fundos podem ser classificados em: alocação; por estratégias; e investimento no exterior.

Esses fundos, em geral, possuem uma oscilação grande, ou seja, uma volatilidade alta. Para o investidor que é avesso ao risco, entender como o fundo reage diante de cada cenário do mercado é crucial. Sendo assim, o tipo de estratégia escolhido é muito importante para o desempenho do mesmo.

Com a ascensão dos fundos, é necessária a aplicação correta de recursos pelos gestores, e a elaboração de uma análise mais profunda na escolha dos ativos que os compõem. Dada a importância desse mercado no Brasil, vale a pena analisar, ao longo do período, o desempenho deles, uma vez que tenham apresentado diferentes cenários econômicos durante esse tempo, o que justifica a relevância da

pesquisa, face à importância dos fundos para a economia do país e a importância de que a estratégia na escolha dos mesmos seja assertiva e fundamentada, uma vez que será determinante para os resultados obtidos. Da mesma forma, é preciso entender a dinâmica comportamental desses fundos diante de incertezas, inseguranças e instabilidades, tão próprios de um país em desenvolvimento como o Brasil.

O objetivo geral desta monografia é analisar o desempenho de um grupo de fundos multimercados no período de 2014 a 2018, devido a vários acontecimentos políticos e econômicos nesse espaço de tempo em que os fundos já se encontravam ativos, com o intuito de identificar qual o comportamento desses fundos face à incerteza política e econômica. Em relação aos objetivos específicos, elencam-se apontar as características principais dos fundos multimercados e suas variações; compreender sua dinâmica e suas reações aos diferentes estímulos e flutuações da economia; e identificar os fatores e elementos que fazem dele mais atraente e mais indicado para uma maior variedade de perfis de investidores.

O período selecionado para a análise do desempenho dos fundos multimercados, 2014 – 2018, através de um estudo de caso, foi escolhido com o intuito de contemplar picos consideráveis de incerteza (especialmente a partir dos escândalos trazidos à tona pela Operação Lava Jato, passando pelo envolvimento de grandes figuras do governo em um gigantesco esquema de corrupção, pelo *impeachment* da Presidente Dilma Rousseff, e culminando na Operação Carne Fraca) e hiatos de recessão (especialmente compreendidos entre 2014 e 2016). Esse cenário de tamanhas incertezas e inseguranças, se torna ideal para medir o comportamento e a reação dos fundos diante dessas flutuações, mensurados através dos principais indicadores de performance dos fundos de investimento.

Dessa maneira, o presente trabalho estrutura-se em introdução, fundamentação teórica, métricas, resultados, conclusão e referências bibliográficas.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 A Indústria de Fundos de Investimentos Multimercados no Brasil

Os fundos multimercados, como afirma Yoshinaga (2009), têm como uma das características mais importantes o fato de não possuírem obrigação mínima determinada para alocação em nenhum tipo de ativo. Eles são classificados por subdivisões considerem a ausência ou presença de renda variável, alavancagem, balanceados e capital protegido, podendo, assim, dividir-se em:

- Multimercados sem renda variável: fundos que buscam retorno no longo prazo, por meio de investimento em diversas classes de ativos exceto renda variável. Não admitem alavancagem.
- Multimercados com renda variável: fundos que buscam retorno no longo prazo por meio de investimento em diversas classes de ativos, incluindo renda variável. Não admitem alavancagem.
- Multimercados sem renda variável com alavancagem: fundos que buscam retorno no longo prazo por meio de investimento em diversas classes de ativos exceto renda variável. Admitem alavancagem.
- Multimercados com renda variável com alavancagem: fundos que buscam retorno no longo prazo por meio de investimento em diversas classes de ativos, incluindo renda variável. Admitem alavancagem.
- Balanceados: fundos que buscam retorno no longo prazo por meio de investimento em diversas classes de ativos. Utilizam uma estratégia de investimento diversificada e deslocamentos táticos entre as classes de ativos ou estratégia explícita de rebalanceamento de curto prazo. Estes fundos devem ter explicitado o mix de ativos (percentual de cada classe de ativo) com o qual devem ser comparados (*asset allocation benchmark*). Sendo assim, esses fundos não podem ser comparados a indicador de desempenho que reflita apenas uma classe de ativos. Não admitem alavancagem.
- Capital protegido: buscam retornos em mercados de risco procurando proteger parcial ou totalmente o principal investido (YOSHINAGA, 2009, pp. 6-7).

Riserio (2014) afirma que os fundos multimercados se classificam pela alocação de seus ativos, com diferentes estratégias de investimento que permitem

a realização de sofisticadas operações, proporcionando, além disso, a maior liquidez do Brasil aos cotistas quando do resgate de suas cotas.

Gomes e Cresto (2010) apontam ainda, como vantagem dos fundos multimercados, a capacidade de ainda produzir resultados positivos, mesmo em tempos de crise e insegurança, por trabalharem com posições previamente definidas em diferentes estratégias possíveis.

No entanto, é preciso considerar também como variável determinante na rentabilidade e na satisfação com os resultados o investimento, o comportamento do investidor. De acordo com Malaquias e Mamede (2015):

O próprio comportamento dos investidores no mercado em tempos de crise, pode provocar solicitações de resgate de cotas nos fundos além do previsto. Essas solicitações tendem a fazer com que os gestores se desfaçam de suas posições previamente assumidas para levantar fundos e cobrir os resgates solicitados. Se essas posições estiverem assumidas em ativos com baixa liquidez, os prejuízos pela venda antecipada dos títulos podem ser ainda maiores para as carteiras dos gestores (MALAQUIAS & MAMEDE, 2015, p.104).

Eid Jr e Securato (2010) afirmam que, além da versatilidade, adaptabilidade e do crescimento recente e progressivo dos fundos multimercados, outro fator que desperta interesse neles é o fato de que o mercado de capitais brasileiro ainda reserve oportunidades de ganhos com negociações em informações públicas.

Keswani e Stolin (2008) abordam ainda que, quando os investidores, que possuem habilidade mais acentuada na seleção dos fundos, e conseguem prever aqueles que gerarão melhores resultados, investem uma quantidade maior de dinheiro já tendo essa previsão de retorno lucrativo, em grupo com outros investidores ou sozinhos, essa operação dará origem ao que se chama de efeito *smart money*, um dinheiro aplicado com perspicácia, expertise e conhecimento, com o intuito de obter um retorno já esperado.

Fonseca e Malaquias (2012) relacionam o efeito *smart Money* a uma ligação mais propícia e provável de ocorrer com os fundos multimercados, em função da maior variedade de estratégias que essa modalidade de investimento permite.

Assali (2008) reforça essa teoria diante daquilo que chamam de inúmeras estratégias de investimento e alocação de recursos por parte de seus administradores, sendo todas as operações devidamente autorizadas e regulamentadas pela CVM.

Fonseca e Malaquias (2012) concluem que:

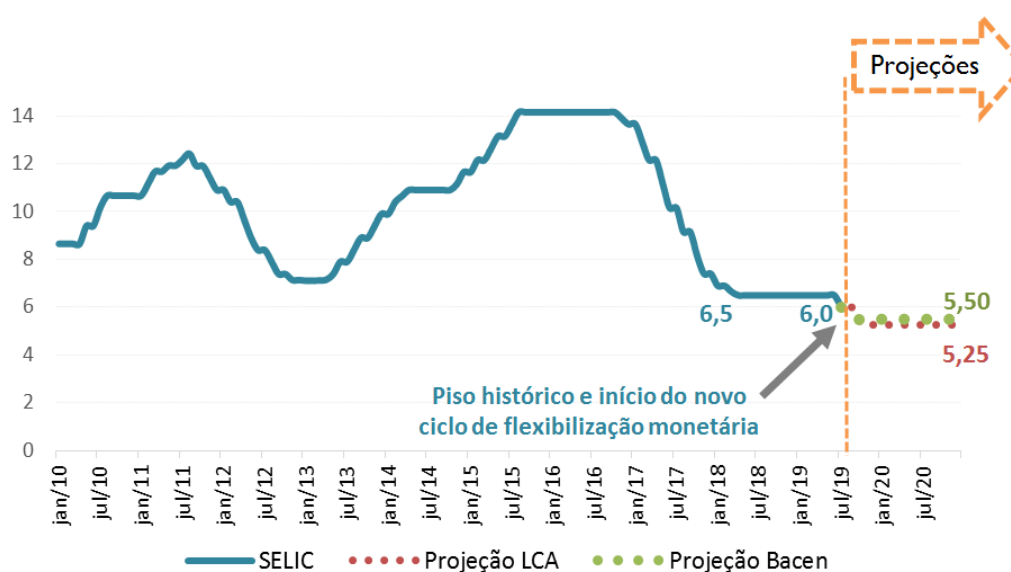
Os fundos multimercados possibilitam aos gestores a utilização de diferentes estratégias e implicam a liberdade de escolha, pois o investimento pode ser feito em diferentes classes de ativos, ou seja, a carteira de investimento pode ser montada com ativos de renda fixa, renda variável, câmbio, ações, derivativos, etc. Ainda alguns permitem alavancagem, isto é, aplica-se mais dinheiro do que tem disponível em uma operação. Portanto, compreende-se que os multimercados são fundos que podem operar em vários mercados e podem exigir do gestor habilidade na escolha dos ativos rentáveis, com o objetivo de proporcionar aos seus investidores (cotistas) melhores indicadores de rentabilidade (FONSECA & MALAQUIAS, 2012, p. 7).

Os juros são parte fundamental do processo de intermediação financeira, pois funcionam como um “estímulo” que o agente superavitário tem para investir, como elucidam Oliveira e Pacheco (2017).

Sendo assim, o ciclo da taxa de juros básica (Selic), definida pelo Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom), é de extrema importância para o Mercado de Capitais. No caso de um cenário de alta da taxa, resulta em créditos mais restritos para os investimentos das empresas e famílias do país, deixando financiamentos e empréstimos mais caros devido aos juros cobrados, reduzindo o consumo das pessoas e dos investimentos em infraestrutura, tecnologias e melhorias das empresas e até do próprio governo (ROQUETE, 2016).

Hoje vivemos em um cenário de baixa da Selic, que vem caindo a patamares historicamente baixos. É importante analisar colateralmente a inflação, uma vez que a queda inflacionária é acompanhada pela taxa de juros, o que estimula os investidores a mudar seu perfil, aceitando mais riscos e mais volatilidade em busca de retornos mais expressivos e atraentes (OLIVEIRA & PACHECO, 2017).

Gráfico 1 - Taxas de juros básicas – Histórico



Fonte: Banco Central do Brasil. Projeções LCA (a partir de agosto/2019). Elaboração SUT/CNA.

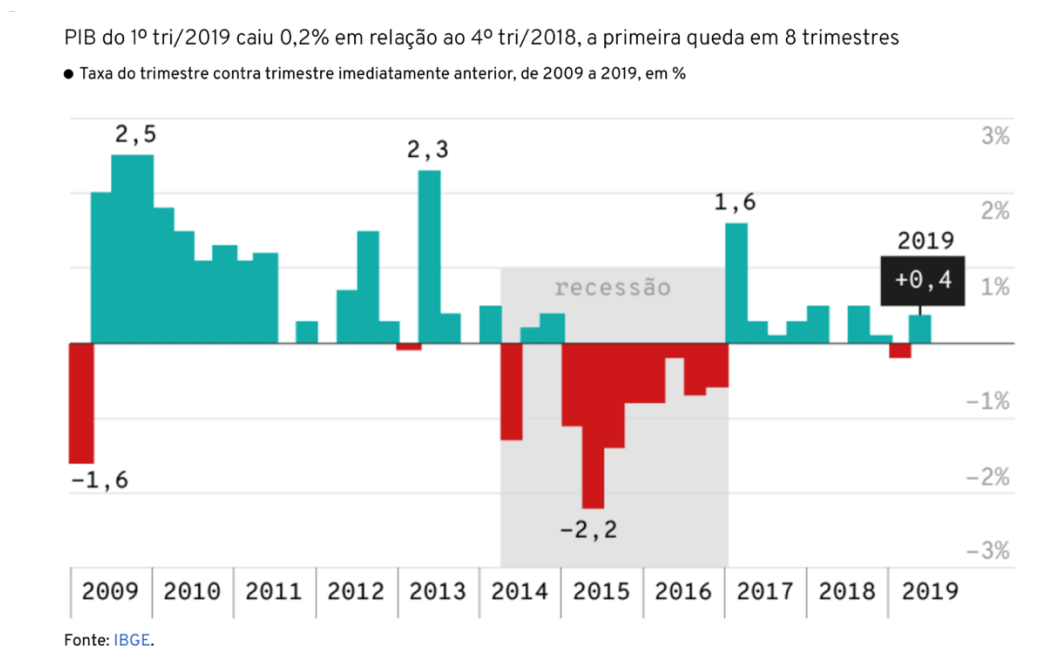
A meta da taxa Selic está prevista, ainda este ano, para 5% ao ano, o que vai retraindo o retorno de aplicações de renda fixa e aumentando as atividades da Bolsa para investimentos diversificados, como a compra de ações na bolsa ou por meio de fundos de ações e multimercados.

## 2.2 Principais eventos econômicos no período (2014-2019)

A economia brasileira encontrou-se formalmente em recessão desde o segundo trimestre de 2014, de acordo com dados do Comitê de Datação do Ciclo Econômico (Codace) da Fundação Getúlio Vargas. O PIB caiu aproximadamente 9%

de 2014 até 2016. A recessão foi o resultado do conflito entre oferta e demanda, ocasionado por erros na política econômica, entre outros fatores colaterais.

Gráfico 2 – PIB trimestral em 10 anos (2009 a 2019)



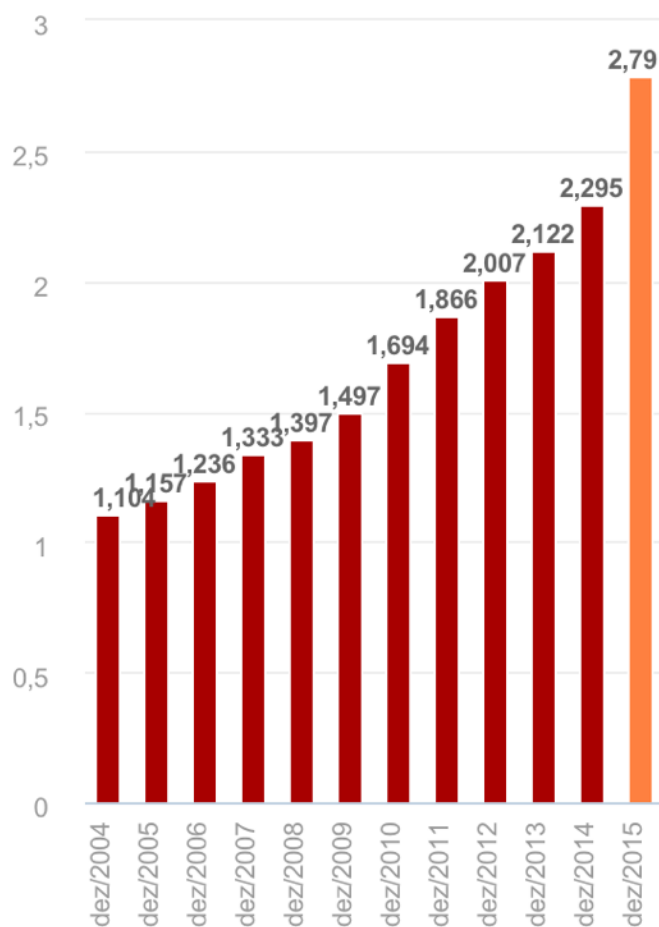
Um desses fatores foi a implementação da Nova Matriz Econômica (NME), configurando um conjunto de medidas adotadas em 2011, com base em políticas de forte intervenção governamental na economia. Combinando política monetária com a redução da taxa de juros e política fiscal, a NME apresentava o intuito de administrar o investimento, a elevação de gastos, etc.

Outro evento marcante no período foi o ocorrido em 2015. De acordo com uma reportagem feita pelo G1 em 2016, a dívida pública federal, que inclui os endividamentos interno e externo do país, teve aumento recorde de 21,7%, passando para R\$ 2,79 trilhões. Esse aumento foi impulsionado, principalmente, pelas despesas com juros, estimadas no valor de R\$ 367,67 bilhões, os maiores da série histórica.

Gráfico 3 – Evolução da dívida pública

### Evolução da dívida pública

Em R\$ trilhões



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Os números do Tesouro Nacional também revelam que a participação dos investidores estrangeiros na dívida pública interna registrou pequeno aumento no ano anterior, mesmo após a perda do grau de investimento pela Standard & Poors e pela Fitch em 2015, de BBB- para BB+.

Figura 1 – Classificações das agências de risco



Outra matéria do G1 mostra a justificativa da agência em ter rebaixado o Brasil com base em 3 pontos: os desafios políticos que o Brasil enfrentava a pesar da capacidade do governo de submeter orçamento ao Congresso; a proposta de orçamento de 2016 mostra mais um desafio ao país e a perspectiva negativa reflete na probabilidade de 1/3 de um novo rebaixamento devido à deterioração da situação fiscal.

O grau de investimento é, em termos populares, um termo de bom pagador, ou seja, um selo de qualidade que assegura aos investidores um menor risco de inadimplência. Com essa nota, os investidores determinam o risco e avaliam as possibilidades de ganhos e perdas na transação.

### 2.3. Índice EPU (Economic Policy Uncertainty Index)

Criado nos Estados Unidos, em meio à incerteza da política econômica americana, esse índice vem sendo executado no Brasil desde 1991.

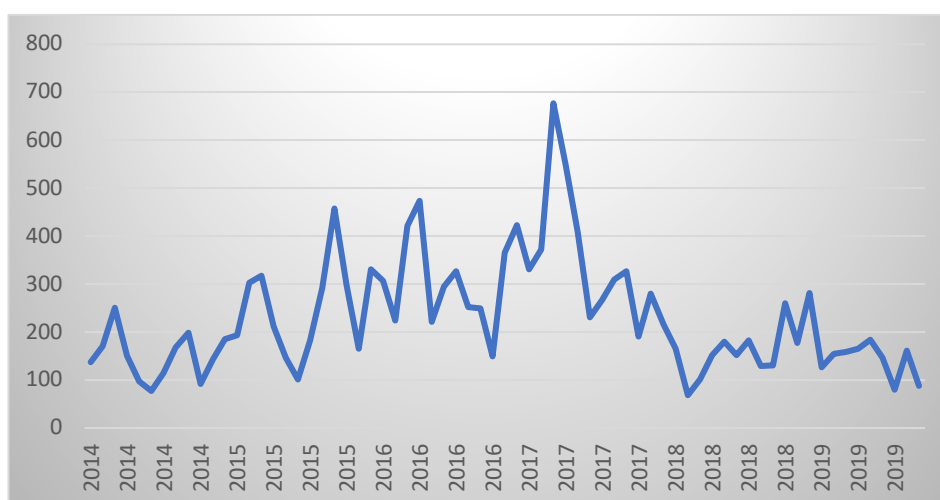
O Índice de Incerteza da Política Econômica para o Brasil utiliza a mesma metodologia para a mensuração do Índice EPU para o Estados Unidos, seguindo os métodos da “Medição da incerteza da política econômica” por Baker, Bloom e Davis (2016).

Para medir a incerteza econômica relacionada à política, construímos um índice a partir de três tipos de componentes subjacentes. Um componente quantifica a cobertura jornalística da incerteza econômica relacionada à política. Um segundo componente reflete o número de disposições do código tributário federal definidas para expirar nos próximos anos. O terceiro componente usa desacordo entre os analistas econômicos como um *proxy* para a incerteza.

De acordo com estudos e pesquisas da FGV, esse índice busca mensurar a incerteza da economia brasileira a partir de informações coletadas dos principais jornais do país, do Índice Ibovespa e das expectativas do mercado financeiro acerca de variáveis macroeconômicas. A incerteza pode gerar impactos negativos nas empresas, desmotivando investimentos e produções. Esse impacto da incerteza também é observado nas famílias, diminuindo o consumo, podendo ainda, consequentemente, afetar a política monetária do país.

Quando possui uma alta do índice, ou seja, na incerteza econômica do Brasil, pode acarretar o aumento da taxa de juros, e assim, reduzir a inflação.

Gráfico 4 – Índice de Incerteza da Política Econômica do Brasil 2014-2019



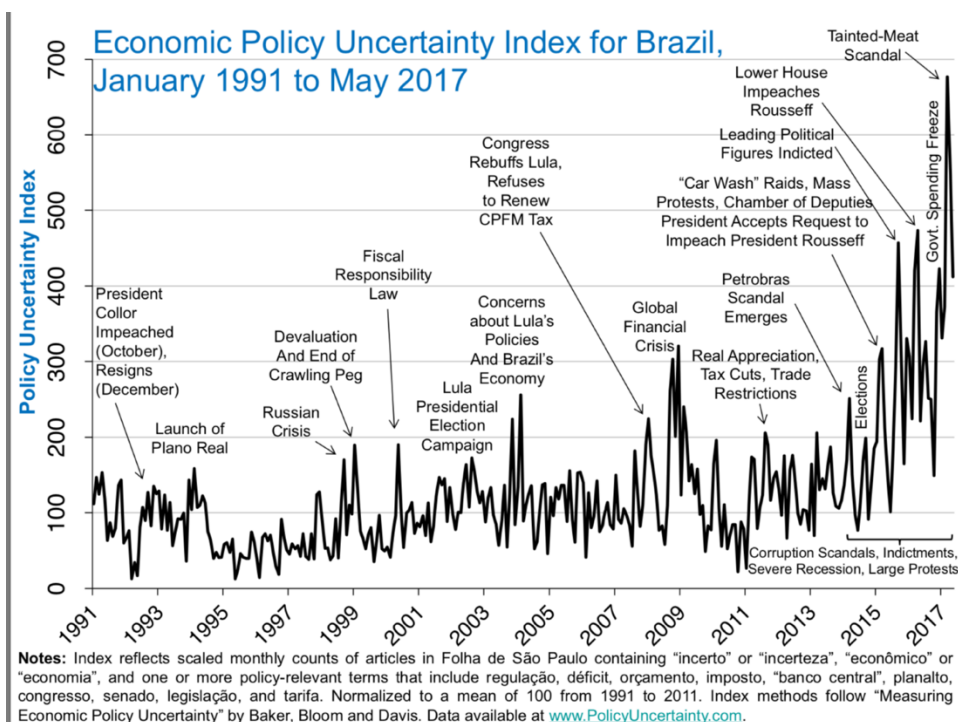
Fonte: Elaboração própria.

Analisando o gráfico do nível de Incerteza Política Econômica do Brasil no período do ano 2014 até 2019, pode-se perceber que, no final do ano de 2016 e começo de 2017, há uma grande alta da incerteza. Este fato ocorre devido ao país entrar em recessão nesse momento.

Com o fim da recessão, era de se esperar que houvesse uma redução na incerteza (EXAME, 2019). No entanto, as turbulências políticas vêm impedindo essa acomodação, demonstrando uma desagregação inédita do IIE-Br.

Segundo Fernando Veloso, pesquisador do Ibre/FGV, quando a incerteza atingiu seu pico, em setembro de 2015 (136,8 pontos), tanto incertezas relacionadas à crise fiscal quanto as associadas a turbulências políticas, estavam elevadas no IIE-Br. A partir do fim de 2016, as preocupações com a crise fiscal tiveram um alívio, mas as turbulências políticas seguiram no radar, mesmo após a eleição e a posse do presidente Jair Bolsonaro.

Gráfico 5 – Índice de Incerteza Política Econômica no Brasil – 1991 a 2017



Fonte: Policy Uncertainty.

No gráfico acima, houve uma análise dos índices de incerteza no cenário político e econômico do Brasil no período que se estende de 1991 até 2017. É importante perceber que, dentre os acontecimentos compreendidos no período, estão não apenas aqueles ocorridos no Brasil em dimensão doméstica, mas também os internacionais que pudessem gerar impacto na economia global (como a crise da Rússia em 1999, por exemplo) e aqueles imediatamente dirigidos a toda a comunidade internacional, como a crise financeira global de 2009/2010.

Vale ressaltar que, no cenário nacional o período compreende o *impeachment* de dois presidentes brasileiros, a implantação de uma nova moeda, a lei de responsabilidade fiscal, a operação Lava Jato, a crise da Petrobras, a operação Carne Fraca e a recessão. O gráfico indica, como três maiores picos de incerteza, respectivamente, a operação Carne Fraca, o *impeachment* de Dilma Rousseff e a condenação de diversos políticos por corrupção nos desdobramentos da operação Lava Jato.

De junho para julho desse ano, houve uma queda de 10,7 pontos do índice, (FGV, 2019), ficando com 108,4 pontos, menor estágio de grau desde fevereiro de 2018.

### 3 MÉTRICAS

#### 3.1 Universo e Amostra

Foram selecionados quatro fundos de investimento multimercados, conforme classificação da CVM, com base nas suas *performances*. O período estudado compreende os 4 anos entre 2014 e 2018, por esse período ter grandes acontecimentos políticos e econômicos.

Os fundos a seguir serão os analisados pela pesquisa.

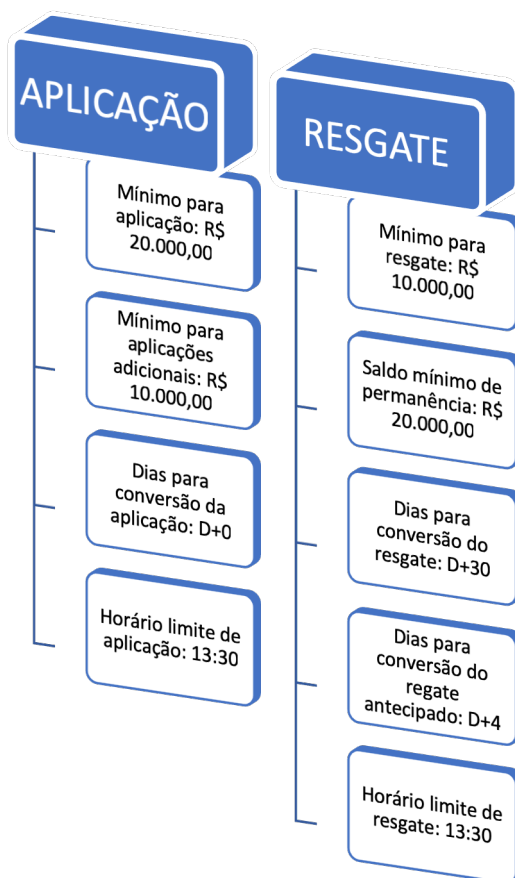
##### 3.1.1. Bahia Am Fic Multimercado

Segundo a lâmina do fundo, ele é um fundo classificado como Multimercado Macro, que busca retorno acima do CDI a médio e longo prazo. O fundo tem base em análise macroeconômica e fundamentalista, atuando no mercado doméstico e internacional. A principal vantagem do fundo é a flexibilidade que os gestores têm para escolher os ativos de acordo com os cenários que se apresentem. Esse fundo tem como público alvo os investidores com perfil moderado, que buscam rentabilidade superior ao CDI no longo prazo.

Segundo art.3º do Conselho de Regulamentação da ANBIMA, os administradores deverão classificar a carteira de cada fundo de acordo com uma escala de risco contínua, com pontuação de 1 a 5, sendo 1 para o menor risco e 5 para o maior risco, que deverá constar da Lâmina de Informações Essenciais, exigida pela regulamentação em vigor.

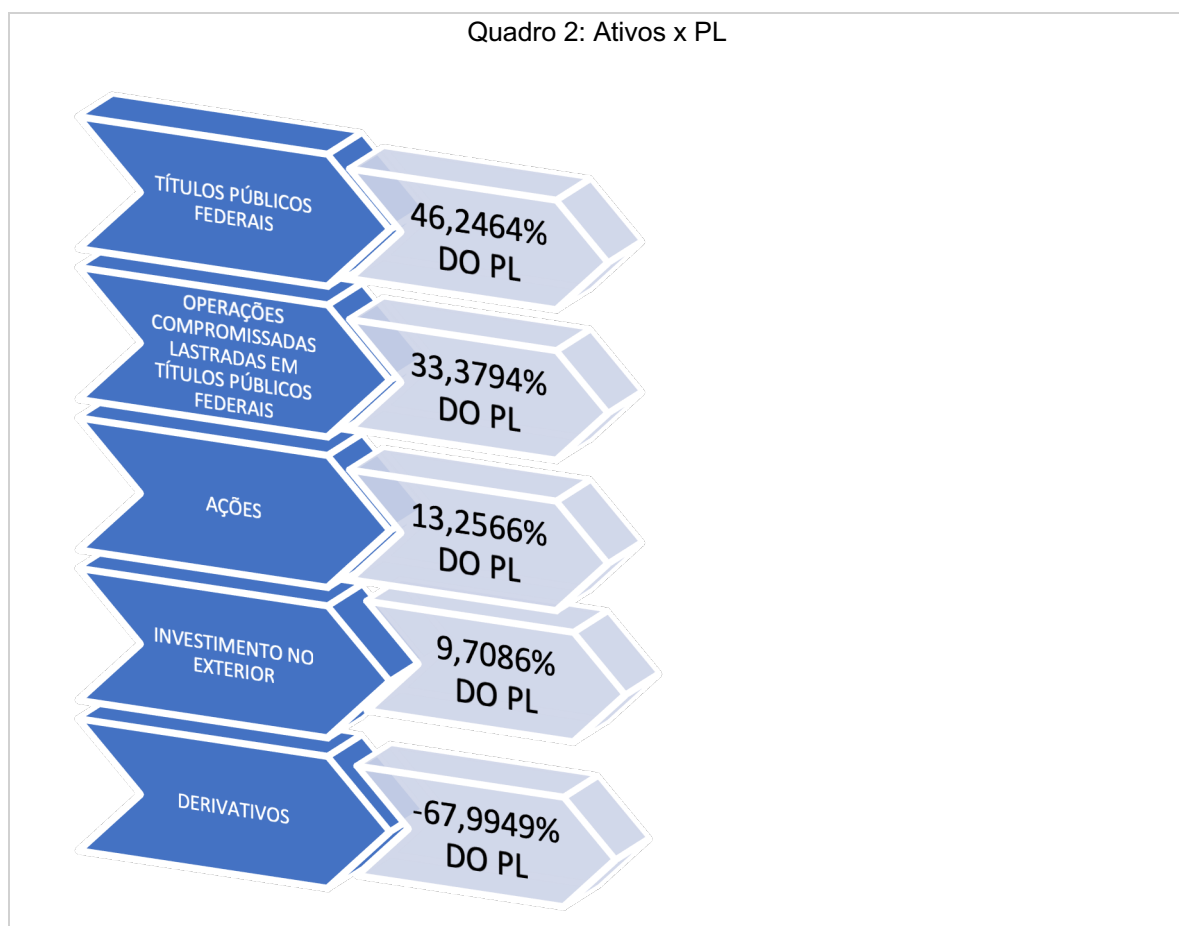
Nessa escala, o fundo BAHIA FIC FIM está classificado com a pontuação número 5, o que indica o mais alto nível de risco.

Quadro 1: Lâmina do Fundo 1



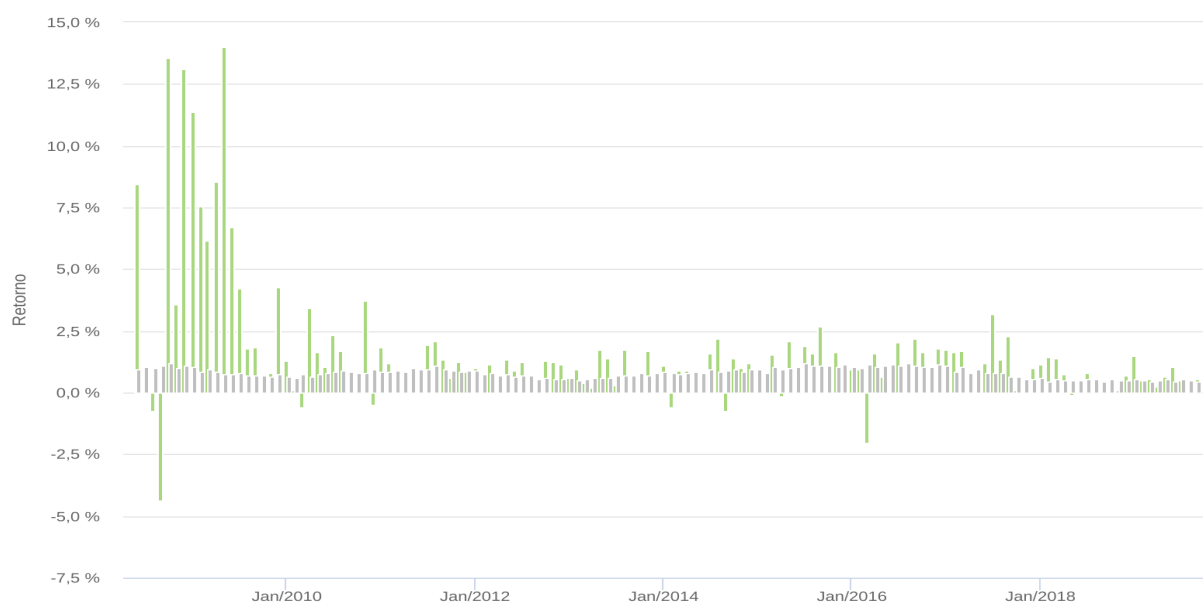
Fonte: Elaboração própria.

Em relação à composição da carteira, o patrimônio líquido do fundo é de R\$ 118.531.940,77, e as espécies de ativos em que ele concentra seus investimentos são:



Fonte: Elaboração própria.

Gráfico 6: Retorno efetivo mensal x CDI



Fonte: Plataforma Quantum, 2019.

### 3.1.2. Verde FIC FIM

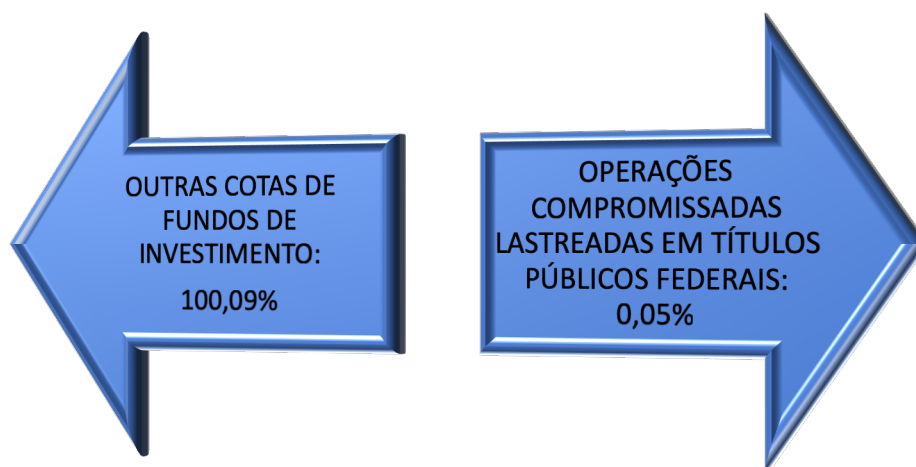
Este fundo, de acordo com sua lâmina, é resultante de uma cisão realizada em 2015, do Fundo CSHG Verde FIC FIM, é constituído sob forma de condomínio aberto e busca proporcionar a valorização de suas cotas mediante aquisição de cotas de fundos de investimento que apliquem seus recursos em ativos financeiros e/ou modalidades operacionais disponíveis, buscando, através de estratégias de investimento baseadas em cenários macroeconômicos de médio e longo prazos, rentabilidade acima do CDI.

O seu objetivo é proporcionar retorno por meio da aplicação em outros fundos de investimentos, que utilizarão estratégia de investimento diversificada.

Seu nível de risco está classificado como um pouco maior que 4 na escala de 1 até 5, sendo 5 o maior risco.

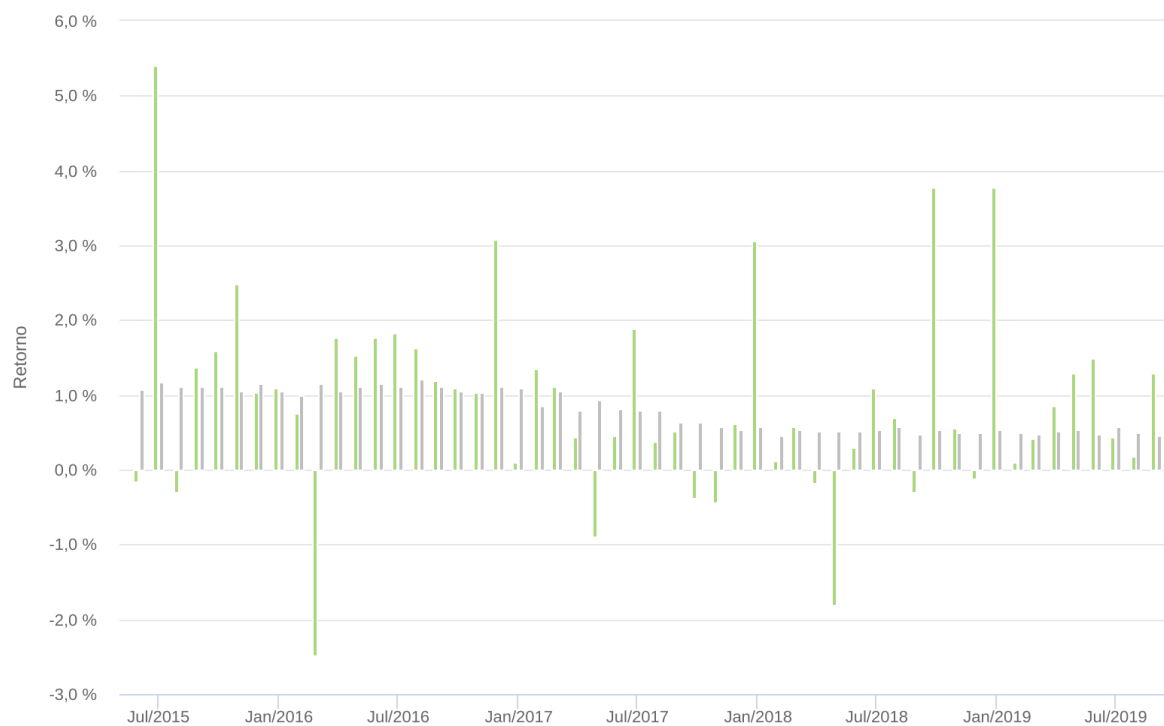
Em relação à composição de carteira, o patrimônio líquido do fundo é de R\$ 1.377.185.149,39, de forma que:

Quadro 3 – Verde FIC FIM



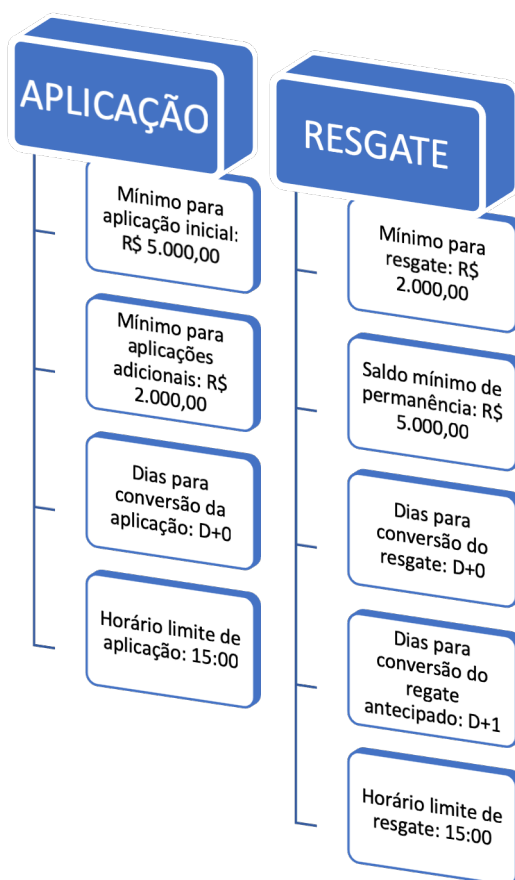
Fonte: Elaboração própria.

Gráfico 7 - Retorno efetivo mensal x CDI



Fonte: Plataforma Quantum, 2019

Quadro 4: Lâmina do Fundo 2



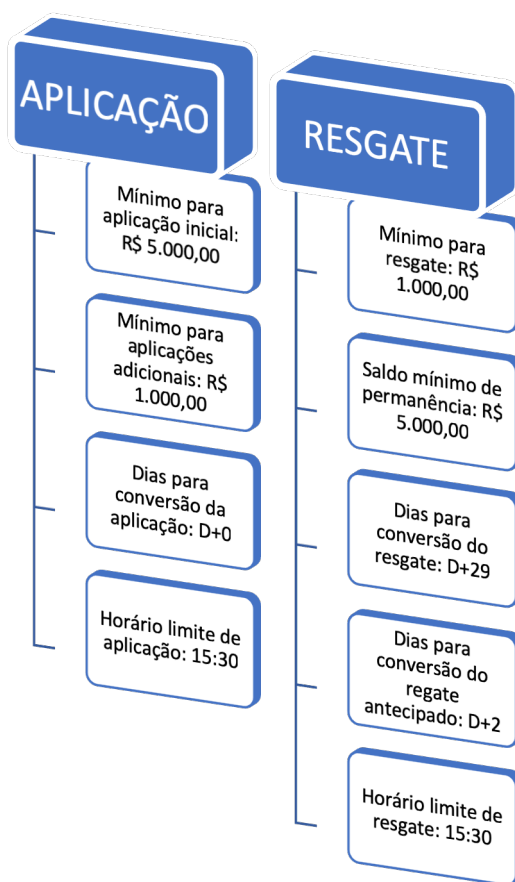
Fonte: Elaboração própria.

### 3.1.3. Mauá Macro FIC Multimercado

Fundo Multimercado Macro, segundo a classificação ANBIMA, o fundo tem por objetivo, através de uma carteira de investimentos diversificada, proporcionar aos seus cotistas, a médio e longo prazo, ganhos de capital acima do CDI por meio de investimento de seus recursos nos mais diversos mercados.

O processo de investimento do fundo envolve estudos macro e microeconômicos, com o objetivo de isolar temas de investimento que apresentem potenciais assimetrias favoráveis para o fundo. Sua classificação de risco está na escala como 4.

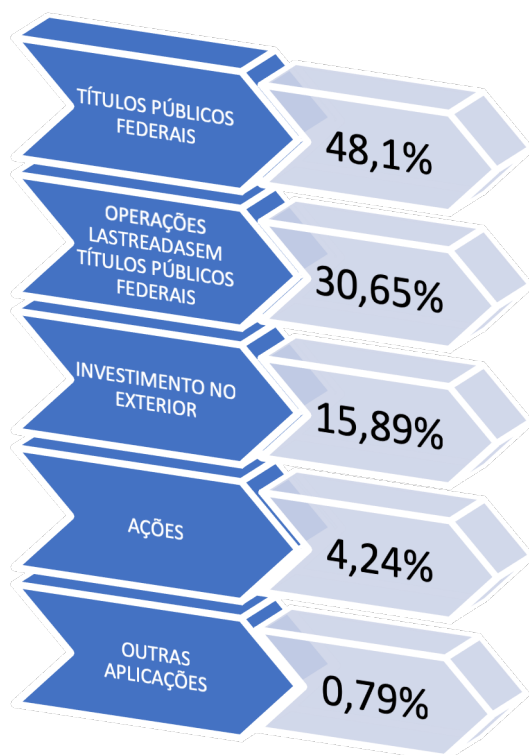
Quadro 5: Lâmina do Fundo 3



Fonte: Elaboração própria.

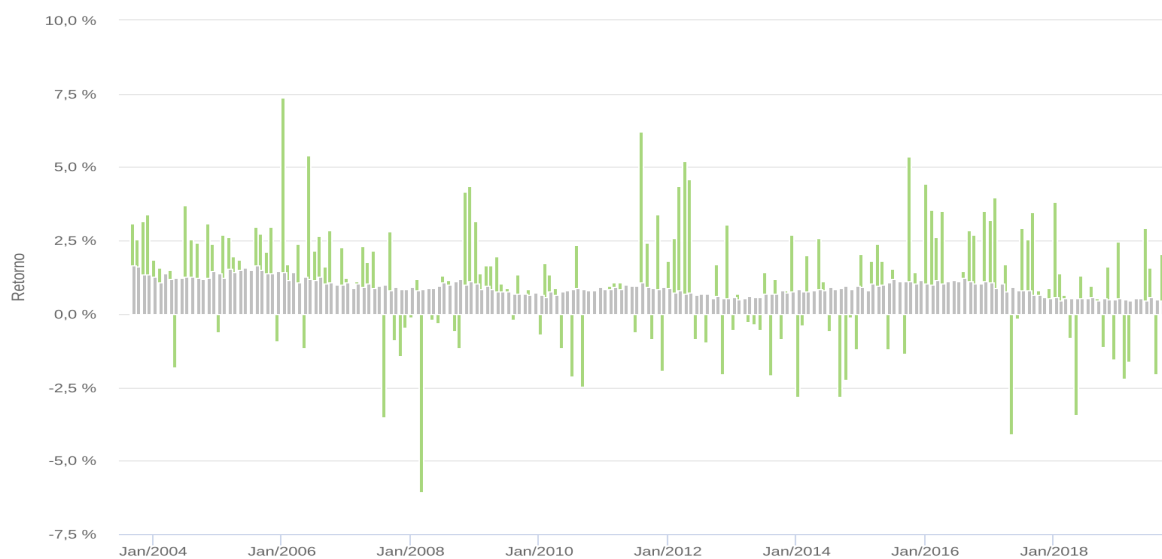
Em relação à sua composição de carteira, o patrimônio líquido do fundo é de R\$ 1.331.439.379,27, e 5 espécies de ativos em que ele concentra seus investimentos são:

Quadro 6: Ativos e PL



Fonte: elaboração própria.

Gráfico 8 - Retorno efetivo mensal x CDI



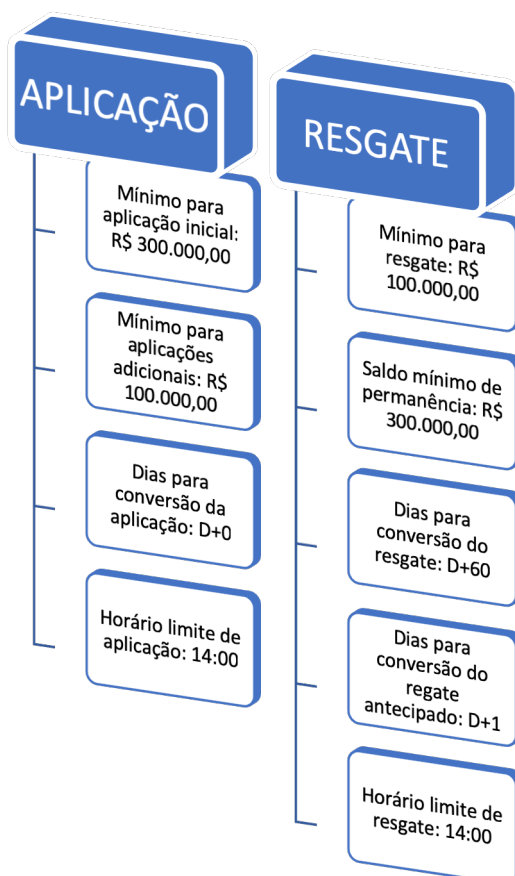
Fonte: Plataforma Quantum, 2019.

### 3.1.4. JGP Strategy FIC Multimercado

De acordo com a lâmina do fundo, sua estratégia do fundo apresenta um histórico extenso, com mais de sete anos, sendo baseada no modelo multigestor da JGP, que confere ao produto maior diversificação.

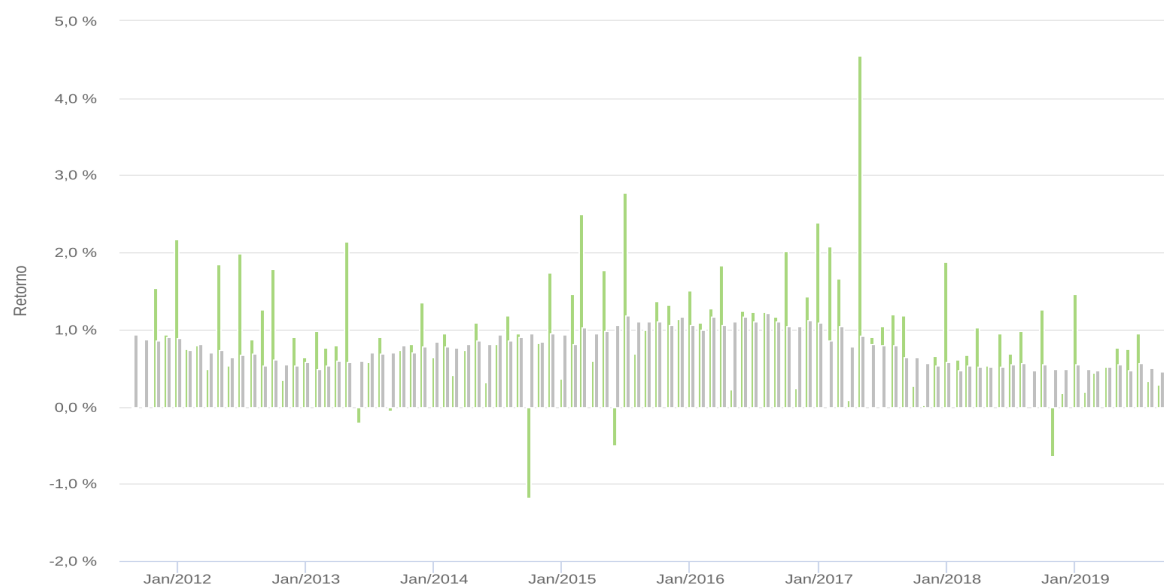
O fundo tem o objetivo de proporcionar a valorização de suas cotas através da aplicação dos recursos em uma carteira agressiva, composta por quaisquer ativos financeiros, valores mobiliários e todas as modalidades operacionais permitidos pela regulamentação em vigor, estando exposto aos mais variados fatores de risco existentes em diversos mercados.

Quadro 7: Lâmina do Fundo 4



Fonte: Elaboração própria.

Gráfico 9 - Retorno efetivo mensal x CDI



Fonte: Plataforma Quantum, 2019.

### 3.2. Medidas de desempenho dos fundos

As medidas adotadas serão teorias que devem ser relacionadas e mensuradas com os componentes básicos de um fundo, para avaliar seus ativos, como risco, retorno e o seu desempenho, que é o objetivo desta monografia.

Esses índices têm como finalidade auxiliar o investidor a avaliar se os seus recursos estão sendo aplicados com eficácia, otimizando a relação risco x retorno do investimento, e comparando o resultado obtido com o retorno dos *benchmarks* ou dos administradores de carteiras concorrentes.

Com base em um indicador de *performance*, é possível saber se o fundo está indo bem ou mal. Com o objetivo de auxiliar profissionais do mercado e investidores a avaliar o desempenho de um fundo, sendo essencial o conhecimento da taxa de retorno, risco, índice Sharpe, índice Treynor e índice Modigliani.

#### 3.2.1. Índice de Sharpe

Segundo Fortuna (2013), esse índice é uma medida de avaliação da relação risco x retorno de larga aplicação usada pelos analistas de investimentos. É representado pela relação do prêmio pago pelo risco assumido e o risco do investimento, ou seja:

$$\text{Índice de Sharpe (IS)} = \frac{E(r_m) - r_f}{\sigma_{rm}}$$

Onde:

$R_M$  = retorno de uma carteira constituída por ativos com risco;

$\sigma_{RM}$  = o desvio-padrão (risco) dessa carteira;

$R_F$  = taxa de juro de ativos livres de risco.

O índice revela o prêmio oferecido por um ativo para cada percentual adicional de risco assumido (desvio-padrão).

### 3.2.2. Índice de Treynor

O índice de Treynor relaciona o prêmio pelo risco pago por uma carteira, medido pelo retorno em excesso ao de um título livre de risco, com o coeficiente beta da carteira, expressão de seu risco sistemático (FORTUNA, 2013).

Expressão de cálculo:

$$\text{Índice de Treynor} = \frac{E(R_p) - R_f}{\beta}$$

Onde:

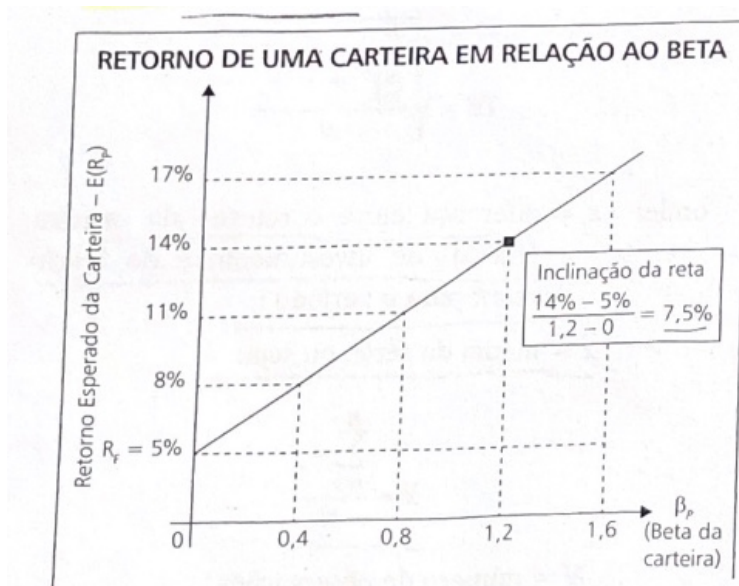
$E(R_p)$  = retorno esperado da carteira;

$R_f$  = retorno em excesso ao de um título livre de risco;

$\beta$  = medida de risco sistemático.

Quanto mais elevado apresentar-se esse índice, mais alto é o retorno da carteira por unidade de risco assumido, indicando um melhor desempenho do investimento.

Gráfico 10 – Retorno de uma carteira em relação ao Beta



Fonte: Fortuna, 2013.

Podem ser encontrados resultados diferentes no desempenho de uma carteira quando avaliada pelo índice de Sharpe e pelo índice de Treynor. O comportamento conflitante pode ser explicado, em sua maior parte, pela estrutura do risco da carteira. O índice de Treynor relaciona o prêmio unicamente com a medida de risco sistemático (coeficiente beta), enquanto o índice de Sharpe adota o desvio-padrão (risco total: sistemático e diversificável) como medida de risco.

Para carteiras bem diversificadas, os índices de Sharpe e Treynor apontam para a mesma conclusão.

### 3.2.3. Índice de Modigliani ou M2

É outro índice de eficiência de investimento, que considera também a relação entre o retorno e o risco do investimento.

O índice de Modigliani ou M2, criado por Franco Modigliani e Leah Modigliani (1997), baseia-se na Linha de Mercado de Capitais, e permite ajustar o risco do portfólio ao risco do *benchmark*, utilizando como conceito de risco o desvio-padrão.

A formulação do índice de Modigliani apresenta-se:

$$IM_p = \left[ \frac{\sigma_M}{\sigma_F} x (R_p - R_F) + R_F \right]$$

Onde:

$\sigma_M$  = desvio-padrão (risco) da carteira de mercado;

$\sigma_F$  = desvio-padrão (risco) do investimento em avaliação;

$R_p$  = retorno do portfólio;

$R_F$  = taxa de retorno de um ativo livre de risco.

#### 4. RESULTADOS

Nesta seção serão apresentados os resultados dos índices de desempenho dos fundos proposto por esse estudo no período em análise, entre 2014 e 2018. Foram calculados três índices: de Sharpe, Treynor e Modigliani, que avaliam a relação risco x retorno; o risco sistemático; e risco do portfólio x benchmark, respectivamente.

Tabela 2: Resultados

	<b>Média Retorno fundo</b>	<b>Média CDI</b>	<b>Desvio-padrão Fundo</b>	<b>Desvio-padrão CDI</b>	<b>Beta</b>	<b>Devio-padrão do Mercado</b>
<b>Verde</b>	0,90%	0,85%	1,38%	0,27%	0,017	6,20%
<b>Mauá</b>	0,95%	0,86%	1,98%	0,23%	0,124	6,32%
<b>Bahia</b>	1,00%	0,86%	0,87%	0,23%	0,005	6,32%
<b>JPG</b>	1,03%	0,86%	0,86%	0,23%	0,009	6,32%

Fonte: Elaboração própria

Tabela 3: Resultados

	<b>Volatilidade do Fundo</b>	<b>Média</b>	<b>Máximo</b>	<b>Mínimo</b>
<b>Verde</b>	1,38%	0,90%	5,41%	-2,47%
<b>Maua</b>	1,98%	0,95%	5,37%	-4,10%
<b>Bahia</b>	0,87%	1,00%	3,19%	-2,03%
<b>JPG</b>	0,86%	1,03%	4,55%	-1,19%

Fonte: Elaboração própria

Tabela 4: Resultados

	<b>Sharpe</b>	<b>Treyor</b>	<b>Modigliani</b>
<b>Verde</b>	3,21%	2,59%	1,05%
<b>Maua</b>	4,52%	0,72%	1,15%
<b>Bahia</b>	15,63%	25,38%	1,85%
<b>JPG</b>	19,30%	17,83%	2,08%

Fonte: Elaboração própria

Usando como explicação o fundo JPG, o índice Sharpe desse fundo é de 19,30%. Podemos dizer que para cada 1 ponto de risco que o investidor correu no passado, foi gerado um prêmio de 0,1930 pontos de rentabilidade acima daquela que ele receberia se tivesse optado por um investimento livre de risco.

Sua rentabilidade média também foi de 1,03% por ano, diante de um CDI de 0,86% no mesmo período. A diferença é que sua volatilidade foi de 0,86%. O resultado do cálculo seria  $(0,0103 - 0,0086) / 0,0086 = 19,30\%$ . O fundo JPG tem a menor volatilidade e a maior média de retorno, consequentemente o maior índice de Sharpe, índice em relação ao risco do fundo.

Isso significa que se o investidor quiser maximizar o retorno e minimizar a relação risco x retorno, o fundo que apresenta mais vantagens demonstrou ser o JPG.

Para maximizar o retorno x risco sistemático, que é o que o índice de Treynor avalia, após analisar os fundos em questão e verificar os resultados, a recomendação aos investidores que mais se encaixa é o fundo Bahia, por possuir um percentual maior do índice, e quanto maior o índice, mais alto o retorno da carteira por unidade de risco assumido, indicando um melhor desempenho do investimento.

Seu retorno médio foi de 1% diante de um CDI de 0,86% no mesmo período com o Beta do fundo de 0,005. O resultado do cálculo seria  $(0,01 - 0,0086) / 0,005 = 25,38\%$ , possuindo então o maior percentual do índice de Treynor.

Já considerando o índice de Modigliani, que também avalia a relação risco x retorno, a análise revela que o fundo que foi mais eficiente no período foi também o fundo JPG. Pagando ao investidor uma remuneração maior (prêmio de risco), com a maior média de retorno do período.

O desvio-padrão do mercado, ou seja, do Ibovespa, foi de 6,32% diante de uma média CDI de 0,86% no mesmo período. Seu desvio-padrão e a média de retorno do fundo foi de 0,86% e 1,03% respectivamente; O resultado do cálculo seria  $[(0,0632/0,0086) * (0,0103-0,0086) + 0,0086] = 2,08\%$ .

Ao considerarmos a compilação dos dados frente ao índice Ibovespa e o Índice EPU, em relação aos fundos desde o início do período de observação designado, 2014 a 2018, podemos ver na próxima tabela a média dos retornos anuais de cada fundo e do índice de EPU e Ibovespa:

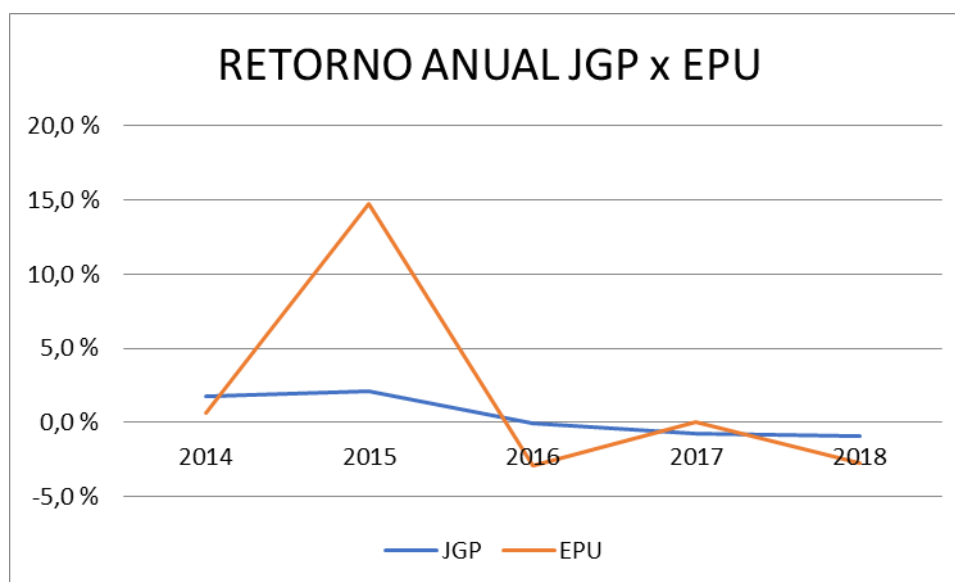
Tabela 5 – Resultados

	MAUÁ	VERDE	BAHIA	JGP	EPU	IBOVESPA
<b>2014</b>	-0,6 %	0,0 %	0,1 %	1,7 %	66,5%	14,75%
<b>2015</b>	-0,8 %	-7,8 %	5,3 %	2,1 %	14,7 %	-0,4 %
<b>2016</b>	-0,2 %	1,8 %	0,8 %	-0,1 %	-292,1%	-60,1%
<b>2017</b>	-0,7 %	4,7 %	-0,4 %	-0,7 %	6,8%	-16,5%
<b>2018</b>	-1,4 %	-1,0 %	-0,4 %	-0,9 %	-273,1%	-116,2%

Fonte: Elaboração própria

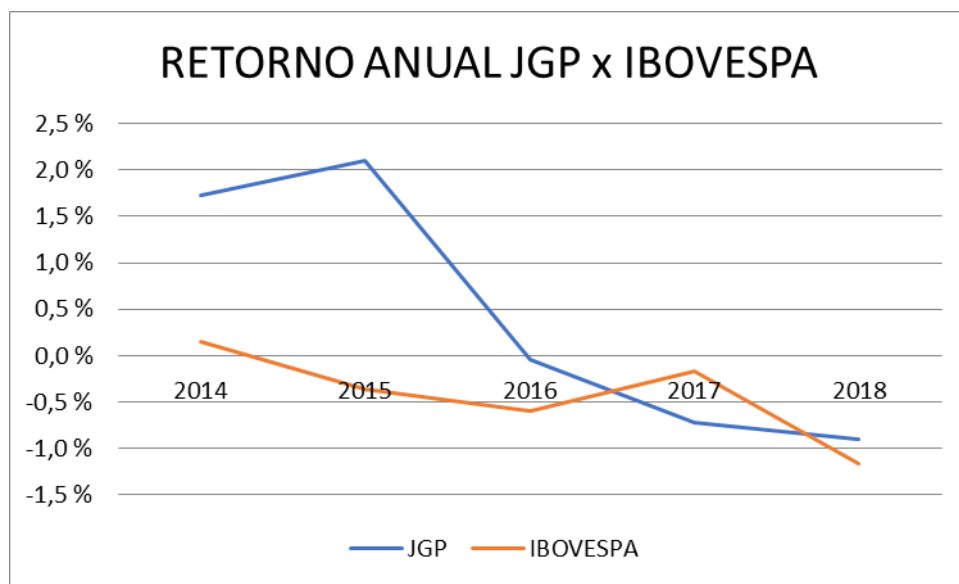
Através dos gráficos abaixo, será possível observar os desempenhos de cada fundo individualmente, refletindo os resultados compilados gerais expressos na Tabela 5.

Gráfico 11 e 12 – Resultados JGP



Com a análise do Fundo JGP em comparação com o Índice EPU podemos ver que mesmo com queda da incerteza no país no ano de 2015 para 2016 os retornos do fundo

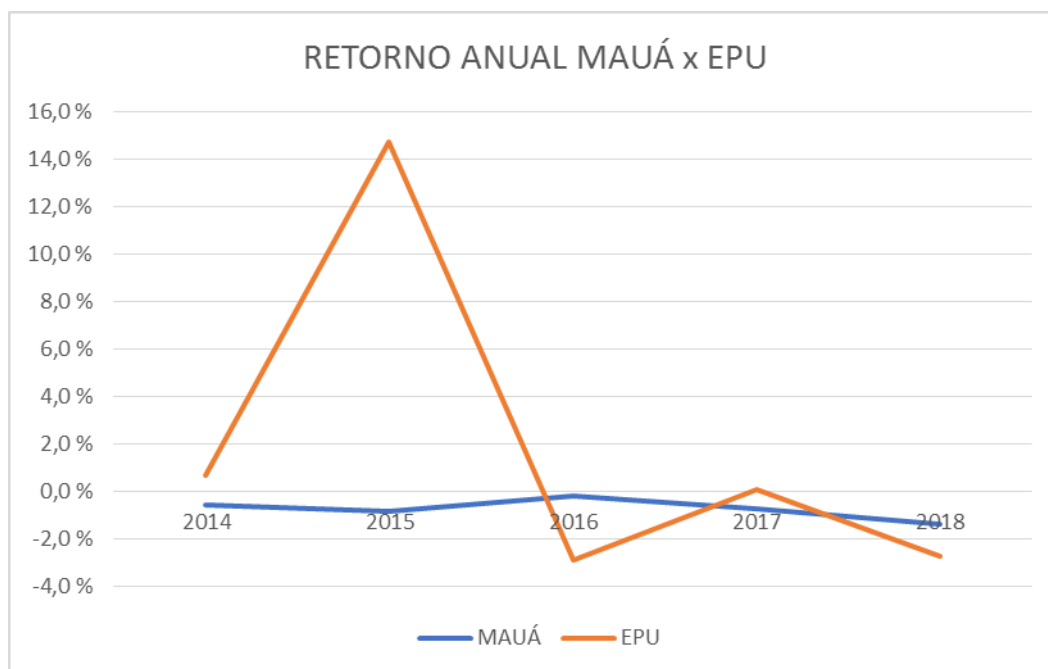
continuaram caindo, concluindo-se que a incerteza não afetou diretamente os ativos do fundo.



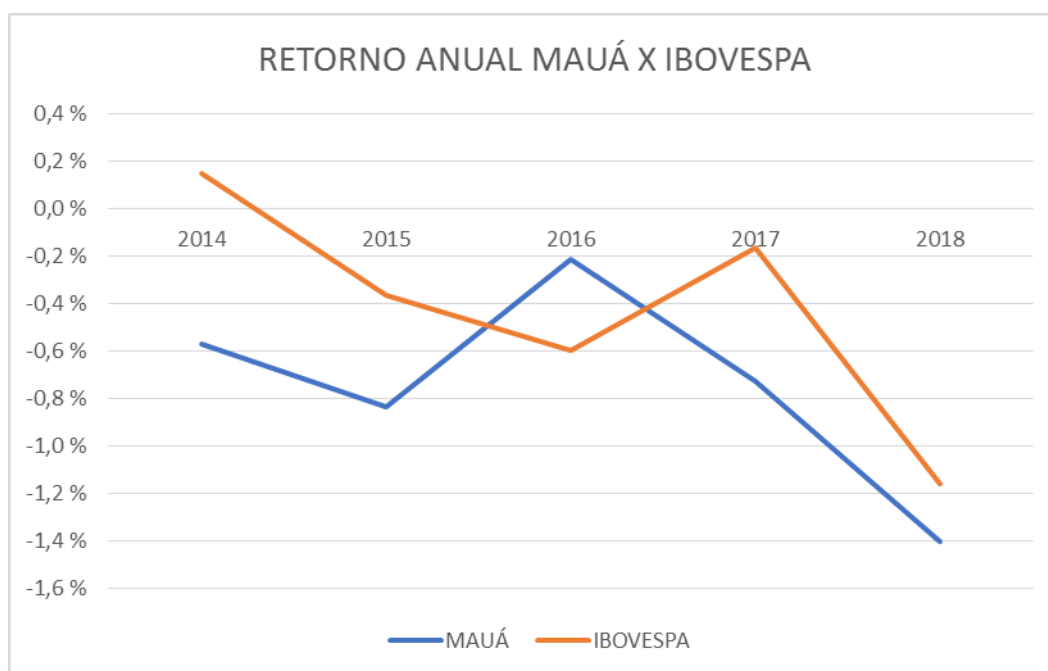
Fonte: Elaboração própria

Já em comparação com o índice Ibovespa os retornos da JGP não são influenciados pela sua variação, sendo positiva ou negativa.

Gráfico 13 e 14 – Resultados Mauá



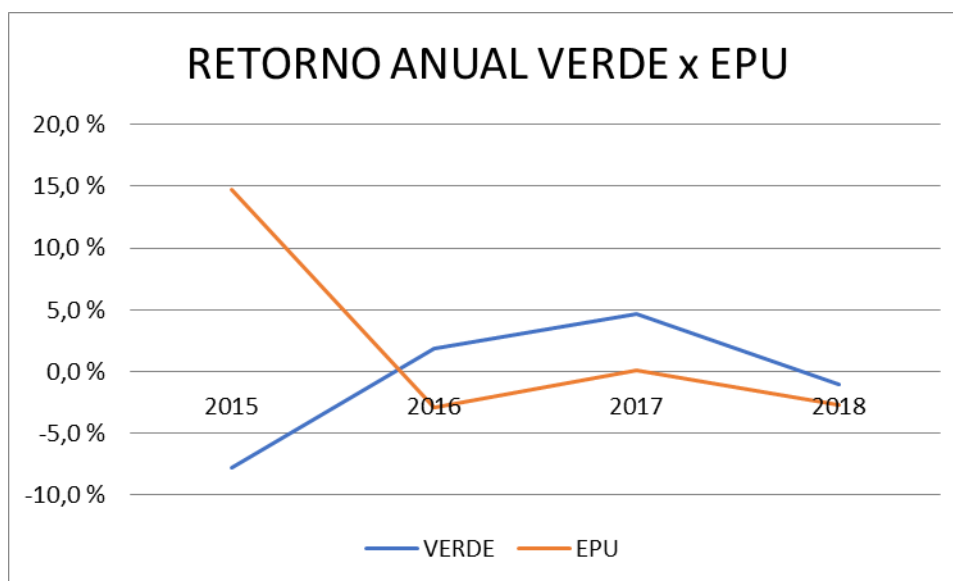
O fundo Mauá foi insensível ao pico de incerteza no país no ano de 2015, não fazendo que tivessem alterações no fundo.



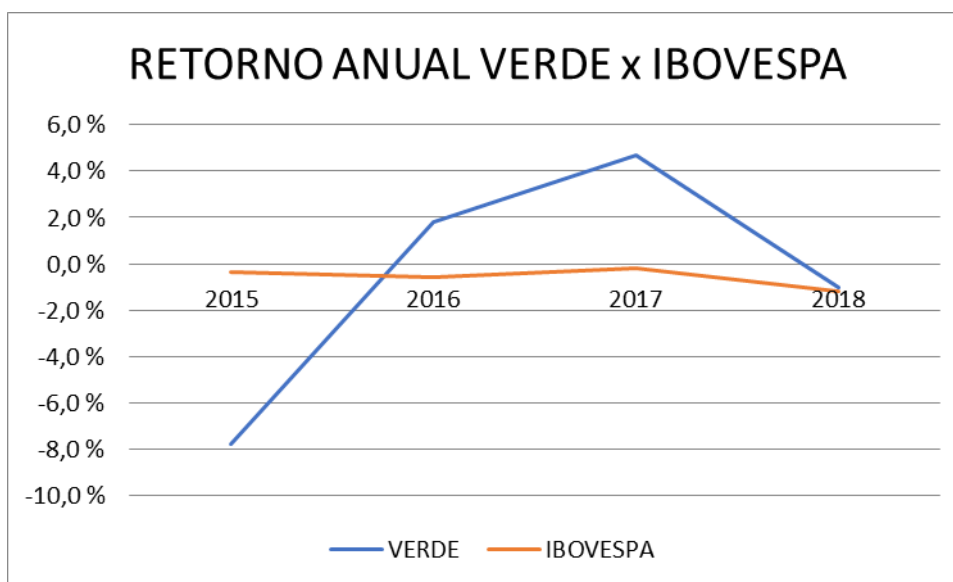
Fonte: Elaboração própria

Podemos observar que em comparação ao Ibovespa ele segue a mesma linha de retorno, porém em 2016 ele conseguiu render mais ainda que o Ibovespa.

Gráfico 15 e 16 – Resultados Verde



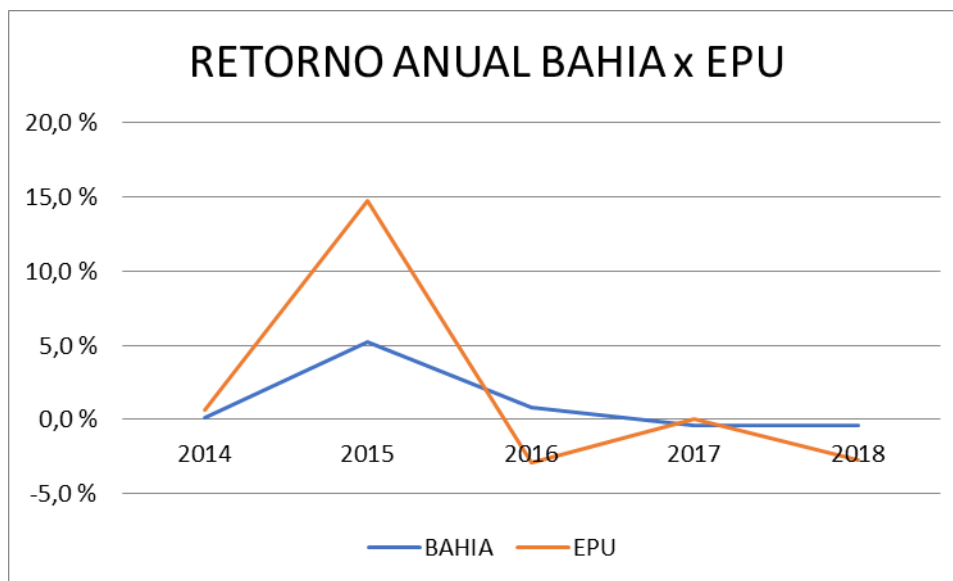
Em meio a crise fiscal e turbulências políticas da época o índice de incerteza do país estava bem alto no começo do gráfico e como podemos ver o fundo Verde tem uma correlação negativa com o índice. Quanto maior o índice, menor o retorno do fundo, no ano de 2015 e 2016.



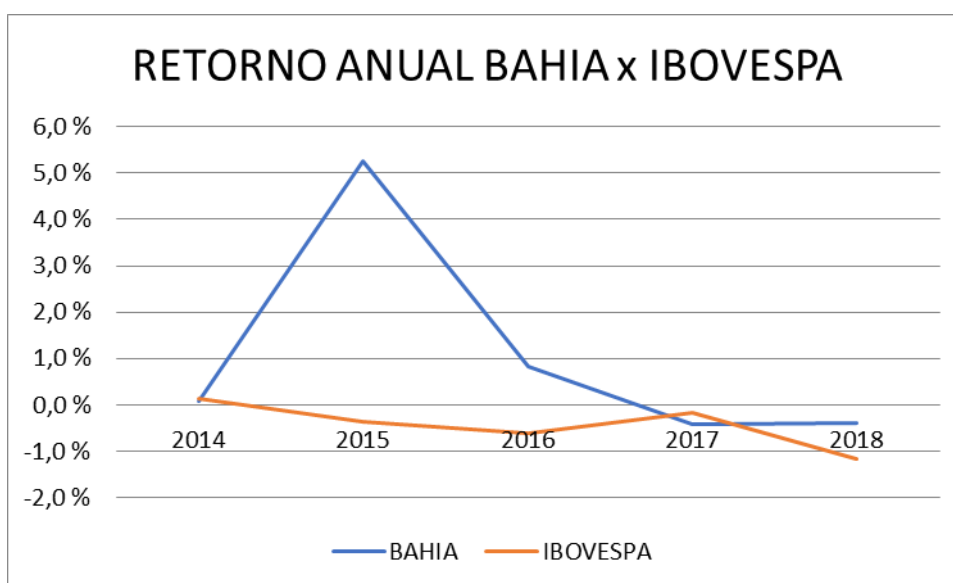
Fonte: Elaboração própria

Nesse gráfico relacionando com o Ibovespa, podemos ver que o fundo se sobressaiu, teve um retorno maior que o índice, em 2016 e 2017, e se igualando em 2018.

Gráfico 17 e 18 – Resultados Bahia



Podemos perceber que o fundo Bahia é proporcional ao índice de incerteza, ou seja, se o índice cai ele também tende a cair e vice-versa. Mesmo com a incerteza negativa em 2016 ele desempenhou um retorno positivo.



Fonte: Elaboração própria

Já em relação ao Ibovespa pode-se perceber que o fundo teve um retorno bem maior desde o começo do período analisado, mesmo despencando em 2016 o Ibovespa não teve uma grande variação e o fundo ainda conseguiu se manter positivo.

## 5. CONCLUSÃO

O mercado de capitais trabalha em cima das flutuações econômicas, o que demanda um determinado perfil e certo grau de conhecimento do investidor para que possa saber, por exemplo, em que e quanto investir e quando resgatar seus investimentos.

Os fundos de investimento multimercados se mostram mais versáteis e flexíveis, sentindo menos o impacto das mudanças e instabilidades, por exemplo, da economia face aos diferentes momentos históricos, políticos e sociais do Brasil, considerando-se que seja um país turbulento de forma essencial e estrutural, e, de certa forma, imprevisível em relação ao momento seguinte.

Dentro dos fundos multimercados, foram avaliadas algumas opções, e algumas se mostram mais indicadas quando diante de maior instabilidade, e outras mais rentáveis em momentos mais planos e de maior segurança. Como, por exemplo, o fundo JGP *performou* melhor no índice de Sharpe e o Modigliani, enquanto o fundo Bahia teve um resultado melhor no índice de Treynor. Sendo assim, para se apontar qual fundo multimercado seja mais indicado para as aplicações, é necessário saber de quanto se dispõe para investimento, em quanto tempo se deseja resgatar, e qual o valor que se deseja resgatar de tempos em tempos, uma vez que as regras para cada um influenciam nesses valores. Mas, em igual importância, é necessário avaliar o momento do país, tanto na escolha do fundo, quanto na escolha do momento de resgatar o investimento.

É importante também observar os juros do mercado para analisar os investimentos que sejam mais favoráveis. Em momentos como o presente, por exemplo, no qual a taxa Selic encontra-se em recorde de baixa, e tem previsibilidade de continuar nessa direção por um tempo considerável, é interessante optar por uma maior rentabilidade, com fundos de perfil mais arrojado.

De qualquer maneira, conhecer o perfil dos fundos, analisar o momento da política e da economia e considerar as previsões feitas por economistas de grande

credibilidade, continua sendo o melhor conjunto de medidas para investir tendo em mente o equilíbrio do binômio menores riscos e melhores resultados.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ACKERMANN, Carl. **The performance of hedge funds: risk, return and incentives**. The journal of finance, 54, 833-874, 1999.

ANBIMA. **Estatísticas: fundos de investimento**. Disponível em: [http://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm](http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm) >. Acesso em julho, 2019.

ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. 13.ed. São Paulo: Atlas, 2016.

ASSALI, N. **Análise de desempenho e características de fundos multigestores do mercado brasileiro**. São Paulo: FGV, 2008.

BAKER, S. R., BLOOM, N.; DAVIS, S. J. **Measuring economic policy uncertainty**. The quarterly journal of economics, 2016.

BCB. **Histórico das taxas de juros**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros> >. Acesso em setembro, 2019.

CERETTA, Paulo Sérgio; COSTA JR, Newton. **Avaliação e seleção de fundos de investimento: um enfoque sobre múltiplos atributos**. RAC, v.5, n.1, 2001.

CVM. Disponível em: < <http://sistemas.cvm.gov.br> >. Acesso em outubro, 2019.

EXAME. **Apesar do fim da recessão, cena política cria incerteza na economia**. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/economia/apesar-do-fim-da-recessao-cena-politica-cria-incerteza-na-economia/> >. Acesso em outubro, 2019.

FGV. **Anuário da Indústria de Fundos**. Disponível em: < <https://cef.fgv.br/anuario-da-industria-de-fundos> >. Acesso em julho, 2019.

\_\_\_\_\_. **Estudos e pesquisas CODACE**. Disponível em: <https://portalibre.fgv.br/estudos-e-pesquisas/codace/> >. Acesso em setembro, 2019.

\_\_\_\_\_. **Indicador de incerteza da economia.** Disponível em:  
<<https://portalibre.fgv.br/estudos-e-pesquisas/indicador-de-incerteza-da-economia/>>.  
Acesso em outubro, 2019.

FONSECA, Nelson. **Recent performance analysis of mutual funds in Brazil.**  
MPRA Paper, n.2994, 2007.

FONSECA, Sâmia; MALAQUIAS, Rodrigo. **O efeito smart Money no segmento de fundos multimercados.** Revistas UNEB, v.2, n.3, 2012.

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro - Produtos e Serviços.** 19.ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2013.

G1. **Dívida pública sobe 248% em 2015.** Disponível em:  
<<http://g1.globo.com/economia/noticia/2016/01/divida-publica-sobe-248-em-2015-para-r-279-trilhoes-maior-da-serie.html>>. Acesso em setembro, 2019.

\_\_\_\_\_. **Standard and poors tira grau de investimento do Brasil.** Disponível em:  
<<http://g1.globo.com/economia/noticia/2015/09/standard-and-poors-tira-grau-de-investimento-do-brasil.html>>. Acesso em setembro, 2019.

GAZETA DO POVO. **PIB do Brasil.** Disponível em:  
<<https://infograficos.gazetadopovo.com.br/economia/pib-do-brasil/>>. Acesso em setembro, 2019.

GOMES, F.A; CRESTO, V. **Avaliação do desempenho dos fundos long-short no Brasil.** Revista Brasileira de Finanças, 8 (4), 505-529, 2010.

MAIS RETORNO. **Mauá Macro FIC FIM.** Disponível em:  
<<https://maisretorno.com/fundo/maua-macro-fic-fim>>. Acesso em outubro, 2019.

\_\_\_\_\_. **Verde FIC FIM.** Disponível em:  
<<https://maisretorno.com/fundo/cshg-verde-fic-fim>>. Acesso em outubro, 2019.

MALAQUIAS, Rodrigo Fernandes; EID JR, William. **Eficiência de mercado e desempenho de fundos multimercados.** Revista Brasileira de Finanças, v.11, n.1, 119-142, 2013.

MALAQUIAS, Rodrigo Fernandes; MAMEDE, Samuel de Paiva. **Efeito calendário e finanças comportamentais no segmento de fundos multimercados.** RAC, Rio de Janeiro, v.19, 98-116, 2015.

OLIVEIRA, G; PACHECO, M. **Mercado Financeiro - Objetivo e Profissional.** 3.ed. São Paulo: Fundamento Educacional, 2017.

ORAMA. **Bahia AM FIC FIM**. Disponível em:  
<<https://www.orama.com.br/investimentos/fundos-de-investimento/Bahia-AM-FIC-FIM>>. Acesso em outubro, 2019.

POLICY UNCERTAINTY. **Brazil monthly**. Disponível em:  
<[https://www.policyuncertainty.com/brazil\\_monthly.html](https://www.policyuncertainty.com/brazil_monthly.html)>. Acesso em outubro, 2019.

RISERIO, G. **Desempenho dos hedge funds brasileiros**. São Paulo: Escola de Administração de Empresas de São Paulo, 2014.  
ROQUETE, R.M. **O problema da agência aplicado aos fundos de investimento multimercados**. Revista de Finanças Aplicadas, v.7, n.1, 1-21, 2016.

SILVA NEVES, Ricardo Botós. **Fundos de investimentos no Brasil**. Migalhas, 2019. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI302858,21048-Fundos+de+investimentos+no+Brasil>. Acesso em novembro, 2019.

VERDE ASSET. **Performance da lista de fundos**. Disponível em:  
<<https://www.verdeasset.com.br/performance/lista-de-fundos/>>. Acesso em outubro, 2019.

WIKIPEDIA. **Nova matriz econômica**. Disponível em:  
<[https://pt.wikipedia.org/wiki/Nova\\_Matriz\\_Econômica](https://pt.wikipedia.org/wiki/Nova_Matriz_Econômica)>. Acesso em setembro, 2019.

XPI. **Detalhes de fundos de investimento**. Disponível em:  
<<https://institucional.xpi.com.br/investimentos/fundos-de-investimento/detalhes-de-fundos-de-investimento.aspx?F=2498>>. Acesso em outubro, 2019.

YOSHINAGA, Cláudia Emiko. **Análise de estilo em fundos Multimercados com e sem alavancagem no Brasil**. REGES, Picos, v.2, n.1, 9-21, 2009.

EID Jr., William, & Securato, José Roberto. 2010. **Financial Markets Development: Evidence for Brazil, India and China**.

KESWANI, Aneel and Stolin, David, **Dollar-Weighted Returns to Stock Investors: A New Look at the Evidence** (January 31, 2008).