

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

Carolina da Fontoura Klafke

IMPACTO DA CRISE DO SUBPRIME NA RENTABILIDADE DOS
FUNDOS DE INVESTIMENTO

Porto Alegre

2010

Carolina da Fontoura Klafke

**IMPACTO DA CRISE DO SUBPRIME NA RENTABILIDADE DOS
FUNDOS DE INVESTIMENTO**

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado ao Curso de Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito para a obtenção do título de bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Gilberto de Oliveira Kloeckner

Tutor: Prof. Mauro Mastella

Porto Alegre

2010

Carolina da Fontoura Klafke

**IMPACTO DA CRISE DO SUBPRIME NA RENTABILIDADE DOS
FUNDOS DE INVESTIMENTO**

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado ao Curso de Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do sul como requisito para a obtenção do título de bacharel em Administração.

Aprovado em 10 de Dezembro de 2010.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Felipe Milach

Prof. Gilberto de Oliveira Kloeckner

DEDICATÓRIA

Ao Alejandro Silva Jurie, companheiro de todas as horas.

AGRADECIMENTOS

Este trabalho exigiu o esforço de muitos meses, por isso, agradeço primeiro a mim, por não ter desistido nas inúmeras vezes em que esta alternativa me veio a mente. Agradeço, também, a todos aqueles que de uma forma ou outra colaboraram para que esta empreitada fosse possível. Em especial, agradeço:

- Ao colega e companheiro Alejandro Silva Jurie, pela parceria em todos os aspectos da minha vida, pela atenção e ajuda durante todo o curso, especialmente neste trabalho, e pela paciência nas horas em que faltei e que surtei;
- Aos colegas do Pólo Lajeado, pela amizade e por todo o incentivo que me deram;
- Ao professor coordenador do Pólo Lajeado, Nilson Varella Rübenich, pelo incentivo e amizade;
- Ao meu pai, Prof. Mestre Paulo Alberto Klafke, por todo apoio, orientações e incentivo;
- Ao Prof. Tutor Mauro Mastella, por todas as orientações, apoio, incentivo, paciência e risadas;
- Aos professores desta universidade que contribuíram para que meus conhecimentos fossem ampliados de forma a garantir que esse trabalho fosse possível;
- À minha mãe, Sandra Ester Breit da Fontoura, pelo amor, apoio e dedicação;
- A todos os amigos e familiares que torceram e sonharam com essa realização.

*“Todos os dias, de manhã, na África, o antílope desperta.
Ele sabe que terá de correr mais rápido que o mais rápido dos leões, para não ser morto.
Todos os dias, pela manhã, desperta o leão.
Ele sabe que terá que correr mais rápido que o antílope mais lento, para não morrer de fome.
Não interessa que bicho você é, se leão ou antílope.
Quando amanhece, é melhor começar a correr.”*

Provérbio Africano

RESUMO

O tema central deste trabalho é o impacto da crise do *Subprime* na rentabilidade dos fundos de investimentos dos três maiores bancos do Brasil, quais sejam: Banco do Brasil, Bradesco e Itaú. Esta pesquisa buscou identificar de que forma reagiram os fundos de investimentos brasileiros com a chegada desta crise financeira, cujo auge ocorreu em 2008, mas que ainda hoje apresenta reflexos no Brasil e no mundo. Para tanto, analisou-se a rentabilidade dos fundos selecionados durante o período de 02/01/2008 a 30/06/2010, o que possibilitou identificar heterogeneidades nas respostas dos mesmos ao estímulo externo que a chegada da crise causou e comparar o portfólio de investimentos desta amostra. Este estudo demonstrou que aplicações em determinados ativos, como títulos públicos, foram capazes de proteger a rentabilidade dos fundos. Também verificou que a diversificação de ativos investidos possui este mesmo efeito protetor, e ainda, que investimentos na forma de ações são muito frágeis quando alcançados pelos efeitos de uma crise destas proporções, sendo preferível o investimento na forma de debêntures e operações compromissadas.

Palavras-chave: Fundos de investimento. Mercado financeiro. Crise do *Subprime*. Rentabilidade.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

| | |
|---|----|
| Quadro 1 - Fundos escolhidos para a pesquisa | 29 |
| Gráfico 1 - Retornos dos fundos de investimento Renda Fixa no período de 09/2008 a 11/2008..... | 35 |
| Gráfico 2 - Retornos dos fundos de investimento Multimercado no período de 09/2008 a 11/2008..... | 37 |
| Gráfico 3 - Retornos dos fundos de investimento em Ações no período de 09/2008 a 11/2008..... | 39 |
| Gráfico 4 - Retorno dos Fundos de Investimento de Renda Fixa 01/2008 a 06/2010..... | 66 |
| Gráfico 5 - Retorno dos Fundos de Investimento Multimercado 01/2008 a 06/2010..... | 67 |
| Gráfico 6 - Retorno dos Fundos de Investimentos em Ações 01/2008 a 06/2010..... | 68 |
| Gráfico 7 - Composição média Itaú Personalité Maxime Renda Fixa FICFI 08/2008 a 01/2009..... | 69 |
| Gráfico 8 - Composição média Super Premium Renda Fixa PRS FICFI 08/2008 a 01/2009..... | 70 |
| Gráfico 9 - Composição média Itaú Super RF 08/2008 a 01/2009 | 71 |
| Gráfico 10 - Composição média Bradesco Prime FIC Renda Fixa Plus 08/2008 a 01/2009..... | 72 |
| Gráfico 11 - Composição média Bradesco FIC Renda Fixa Marte 08/2008 a 01/2009.... | 73 |
| Gráfico 12 - Composição média Bradesco FIC Renda Fixa Mercúrio 08/2008 a 01/2009..... | 74 |
| Gráfico 13 - Composição média BB Renda Fixa LP 50 mil 08/2008 a 01/2009..... | 75 |
| Gráfico 14 - Composição média BB Renda Fixa LP 90 mil 08/2008 a 01/2009..... | 76 |
| Gráfico 15 - Composição média BB Renda Fixa 25 mil 08/2008 a 01/2009..... | 77 |
| Gráfico 16 - Composição média Capital Performance Fix 08/2008 a 01/2009..... | 78 |
| Gráfico 17 - Composição média Itaú K2 Multimercado FI 08/2008 a 01/2009..... | 79 |
| Gráfico 18 - Composição média Personalité K2 08/2008 a 01/2009..... | 80 |
| Gráfico 19 - Composição média Bradesco FIC Multimercado Golden Profit Dinâmico 08/2008 a 01/2009..... | 81 |

| | |
|--|----|
| Gráfico 20 - Composição média Bradesco Prime FIC Multimercado Long Short 08/2008 a 01/2009..... | 82 |
| Gráfico 21 - Composição média Bradesco FIC Multimercado Golden profit Moderado 08/2008 a 01/2009..... | 83 |
| Gráfico 22 - Composição média BTG Pactual High Yield Multimercado Private 08/2008 a 01/2009..... | 84 |
| Gráfico 23 - Composição média BB Multimercado Multigestor Conservador Private 08/2008 a 01/2009..... | 85 |
| Gráfico 24 - Composição média BB Multimercado Trade LP Estilo 08/2008 a 01/2009..... | 86 |
| Gráfico 25 - Composição média Itaú Valor Ações FI 08/2008 a 01/2009..... | 87 |
| Gráfico 26 - Composição média Bradesco Prime FIC de FIA Dividendos 08/2008 a 01/2009..... | 88 |
| Gráfico 27 - Composição média BB Ações Dividendos 08/2008 a 01/2009..... | 89 |

LISTA DE TABELAS

| | |
|--|----|
| Tabela 1 - Aplicação Fictícia, Recuperação e Rentabilidade dos Fundos de Renda Fixa..... | 36 |
| Tabela 2 - Aplicação Fictícia, Recuperação e Rentabilidade dos Fundos Multimercado | 38 |
| Tabela 3 - Aplicação Fictícia, Recuperação e Rentabilidade dos Fundos de Ações..... | 40 |
| Tabela 4 - Composição do Itaú Francês Renda Fixa FI 08/2008 a 01/2009..... | 43 |
| Tabela 5 - Composição do Itaú Super RF 08/2008 a 01/2009..... | 43 |
| Tabela 6 - Bradesco FIC Multimercado Golden Profit Dinâmico - Composição Ponderada 08/2008 a 01/2009..... | 45 |
| Tabela 7 - Bradesco FIC Multimercado Golden Profit Moderado - Composição Ponderada 08/2008 a 01/2009..... | 45 |
| Tabela 8 - Composição do Itaú Valor Ações FI 08/2008 a 01/2009..... | 46 |
| Tabela 9 - Composição do Bradesco Prime FIC de FIA Ações Dividendos 08/2008 a 01/2009..... | 47 |
| Tabela 10 - Composição do BB Ações Dividendos 08/2008 a 01/2009..... | 47 |
| Tabela 11 - Composição do Bram Fundo de Investimento Renda Fixa 08/2008 a 01/2009..... | 55 |
| Tabela 12 - Composição do BB Renda Fixa LP 50 Mil 08/2008 a 01/2009..... | 55 |
| Tabela 13 - BB Renda Fixa LP 90 Mil - Composição Ponderada 08/2008 a 01/2009..... | 56 |
| Tabela 14 - Composição do BB Renda Fixa 25 Mil 08/2008 a 01/2009..... | 56 |
| Tabela 15 - Composição do Capital Performance Fix 08/2008 a 01/2009..... | 57 |
| Tabela 16 - Composição do Itaú K2 – Multimercado FI 08/2008 a 01/2009..... | 57 |
| Tabela 17 - Composição do Bradesco Prime FIC Multimercado Long Short 08/2008 a 01/2009..... | 58 |
| Tabela 18 - Composição do BB Multimercado Trade LP Estilo 08/2008 a 01/2009..... | 58 |
| Tabela 19 - Composição do BTG Pactual High Yield Multimercado Private 08/2008 a 01/2009..... | 59 |
| Tabela 20 - Participação percentual de aplicações do fundo Bradesco FIC Multimercado Golden Profit Dinâmico em cotas de fundos 08/2008 a 01/2009 | 59 |

| | |
|---|----|
| Tabela 21 - Participação percentual considerada de aplicações do fundo Bradesco FIC Multimercado Golden Profit Dinâmico em cotas de fundos 08/2008 a 01/2009..... | 60 |
| Tabela 22 - Composição do Bram FI RF Golden Profit 08/2008 a 01/2009..... | 60 |
| Tabela 23 - Composição do Bram Fundo de Investimento em Ações Ibovespa 08/2008 a 01/2009..... | 60 |
| Tabela 24 - Composição do Bradesco FIA Ibovespa Plus 08/2008 a 01/2009..... | 61 |
| Tabela 25 - Composição do Bradesco FI Multimercado Dynamic 08/2008 a 01/2009.. | 61 |
| Tabela 26 - Participação percentual de aplicações do fundo Bradesco FIC Multimercado Golden Profit Moderado em cotas de fundos 08/2008 a 01/2009..... | 62 |
| Tabela 27 - Participação percentual considerada de aplicações do fundo Bradesco FIC Multimercado Golden Profit Moderado em cotas de fundos 08/2008 a 01/2009..... | 62 |
| Tabela 28 - Participação percentual de aplicações do fundo BB Multimercado Multigestor Private em cotas de fundos 08/2008 a 01/2009..... | 63 |
| Tabela 29 - Participação percentual considerada de aplicações do fundo BB Multimercado Multigestor Private em cotas de fundos 08/2008 a 01/2009. | 63 |
| Tabela 30 - BB Multimercado Multigestor Conservador Private - Composição Ponderada 08/2008 a 01/2009..... | 63 |
| Tabela 31 - Composição do BB Top DI FI Referenciado DI Longo Prazo 08/2008 a 01/2009..... | 64 |
| Tabela 32 - Composição do BB Top Trade LP FI Multimercado 08/2008 a 01/2009.... | 64 |
| Tabela 33 - Composição do BB Top Crédito Privado FI de Renda Fixa LP 08/2008 a 01/2009..... | 64 |
| Tabela 34 - Composição do BB RV Giro LP FI Multimercado 12/2008 e 01/2009..... | 65 |
| Tabela 35 - Composição do Modal Institucional FI Multimercado 01/2009..... | 65 |
| Tabela 36 - Composição do BB Top RF Arrojado Fundo de Investimento RF 08/2008 a 01/2009..... | 65 |

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

| | | |
|----------|---|--|
| ANBID | - | Associação Nacional dos Bancos de Investimento |
| ANBIMA | - | Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais |
| BACEN | - | Banco Central do Brasil |
| BB | - | Banco do Brasil |
| CVM | - | Comissão de Valores Mobiliários |
| FGTS | - | Fundo de Garantia por Tempo de Serviço |
| FI | - | Fundo de Investimento |
| FIA | - | Fundo de Investimento em Ações |
| FIC | - | Fundo de Investimento em Cotas |
| IBOVESPA | - | Índice da Bolsa de Valores de São Paulo |
| IBrX | - | Índice Brasil |
| IF | - | Instituição Financeira |
| LP | - | Longo Prazo |
| RF | - | Renda Fixa |

SUMÁRIO

| | |
|--|-----------|
| INTRODUÇÃO..... | 13 |
| 1 ADMINISTRAÇÃO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM UMA ECONOMIA GLOBALIZADA – O IMPACTO DA CRISE DO SUBPRIME NA RENTABILIDADE DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO..... | 15 |
| 1.1 FUNDOS DE INVESTIMENTO..... | 15 |
| 1.1.1 Rentabilidade..... | 16 |
| 1.1.2 Risco..... | 17 |
| 1.1.3 Fundos de Renda Fixa..... | 20 |
| 1.1.4 Fundos Multimercado..... | 21 |
| 1.1.5 Fundos de Ações..... | 23 |
| 1.2 CRISE ECONÔMICA..... | 24 |
| 1.3 GLOBALIZAÇÃO DA ECONOMIA..... | 26 |
| 2 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS..... | 29 |
| 3 RESULTADOS..... | 34 |
| 3.1 ANÁLISE E HETEROGENEIDADES DOS RETORNOS DOS FUNDOS..... | 34 |
| 3.2 COMPOSIÇÃO DO PORTFÓLIO DE INVESTIMENTOS DOS FUNDOS DISCORDANTES..... | 41 |
| 3.2.1 Composição dos Fundos de Renda Fixa..... | 41 |
| 3.2.2 Composição dos Fundos Multimercado..... | 44 |
| 3.2.3 Composição dos Fundos de Ações..... | 46 |
| 3.3 MEDIDAS A SEREM ADOTADAS EM PERÍODOS DE CRISE ECONÔMICA..... | 48 |
| CONSIDERAÇÕES FINAIS..... | 50 |
| REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS..... | 52 |
| ANEXO A – Tabelas e Gráficos..... | 55 |

INTRODUÇÃO

Uma das atribuições comuns a um administrador é a gestão de recursos de terceiros, ou seja, a administração dos recursos de empresas e pessoas físicas, de forma a minimizar o risco e aumentar o retorno ao investir esses recursos, utilizando-se de informações sobre a economia local e global para encontrar os melhores investimentos a fim de atingir esse objetivo. O desafio para este administrador aumenta quando surge uma crise econômica, com potencial para, em pouco tempo, atingir boa parte do planeta, o que demanda uma velocidade de resposta rápida ao novo ambiente econômico criado.

Estamos passando por uma crise como esta, que foi apelidada de “Crise do *Subprime*” e teve seu auge em Agosto e Setembro de 2008, simbolizado pela concordata de um dos suportes de *Wall Street*, o tradicional banco de investimentos *Lehman Brothers*. O *Subprime* que deu título à atual crise é a denominação para um tipo de crédito em que se emprestam recursos para pessoas que, segundo as análises de crédito, possuem um alto-risco de inadimplência. Mas só isto não teria causado uma crise tão arrasadora, o agravante, segundo Bresser Pereira (2009), foi o fato de os agentes financeiros terem recorrido “a ‘inovações financeiras’ para securitizar os títulos podres transformando-os em títulos AAA” que foram vendidos para instituições financeiras do mundo todo, o que teria resultado em uma análise distorcida dos riscos envolvidos pelas instituições adquirentes.

As conseqüências dessa crise não se desenrolaram totalmente, não se sabe ainda os seus efeitos a longo prazo, nem das medidas tomadas para contê-la. O que se sabe, contudo, é que a confiança no sistema financeiro foi abalada e que este e outros fatores levaram a uma subvalorização das mais diversas empresas, que viram suas ações serem negociadas por valores cada vez mais baixos, e a “guinadas” na rentabilidade de fundos de investimentos. Neste contexto, conhecer o comportamento de investimentos em períodos de crise é de importância fundamental para que o administrador adquira o conhecimento necessário para ter uma resposta mais rápida ao elaborar as possibilidades de reação e novas alternativas de investimento.

Neste trabalho, tem-se como objeto o impacto da crise do *Subprime* na rentabilidade dos fundos de investimento dos três maiores bancos do Brasil, buscando responder como os fundos de investimento reagiram, em sua rentabilidade, ao impacto causado pela crise do *Subprime*.

Para tanto, esta pesquisa tem como objetivo geral analisar o padrão de resposta dos fundos de investimentos ao impacto da crise do *Subprime* e como objetivos específicos: analisar a rentabilidade dos fundos de investimento dos três maiores bancos do país; identificar alguma heterogeneidade nos retornos dos diversos fundos; verificar a composição de investimentos dos fundos discordantes, identificando a especificidade do portfólio; e propor possíveis medidas a serem adotadas em períodos de crises.

Também, a popularização do mercado financeiro e, mais especificamente, do mercado de ações, somado a pouca racionalidade no comportamento dos investidores, além da alta velocidade de resposta em caso de eventos inesperados devido à globalização e capilarização do sistema financeiro, e a necessidade de instrumentos que tragam um poder de moderação do comportamento de mercado, justificam a busca e a criação de conhecimento neste âmbito. Assim, auxiliaria a ampliar rentabilidades e reduzir perdas, tornando as decisões de investimentos para os administradores de fundos mais racionais e eficientes.

Visando o alcance dos objetivos traçados, este trabalho está estruturado da seguinte forma: na introdução contextualizou-se o problema e os objetivos. No primeiro capítulo, apresentar-se-á o quadro teórico Crise Econômica e a Administração de Fundos de Investimento em uma Economia Globalizada, contendo um apanhado geral do que se sabe sobre a atual crise e sobre fundos de investimentos. No segundo capítulo, os procedimentos metodológicos são apresentados. No terceiro capítulo são apresentados e analisados os dados obtidos, discutidos os resultados e apresentadas contribuições ao tema. Por fim, no último capítulo, as considerações finais são abordadas.

1 ADMINISTRAÇÃO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM UMA ECONOMIA GLOBALIZADA – O IMPACTO DA CRISE DO SUBPRIME NA RENTABILIDADE DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

Neste capítulo serão apresentados os conceitos fundamentais para se entender de que forma uma crise econômica, iniciada em outro lugar do mundo, afeta os investimentos e mais especificamente os fundos de investimento no Brasil, buscando situar e informar o leitor a respeito dos temas tratados neste trabalho

1.1 FUNDOS DE INVESTIMENTO

Conforme a Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID), os fundos de investimento, “Existem desde o século XIX, sendo que o primeiro foi criado na Bélgica e logo depois na Holanda, França e Inglaterra. O primeiro fundo mútuo nos Estados Unidos iniciou suas operações em 1924, e existe até hoje.”

Conforme Andrezo e Lima (2002, p.83),

O primeiro fundo de investimento no Brasil, formou-se em 1957 com a criação do Fundo Crescincos, que, até o início dos anos 70, era o maior fundo brasileiro. Outros fundos surgiram, como o Condomínio Deltec, em 1961, o segundo em importância. Até o final da década de 60, existiam aproximadamente onze fundos no país.

Conforme boletim de Julho de 2010 da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA) (2010a), o número de fundos no mercado doméstico do Brasil chegou a 9.357.

A ideia de condomínio, ou seja, a aplicação em conjunto, onde cada investidor com sua pequena parte consegue aplicar em investimentos disponíveis somente para aplicações de grandes quantias, é o que torna os fundos de investimentos atrativos, pois, mesmo que tenham o direito de resgatar suas cotas a qualquer momento, nem todos os investidores o fazem, mantendo uma

grande soma disponível, possibilitando a aplicação em títulos mais rentáveis (FORTUNA, 2010, p.471).

Além disso, a facilidade de movimentação (alguns bancos oferecem a possibilidade de aplicação ou resgate de valores através da internet ou telefone), a diversificação de investimentos (cada fundo possui uma carteira composta por diversos títulos, reduzindo o risco de perdas), a gestão profissional e a própria liquidez (possibilidade de resgatar os valores investidos a qualquer tempo, transformando-os em dinheiro novamente) são citados por Fortuna (2010, p.474) como os principais benefícios dos fundos de investimento em relação às demais alternativas de aplicações.

Conforme a Comissão Nacional de Bolsas (2005, p.238), “Nenhum investimento é, simultaneamente, líquido, rentável e seguro”, neste sentido uma administração profissional colabora para que a carteira forme um investimento mais equilibrado nestes três fatores. Os fundos de investimento têm crescido em participação no mercado financeiro do Brasil, segundo boletins apresentados pela ANBIMA (2010a a 2010h), a captação líquida de Janeiro a Abril de 2010 supera os R\$ 24 bilhões, com destaque para os Fundos de Renda Fixa, enquanto que a captação líquida da poupança em todo o primeiro semestre de 2010, conforme dados do Banco Central do Brasil (BACEN), atingiu R\$ 12,2 bilhões. Números que demonstram o quanto essa modalidade de investimento conquistou os brasileiros, visto que a poupança ainda atrai investidores devido ao risco quase inexistente.

1.1.1 Rentabilidade

Segundo a Comissão Nacional de Bolsas (2005, p.224), “O objetivo da administração de investimentos é atender às necessidades do investidor em termos de rentabilidade, segurança e liquidez.”

Ela ainda conceitua: “A Rentabilidade de um investimento é apurada pelo resultado da divisão do valor de resgate ou venda pelo valor de aplicação ou compra. Representa o resultado financeiro da operação.”

Por outro lado, A ANBID [2009?] já apresenta uma definição da rentabilidade, simplesmente como sendo a taxa de retorno de um investimento.

Para Ross, Westerfield e Jordan (2008, p.262-263), retornos têm dois componentes: rendimentos correntes (dividendos) e ganho ou perda de capital investido (diferença entre o valor de venda e compra do ativo).

1.1.2 Risco

Nesta subseção são apresentados alguns conceitos de risco, segundo os mais diversos autores, além de um breve histórico sobre o assunto.

Conforme Berstein (1997, p. 8),

A palavra “risco” deriva do italiano antigo *risicare*, que significa “ousar”. Neste sentido, o risco é uma opção, e não um destino. É das ações que ousamos tomar, que dependem de nosso grau de liberdade de opção, que a história do risco trata. E essa história ajuda a definir o que é um ser humano.

Ainda sobre este conceito, Berstein (1997, p.2) completa que “A capacidade de definir o que poderá acontecer no futuro e de optar entre várias alternativas é central às sociedades contemporâneas. A administração do risco nos guia por uma ampla gama de tomada de decisões.” Berstein (1997, p.3) também apresenta em sua obra a história do risco, cuja concepção moderna teria vindo do sistema de numeração indo-arábico que alcançou o Ocidente há cerca de setecentos a oitocentos anos atrás, mas que passou a ser estudado seriamente durante o Renascimento. Como marcos na história do risco, Berstein (1997, p.3 a 5) cita as discussões de Blaise Pascal e Pierre de Fermat na resolução de um problema proposto por Luca Paccioli, duzentos anos antes e apresentado a eles por Méré, um nobre francês, em 1654. Este problema ficou conhecido como “problema dos pontos” e culminou com discussões que chegam às probabilidades, conceito fundamental para o estudo e gestão do risco como o conhecemos.

Ainda, em 1730, Abraham de Moivre expôs a estrutura da distribuição normal (em sino) e descobriu o conceito de desvio padrão, que juntos constituíram a Lei das Médias.

Berstein (1997, p.6) continua com seus marcos históricos com a descoberta da regressão à média pelo matemático francês Francis Galton em 1875 e com Markowitz demonstrando em 1952 porque a diversificação é importante para reduzir a variância do retorno. Markowitz,

segundo Bernstein (1997, p.248 a 253), considerava a variância do retorno como algo indesejável nos investimentos, mais tarde essa variância foi classificada como sendo o risco.

Segundo Daniel Bernoulli apud Berstein (1997, p.102 a 114), as pessoas avaliam o risco com sentimento, existe um peso que modifica a noção do risco de pessoa para pessoa, apesar de a probabilidade do evento desejado ou temido ser a mesma para todos que estiverem em situação idêntica. Percepção muito atual ao ser confrontada com o que ocorre hoje no setor de investimentos, por exemplo, algumas instituições financeiras oferecem testes on-line que avaliam o grau de aversão a perdas e os objetivos da aplicação a fim de ofertarem os investimentos que julgam mais próximos do perfil do investidor para que este consiga uma melhor satisfação. Trata-se de uma orientação que “casa” os dados conhecidos sobre risco e retorno do portfólio de investimentos da instituição financeira com a expectativa de retorno *versus* tolerância/aversão ao risco do cliente.

Assaf Neto (2008, p.227), também assume a relação entre risco e investidor como sendo uma relação pessoal.

Além disto, Berstein (1997, p.197) deixa um aviso:

Enquanto não conseguirmos distinguir um acontecimento realmente aleatório de outro resultante de causa e efeito, jamais saberemos se o que vemos é o que obteremos, nem como obtivemos aquilo que obtivemos. Quando corremos um risco, apostamos em um resultado que será consequência de uma decisão que tomamos, embora não saibamos ao certo qual será o resultado. A essência da administração do risco está em maximizar as áreas onde temos certo controle sobre o resultado, enquanto minimizamos as áreas onde não temos absolutamente nenhum controle sobre o resultado e onde o vínculo entre efeito e causa está oculto de nós.

Por fim, Berstein (1997, p.261) traz que a variabilidade do retorno deve ser estudada em comparação com algum referencial ou alguma taxa de retorno mínima, assim como o grau de risco de uma carteira depende de um referencial, caso contrário não faz sentido.

Já, para Assaf Neto (2008, p.39), “o risco é um custo sempre presente nos negócios, devendo, por conseguinte, ser quantificado. Em finanças, o risco pode ser entendido como uma medida de incerteza associada aos retornos esperados de uma decisão de investimento.” Para o autor, o grau de risco de um ativo é influenciado pela volatilidade dos retornos (a mesma variância apontada por Markowitz) e pela maturidade, seu prazo de vencimento. Ele ainda acrescenta, “de forma mais específica, está diretamente associada às probabilidades de ocorrência

de determinados resultados em relação a um valor médio esperado. É um conceito voltado para o futuro, revelando uma possibilidade de perda.”

Assaf Neto (2008, p.39) ressalta:

Toda decisão financeira racional é formada com base na análise de risco e retorno. Para um mesmo nível de risco, o investidor racional seleciona a alternativa de investimento de maior retorno esperado. De outra forma, se dois ou mais investimentos apresentam o mesmo retorno esperado, a escolha será para aquele que oferecer menor volatilidade.

O mesmo autor divide o risco em Sistemático, que atinge a todos os ativos e “[...] é determinado por eventos de natureza política, econômica e social”, e em Não-Sistemático, ou diversificável, que é definido pelas características do próprio ativo. Ross, Westerfield e Jordan (2008, p.272) também apresentam essa definição, além de definirem Prêmio Por Risco como sendo “o retorno exigido de uma aplicação em um ativo com risco acima do exigido de uma aplicação livre de risco.”

Para a Comissão Nacional de Bolsas (2005, p.225), “Risco é um conceito subjetivo e pode ser definido como ‘probabilidade de perda’”. E também traz o desvio padrão como forma de mensurar o risco, além disso, apresenta o Risco de Mercado, variação de preços do ativo, e o Risco de Crédito, probabilidade do credor não receber o valor do resgate quando do vencimento.

Silva (1998, p.32) conceitua risco:

O conceito de risco, em finanças, é entendido como a instabilidade dos possíveis retornos obtidos pelo investidor num projeto de investimento. Muitas vezes, usamos as palavras risco e incerteza indistintamente, porém há diferença conceitual entre esses dois termos. No risco, as probabilidades de ocorrência de um dado evento são conhecidas, enquanto que na incerteza, não há dados suficientes para calcularmos tais probabilidades.

Quanto à diversificação da carteira para redução do risco, Assaf Neto (2008) e Ross, Westerfield e Jordan (2008, p.299) concordam com Markowitz de que esta é uma maneira eficiente de redução de risco, mas acrescentam a ressalva de que a diversificação só reduz o risco não-sistemático. Já a Comissão Nacional de Bolsas (2005, p.226), traz a diversificação como uma opção para redução do risco, mas apresenta um comunicado de Warren Buffet no qual este diz que a diversificação para ele não é a melhor estratégia e sim a correta seleção dos poucos ativos da carteira, neste mesmo ponto traz a informação de que Warren Buffet teria em seu portfólio

apenas ações de nove empresas. Contudo, segundo tabela apresentada por Ross, Westerfield e Jordan (2008, p.297) uma carteira de oito ações já reduziria o desvio padrão da carteira pela metade em relação ao desvio padrão de uma única ação.

1.1.3 Fundos de Renda Fixa

Os fundos classificados como de renda fixa (RF) são caracterizados pelo fator de risco principal associado à sua carteira. O fator de risco principal é aquele que tem maiores efeitos sobre o valor de mercado da carteira do fundo, ou seja, é aquele que mais provavelmente terá maior impacto sobre o valor das cotas deste fundo. (FORTUNA, 2010, p.479).

Os principais fatores de risco de uma carteira de renda fixa devem ser a variação da taxa de juros doméstica e/ou a variação do índice de preços. (FORTUNA, 2010, p.479).

A ANBID (2009) esclarece que os fundos de renda fixa são

Fundos que buscam retorno por meio de investimentos em ativos de renda fixa (sendo aceitos títulos sintetizados através do uso de derivativos), admitindo-se estratégias que impliquem em risco de juros do mercado doméstico e risco de índice de preço. Excluem-se estratégias que impliquem em risco de moeda estrangeira ou de renda variável (ações, etc.). Devem manter, no mínimo, 80% de sua carteira em títulos públicos federais ou ativos com baixo risco de crédito. Aditem alavancagem.

A ANBID (2009) subdivide os fundos de renda fixa em duas categorias, Renda Fixa, já descrita acima, e Fundos de Renda Fixa Médio e Alto Risco, que são

Fundos que buscam retorno por meio de investimentos em ativos de renda fixa, podendo manter mais de 20% da sua carteira em títulos de médio e alto risco de crédito (sendo aceitos títulos sintetizados através do uso de derivativos), incluindo-se estratégias que impliquem em risco de juros do mercado doméstico e risco de índices de preços. Excluem-se estratégias que impliquem em risco de moeda estrangeira ou de renda variável (ações, etc.). Aditem alavancagem.

A alavancagem citada em ambas as descrições nada mais é do que a possibilidade diferente de zero de perdas maiores que o patrimônio do fundo, “desconsiderando-se casos de *default* nos ativos do fundo” (ANBID, 2009).

1.1.4 Fundos Multimercado

Conforme a ANBID [2009?], a classificação dos fundos Multimercado baseia-se na estratégia utilizada por seus gestores para atingir seus objetivos.

Conforme Fortuna (2010, p.481), os fundos multimercado “devem possuir políticas de investimentos que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em qualquer fator especial ou em fatores diferentes das demais classes de ativos”.

Fortuna coloca que além da flexibilidade para a aplicação nos mais diferentes tipos de ativos, o grande atrativo deste tipo de fundo é representado pelos diferentes estilos de estratégia de gestão que podem ser utilizados: *Equity Hedge*, *Trading*, Macro e Arbitragem:

- *Equity Hedge*: Utiliza o mercado futuro e os derivativos para proteger as suas aplicações em ações, minimizando o risco.
- *Trading*: Busca comprar e vender no momento certo, adotando posições curtas e mais líquidas.
- Macro: “Buscam antecipar as tendências macroeconômicas que irão determinar os preços futuros dos diferentes ativos”. (FORTUNA, 2010, p. 481).
- Arbitragem: “Operam com a arbitragem entre os diferentes tipos de mercado e de ativos.” (FORTUNA, 2010, p. 481).

De acordo com a ANBID (2009) pode-se classificar como:

Multimercados Macro: Fundos que realizam operações em diversas classes de ativos (renda fixa, renda variável, câmbio, etc.) definindo as estratégias de investimento baseadas em cenários macroeconômicos de médio e longo prazo, atuando de forma direcional. Admitem alavancagem.

Multimercados Trading: Fundos que concentram as estratégias de investimento em diferentes mercados ou classes de ativos, explorando oportunidades de ganhos originados por movimentos de curto prazo nos preços dos ativos. Admitem alavancagem.

Multimercados Multiestratégia: Fundos que podem adotar mais de uma estratégia de investimento, sem o compromisso declarado de se dedicarem a uma em particular. Admitem alavancagem.

Multimercados Multigestor: Fundos que têm por objetivo investir em mais de um fundo

geridos por gestores distintos. A principal competência envolvida consiste no processo de seleção de gestores. Admitem alavancagem.

Multimercados Juros e Moedas: Fundos que buscam retorno a longo prazo através de investimentos em ativos de renda fixa, admitindo-se estratégias que impliquem em risco de juros do mercado doméstico, risco de índice de preço e risco de moeda estrangeira. Excluem-se estratégias que impliquem em risco de renda variável (ações, etc.). Admitem alavancagem.

Multimercados Estratégia Específica: Fundos que adotam estratégia de investimento que implique em riscos específicos, tais como commodities e futuro de índice. Admitem alavancagem.

Long and Short – Neutro: Fundos que fazem operações de ativos e derivativos ligados ao mercado de renda variável, montando posições compradas e vendidas, com o objetivo de manter a exposição neutra ao risco do mercado acionário. Os recursos remanescentes em caixa devem ficar investidos em operações permitidas ao tipo Referenciado DI. Admitem alavancagem.

Long and Short – Direcional: Fundos que fazem operações de ativos e derivativos ligados ao mercado de renda variável, montando posições compradas e vendidas. O resultado deve ser proveniente, preponderantemente, da diferença entre essas posições. Os recursos remanescentes em caixa devem ficar investidos em operações permitidas ao tipo Referenciado DI. Admitem alavancagem.

Balancedos: Fundos que buscam retorno a longo prazo através de investimento em diversas classes de ativos (renda fixa, ações, câmbio, etc.). 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 os quais devem ser comparados (asset allocation benchmark). Sendo assim, esses fundos não podem ser comparados ao indicador de desempenho que reflita apenas uma classe de ativos (por exemplo: 100% CDI). Não admitem alavancagem.

Capital Protegido: Fundos que buscam retornos em mercados de risco procurando proteger parcial ou totalmente o principal investido.

1.1.5 Fundos de Ações

No caso de um fundo de ações, “o principal fator de risco deve ser a variação de preços das ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado”. (FORTUNA, 2010, p.479).

Os fundos de ações devem possuir, no mínimo, 67% da carteira em ações, recibos de ações, bônus ou recibos de subscrição de ações, certificados de depósitos de ações, cotas de fundos de ações e cotas de fundos de índice de ações, e *Brazilian Depositary Receipts*, níveis II e III. (FORTUNA, 2010) e (ANBID, 2009).

A ANBID apresenta diversas subdivisões, cada qual com suas características:

Fundos de Ações Ibovespa e IBrX possuem o objetivo de acompanhar os índices que lhes dá o nome Ibovespa e IBrX, podem ser Indexados, que não permitem alavancagem, ou ativos, que permitem alavancagem.

Fundos de Ações Setoriais investem em empresas de um mesmo setor ou conjunto de setores da economia: Ações Setoriais Telecomunicações, Ações Setoriais Energia, Ações Setoriais Livre (que não se enquadram nos dois anteriores), Ações Setoriais Privatização Petrobrás- FGTS, Ações Setoriais Privatização Petrobrás – Recursos Próprios, Ações Setoriais Privatização Vale – FGTS, Ações Setoriais Privatização Vale – Recursos Próprios (os últimos quatro com instruções normativas da COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM) - específicas).

Por outro lado, o Fundo de Ações Privatização FGTS – Livre tem suas cotas integralizadas exclusivamente com recursos provindos da transferência de recursos dos Fundos de Ações Setoriais Privatização – FGTS, citados acima.

Fundo de Ações Small Caps, com pelo menos 90% de ações de empresas que não estão incluídas entre as 25 maiores participações do IBrX, os 10% restantes podem ser investidos em empresas maiores que não configurem entre as 10 maiores participações do IBrX. Os recursos restantes devem ser aplicados em operações admitidas aos fundos do tipo Referenciado DI. Não admitem alavancagem.

Fundos de Ações Dividendos aplicam em ações de empresas que apresentem um histórico consistente de renda gerada por dividendos ou que possua potencial para. Os recursos

restantes devem ser aplicados em operações admitidas aos fundos do tipo Referenciado DI. Não admitem alavancagem.

Fundos de Ações Sustentabilidade/Governança aplicam somente em empresas que se destacam em responsabilidade social ou sustentabilidade empresarial a longo prazo ou empresas com bons níveis de governança corporativa, “conforme critérios estabelecidos por entidades reconhecidas no mercado ou supervisionados por conselho não vinculado à gestão do fundo” (ANBID). Os recursos restantes devem ser aplicados em operações admitidas aos fundos do tipo Referenciado DI. Não admitem alavancagem.

Fundos de Ações Livre, que não se enquadram nos tipos apresentados acima. Admitem alavancagem.

Fundos Fechados de Ações - fundos de condomínio fechado.

1.2 CRISE ECONÔMICA

Conforme Kindleberger e Aliber (2009, p.27), “Para os historiadores cada evento é único. Em contraposição, os economistas sustentam que existem padrões nos dados e que eventos semelhantes podem induzir respostas semelhantes.” Desta forma, o estudo das crises econômicas fornece subsídios para que respostas mais rápidas sejam tomadas aos primeiros sinais de uma crise.

Talvez uma das mais discutidas crises econômicas foi a Crise das Tulipas, na Holanda do século XVII, segundo Chancellor (2001, p.30):

Desde o momento de sua aparição, as tulipas haviam sido associadas à riqueza e, no primeiro quarto do século XVII, as variedades mais exóticas começaram a atrair preços exorbitantes. Em 1624, uma *Semper Augustus* alcançou a substancial cifra de 1200 florins, quantia suficiente para comprar um pequeno sobrado geminado em Amsterdã. (...) A tulipa prestava-se à especulação: a incerteza em torno de suas variegações (embora desconhecido na época, causadas por um vírus que infectava o bulbo) dava margem a um jogo de azar. Uma tulipa nascida de um broto modesto podia florescer como uma preciosa *Semper Augustus*.

Chancellor (2001, p.31 a 34), explica como funcionava o negócio: o cidadão interessado em lucrar com as tulipas comprava por um determinado valor um bulbo, antes que florescesse,

apostando que seria uma das raras variedades da flor, o florista mantinha o bulbo e entregava um título de crédito para o investidor e este, com sorte, venderia aquele título por um preço maior, sem ainda ter pago o valor ao florista (utilizando-se de alavancagem) e ficando com o lucro da diferença. Porém, essa loucura em torno dos lucros das tulipas chegou a um ponto em que a valorização dos bulbos alcançou cifras realmente exorbitantes. E, com a proximidade da primavera, em fevereiro de 1637, quando as flores deveriam ser entregues, circulou um boato de que não havia mais compradores e não era mais possível vender tulipas por preço algum. Os contratos não puderam ser honrados e seguiu-se uma onda de inadimplência, causando o colapso da “Mania das Tulipas”.

Neste meio tempo diversas crises ocorreram, porém, uma das que fez muita gente tremer e que teve impactos, inclusive no Brasil (exportador de café), foi o Colapso de 1929, o qual segundo Galbraith (1997, p.89-90) “Na verdade, qualquer explicação satisfatória sobre os acontecimentos do outono de 1929 e, posteriormente, deve conceder um papel digno para o "boom" especulativo e consequente colapso”, colocando, mais uma vez, a especulação causada pelos grandes lucros, agora no mercado de ações, como tendo um papel central em mais uma crise econômica, e, desta vez, com proporções mundiais, já que os Estados Unidos já eram uma grande potência econômica.

As crises econômicas não pararam por aí, continuam ocorrendo, uma das mais recentes, a crise dos *Subprimes*, teve vasto impacto em todo o mundo.

A Crise dos *Subprimes* é considerada a maior crise desde 1929, conforme Bresser-Pereira (2009), “Nada lhe é comparável desde 1929.”, que segue com algumas observações:

Primeiro: É uma crise bancária, não uma crise de balanço de pagamentos.

Segundo: A concessão de empréstimos hipotecários de forma irresponsável foi a grande causa da crise.

Terceiro: A sistemática desregulamentação dos sistemas financeiros nacionais permitiu que a crise ocorresse.

Cintra e Fahri (2008) concordam que se trata de uma crise bancária que é devida à “elevação da inadimplência e da desvalorização dos imóveis e dos ativos financeiros associados às hipotecas americanas de alto risco (*subprime*)”.

A desvalorização dos imóveis veio após uma intensa valorização ocasionada pelo aumento do crédito imobiliário nos Estados Unidos (TORRES FILHO, 2008).

1.3 GLOBALIZAÇÃO DA ECONOMIA

Huberman (1986) traz um histórico de como a humanidade chega à economia como a conhecemos, desde a época das trocas até o capitalismo e socialismo, passando pela Idade Média e seus senhores feudais, pelo nascimento do comércio, com destaque para as cidades de Veneza, Gênova e Pisa e o nascimento dos bancos que emprestavam dinheiro contra as orientações da Igreja da época. O que é importante destacar é que o dinheiro surgiu para facilitar as trocas, a noção de preço justo (noção corrente nas trocas de produtos) é substituída pela noção de preço de mercado, base da nossa economia.

Já em relação à globalização, Friedman (2005) percebe-a como um processo de achatamento e redução do tamanho do mundo. A distância, mais do que nunca, torna-se tão relativa quanto o tempo; e, atualmente, “Brasil e Estados Unidos, por exemplo, encontram-se mais próximos que Líbano e Israel”. O autor chama de Globalização 1.0 àquela que fez com que os países negociassem e diminuiu o tamanho do mundo de grande para médio, seguindo este raciocínio continuamos com a Globalização 2.0, que ao fazer as empresas tornarem-se globais (existem empresas multinacionais para todos os lados) reduz o mundo de médio para pequeno e finalmente, o período que estamos passando é o da Globalização 3.0, na qual os indivíduos se globalizam (contadores indianos andam fazendo a contabilidade de empresas e indivíduos norte-americanos) e reduzem o mundo a definição de minúsculo (quem nunca teve a impressão que o mundo anda muito pequeno ultimamente?).

Para Friedman (2005) o achatamento deve-se a uma série de fatores, os quais ele denomina de “Dez Forças que Achataram o Mundo”, que convergiram e tornaram-se a primeira do que Friedman (2005) chamou de “Tripla Convergência”. A Segunda Convergência de que Friedman trata nada mais é do que a mudança de hábito nas pessoas após a convergência das Dez Forças. Já a Terceira Convergência é um subproduto das duas anteriores, que, ao provocar um maior nivelamento dos países para comerciarem entre si, fez com que aproximadamente 3 bilhões de pessoas entrassem no jogo da economia mundial que viviam em economias em grande parte fechadas, com estruturas econômicas e políticas muito verticais e hierarquizadas (população da China, Índia, Rússia, Leste Europeu, América Latina e Ásia Central).

Friedman (2005) também mostra que o mundo ainda não é totalmente plano e que existem forças contrárias a esse processo, uma delas seria o terrorismo e a violência que crescem entre as pessoas que não conseguiram, não querem ou não entendem o nivelamento do mundo.

O mundo plano gera uma série de oportunidades para os indivíduos preparados, isto é, o aprimoramento do capital intelectual na Índia e da manufatura na China, por exemplo, permitem que se consiga o melhor custo-benefício na hora de contratar mão de obra, sem falar que a empresa, devido à diferença no fuso horário pode operar 24 horas por dia 7 dias por semana! Isso seria o mais perto da eficiência total que uma empresa poderia chegar no mundo que vemos hoje.

Além disso, o grande acesso à informação, sem maiores intermediários, é a maior arma daqueles que sabem “filtrar” o que é realmente importante em termos de conhecimento.

As Dez Forças que Achataram o Mundo segundo Friedman (2005) são:

1ª) 9 de Novembro de 1989 – A queda do muro de Berlim retirou a divisão em dois pólos distintos a que o mundo esteve sujeito durante muito tempo, ajudando a liberar o comércio entre os países dos dois lados.

2ª) 9 de Agosto de 1995 – Foi a data da abertura de capital da Netscape na bolsa de valores. A Netscape, ao criar um browser (navegador de internet como o Internet Explorer, Mozilla Firefox, Google Chrome, etc., mais usados hoje em dia) “amigável”, que qualquer pessoa conseguisse operar sem ser programador ou especialista na área de computação, diminuiu a distância entre as pessoas que puderam começar a se comunicar, estudar, trabalhar e negociar mais através da internet com qualquer pessoa em qualquer parte do mundo.

A abertura de capital da Netscape também foi o início da “bolha” das empresas “ponto com”.

3ª) Softwares capazes de “conversar” entre si, o que permitiu que trabalhos fossem divididos em tarefas capazes de serem feitas em lugares diferentes e depois reunidas novamente.

4ª) Comunidades de Código Aberto e Software Livre mostraram a força da colaboração e as vantagens de reunir pessoas de diversas partes do planeta para produzir o melhor resultado final com o menor custo.

5ª) A terceirização que se mostrou bastante eficaz no caso do “bug” do milênio onde a tarefa maçante e urgente de reprogramar sistemas e computadores para utilização do ano com 4 dígitos no lugar do ano com 2 dígitos.

6ª) Offshoring: as vantagens desse recurso que acabou por achatar ainda mais o mundo. As empresas usam o offshoring para reduzir custos e aproveitar incentivos fiscais de outros países.

7ª) As cadeias de fornecimento que tornaram o Wall-Mart a grande organização que é hoje e colocam a Dell como uma empresa eficaz ao personalizar computadores e notebooks sem necessitar de muito tempo para isso.

8ª) Internalização (insourcing): É uma espécie de colaboração horizontal. Existem pequenas empresas que não conseguem manter uma cadeia de fornecimento global sozinhas, por exemplo. Sabendo disso algumas empresas viram aí uma oportunidade de lucro: elas internalizam esse trabalho, ajudando a pequena empresa.

9ª) In-Formação: Trata da possibilidade dos indivíduos buscarem o conhecimento através de diversas ferramentas como sites de busca, visitas virtuais a museus e bibliotecas, sites de jornais, etc.

10ª) Esteróides: Friedman chama de esteróides os aparelhos que tornam tudo digital, móvel, pessoal e virtual.

Esse processo de planificação, além dos ganhos para a economia, pode também ocorrer, devido à alta conectividade, um fator de agudização de crises no âmbito financeiro.

2 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este trabalho consiste em uma pesquisa exploratória, a qual, segundo Gil (2002), tem o objetivo de dar mais familiaridade com o tema e pode se utilizar de levantamento bibliográfico e pesquisas com pessoas mais experientes no tema pesquisado. O trabalho assume a forma de pesquisa bibliográfica e estudo de caso por serem os mais adequados para tratar do problema proposto de investigar o impacto da Crise do *Subprime* na rentabilidade dos fundos de investimento.

Os dados da rentabilidade dos fundos de investimento foram colhidos no sítio eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com o suporte das informações colhidas nos sítios eletrônicos dos três maiores bancos em Ativos Totais, segundo o relatório dos 50 Maiores Bancos emitido pelo BACEN - Banco Central do Brasil - com data base de Setembro de 2009, sendo eles: Banco do Brasil, Bradesco e Itaú/Unibanco.

A escolha dos três maiores bancos no Brasil busca ter uma amostra onde o volume de ativos aplicados em fundos seja grande o suficiente para ser significativa e a quantidade de dados pequena o suficiente para que possa ser trabalhada e analisada mais profundamente, o que seria impossível se fosse colhidos dados de todos os fundos de investimento atuantes no Brasil e no mundo.

Foram escolhidos 3 fundos disponíveis para aplicação conforme o portfólio de fundos apresentados nos sítios eletrônicos dos bancos escolhidos, em três categorias de fundos diversas, quais sejam: Renda Fixa, Multimercado e Ações, em cada um dos bancos, visando a variedade de carteiras escolhidas. Conforme o Quadro 1 abaixo:

| NOME DO FUNDO | CNPJ | TIPO ANBIMA | BANCO |
|--|--------------------|-------------|-----------------|
| Itaú Personalité Maxime Renda Fixa FICFI | 03.618.607/0001-28 | Renda Fixa | Itaú/Unibanco |
| Super Premium Renda Fixa PRS FICFI | 04.148.140/0001-62 | Renda Fixa | Itaú/Unibanco |
| Itaú Super RF | 03.184.134/0001-06 | Renda Fixa | Itaú/Unibanco |
| Bradesco Prime FIC Renda Fixa Plus | 05.222.545/0001-66 | Renda Fixa | Bradesco |
| Bradesco FIC Renda Fixa Marte | 02.567.997/0001-91 | Renda Fixa | Bradesco |
| Bradesco FIC Renda Fixa Mercúrio | 01.606.546/0001-53 | Renda Fixa | Bradesco |
| BB Renda Fixa LP 50 mil | 00.766.542/0001-70 | Renda Fixa | Banco do Brasil |
| BB Renda Fixa LP 90 mil | 04.061.359/0001-20 | Renda Fixa | Banco do Brasil |

| NOME DO FUNDO | CNPJ | TIPO ANBIMA | BANCO |
|---|--------------------|--|-----------------|
| BB Renda Fixa 25 mil | 00.756.851/0001-69 | Renda Fixa | Banco do Brasil |
| Capital Performance Fix | 05.381.809/0001-24 | Multimercados Multiestratégias | Itaú/Unibanco |
| Itaú K2Multimercado FI | 01.626.956/0001-66 | Multimercados Multiestratégias | Itaú/Unibanco |
| Personnalité K2 | 03.618.256/0001-55 | Multimercados Multiestratégia | Itaú/Unibanco |
| Bradesco FIC Multimercado Golden Profit Dinâmico | 01.606.544/0001-64 | Balaceados | Bradesco |
| Bradesco Prime FIC Multimercado Long Short | 07.192.319/0001-05 | Long and short - Neutro | Bradesco |
| Bradesco FIC Multimercado Golden Profit Moderado | 01.606.543/0001-10 | Balaceados | Bradesco |
| BTG Pactual High Yield Multimercado Private | 04.128.676/0001-16 | Multimercado Juros e Moedas | Banco do Brasil |
| BB Multimercado Multigestor Conservador Private | 04.129.095/0001-07 | Multimercado Multigestor | Banco do Brasil |
| BB Multimercado Trade LP Estilo | 06.015.368/0001-00 | Multimercado Juros e Moedas | Banco do Brasil |
| Itaú Ações Vale FI | 04.881.177/0001-03 | Ações Set. Priv. Vale - FGTS | Itaú/Unibanco |
| Itaú Petrobrás Ações FI | 03.917.778/0001-58 | Ações Setor.Privat.Petrobrás - Recursos Próprios | Itaú/Unibanco |
| Itaú Valor Ações FI | 06.935.532/0001-05 | Ações Livre | Itaú/Unibanco |
| Bradesco FIA Vale do Rio Doce | 04.882.617/0001-39 | Ações Set. Priv. Vale - FGTS | Bradesco |
| Bradesco FIA Petrobras | 03.916.081/0001-62 | Ações Setor.Privat.Petrobrás - Recursos Próprios | Bradesco |
| Bradesco Prime FIC de FIA Dividendos | 06.916.397/0001-42 | Ações Dividendos | Bradesco |
| BB Ações Vale do Rio Doce | 04.881.682/0001-40 | Ações Set. Priv. Vale - FGTS | Banco do Brasil |
| BB Ações Petrobrás | 03.920.413/0001-82 | Ações Setor.Privat.Petrobrás - Recursos Próprios | Banco do Brasil |
| BB Ações Dividendos | 05.100.191/0001-87 | Ações Dividendos | Banco do Brasil |

Quadro 1 – Fundos escolhidos para a pesquisa

Não foi usado critério específico para a escolha do número da amostra em cada categoria de cada banco, somente foi determinado que seria a mesma amostra para cada banco/categoria.

O critério para a escolha dos fundos em cada categoria foi os três maiores patrimônios líquidos em Junho de 2010, conforme dados divulgados no sítio eletrônico dos três bancos e da CVM.

O período das cotas a ser comparadas será do dia 02/01/2008 (primeiro dia útil do ano em que a crise do *Subprime* atinge seu auge) ao dia 30/06/2010, as cotas utilizadas foram aquelas divulgadas no Portal do Investidor, dentro do sítio da CVM. O marco de comparação como sendo o dia da crise teve como base o pedido de concordata do banco americano *Lehman Brothers*, apontado pela imprensa como o auge da crise, ocorrido em 15/09/2008, e, para evitar a influência de compras e vendas de papéis, a cota utilizada como sendo a do dia da crise foi a do último dia útil do mês subsequente ao fato, ou seja, a cota do dia 31/10/2008.

Após a coleta das cotas no site da CVM os dados foram tabulados em uma única planilha contendo na primeira coluna as datas e nas colunas seguintes os valores das cotas dos fundos analisados e o saldo de uma aplicação hipotética de R\$ 100,00 em 02/01/2008 (início do período analisado). Isso serve para simplificar a visualização e para, na geração de gráficos, a comparação entre fundos ficar mais clara, já que todos ficaram numa base de 100.

Esses dados foram utilizados para a confecção de três gráficos, os quais contêm no eixo vertical o valor da aplicação hipotética corrigido pelo valor das cotas diárias e no eixo horizontal as datas destas cotas (02/01/2008 a 30/06/2010). O primeiro gráfico somente com os dados dos fundos de renda fixa escolhidos, o segundo com os dados dos fundos multimercado e o terceiro com os dados dos fundos de ações. A visualização destes três gráficos permitiu verificar o período de maior impacto nas cotas dos referidos fundos e optou-se por confeccionar mais três gráficos nos mesmos moldes, mas com uma quantidade de dados menor (dados de 09/2010 a 11/2010), o que permitiu ressaltar as heterogeneidades de respostas de cada fundo em relação aos demais dentro de sua classificação (Renda Fixa, Multimercado e Ações). Foram verificadas quedas acentuadas, aqui definidas como o alcance de cotas pelo menos 5% menores do que o investimento fictício inicial.

Com vistas a identificar se existe relação entre os diferentes padrões de respostas encontrados e o portfólio de investimentos de cada fundo, foram coletados os dados da composição destes fundos no site da CVM no período onde alguns fundos sofreram impactos diversos atribuídos à crise do *Subprime* (08/2008 a 01/2009). Estes dados foram primeiramente tabulados em planilhas separadas para cada fundo, sendo que nos casos de Fundos de Investimentos em Cotas de Fundos de Investimentos (FIC FI), foi coletada e tabulada também a

composição dos fundos de investimentos que recebiam as maiores aplicações, correspondendo a, no mínimo, 80% do patrimônio líquido do fundo originalmente escolhido para a análise.

Para simplificar a análise e facilitar a comparação das composições dos fundos analisados foi criada uma categorização para classificar e reunir em grupos os ativos nos quais os fundos aplicaram, conforme segue:

1 - Bancos (inclui: debêntures, ações e operações compromissadas, inclui bancos, financeiras, leasings, etc.);

2 - Outras Indústrias de bens de capital (inclui: debêntures, ações e operações compromissadas);

3 - Outras Indústrias de bens de consumo e serviços (inclui: debêntures, ações e operações compromissadas);

4 - Companhias Energéticas (inclui: debêntures, ações e operações compromissadas);

5 - Títulos Públicos e Operações Compromissadas com o governo;

6 - Depósitos a Prazo e Outros Títulos de Instituição Financeira (IF);

7 - Mercado Futuro;

8 - Companhias de Telecomunicações (inclui: debêntures, ações e operações compromissadas);

9 - Companhias Mineradoras e Siderúrgicas (inclui: debêntures, ações e operações compromissadas);

10 - Companhias relacionadas à construção civil (inclui: debêntures, ações e operações compromissadas);

11 - Outros (cotas em fundos de investimento com pequena participação na composição total, debêntures, ações e operações compromissadas de empresas que não se enquadraram nas categorias anteriores e demais ativos).

Essa categorização busca explorar em quais principais atividades econômicas aqueles fundos estavam investindo durante o período de auge da crise, partindo da hipótese de que os

setores da economia são afetados de maneiras diferentes ao estímulo de uma crise econômica e das medidas adotadas para contê-la.

Esses dados foram tabulados em um único arquivo, agrupando as composições dos três tipos de fundos em três planilhas, dividindo as aplicações nas categorias acima na forma de percentual correspondente do patrimônio líquido do fundo.

Com esses dados tabulados foi possível confeccionar gráficos no formato de pizza para facilitar a comparação da composição dos fundos.

Também foram agrupados em uma só planilha o valor da aplicação fictícia de R\$ 100,00 no dia 31/10/2008, considerada a cota do dia da crise, quantos dias levaram entre altas e baixas para estabilizar novamente o valor da aplicação acima do valor daquela data, além do saldo em 30/06/2010, fim do período analisado, com o cálculo da rentabilidade dos fundos.

A análise dos dados é feita no próximo capítulo e é essencialmente qualitativa, buscando relacionar a evolução da crise econômica com seu avanço sobre as diversas áreas da economia e as medidas tomadas pelos governos para contê-la, com alterações ou manutenção da composição de papéis nos fundos de investimento analisados.

3 RESULTADOS

Este capítulo tem como objetivo analisar os dados e expor os resultados obtidos com esta pesquisa.

3.1 ANÁLISE E HETEROGENEIDADES DOS RETORNOS DOS FUNDOS

Como já citado no capítulo anterior, os dados das cotas dos fundos selecionados para a amostra coletados no site da CVM foram tabulados no software Microsoft Excel e transpostos para uma base de 100, ao simular uma aplicação fictícia de R\$ 100,00 em 02/01/2008. Estes dados foram usados para a criação de gráficos de linhas.

Os gráficos obtidos utilizando o software Microsoft Excel deixaram transparecer diferenças de comportamentos, durante o período da crise do *Subprime*, na rentabilidade dos fundos de investimentos dentro de uma mesma categoria:

No Gráfico 4, anexo a este trabalho, foi detectado o período onde houve maior diferença entre os comportamentos dos fundos de Renda Fixa, tornando possível a confecção do Gráfico 1 com menos dados, mas que continuasse fiel ao cumprimento dos objetivos específicos propostos, o qual é reproduzido abaixo:

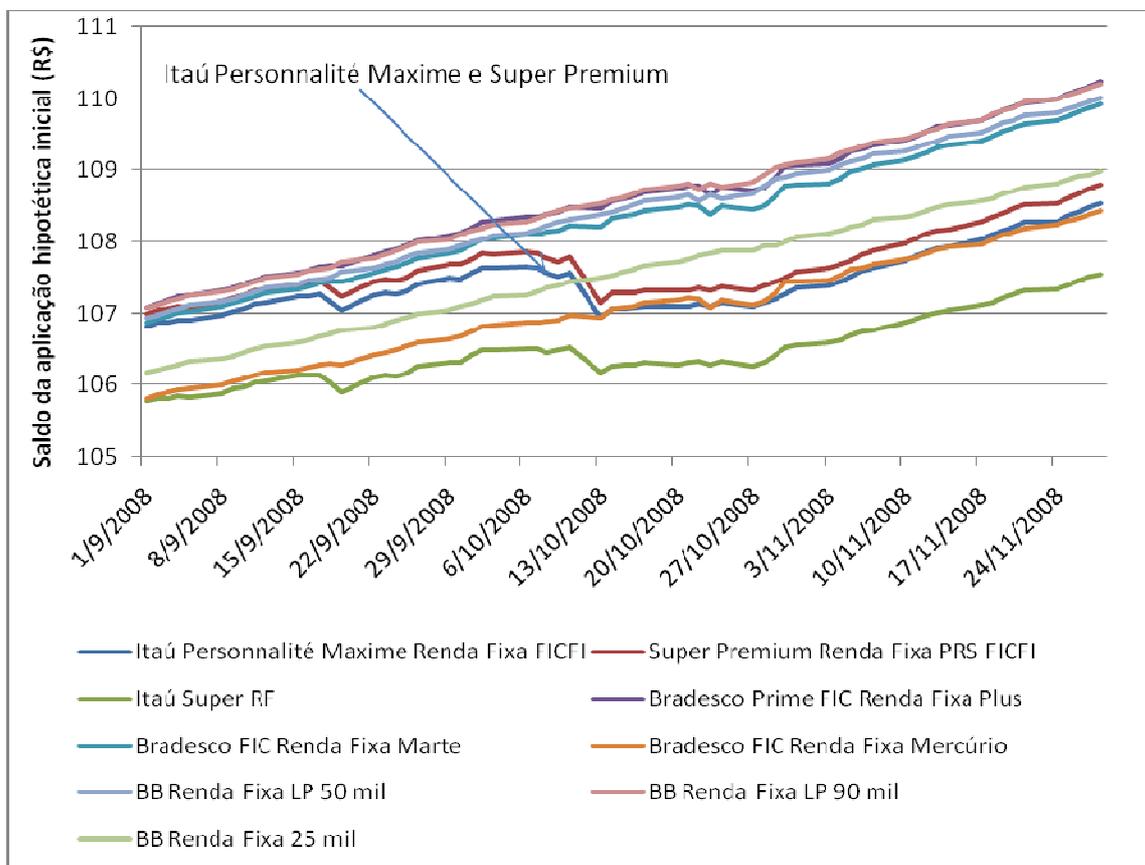


Gráfico 1 – Retornos dos fundos de investimento Renda Fixa no período de 09/2008 a 11/2008

Neste gráfico, pode-se observar que seis dos nove fundos de Renda Fixa analisados não sofreram grandes impactos com a chegada da crise do *Subprime* ao Brasil. Contudo dois deles sofreram oscilações semelhantes entre si, porém divergentes em relação aos demais (Itaú Personalité Maxime Renda Fixa FICFI e Super Premium Renda Fixa PRS FICFI), e o Itaú Super RF sofreu uma oscilação também divergente, mas não tão visível no gráfico quanto os dois anteriores.

Na Tabela 1, verifica-se também que, apesar destas quedas, até o fim do período apurado a rentabilidade de todos os fundos ficou aproximadamente igual (dois fundos de cada banco se destacando e um de cada banco com uma rentabilidade menor), mostrando que os três fundos mais afetados conseguiram uma recuperação bastante razoável após o período mais crítico da crise.

Tabela 1 – Aplicação Fictícia, Recuperação e Rentabilidade dos Fundos de Renda Fixa

| | Valor da aplicação fictícia no dia da crise (31/10/2008) | Data da recuperação | Valor da aplicação na recuperação | Dias úteis para recuperação | Valor da aplicação fictícia no último dia do período analisado 30/06/2010 | Rentabilidade acumulada no período |
|--|--|--|-----------------------------------|-----------------------------|---|------------------------------------|
| Itaú Personalité Maxime Renda Fixa FICFI | 107,35 | | | | 126,05 | 26,05% |
| Super Premium Renda Fixa PRS FICFI | 107,59 | | | | 126,84 | 26,84% |
| Itaú Super RF | 106,56 | | | | 121,78 | 21,78% |
| Bradesco Prime FIC Renda Fixa Plus | 109,07 | Somente os fundos do Itaú tiveram pequenas quedas, mas em data anterior a considerada e recuperaram o valor máximo antes dessas quedas até 10/11/2008. | | | 127,64 | 27,65% |
| Bradesco FIC Renda Fixa Marte | 108,79 | | | | 126,70 | 26,70% |
| Bradesco FIC Renda Fixa Mercúrio | 107,44 | | | | 122,09 | 22,09% |
| BB Renda Fixa LP 50 mil | 108,94 | | | | 126,31 | 26,31% |
| BB Renda Fixa LP 90 mil | 109,11 | | | | 126,97 | 26,97% |
| BB Renda Fixa 25 mil | 108,06 | | | | 122,99 | 22,99% |

Da mesma forma foi gerado o Gráfico 5, anexo, para os fundos Multimercado e a partir deste gráfico foi gerado o Gráfico 2, que é reproduzido abaixo.

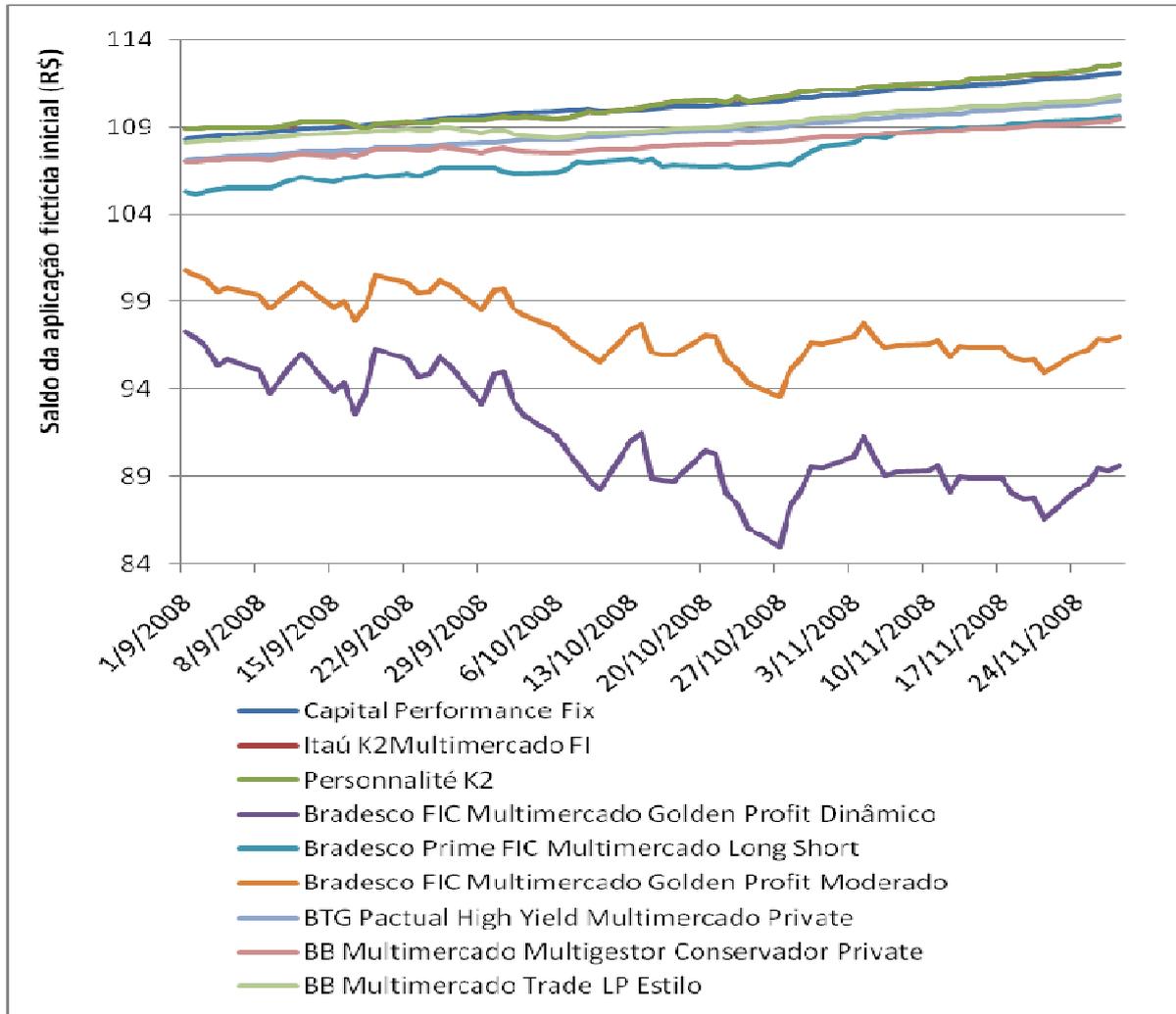


Gráfico 2 – Retornos dos fundos de investimento Multimercado no período de 09/2008 a 11/2008

Neste gráfico, percebe-se um grupo de fundos com comportamentos muito semelhantes (fundos do Itaú e do Banco do Brasil) e o Bradesco Prime FIC Multimercado Long Short (inicialmente mais abaixo neste grupo) que apresenta oscilações levemente diferentes dos demais, agrupados acima do valor de investimento fictício inicial. Abaixo deste valor, com padrões semelhantes entre si, os fundos Bradesco FIC Multimercado Golden Profit Dinâmico e Bradesco FIC Multimercado Golden Profit Moderado, recebendo um impacto bem maior no período de auge da crise. O primeiro chega a 15% e o segundo alcança em torno de 6% de prejuízo em relação a aplicação fictícia inicial em 27/10/2008. Porém, essa queda representa entre 20% e 25% e entre 11% e 16% de diferença, respectivamente, em relação aos valores das cotas dos demais fundos no mesmo dia.

Para estes fundos também foi elaborada a Tabela 2 visando verificar quando estes fundos se recuperaram desta acentuada queda e a rentabilidade final da aplicação fictícia inicial.

Tabela 2 - Aplicação Fictícia, Recuperação e Rentabilidade dos Fundos Multimercado

| | Valor da aplicação fictícia no dia da crise (31/10/2008) | Data da recuperação | Valor da aplicação na recuperação | Dias úteis para recuperação | Valor da aplicação fictícia no último dia do período analisado 30/06/2010 | Rentabilidade acumulada no período |
|----------------------------|--|--|-----------------------------------|-----------------------------|---|------------------------------------|
| Capital Performance Fix | 110,76 | | | | 131,04 | 31,04% |
| Itaú K2Multimercado FI | 111,09 | Não tiveram quedas acentuadas. | | | 130,94 | 30,94% |
| Personnalité K2 | 111,09 | | | | 130,90 | 30,90% |
| Bradesco FIC | | | | | | |
| Multimercado Golden | 89,50 | 8/12/2008 | 90,70 | 27 | 108,70 | 8,70% |
| Profit Dinâmico | | | | | | |
| Bradesco Prime FIC | 107,82 | Não teve quedas acentuadas no período. | | | 125,32 | 25,32% |
| Multimercado Long Short | | | | | | |
| Bradesco FIC | | | | | | |
| Multimercado Golden | 96,61 | 26/11/2008 | 96,89 | 19 | 113,30 | 13,30% |
| Profit Moderado | | | | | | |
| BTG Pactual High | 109,27 | | | | 128,74 | 28,74% |
| Yield Multimercado Private | | | | | | |
| BB Multimercado | | | | | | |
| Multigestor Conservador | 108,38 | Não tiveram quedas acentuadas. | | | 126,41 | 26,41% |
| Private | | | | | | |
| BB Multimercado Trade LP | 109,54 | | | | 128,24 | 28,24% |
| Estilo | | | | | | |

Na Tabela 2, observa-se que os fundos mais afetados não conseguiram uma recuperação satisfatória até o fim do período analisado, ficando com a rentabilidade bem aquém dos demais fundos Multimercado, além disso em comparação com a Tabela 1, verifica-se que os fundos Multimercado que não sofreram tanto impacto durante a crise, conseguiram proporcionar aos

seus investidores uma rentabilidade um pouco superior aos fundos de Renda Fixa, com destaque para os três fundos Multimercado do Itaú.

Para os fundos de Ações foi utilizado o mesmo padrão, com base no Gráfico 6, anexo, foi confeccionado o Gráfico 3, abaixo apresentado.

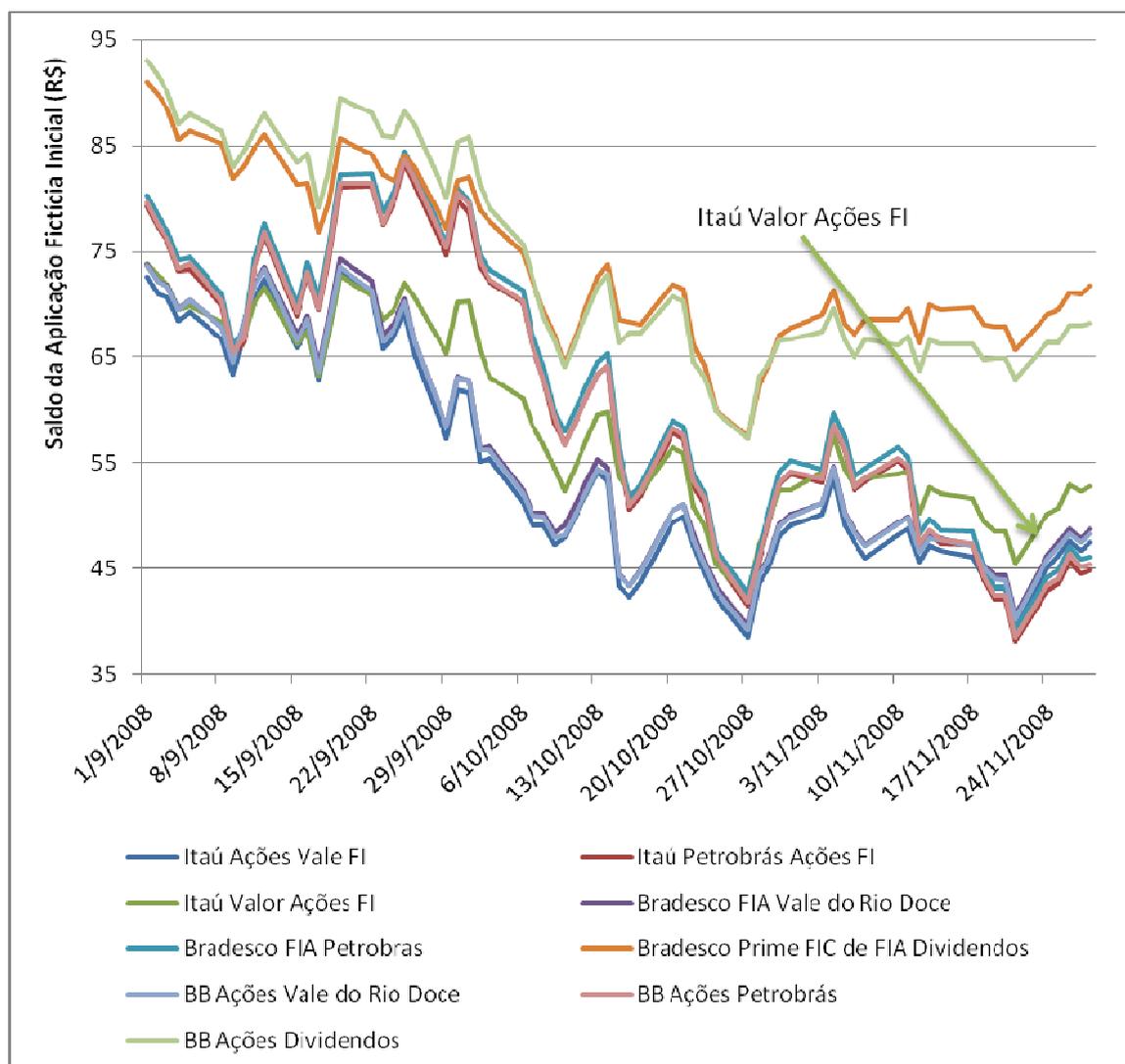


Gráfico 3 – Retornos dos fundos de investimento em Ações no período de 09/2008 a 11/2008

No Gráfico 3, como já é esperado em fundos de Renda Variável, observa-se maiores oscilações dos retornos dos fundos se comparados com os Gráficos 1 e 2, também verifica-se que todos foram afetados pela crise do *Subprime*, porém com dois destaques, BB Ações Dividendos e Bradesco Prime FIC de FIA Dividendos, que ficam superiores aos outros. Além disso, o Itaú

Valor Ações FI, parece ensaiar uma recuperação ao se afastar dos demais fundos mais prejudicados, ainda em Novembro/2008, o que pode ser comprovado verificando-se o Gráfico 6, anexo, que explora um período maior de retornos.

Assim como para os demais fundos, foi elaborada a Tabela 3, que segue abaixo.

Tabela 3 - Aplicação Fictícia, Recuperação e Rentabilidade dos Fundos de Ações

| | Valor da aplicação fictícia no dia da crise (31/10/2008) | Data da recuperação | Valor da aplicação na recuperação | Dias úteis para recuperação | Valor da aplicação fictícia no último dia do período analisado 30/06/2010 | Rentabilidade acumulada no período |
|--------------------------------------|--|---------------------|-----------------------------------|-----------------------------|---|------------------------------------|
| Itaú Ações Vale FI | 49,08 | 2/1/2009 | 52,46 | 44 | 74,12 | -25,88% |
| Itaú Petrobrás Ações FI | 53,97 | 21/1/2009 | 55,98 | 57 | 59,21 | -40,79% |
| Itaú Valor Ações FI | 52,50 | 10/3/2009 | 55,25 | 89 | 91,79 | -8,21% |
| Bradesco FIA Vale do Rio Doce | 50,20 | 21/1/2009 | 51,27 | 57 | 77,08 | -22,92% |
| Bradesco FIA Petrobras | 55,17 | 21/1/2009 | 57,36 | 57 | 61,82 | -38,18% |
| Bradesco Prime FIC de FIA Dividendos | 67,70 | 24/11/2008 | 69,03 | 17 | 100,53 | 0,53% |
| BB Ações Vale do Rio Doce | 49,92 | 21/1/2009 | 50,96 | 57 | 76,12 | -23,88% |
| BB Ações Petrobrás | 54,15 | 2/1/2009 | 58,09 | 44 | 61,88 | -38,12% |
| BB Ações Dividendos | 66,69 | 4/12/2008 | 67,06 | 25 | 102,43 | 2,43% |

A Tabela 3 demonstra que os fundos de Ações foram os mais prejudicados da amostra, se compararmos com as Tabelas 1 e 2, possuindo somente duas rentabilidades positivas no período apurado (02/01/2008 a 30/06/2010, 30 meses), mas aqui, além das heterogeneidades reveladas no Gráfico 3, percebe-se um fundo de cada banco (Itaú Valor Ações FI, Bradesco Prime FIC de FIA Dividendos e BB Ações Dividendos) com um desempenho bem superior aos demais fundos de ações.

Com esses dados expostos, considera-se o primeiro e o segundo objetivos específicos desta pesquisa alcançados ao, analisando as rentabilidades dos fundos que compõem a amostra, demonstrar que ocorreram comportamentos diversos dentro das mesmas categorias de fundos de investimentos, quando estes foram expostos à crise econômica do *Subprime*, uma crise de caráter global.

3.2 COMPOSIÇÃO DO PORTFÓLIO DE INVESTIMENTOS DOS FUNDOS DISCORDANTES

Nesta subseção serão apresentadas as composições dos portfólios de investimentos dos fundos com comportamentos divergentes dos demais em uma mesma categoria, Renda Fixa, Multimercado e Ações.

Como já apresentado no Capítulo 2, os ativos que receberam aplicações destes fundos foram divididos em 11 categorias, a saber: 1 – Bancos, 2 – Indústrias de Bens de Capital, 3 – Indústrias de Bens de Consumo e Serviços, 4 – Companhias Energéticas, 5 – Títulos Públicos e Operações Compromissadas com o governo, 6 – Depósitos a Prazo e Outros Títulos de IF, 7- Mercado Futuro, 8 – Companhias de Telecomunicações, 9 – Companhias Mineradoras e Siderúrgicas, 10 – Companhias relacionadas à Construção Civil, 11 – Outros.

3.2.1 Composição dos Fundos de Renda Fixa

Verificando a composição dos fundos de Renda Fixa estudados pode-se notar algumas peculiaridades: os três fundos do Bradesco aplicam em cotas do mesmo fundo de investimento,

ou seja, possuem a mesma composição de ativos investidos (Tabela 11, anexo). Isso explicaria a semelhança entre as formas das suas séries no Gráfico 1, acima, melhor visualizada através da comparação entre os fundos Bradesco FIC Renda Fixa Marte e Bradesco FIC Renda Fixa Mercúrio, visto que a série do Bradesco Prime Renda Fixa Plus aparece no referido gráfico sob duas outras séries. Porém, a diferença de rentabilidade entre os três fundos possui outro fator não detectado na análise das composições.

Além disso, é interessante ressaltar a diferença de composição entre os seis fundos que demonstraram menor abalo com a crise e os três fundos que receberam um maior impacto, mas, como já identificado na análise dos retornos, conseguiram se recuperar satisfatoriamente: os fundos do Itaú. Percebe-se claramente que os três fundos aplicavam uma quantia consideravelmente menor na categoria 6 – Depósitos a Prazo e Outros Títulos de IF, o que foi modificado durante o período analisado ao reduzir principalmente as aplicações na Categoria 5 – Títulos Públicos e Operações Compromissadas com o Governo, que no início do período estava superior aos fundos dos demais bancos. Essa pequena modificação da composição, tornando os fundos do Itaú mais semelhantes aos demais fundos, parece ser a causa de sua rápida recuperação após o pico da crise (veja Tabelas 4 e 5 abaixo).

Os três fundos do Banco do Brasil apresentam portfólios semelhantes, com pequenas variações, o que leva a crer que da mesma forma que os fundos do Bradesco, a diferença de rentabilidade deve ter a causa em outro fator não detectável somente pela análise de composição da carteira de investimentos dos mesmos (Tabelas 12, 13 e 14 anexo).

O fundo Itaú Personnalité Maxime Renda Fixa FICFI investiu, no período apurado, no mínimo 96,7% de seu patrimônio líquido e o fundo Super Premium Renda Fixa PRS FICFI investiu, no mesmo período, no mínimo 97,3% de seu patrimônio líquido no fundo ITAÚ FRANCÊS RENDA FIXA – FUNDO DE INVESTIMENTO – CNPJ 00.832.407/0001-85, cuja composição no período é apresentada na Tabela 4, abaixo e corresponde aproximadamente a composição destes fundos.

Tabela 4 – Composição do Itaú Francês Renda Fixa FI 08/2008 a 01/2009

| Período a ser analisado a composição 08/2008 a 01/2009 | ago/08 | set/08 | out/08 | nov/08 | dez/08 | jan/09 | Média |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 -Bancos | 4,18 | 4,21 | 4,19 | 10,13 | 10,44 | 10,05 | 7,20 |
| 2 - Indústrias de Bens de Capital | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3 - Indústrias de Bens de Consumo e Serviços | 0,46 | 0,43 | 0,44 | 0,45 | 0,46 | 0,45 | 0,45 |
| 4 - Companhias Energéticas | 4,24 | 4,12 | 4,53 | 4,85 | 4,94 | 4,54 | 4,54 |
| 5 - Títulos Públicos e Operações Compromissadas com o governo | 61,14 | 57,39 | 55,20 | 50,28 | 53,13 | 57,35 | 55,75 |
| 6 - Depósitos a Prazo e Outros Títulos de IF | 18,19 | 22,42 | 28,85 | 27,69 | 24,38 | 21,36 | 23,81 |
| 7 - Mercado Futuro | 0 | 0 | 0,07 | 0 | 0 | 0 | 0,01 |
| 8 - Companhias de Telecomunicação | 1,78 | 1,74 | 1,96 | 2,00 | 1,97 | 1,87 | 1,88 |
| 9 - Companhias Mineradoras e Siderúrgicas | 1,42 | 1,44 | 1,57 | 1,50 | 1,43 | 1,38 | 1,46 |
| 10 - Companhias relacionadas a Construção Civil | 5,67 | 5,34 | 0 | 0 | 0,07 | 0,07 | 1,86 |
| 11 - Outros | 2,94 | 2,94 | 3,11 | 3,20 | 3,24 | 2,89 | 3,05 |
| Soma | 100,02 | 100,03 | 99,91 | 100,10 | 100,07 | 100,03 | 100,03 |

Com uma modificação semelhante nas categorias aplicadas o Itaú Super RF tem sua composição no período apresentada na Tabela 5, abaixo.

Tabela 5 - Composição do Itaú Super RF 08/2008 a 01/2009

| Período a ser analisado a composição 08/2008 a 01/2009 | ago/08 | set/08 | out/08 | nov/08 | dez/08 | jan/09 | Média |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 -Bancos | 4,079 | 3,31 | 3,43 | 5,16 | 5,54 | 5,45 | 4,49 |
| 2 - Indústrias de Bens de Capital | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3 - Indústrias de Bens de Consumo e Serviços | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 4 - Companhias Energéticas | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 5 - Títulos Públicos e Operações Compromissadas com o governo | 62,23 | 55,67 | 56,47 | 50,83 | 56,02 | 63,61 | 57,47 |
| 6 - Depósitos a Prazo e Outros Títulos de IF | 25,18 | 33,32 | 35,27 | 38,00 | 31,00 | 23,60 | 31,06 |
| 7 - Mercado Futuro | 0 | 0,01 | 0,03 | 0 | 0 | 0 | 0,01 |
| 8 - Companhias de Telecomunicação | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 9 - Companhias Mineradoras e Siderúrgicas | 2,90 | 2,65 | 4,78 | 6,00 | 7,48 | 7,34 | 5,19 |
| 10 - Companhias relacionadas a Construção Civil | 5,56 | 5,07 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1,77 |
| 11 - Outros | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Soma | 99,96 | 100,03 | 99,98 | 100,00 | 100,03 | 100,01 | 100,00 |

3.2.2 Composição dos Fundos Multimercado

No caso dos fundos multimercado foram identificados dois fundos com comportamentos bem diversos dos demais: Bradesco FIC Multimercado Golden Profit Dinâmico e Bradesco FIC Multimercado Golden Profit Moderado, ambos com desempenho bem inferior aos demais, tanto na rentabilidade quanto na fragilidade com que responderam à chegada da crise no Brasil.

Nestes dois casos, o que foi percebido foi a diferença não nas categorias de investimentos, mas na forma como foram investidos os recursos (pode-se perceber que em algumas tabelas de composição neste trabalho, existe uma linha extra denominada ações, que contém o percentual de aplicações em ações, independentemente da categoria). A maioria das aplicações em empresas são na forma de debêntures e operações compromissadas em quase todos os fundos da amostra. Entretanto, os dois fundos com pior desempenho apresentavam um percentual alto de investimentos em ações: efetuando os cálculos e ponderações devido às aplicações destes fundos analisados ocorrerem em cotas de mais de um fundo, chega-se aos percentuais de 26,76% do patrimônio líquido em média de aplicações na forma de ações para o Bradesco FIC Multimercado Golden Profit Dinâmico e 13,31% do patrimônio líquido em média de aplicações na forma de ações para o Bradesco FIC Multimercado Golden Profit Moderado. Verifique nas Tabelas 6 e 7, abaixo.

Como forma de comparação efetiva esses percentuais médios são 1,07% do patrimônio líquido para os fundos Itaú K2 Multimercado FI e Personnalité K2 e 0% para os demais fundos da amostra original (Tabela 16, anexo).

Já os fundos de maior rentabilidade (fundos do Itaú) apresentaram uma menor “pulverização” de seus investimentos, este é o único dado mais significativo que talvez tenha interferido em seus desempenhos que pode ser visualizado através deste estudo de composição de investimentos, e é provável que não seja o único fator a contribuir para o resultado final (Tabelas 15 e 16 anexo).

Nas Tabelas 18, 19 e 30 anexas podem ser conferidas as composições dos fundos do Banco do Brasil Multimercado.

Tabela 6 - Bradesco FIC Multimercado Golden Profit Dinâmico - Composição Ponderada 08/2008 a 01/2009

| Período a ser analisado a composição 08/2008 a 01/2009 | ago/08 | set/08 | out/08 | nov/08 | dez/08 | jan/09 | Média |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 - Bancos | 6,79 | 5,76 | 6,03 | 6,39 | 5,55 | 4,57 | 5,85 |
| 2 - Indústrias de Bens de Capital | 0,81 | 0,65 | 0,66 | 0,43 | 0,61 | 0,50 | 0,61 |
| 3 - Indústrias de Bens de Consumo e Serviços | 3,68 | 3,28 | 3,43 | 3,46 | 3,44 | 3,35 | 3,44 |
| 4 - Companhias Energéticas | 9,04 | 7,94 | 7,65 | 7,13 | 7,39 | 7,46 | 7,77 |
| 5 - Títulos Públicos e Operações Compromissadas com o governo | 62,92 | 69,85 | 68,90 | 69,78 | 69,78 | 70,32 | 68,59 |
| 6 - Depósitos a Prazo e Outros Títulos de IF | 1,09 | 1,12 | 1,27 | 0,72 | 1,12 | 1,13 | 1,08 |
| 7 - Mercado Futuro | 0,00 | 0,01 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | -0,01 | 0,00 |
| 8 - Companhias de Telecomunicação | 2,68 | 2,18 | 2,76 | 2,76 | 1,86 | 1,85 | 2,35 |
| 9 - Companhias Mineradoras e Siderúrgicas | 8,92 | 6,43 | 6,09 | 6,19 | 6,91 | 7,55 | 7,01 |
| 10 - Companhias relacionadas a Construção Civil | 1,36 | 1,11 | 1,01 | 0,76 | 1,04 | 1,05 | 1,06 |
| 11 - Outros | 2,76 | 1,69 | 2,20 | 2,38 | 2,31 | 2,22 | 2,26 |
| Soma | 100,06 | 100,01 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,01 |
| Ações | 32,30 | 26,15 | 26,09 | 25,51 | 25,17 | 25,36 | 26,76 |

Tabela 7 - Bradesco FIC Multimercado Golden Profit Moderado - Composição Ponderada 08/2008 a**01/2009**

| Período a ser analisado a composição 08/2008 a 01/2009 | ago/08 | set/08 | out/08 | nov/08 | dez/08 | jan/09 | Média |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 - Bancos | 2,74 | 2,00 | 1,89 | 2,08 | 1,66 | 1,40 | 1,96 |
| 2 - Indústrias de Bens de Capital | 0,42 | 0,31 | 0,29 | 0,18 | 0,26 | 0,20 | 0,28 |
| 3 - Indústrias de Bens de Consumo e Serviços | 2,01 | 1,66 | 1,65 | 1,69 | 1,62 | 1,51 | 1,69 |
| 4 - Companhias Energéticas | 5,01 | 4,04 | 3,70 | 3,49 | 3,49 | 3,38 | 3,85 |
| 5 - Títulos Públicos e Operações Compromissadas com o governo | 81,35 | 86,46 | 86,91 | 86,91 | 87,48 | 87,99 | 86,18 |
| 6 - Depósitos a Prazo e Outros Títulos de IF | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 7 - Mercado Futuro | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 8 - Companhias de Telecomunicação | 1,46 | 1,09 | 1,32 | 1,33 | 0,86 | 0,82 | 1,15 |
| 9 - Companhias Mineradoras e Siderúrgicas | 4,96 | 3,28 | 2,95 | 3,04 | 3,27 | 3,42 | 3,48 |
| 10 - Companhias relacionadas a Construção Civil | 0,66 | 0,48 | 0,40 | 0,28 | 0,42 | 0,41 | 0,44 |
| 11 - Outros | 1,39 | 0,68 | 0,89 | 1,00 | 0,95 | 0,87 | 0,96 |
| Soma | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |
| Ações | 17,95 | 13,33 | 12,65 | 12,51 | 11,90 | 11,50 | 13,31 |

3.2.3 Composição dos Fundos de Ações

Quanto aos fundos de ações, os que se saíram melhor foram os de carteira mais diversificada, o que, teoricamente reduz parte do risco da aplicação, aqueles com pior desempenho, investiam praticamente todo o patrimônio líquido em um único ativo (Vale ou Petrobrás).

Também verifica-se que o pior dos melhores fundos em rentabilidade e em sensibilidade a chegada da crise, Itaú Valor Ações FI, tem um portfólio diferente dos outros dois, ao aplicar consideravelmente menos nas categorias 2- Indústrias de Bens de Capital, 4 – Companhias Energéticas e 8 – Companhias de Telecomunicações, e também ao investir menos na forma de ações, optando por outras formas de aplicações como debêntures e operações compromissadas.

O fundo Itaú Valor Ações FI tem sua composição apresentada na Tabela 8, abaixo:

Tabela 8 - Composição do Itaú Valor Ações FI 08/2008 a 01/2009

| Período a ser analisado a composição 08/2008 a 01/2009 | ago/08 | set/08 | out/08 | nov/08 | dez/08 | jan/09 | Média |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 -Bancos | 18,72 | 18,69 | 8,31 | 13,64 | 12,54 | 15,91 | 14,64 |
| 2 - Indústrias de Bens de Capital | 2,78 | 2,42 | 1,48 | 0 | 0 | 0 | 1,11 |
| 3 - Indústrias de Bens de Consumo e Serviços | 4,09 | 14,68 | 13,54 | 15,33 | 11,54 | 8,38 | 11,26 |
| 4 - Companhias Energéticas | 26,05 | 30,56 | 27,90 | 21,09 | 23,93 | 20,11 | 24,94 |
| 5 - Títulos Públicos e Operações Compromissadas com o governo | 4,71 | 5,25 | 2,66 | 4,30 | 11,78 | 12,05 | 6,79 |
| 6 - Depósitos a Prazo e Outros Títulos de IF | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 7 - Mercado Futuro | 0 | 0 | 0 | 0,09 | 0 | 0 | 0,01 |
| 8 - Companhias de Telecomunicação | 0,92 | 0,13 | 0 | 5,70 | 4,86 | 5,37 | 2,83 |
| 9 - Companhias Mineradoras e Siderúrgicas | 16,69 | 8,80 | 15,57 | 6,90 | 16,70 | 17,67 | 13,72 |
| 10 - Companhias relacionadas a Construção Civil | 8,12 | 4,18 | 3,10 | 0 | 0 | 0 | 2,57 |
| 11 - Outros | 17,92 | 15,31 | 27,41 | 32,95 | 18,64 | 20,51 | 22,12 |
| Soma | 100,00 | 100,01 | 99,98 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |
| Ações | 76,54 | 78,86 | 81,83 | 66,56 | 70,41 | 71,16 | 74,23 |

Já o Bradesco Prime FIC de FIA Dividendos investiu, no período apurado, no mínimo 98,76% do patrimônio líquido no fundo BRADESCO FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES DIVIDENDOS - CNPJ 06.916.384/0001-73, cuja composição no período é apresentada na Tabela 9 abaixo e representa a composição do fundo estudado.

Tabela 9 - Composição do Bradesco Prime FIC de FIA Ações Dividendos 08/2008 a 01/2009

| Período a ser analisado a composição 08/2008 a 01/2009 | ago/08 | set/08 | out/08 | nov/08 | dez/08 | jan/09 | Média |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 - Bancos | 6,36 | 7,53 | 10,08 | 10,14 | 10,63 | 9,49 | 9,04 |
| 2 - Indústrias de Bens de Capital | 7,05 | 4,54 | 4,71 | 4,09 | 4,26 | 4,93 | 4,93 |
| 3 - Indústrias de Bens de Consumo e Serviços | 6,83 | 5,92 | 6,16 | 6,27 | 8,39 | 9,99 | 7,26 |
| 4 - Companhias Energéticas | 30,31 | 34,20 | 37,84 | 36,98 | 35,61 | 32,22 | 34,53 |
| 5 - Títulos Públicos e Operações Compromissadas com o governo | 4,74 | 5,90 | 3,82 | 9,15 | 3,93 | 3,96 | 5,25 |
| 6 - Depósitos a Prazo e Outros Títulos de IF | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 7 - Mercado Futuro | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 8 - Companhias de Telecomunicação | 11,88 | 12,37 | 14,73 | 15,57 | 16,01 | 14,72 | 14,21 |
| 9 - Companhias Mineradoras e Siderúrgicas | 15,03 | 9,17 | 6,87 | 4,40 | 5,65 | 6,86 | 7,99 |
| 10 - Companhias relacionadas a Construção Civil | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 11 - Outros | 17,80 | 20,38 | 15,79 | 13,39 | 15,51 | 17,83 | 16,78 |
| Soma | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |
| Ações | 91,83 | 87,30 | 92,80 | 89,23 | 92,38 | 92,82 | 91,06 |

Por fim, o BB Ações Dividendos investiu, no período apurado, 100,00% do patrimônio líquido no fundo BB TOP AÇÕES DIVIDENDOS FUNDO DE INVESTIMENTO - CNPJ 05.100.230/0001-46, cuja composição no período é apresentada na Tabela 10 abaixo e representa a composição do fundo estudado.

Tabela 10 - Composição do BB Ações Dividendos 08/2008 a 01/2009

| Período a ser analisado a composição 08/2008 a 01/2009 | ago/08 | set/08 | out/08 | nov/08 | dez/08 | jan/09 | Média |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 - Bancos | 5,38 | 4,55 | 3,11 | 7,25 | 7,69 | 8,25 | 6,04 |
| 2 - Indústrias de Bens de Capital | 8,41 | 7,09 | 6,56 | 2,34 | 2,13 | 1,43 | 4,66 |
| 3 - Indústrias de Bens de Consumo e Serviços | 8,50 | 7,92 | 8,61 | 8,79 | 8,74 | 8,93 | 8,58 |
| 4 - Companhias Energéticas | 30,05 | 37,56 | 39,53 | 36,34 | 31,47 | 31,59 | 34,42 |
| 5 - Títulos Públicos e Operações Compromissadas com o governo | 1,85 | 1,46 | 2,39 | 5,36 | 6,79 | 7,54 | 4,23 |
| 6 - Depósitos a Prazo e Outros Títulos de IF | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 7 - Mercado Futuro | -0,03 | 0,16 | 0 | 0,03 | 0,01 | -0,06 | 0,02 |
| 8 - Companhias de Telecomunicação | 9,94 | 11,61 | 15,50 | 15,69 | 16,04 | 15,92 | 14,12 |
| 9 - Companhias Mineradoras e Siderúrgicas | 26,02 | 21,76 | 18,55 | 18,37 | 18,83 | 18,71 | 20,37 |
| 10 - Companhias relacionadas a Construção Civil | 3,72 | 1,96 | 1,84 | 2,14 | 2,27 | 2,39 | 2,39 |
| 11 - Outros | 6,14 | 5,93 | 3,91 | 3,68 | 6,03 | 5,30 | 5,17 |
| Soma | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |
| Ações | 94,66 | 93,31 | 97,00 | 95,61 | 92,84 | 92,60 | 94,33 |

Itaú Petrobrás Ações FI, Bradesco FIA Petrobrás e BB Ações Petrobrás aplicaram quase que a totalidade de seus patrimônios líquidos em ações da Petrobrás (mais de 96,92%, 93,22% e 96,82% respectivamente).

Itaú Ações Vale FI, Bradesco FIA Vale do Rio Doce e BB Ações Vale do Rio Doce aplicaram quase que a totalidade de seus patrimônios líquidos em ações da Vale (mais de 99,30%, 95,85% e 99,76% respectivamente).

Com esses dados expostos, considera-se o terceiro objetivo específico desta pesquisa alcançado ao demonstrar que aos comportamentos diversos, já identificados anteriormente, estavam relacionados diferenças e alterações nas composições do portfólio de investimento dos fundos quando estes foram expostos à crise econômica do *Subprime*.

3.3 MEDIDAS A SEREM ADOTADAS EM PERÍODOS DE CRISE ECONÔMICA

Esta pesquisa verificou que os fundos que investiram grande parte de sua carteira em ações, foram os mais prejudicados, tanto os dois fundos multimercado do Bradesco, quanto os fundos de ações. Como os bancos não deixarão de oferecer a opção dos fundos de ações, para aquele público que tem perfil para correr riscos e prefere investir em renda variável, pode-se propor para estes investidores, quando ocorrerem períodos de crise econômica, que transfiram seus investimentos para fundos de ações que apliquem em uma carteira mais diversificada, e não em um único setor ou empresa. Esta diversificação da composição protege o investimento do risco não-sistêmico, o que faz com que o fundo receba o impacto da crise, mas evita que perca muito com a subvalorização de uma única empresa ou setor durante os pânicos que ocorrem em crises econômicas, que fazem com que as pessoas procurem se afastar do mercado financeiro e seus riscos vendendo ações abaixo do preço. Além disso, alguns dos fundos estudados aplicam em empresas que pagam dividendos e o recebimento destes podem ter reduzido o impacto da crise.

Os fundos que melhor rentabilidade alcançaram no período estudado são os fundos de multimercado que evitaram aplicar na forma de ações e se valeram de aplicações em debêntures e operações compromissadas para investir em empresas. Dessa forma, atuaram diversificando a carteira com um pouco mais de risco por um lado, mas com possibilidade de bons retornos, e por outro sem esquecer de proteger o investimento aplicando uma grande fatia em títulos públicos e operações compromissadas com o governo, e também em depósitos a prazo e outros títulos de instituições financeiras. Esta parece ter sido a receita dos fundos multimercado que sofreram pouco com a crise e mantiveram um retorno satisfatório para o tipo de investimento.

Além disso, os fundos de renda fixa aplicaram de forma semelhante e obtiveram uma rentabilidade razoável e uma proteção efetiva para os abalos da crise. Esta constatação fica como sugestão para os administradores de fundos: reduzir aplicações na forma de ações, diversificar a carteira de forma a reduzir o risco diversificável e proteger o fundo com ativos mais seguros, como os títulos públicos e operações compromissadas com o governo. Entretanto, sabe-se que os administradores de fundos encontram dificuldades para realizar grandes mudanças de portfólio de investimentos em tempo hábil para evitar perdas, visto que todo fundo possui um regulamento. Este regulamento determina as porcentagens mínimas e/ou máximas de recursos aplicados em alguns tipos de ativos e para modificá-las, normalmente exige assembleias de cotistas, o que torna a administração de fundos, de certa forma, engessada. Quanto a esse aspecto, sugere-se verificar se o regulamento do fundo não está dificultando a administração do mesmo e reduzindo sua rentabilidade, modificando-o se necessário, cumprindo todas as exigências legais para tanto.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O grande desafio para administradores é gerir recursos minimizando riscos e aumentando retornos. Os grandes beneficiados pelo crescente número de pesquisas que envolve o mercado de capitais são os investidores, tanto pessoas jurídicas que aplicam seus excedentes no mercado financeiro, buscando diversificar seu próprio risco, quanto as pessoas físicas que procuram investir pelos mais diversos motivos, e os administradores de fundos, que acabam por possuir melhores ferramentas para exercer sua função.

Este trabalho buscou investigar qual foi o impacto da crise do *Subprime* na rentabilidade dos fundos de investimento dos três maiores bancos do Brasil, verificando como eles reagiram a este pânico que atingiu o mercado econômico mundial.

O método encontrado para o alcance dos objetivos traçados, conforme já descrito nos Capítulos 2 e 3, foi selecionar os fundos para uma amostra; coletar e tabular os dados de suas cotas; comparar as respostas dos fundos por tipo (Renda Fixa, Multimercado e Ações); coletar, tabular e categorizar o portfólio de investimentos destes fundos (composição); e buscar, com esses dados, compreender o porquê de alguns fundos reagirem de forma diferente a um mesmo estímulo externo. Durante a coleta e tabulação de dados foram encontradas algumas dificuldades, como a instabilidade do site da CVM, fonte dos dados, estimativas subvalorizadas da quantidade de dados que seriam gerados e da mão de obra operacional necessária para a pesquisa. Contudo, os objetivos foram alcançados e geraram resultados já esperados, ou seja, foram identificadas diferenças de rentabilidade e de composição entre os fundos estudados durante o período da crise.

Uma das conclusões a que se chegou é que o investimento em ações é extremamente vulnerável a uma crise econômica destas proporções, o que foi comprovado ao encontrar-se as maiores instabilidade e as piores rentabilidades nos fundos que aplicavam mais na forma de ações se comparados com aqueles que não aplicavam. Outra conclusão é que títulos públicos e operações com o governo, além de depósitos a prazo e outros títulos de instituições financeiras, são capazes de proteger os recursos investidos, algo, talvez, impensável anteriormente à estabilidade econômica alcançada nos últimos anos no Brasil, o que aumentou a confiança na

capacidade do governo de pagar suas contas e permitiu aos bancos e instituições financeiras lucros crescentes após um período de redução de *spread*.

Se este fato pode ser interpretado de forma positiva, também pode denotar uma relativa imaturidade de nosso mercado de ações, que sofre abalos significativos ao menor sinal de tempestades no horizonte. Também podemos interpretar este resultado, de uma forma um pouco ousada, como parte de nossa herança cultural de creditar ao estado a capacidade de resolver os problemas, sendo esta crença manifestada no fato de os fundos citados não haverem apresentado abalos tão significativos. De qualquer forma, a pesquisa permite, especialmente de uma forma qualitativa, muitas outras possibilidades de análise, mostrando ter o projeto uma capacidade de aplicação de muito do conhecimento desenvolvido no decorrer do curso.

As limitações desta pesquisa incluem uma amostra pequena em relação a totalidade de fundos de investimento no Brasil e no mundo, prováveis erros na categorização de alguns ativos nos quais os fundos investiram, além da possível presença de outros fatores que afetaram o comportamento dos fundos, não identificados na análise da composição dos mesmos. Além disso, os resultados encontrados dizem respeito ao período e a amostra estudados, não podendo ser generalizados.

Para novos estudos sugere-se uma amostra maior, com uma análise quantitativa utilizando-se de ferramentas estatísticas mais elaboradas, incluir outras categorias de fundos, repetir o estudo em outros cenários econômicos: crises causadas por outros tipos de “manias”, estabilidade econômica, hiperinflação, deflação, etc.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 3ª ed. 3ª reimp. São Paulo: Atlas, 2008.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Boletim ANBIMA. Ano V, nº 51, Julho/2010**. Disponível em: www.anbima.com.br/publicacoes/arqs/bol-fi_051.pdf, acesso em 31 de Julho de 2010a.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Boletim ANBIMA. Ano V, nº 50, Junho/2010**. Disponível em: http://www.anbima.com.br/publicacoes/arqs/bol-fi_050.pdf acesso em 31 de Julho de 2010b.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Boletim ANBIMA. Ano V, nº 49, Maio/2010**. Disponível em: www.anbima.com.br/publicacoes/arqs/bol-fi_049.pdf, acesso em 31 de Julho de 2010c.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Boletim ANBIMA. Ano V, nº 48, Abril/2010**. Disponível em: www.anbima.com.br/publicacoes/arqs/bol-fi_048.pdf, acesso em 31 de Julho de 2010d.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Boletim ANBIMA. Ano V, nº 47, Março/2010**. Disponível em: www.anbima.com.br/publicacoes/arqs/bol-fi_047.pdf, acesso em 31 de Julho de 2010e.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Boletim ANBIMA. Ano V, nº 46, Fevereiro/2010**. Disponível em: www.anbima.com.br/publicacoes/arqs/bol-fi_046.pdf, acesso em 31 de Julho de 2010f.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Boletim ANBIMA. Ano V, nº 45, Janeiro/2010**. Disponível em: www.anbima.com.br/publicacoes/arqs/bol-fi_045.pdf, acesso em 31 de Julho de 2010g.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. Sítio Eletrônico. Disponível em www.anbima.com.br, acesso em 31 de Julho de 2010h.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO. Sítio Eletrônico, disponível em www.anbid.com.br, acesso em 31 de Julho de 2010.

BANCO BRADESCO S.A. Sítio Eletrônico, disponível em www.bradesco.com.br, acesso em 31 de Julho de 2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Sítio Eletrônico, disponível em www.bcb.gov.br, acesso 31 de Julho de 2010.

BANCO DO BRASIL S.A. Sítio Eletrônico, disponível em www.bb.com.br, acesso em 31 de Julho de 2010.

BANCO ITAÚ S.A. Sítio Eletrônico, disponível em www.itaub.com.br, acesso em 31 de Julho de 2010.

BERSTEIN, Peter L. **Desafio aos deuses: a fascinante história do risco**. Rio de Janeiro: Campus 1997. Tradução Ivo Korytowski.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Crise e recuperação da confiança. **Revista de Economia Política**, vol. 29, nº 1 (113), pp. 133-134, janeiro-março/2009.

CHANCELLOR, Edward. **Salve-se quem puder: uma história da especulação financeira**. São Paulo: Companhia das Letras, 2001. Tradução Laura Teixeira Motta.

CINTRA, Marcos Antônio Macedo; Fahri, Maryse. **A crise financeira e o global shadow banking system**. Novos estudos - CEBRAP nº 82 São Paulo Nov. 2008. Disponível em http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-33002008000300002, acesso em 31 de Julho de 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Sítio Eletrônico, disponível em www.cvm.gov.br, acesso em 31 de Julho de 2010.

COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS. **Mercado de capitais: o que é, como funciona**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

FRIEDMAN, Thomas. **O mundo é plano: Uma breve história do século XXI**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2005. Tradução Cristiana e S. Duarte

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: Produtos e Serviços**. 17ª Ed. Ver e atual. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.

GALBRAITH, John Kenneth. **The great crash: 1929**. New York: Mariner Books, 1997.

GIL, Antonio Carlos. Como elaborar projetos de pesquisa. 4ª Ed. São Paulo: Atlas 2002

HUBERMAN, Leo. **História da Riqueza do Homem**. Rio de Janeiro: Guanabara Koogan S.A., 1986. 21ª Edição Revista.

KINDLEBERGER, Charles P. ; ALIBER, Robert Z. **Da euforia ao pânico: uma história das crises financeiras**. São Paulo: Gente, 2009. Tradução Leonardo Abramowicz.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W. ; JORDAN, B. D. **Princípios de administração financeira**. 2ª Ed, 7ª reimpressão. São Paulo: Atlas, 2008. Tradução Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi. Revisão Técnica Antônio Zoratto Sanvicente.

SILVA, José Pereira da. **Gestão e análise de risco de crédito**. 2ª Ed.- São Paulo: Atlas, 1998.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. Entendendo a Crise do Subprime. **BNDES: Visão do desenvolvimento**. Nº 44, 18 de Janeiro de 2008.

O fundo BB Renda Fixa LP 90 Mil investiu, no período apurado, 53% de seu patrimônio líquido no fundo BB TOP RF MODERADO FUNDO DE INVESTIMENTO RENDA FIXA LONGO PRAZO – CNPJ 01.608.572/0001-10 e 47% de seu patrimônio líquido no fundo BB TOP RF ARROJADO FUNDO DE INVESTIMENTO RENDA FIXA LONGO PRAZO – CNPJ 03.389.374/0001-39, cujas composições no período são apresentadas nas Tabelas 12 e 36, respectivamente, abaixo. Ponderando as aplicações nos dois fundos foi confeccionada a Tabela 13, abaixo, que representa a composição deste fundo.

Tabela 13 - BB Renda Fixa LP 90 Mil - Composição Ponderada 08/2008 a 01/2009

| Período a ser analisado a composição 08/2008 a 01/2009 | ago/08 | set/08 | out/08 | nov/08 | dez/08 | jan/09 | Média |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 1 - Bancos | 5,08 | 5,23 | 4,96 | 5,04 | 5,21 | 5,29 | 5,14 |
| 2 - Indústrias de Bens de Capital | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 3 - Indústrias de Bens de Consumo e Serviços | 3,10 | 2,14 | 2,56 | 2,52 | 1,58 | 1,56 | 2,24 |
| 4 - Companhias Energéticas | 3,05 | 3,07 | 2,29 | 2,40 | 2,43 | 2,47 | 2,62 |
| 5 - Títulos Públicos e Operações Compromissadas com o governo | 53,70 | 53,57 | 53,52 | 52,51 | 52,66 | 52,22 | 53,03 |
| 6 - Depósitos a Prazo e Outros Títulos de IF | 29,64 | 30,58 | 32,10 | 32,87 | 33,43 | 33,75 | 32,06 |
| 7 - Mercado Futuro | 0,00 | 0,02 | 0,00 | 0,01 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 8 - Companhias de Telecomunicação | 2,55 | 2,53 | 2,78 | 2,86 | 2,88 | 2,94 | 2,76 |
| 9 - Companhias Mineradoras e Siderúrgicas | 1,10 | 1,10 | 1,12 | 1,12 | 1,13 | 1,14 | 1,12 |
| 10 - Companhias relacionadas a Construção Civil | 0,17 | 0,13 | 0,18 | 0,19 | 0,18 | 0,19 | 0,17 |
| 11 - Outros | 1,60 | 1,63 | 0,46 | 0,48 | 0,49 | 0,45 | 0,85 |
| Soma | 100,00 | 100,00 | 99,98 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 99,99 |

O fundo BB Renda Fixa 25 Mil investiu, no período apurado, 100% de seu patrimônio líquido no fundo BB TOP RF C FUNDO DE INVESTIMENTO DE RENDA FIXA – CNPJ 06.006.071/0001-88, cuja composição no período é apresentada na Tabela 14, abaixo, e representa a composição do fundo estudado .

Tabela 14 - Composição do BB Renda Fixa 25 Mil 08/2008 a 01/2009

| Período a ser analisado a composição 08/2008 a 01/2009 | ago/08 | set/08 | out/08 | nov/08 | dez/08 | jan/09 | Média |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 - Bancos | 2,84 | 2,91 | 2,56 | 2,62 | 2,74 | 2,78 | 2,74 |
| 2 - Indústrias de Bens de Capital | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3 - Indústrias de Bens de Consumo e Serviços | 5,92 | 3,30 | 4,79 | 5,79 | 2,88 | 2,88 | 4,26 |
| 4 - Companhias Energéticas | 2,26 | 2,31 | 0,47 | 0,49 | 0,51 | 0,52 | 1,09 |
| 5 - Títulos Públicos e Operações Compromissadas com o governo | 55,79 | 57,44 | 57,60 | 54,56 | 53,76 | 55,23 | 55,73 |
| 6 - Depósitos a Prazo e Outros Títulos de IF | 28,52 | 29,36 | 30,37 | 32,21 | 35,61 | 34,09 | 31,69 |
| 7 - Mercado Futuro | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 8 - Companhias de Telecomunicação | 2,82 | 2,82 | 2,16 | 2,26 | 2,30 | 2,36 | 2,45 |
| 9 - Companhias Mineradoras e Siderúrgicas | 1,60 | 1,63 | 1,66 | 1,66 | 1,72 | 1,75 | 1,67 |
| 10 - Companhias relacionadas a Construção Civil | 0,06 | 0,06 | 0,06 | 0,07 | 0,07 | 0,07 | 0,06 |
| 11 - Outros | 0,18 | 0,18 | 0,32 | 0,34 | 0,40 | 0,36 | 0,30 |
| Soma | 99,99 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,03 | 100,00 |

O fundo Capital Performance Fix investiu, no período apurado, 100% de seu patrimônio líquido no fundo PERFORMANCE FIX IB - MULTIMERCADO FUNDO DE INVESTIMENTO - CNPJ 05.380.663/0001-00, cuja composição no período é apresentada na Tabela 15 abaixo, que representa a composição do fundo estudado.

Tabela 15 - Composição do Capital Performance Fix 08/2008 a 01/2009

| Período a ser analisado a composição 08/2008 a 01/2009 | ago/08 | set/08 | out/08 | nov/08 | dez/08 | jan/09 | Média |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 1 - Bancos | 9,53 | 9,55 | 0,74 | 0,74 | 0,93 | 0,91 | 3,73 |
| 2 - Indústrias de Bens de Capital | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3 - Indústrias de Bens de Consumo e Serviços | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 4 - Companhias Energéticas | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 5 - Títulos Públicos e Operações Compromissadas com o governo | 55,63 | 55,63 | 57,31 | 57,53 | 52,60 | 52,12 | 55,13 |
| 6 - Depósitos a Prazo e Outros Títulos de IF | 26,29 | 26,46 | 33,67 | 33,66 | 37,49 | 37,68 | 32,54 |
| 7 - Mercado Futuro | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 8 - Companhias de Telecomunicação | 3,90 | 3,75 | 3,75 | 3,75 | 3,75 | 3,77 | 3,78 |
| 9 - Companhias Mineradoras e Siderúrgicas | 2,65 | 2,66 | 2,66 | 2,51 | 3,14 | 3,15 | 2,79 |
| 10 - Companhias relacionadas a Construção Civil | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 11 - Outros | 2,00 | 1,93 | 1,80 | 1,78 | 2,11 | 2,36 | 1,99 |
| Soma | 100,00 | 99,98 | 99,94 | 99,97 | 100,00 | 99,99 | 99,98 |

O fundo Personnalité K2 investiu, no período apurado, 100% de seu patrimônio líquido no fundo, também pertencente a amostra, ITAÚ K2 MULTIMERCADO - FUNDO DE INVESTIMENTO - CNPJ 01.626.956/0001-66, cuja composição no período é apresentada na Tabela 16 abaixo.

Tabela 16 - Composição do Itaú K2 – Multimercado FI 08/2008 a 01/2009

| Período a ser analisado a composição 08/2008 a 01/2009 | ago/08 | set/08 | out/08 | nov/08 | dez/08 | jan/09 | Média |
|---|---------|--------|---------|--------|--------|---------|------------|
| 1 - Bancos | 0,736 | 0,495 | 0,000 | 0,046 | 0,082 | 0 | 0,2265 |
| 2 - Indústrias de Bens de Capital | 0,169 | 0,031 | 0 | 0,008 | 0,015 | 0 | 0,0371667 |
| 3 - Indústrias de Bens de Consumo e Serviços | 0,000 | 0,095 | 0,000 | 0,063 | 0,079 | 0,173 | 0,0683333 |
| 4 - Companhias Energéticas | -0,351 | -0,157 | 0,000 | 0,136 | 0,182 | 0,089 | -0,0168333 |
| 5 - Títulos Públicos e Operações Compromissadas com o governo | 79,654 | 52,566 | 58,446 | 59,739 | 73,423 | 71,635 | 65,9105 |
| 6 - Depósitos a Prazo e Outros Títulos de IF | 18,960 | 46,330 | 41,299 | 39,367 | 25,805 | 27,885 | 33,274333 |
| 7 - Mercado Futuro | 0,025 | -1,012 | -1,070 | -2,237 | 0 | -1,377 | -0,9451667 |
| 8 - Companhias de Telecomunicação | -0,025 | 0,000 | 0,000 | 0,048 | 0,043 | 0,008 | 0,0123333 |
| 9 - Companhias Mineradoras e Siderúrgicas | 0,294 | 0,447 | 0,000 | 0,115 | 0,163 | 0 | 0,1698333 |
| 10 - Companhias relacionadas a Construção Civil | -0,001 | 0,007 | 0,000 | 0,115 | 0,125 | 0,237 | 0,0805 |
| 11 - Outros | 0,570 | 1,188 | 1,329 | 2,595 | 0,082 | 1,412 | 1,196 |
| Soma | 100,031 | 99,99 | 100,004 | 99,995 | 99,999 | 100,062 | 100,0135 |
| Ações | 2,006 | 1,681 | 0,002 | 0,554 | 0,698 | 1,473 | 1,069 |

O fundo BTG Pactual High Yield Multimercado Private tem sua composição no período apresentada na Tabela 19 abaixo:

Tabela 19 - Composição do BTG Pactual High Yield Multimercado Private 08/2008 a 01/2009

| Período a ser analisado a composição 08/2008 a 01/2009 | ago/08 | set/08 | out/08 | nov/08 | dez/08 | jan/09 | Média |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 - Bancos | 0,55 | 0,62 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0,19 |
| 2 - Indústrias de Bens de Capital | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3 - Indústrias de Bens de Consumo e Serviços | 3,08 | 1,41 | 0,70 | 0,69 | 2,57 | 2,26 | 1,78 |
| 4 - Companhias Energéticas | 2,55 | 4,28 | 5,69 | 3,62 | 4,90 | 4,21 | 4,21 |
| 5 - Títulos Públicos e Operações Compromissadas com o governo | 83,62 | 77,18 | 63,61 | 63,01 | 63,67 | 65,25 | 69,39 |
| 6 - Depósitos a Prazo e Outros Títulos de IF | 10,24 | 18,24 | 29,78 | 30,57 | 25,44 | 23,07 | 22,89 |
| 7 - Mercado Futuro | 0 | -0,02 | 0 | 0 | 0 | -0,01 | 0 |
| 8 - Companhias de Telecomunicação | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 9 - Companhias Mineradoras e Siderúrgicas | 0,34 | 0 | 0 | 2,08 | 3,14 | 3,48 | 1,51 |
| 10 - Companhias relacionadas a Construção Civil | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 11 - Outros | -0,37 | -1,71 | 0,22 | 0,03 | 0,28 | 1,73 | 0,03 |
| Soma | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |

As maiores aplicações do fundo Bradesco FIC Multimercado Golden Profit Dinâmico, no período apurado, ocorreram nos fundos: BRAM FUNDO DE INVESTIMENTO RENDA FIXA GOLDEN PROFIT - CNPJ 04.113.848/0001-88, BRADESCO PRIME FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM AÇÕES INDEX - CNPJ 27.865.070/0001-69, BRADESCO FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES IBOVESPA PLUS - CNPJ 03.394.711/0001-86, BRADESCO FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO DYNAMIC - CNPJ 01.549.381/0001-25, conforme a Tabela 20 abaixo. Além disso, as aplicações minoritárias em outros fundos de investimentos, por serem menos relevantes e para tornar a operacionalização e a compreensão da pesquisa menos trabalhosa, não foram consideradas, apenas foi dividido o percentual não analisado igualmente entre os fundos que receberam maiores aplicações, conforme Tabela 21, e para melhor visualização os dados foram ponderados chegando à composição aproximada do fundo estudado, que é mostrada na Tabela 6, já apresentada.

Tabela 20 – Participação percentual de aplicações do fundo Bradesco FIC Multimercado Golden Profit Dinâmico em cotas de fundos 08/2008 a 01/2009

| Mês | BRAM Golden Profit | Ações Index | Ibovespa Plus | Dynamic | Soma |
|----------|--------------------|-------------|---------------|------------|-----------|
| ago/08 | 51,72 | 13,406 | 12,248 | 6,496 | 83,87 |
| set/08 | 58,339 | 8,207 | 12,25 | 7,368 | 86,164 |
| out/08 | 56,01 | 8,258 | 11,157 | 8,886 | 84,311 |
| nov/08 | 56,762 | 8,321 | 11,255 | 9,237 | 85,575 |
| dez/08 | 57,788 | 8,599 | 11,731 | 9,501 | 87,619 |
| jan/2009 | 57,482 | 7,92 | 12,329 | 9,655 | 87,386 |
| média | 56,35016667 | 9,1185 | 11,82833333 | 8,52383333 | 85,820833 |

Tabela 21 – Participação percentual considerada de aplicações do fundo Bradesco FIC Multimercado Golden Profit Dinâmico em cotas de fundos 08/2008 a 01/2009

| Mês | BRAM Golden Profit | Ações Index | Ibovespa Plus | Dynamic |
|--------|--------------------|-------------|---------------|---------|
| ago/08 | 55,75 | 17,44 | 16,28 | 10,53 |
| set/08 | 61,80 | 11,67 | 15,71 | 10,83 |
| out/08 | 59,93 | 12,18 | 15,08 | 12,81 |
| nov/08 | 60,37 | 11,93 | 14,86 | 12,84 |
| dez/08 | 60,88 | 11,69 | 14,83 | 12,60 |
| jan/09 | 60,64 | 11,07 | 15,48 | 12,81 |
| média | 59,89 | 12,66 | 15,37 | 12,07 |

Segue Tabelas 22, 23, 24 e 25 com as composições destes fundos. Nota-se que o Bradesco Prime Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Ações Index, no período apurado, investiu no mínimo 99,92% de seu patrimônio líquido no fundo BRAM FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES IBOVESPA - CNPJ 05.589.418/0001-08, portanto é a composição deste fundo que é apresentada na Tabela 24.

Tabela 22 - Composição do Bram FI RF Golden Profit 08/2008 a 01/2009

| Período a ser analisado a composição 08/2008 a 01/2009 | ago/08 | set/08 | out/08 | nov/08 | dez/08 | jan/09 | Média |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 - Bancos | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2 - Indústrias de Bens de Capital | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3 - Indústrias de Bens de Consumo e Serviços | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 4 - Companhias Energéticas | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 5 - Títulos Públicos e Operações Compromissadas com o governo | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |
| 6 - Depósitos a Prazo e Outros Títulos de IF | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 7 - Mercado Futuro | 00 | 00 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 8 - Companhias de Telecomunicação | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 9 - Companhias Mineradoras e Siderúrgicas | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 10 - Companhias relacionadas a Construção Civil | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 11 - Outros | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Soma | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |

Tabela 23 - Composição do Bram Fundo de Investimento em Ações Ibovespa 08/2008 a 01/2009

| Período a ser analisado a composição 08/2008 a 01/2009 | ago/08 | set/08 | out/08 | nov/08 | dez/08 | jan/09 | Média |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 - Bancos | 16,17 | 14,22 | 14,32 | 15,83 | 13,24 | 11,63 | 14,23 |
| 2 - Indústrias de Bens de Capital | 2,57 | 1,89 | 2,14 | 0,92 | 2,07 | 1,64 | 1,87 |
| 3 - Indústrias de Bens de Consumo e Serviços | 9,17 | 12,13 | 12,52 | 12,84 | 12,88 | 12,53 | 12,01 |
| 4 - Companhias Energéticas | 26,89 | 28,96 | 28,13 | 26,65 | 27,79 | 27,62 | 27,67 |
| 5 - Títulos Públicos e Operações Compromissadas com o governo | 0,32 | 1,17 | 1,09 | 0,12 | 0,16 | 0,25 | 0,52 |
| 6 - Depósitos a Prazo e Outros Títulos de IF | 0,000 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 7 - Mercado Futuro | 0,000 | 0 | 0 | 0 | 0,02 | -0,01 | 0 |
| 8 - Companhias de Telecomunicação | 7,33 | 7,52 | 8,56 | 10,45 | 6,84 | 6,88 | 7,93 |
| 9 - Companhias Mineradoras e Siderúrgicas | 26,50 | 23,31 | 23,72 | 23,09 | 26,02 | 28,71 | 25,22 |
| 10 - Companhias relacionadas a Construção Civil | 3,55 | 3,41 | 3,01 | 2,14 | 3,32 | 3,37 | 3,13 |
| 11 - Outros | 7,51 | 7,38 | 6,51 | 7,95 | 7,66 | 7,40 | 7,40 |
| Soma | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |
| Ações | 96,33 | 95,47 | 96,25 | 95,14 | 94,81 | 95,37 | 95,56 |

Tabela 24 - Composição do Bradesco FIA Ibovespa Plus 08/2008 a 01/2009

| Período a ser analisado a composição 08/2008 a 01/2009 | ago/08 | set/08 | out/08 | nov/08 | dez/08 | jan/09 | Média |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 1 -Bancos | 12,65 | 14,40 | 14,30 | 15,85 | 13,26 | 11,66 | 13,69 |
| 2 - Indústrias de Bens de Capital | 1,87 | 2,40 | 2,24 | 1,73 | 2,07 | 1,64 | 1,99 |
| 3 - Indústrias de Bens de Consumo e Serviços | 12,70 | 11,79 | 12,50 | 12,85 | 12,91 | 12,56 | 12,55 |
| 4 - Companhias Energéticas | 26,58 | 28,91 | 27,91 | 26,43 | 27,82 | 28,33 | 27,66 |
| 5 - Títulos Públicos e Operações Compromissadas com o governo | 0,57 | 4,13 | 0,83 | 0,58 | 0,04 | 0,22 | 1,06 |
| 6 - Depósitos a Prazo e Outros Títulos de IF | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 7 - Mercado Futuro | 0 | 0 | 0 | 0 | 0,01 | -0,01 | 0 |
| 8 - Companhias de Telecomunicação | 8,37 | 8,01 | 11,08 | 9,91 | 6,86 | 6,783 | 8,5026667 |
| 9 - Companhias Mineradoras e Siderúrgicas | 26,40 | 23,60 | 21,23 | 23,12 | 26,07 | 28,25 | 24,779 |
| 10 - Companhias relacionadas a Construção Civil | 3,55 | 3,45 | 3,00 | 2,15 | 3,32 | 3,381 | 3,1428333 |
| 11 - Outros | 7,30 | 3,30 | 6,91 | 7,38 | 7,62 | 7,195 | 6,6175 |
| Soma | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |
| Ações | 95,21 | 95,53 | 95,28 | 95,27 | 94,97 | 95,60 | 95,31 |

Tabela 25 - Composição do Bradesco FI Multimercado Dynamic 08/2008 a 01/2009

| Período a ser analisado a composição 08/2008 a 01/2009 | ago/08 | set/08 | out/08 | nov/08 | dez/08 | jan/09 | Média |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 -Bancos | 18,16 | 16,98 | 16,60 | 16,69 | 16,12 | 11,55 | 16,02 |
| 2 - Indústrias de Bens de Capital | 0,57 | 0,52 | 0,52 | 0,51 | 0,49 | 0,49 | 0,51 |
| 3 - Indústrias de Bens de Consumo e Serviços | 0,15 | 0,15 | 0,14 | 0,14 | 0,13 | 0,132 | 0,14 |
| 4 - Companhias Energéticas | 0,16 | 0,15 | 0,15 | 0,15 | 0,14 | 0,144 | 0,15 |
| 5 - Títulos Públicos e Operações Compromissadas com o governo | 66,71 | 67,05 | 67,99 | 72,48 | 70,36 | 75,09 | 69,95 |
| 6 - Depósitos a Prazo e Outros Títulos de IF | 10,38 | 10,30 | 9,93 | 5,58 | 8,90 | 8,83 | 8,99 |
| 7 - Mercado Futuro | 0 | 0,06 | -0,02 | -0,03 | -0,04 | -0,03 | -0,01 |
| 8 - Companhias de Telecomunicação | 0,36 | 0,35 | 0,34 | 0,34 | 0,31 | 0,31 | 0,33 |
| 9 - Companhias Mineradoras e Siderúrgicas | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 10 - Companhias relacionadas a Construção Civil | 1,57 | 1,55 | 1,47 | 1,48 | 1,24 | 1,22 | 1,42 |
| 11 - Outros | 2,50 | 2,90 | 2,88 | 2,64 | 2,34 | 2,27 | 2,59 |
| Soma | 100,56 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,09 |

As maiores aplicações do fundo Bradesco FIC Multimercado Golden Profit Moderado, no período apurado, ocorreram nos fundos: BRAM FUNDO DE INVESTIMENTO RENDA FIXA GOLDEN PROFIT - CNPJ 04.113.848/0001-88, BRADESCO PRIME FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM AÇÕES INDEX - CNPJ 27.865.070/0001-69, BRADESCO FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES IBOVESPA PLUS - CNPJ 03.394.711/0001-86, conforme Tabela 26 abaixo. Além disso, as aplicações minoritárias em outros fundos de investimentos, por serem menos relevantes e para tornar a operacionalização e compreensão da pesquisa menos trabalhosa não foram consideradas, apenas foi dividido o percentual não analisado igualmente entre os fundos que receberam maiores aplicações, conforme Tabela 27, e para melhor visualização os dados foram ponderados para chegar a composição aproximada do fundo estudado que é mostrada na Tabela 7, já apresentada.

Tabela 26 – Participação percentual de aplicações do fundo Bradesco FIC Multimercado Golden Profit Moderado em cotas de fundos 08/2008 a 01/2009

| Mês | BRAM Golden Profit | Ações Index | Ibovespa Plus | Soma |
|----------|--------------------|-------------|---------------|-------|
| ago/08 | 79,45 | 8,57 | 6,51 | 94,53 |
| set/08 | 84,69 | 3,98 | 7,28 | 95,96 |
| out/08 | 85,59 | 4,48 | 6,35 | 96,42 |
| nov/08 | 85,89 | 4,63 | 6,57 | 97,09 |
| dez/08 | 87,10 | 4,40 | 7,41 | 98,91 |
| jan/2009 | 87,56 | 3,46 | 7,79 | 98,80 |
| média | 85,05 | 4,92 | 6,99 | 96,95 |

Tabela 27 – Participação percentual considerada de aplicações do fundo Bradesco FIC Multimercado Golden Profit Moderado em cotas de fundos 08/2008 a 01/2009

| Mês | BRAM Golden Profit | Ações Index | Ibovespa Plus |
|--------|--------------------|-------------|---------------|
| ago/08 | 81,27 | 10,39 | 8,34 |
| set/08 | 86,04 | 5,33 | 8,63 |
| out/08 | 86,78 | 5,67 | 7,55 |
| nov/08 | 86,86 | 5,60 | 7,54 |
| dez/08 | 87,46 | 4,77 | 7,77 |
| jan/09 | 87,96 | 3,86 | 8,18 |
| média | 86,06 | 5,94 | 8,00 |

A composição dos três fundos foi exposta nas Tabelas 22, 23 e 24, respectivamente. Relembrando que o Bradesco Prime Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Ações Index no período apurado, investiu no mínimo 99,92% de seu patrimônio líquido no fundo BRAM FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES IBOVESPA - CNPJ 05.589.418/0001-08, portanto é a composição deste fundo que é apresentada na Tabela 24.

As maiores aplicações do fundo BB Multimercado Multigestor Conservador Private, no período apurado, ocorreram nos fundos: BB TOP DI FUNDO DE INVESTIMENTO REFERENCIADO DI LONGO PRAZO - CNPJ 00.852.311/0001-89, BB TOP TRADE LP FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO - CNPJ 07.832.144/0001-53, BB TOP CREDITO PRIVADO FUNDO DE INVESTIMENTO DE RENDA FIXA LONGO PRAZO - CNPJ 06.015.421/0001-72, BB TOP RV GIRO LP FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO - 08.039.040/0001-59 CNPJ (considerado somente os meses de 12/2008 – 01/2009), MODAL INSTITUCIONAL FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO - CNPJ 06.301.947/0001-19 (considerado somente o mês de 01/2009), conforme Tabela 28 abaixo.

Além disso, as aplicações minoritárias em outros fundos de investimentos, por serem menos relevantes e para tornar a operacionalização e compreensão da pesquisa menos trabalhosa não foram consideradas, apenas foi dividido o percentual não analisado igualmente entre os fundos que receberam maiores aplicações, conforme Tabela 29, e para melhor visualização os dados foram ponderados para chegar a composição aproximada do fundo estudado que é apresentada na Tabela 30 abaixo.

Tabela 28 – Participação percentual de aplicações do fundo BB Multimercado Multigestor Private em cotas de fundos 08/2008 a 01/2009

| Mês | TOP DI | TOP TRADE | TOP CRED | TOP RV | MODAL | Soma |
|--------|--------|-----------|----------|--------|-------|-------|
| ago/08 | 30,08 | 27,23 | 24,93 | 0 | 0 | 82,24 |
| set/08 | 33,38 | 28,42 | 21,03 | 0 | 0 | 82,84 |
| out/08 | 35,26 | 38,00 | 19,76 | 0 | 0 | 93,02 |
| nov/08 | 29,32 | 33,11 | 20,72 | 0 | 0 | 83,15 |
| dez/08 | 26,87 | 26,84 | 20,06 | 6,36 | 0 | 80,13 |
| jan/09 | 23,87 | 25,33 | 20,06 | 6,37 | 5,04 | 80,67 |
| média | 29,80 | 29,82 | 21,09 | 2,12 | 0,84 | 83,67 |

Tabela 29 – Participação percentual considerada de aplicações do fundo BB Multimercado Multigestor Private em cotas de fundos 08/2008 a 01/2009

| Mês | TOP DI | TOP TRADE | TOP CRED | TOP RV | MODAL |
|--------|--------|-----------|----------|--------|-------|
| ago/08 | 36,00 | 33,15 | 30,85 | 0,00 | 0,00 |
| set/08 | 39,10 | 34,15 | 26,75 | 0,00 | 0,00 |
| out/08 | 37,59 | 40,33 | 22,08 | 0,00 | 0,00 |
| nov/08 | 34,94 | 38,72 | 26,34 | 0,00 | 0,00 |
| dez/08 | 31,84 | 31,81 | 25,03 | 11,33 | 0,00 |
| jan/09 | 27,73 | 29,20 | 23,93 | 10,24 | 8,90 |
| média | 34,53 | 34,56 | 25,83 | 3,59 | 1,48 |

Tabela 30 - BB Multimercado Multigestor Conservador Private - Composição Ponderada 08/2008 a 01/2009

| Período a ser analisado a composição 08/2008 a 01/2009 | ago/08 | set/08 | out/08 | nov/08 | dez/08 | jan/09 | Média |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 - Bancos | 3,17 | 4,04 | 4,29 | 4,31 | 3,79 | 3,51 | 3,85 |
| 2 - Indústrias de Bens de Capital | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 3 - Indústrias de Bens de Consumo e Serviços | 4,75 | 5,91 | 4,82 | 5,41 | 6,11 | 5,75 | 5,46 |
| 4 - Companhias Energéticas | 6,22 | 5,98 | 6,85 | 7,52 | 7,47 | 7,19 | 6,87 |
| 5 - Títulos Públicos e Operações Compromissadas com o governo | 41,22 | 41,37 | 44,32 | 41,54 | 40,10 | 44,58 | 42,19 |
| 6 - Depósitos a Prazo e Outros Títulos de IF | 34,69 | 32,70 | 30,17 | 30,72 | 31,70 | 28,66 | 31,44 |
| 7 - Mercado Futuro | 0,00 | 0,05 | 0,01 | 0,05 | 0,05 | 0,00 | 0,03 |
| 8 - Companhias de Telecomunicação | 5,22 | 5,18 | 4,80 | 5,26 | 4,89 | 4,76 | 5,02 |
| 9 - Companhias Mineradoras e Siderúrgicas | 2,65 | 2,64 | 2,58 | 2,80 | 2,84 | 2,63 | 2,69 |
| 10 - Companhias relacionadas a Construção Civil | 0,48 | 0,47 | 0,47 | 0,54 | 0,51 | 0,32 | 0,46 |
| 11 - Outros | 1,61 | 1,66 | 1,70 | 1,87 | 2,53 | 2,59 | 1,99 |
| Soma | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,01 | 100,00 | 100,00 |

Tabela 34 - Composição do BB RV Giro LP FI Multimercado 12/2008 e 01/2009

| Período a ser analisado a composição 08/2008 a 01/2009 | dez/08 | jan/09 | Média |
|---|--------|--------|--------|
| 1 - Bancos | 0 | 0 | 0 |
| 2 - Indústrias de Bens de Capital | 0 | 0 | 0 |
| 3 - Indústrias de Bens de Consumo e Serviços | 1,27 | 1,28 | 1,27 |
| 4 - Companhias Energéticas | 3,14 | 3,26 | 3,20 |
| 5 - Títulos Públicos e Operações Compromissadas com o governo | 54,69 | 57,98 | 56,33 |
| 6 - Depósitos a Prazo e Outros Títulos de IF | 32,77 | 34,22 | 33,50 |
| 7 - Mercado Futuro | 0 | 0 | 0 |
| 8 - Companhias de Telecomunicação | 0 | 0 | 0 |
| 9 - Companhias Mineradoras e Siderúrgicas | 1,65 | 1,73 | 1,69 |
| 10 - Companhias relacionadas a Construção Civil | 0 | 0 | 0 |
| 11 - Outros | 6,48 | 1,54 | 4,01 |
| Soma | 100,00 | 100,00 | 100,00 |

Tabela 35 - Composição do Modal Institucional FI Multimercado 01/2009

| Período a ser analisado a composição 08/2008 a 01/2009 | jan/09 | Média |
|---|--------|-------|
| 1 - Bancos | 0 | 0 |
| 2 - Indústrias de Bens de Capital | 0 | 0 |
| 3 - Indústrias de Bens de Consumo e Serviços | 0 | 0 |
| 4 - Companhias Energéticas | 1,30 | 1,30 |
| 5 - Títulos Públicos e Operações Compromissadas com o governo | 97,06 | 97,06 |
| 6 - Depósitos a Prazo e Outros Títulos de IF | 0 | 0 |
| 7 - Mercado Futuro | -0,08 | -0,08 |
| 8 - Companhias de Telecomunicação | 0,68 | 0,68 |
| 9 - Companhias Mineradoras e Siderúrgicas | 0 | 0 |
| 10 - Companhias relacionadas a Construção Civil | 0 | 0 |
| 11 - Outros | 1,03 | 1,03 |
| Soma | 100 | 100 |

Tabela 36 - Composição do BB Top RF Arrojado Fundo de Investimento RF 08/2008 a 01/2009

| Período a ser analisado a composição 08/2008 a 01/2009 | ago/08 | set/08 | out/08 | nov/08 | dez/08 | jan/09 | Média |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 1 - Bancos | 4,97 | 5,17 | 4,82 | 4,94 | 5,15 | 5,23 | 5,05 |
| 2 - Indústrias de Bens de Capital | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3 - Indústrias de Bens de Consumo e Serviços | 2,51 | 1,50 | 1,50 | 1,56 | 1,60 | 1,58 | 1,71 |
| 4 - Companhias Energéticas | 3,21 | 3,25 | 2,43 | 2,57 | 2,62 | 2,65 | 2,79 |
| 5 - Títulos Públicos e Operações Compromissadas com o governo | 53,16 | 53,08 | 53,37 | 52,61 | 52,36 | 51,52 | 52,68 |
| 6 - Depósitos a Prazo e Outros Títulos de IF | 30,17 | 31,14 | 32,61 | 32,94 | 32,82 | 33,57 | 32,21 |
| 7 - Mercado Futuro | 0 | 0,01 | 0 | 0,01 | 0 | 0 | 0 |
| 8 - Companhias de Telecomunicação | 2,60 | 2,59 | 3,06 | 3,16 | 3,21 | 3,27 | 2,98 |
| 9 - Companhias Mineradoras e Siderúrgicas | 1,30 | 1,27 | 1,30 | 1,30 | 1,31 | 1,33 | 1,30 |
| 10 - Companhias relacionadas a Construção Civil | 0,19 | 0,09 | 0,20 | 0,21 | 0,21 | 0,21 | 0,19 |
| 11 - Outros | 1,86 | 1,88 | 0,67 | 0,69 | 0,70 | 0,62 | 1,07 |
| Soma | 99,99 | 100,00 | 99,96 | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 99,99 |

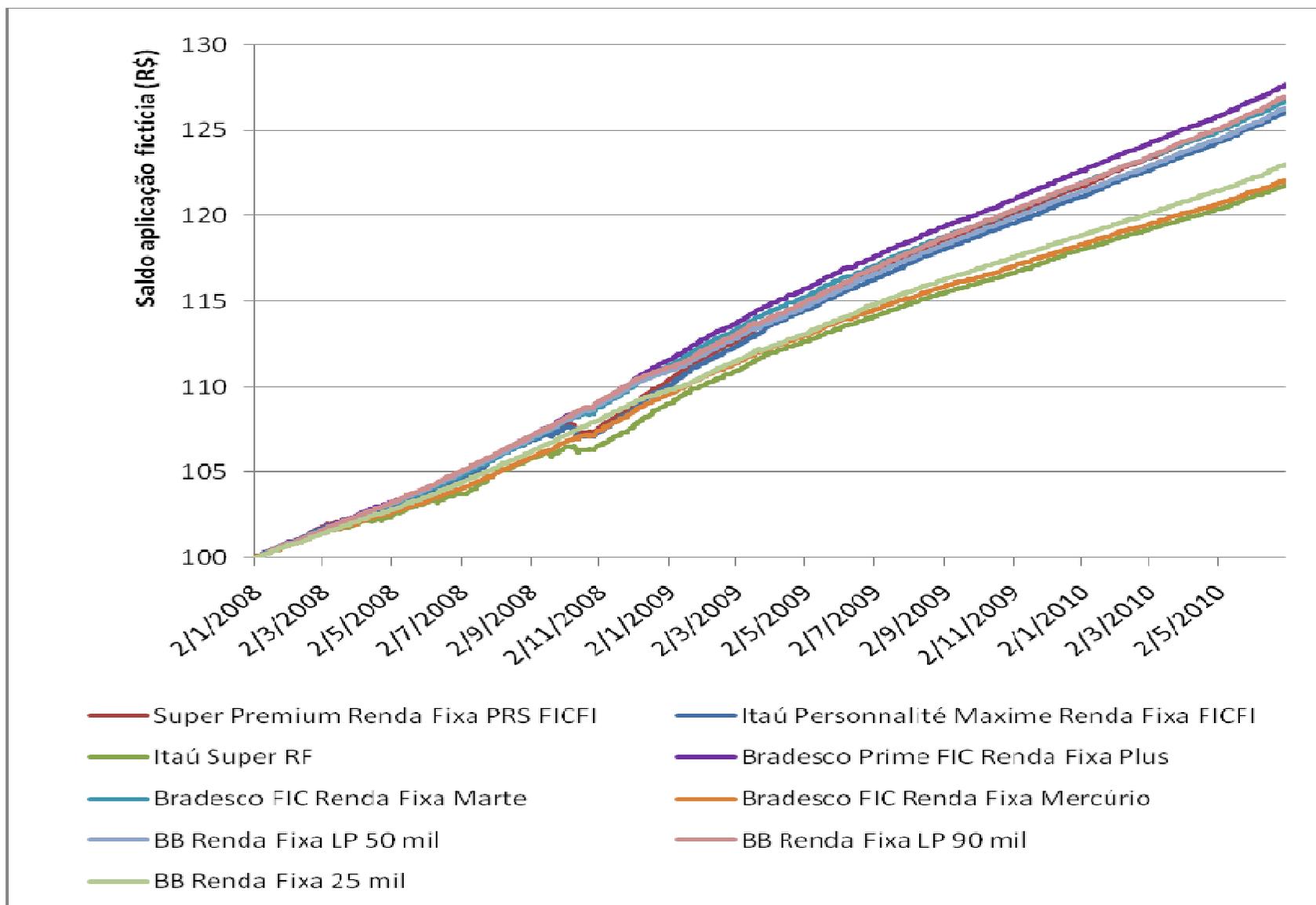


Gráfico 4 – Retorno dos Fundos de Investimento de Renda Fixa 01/2008 a 06/2010

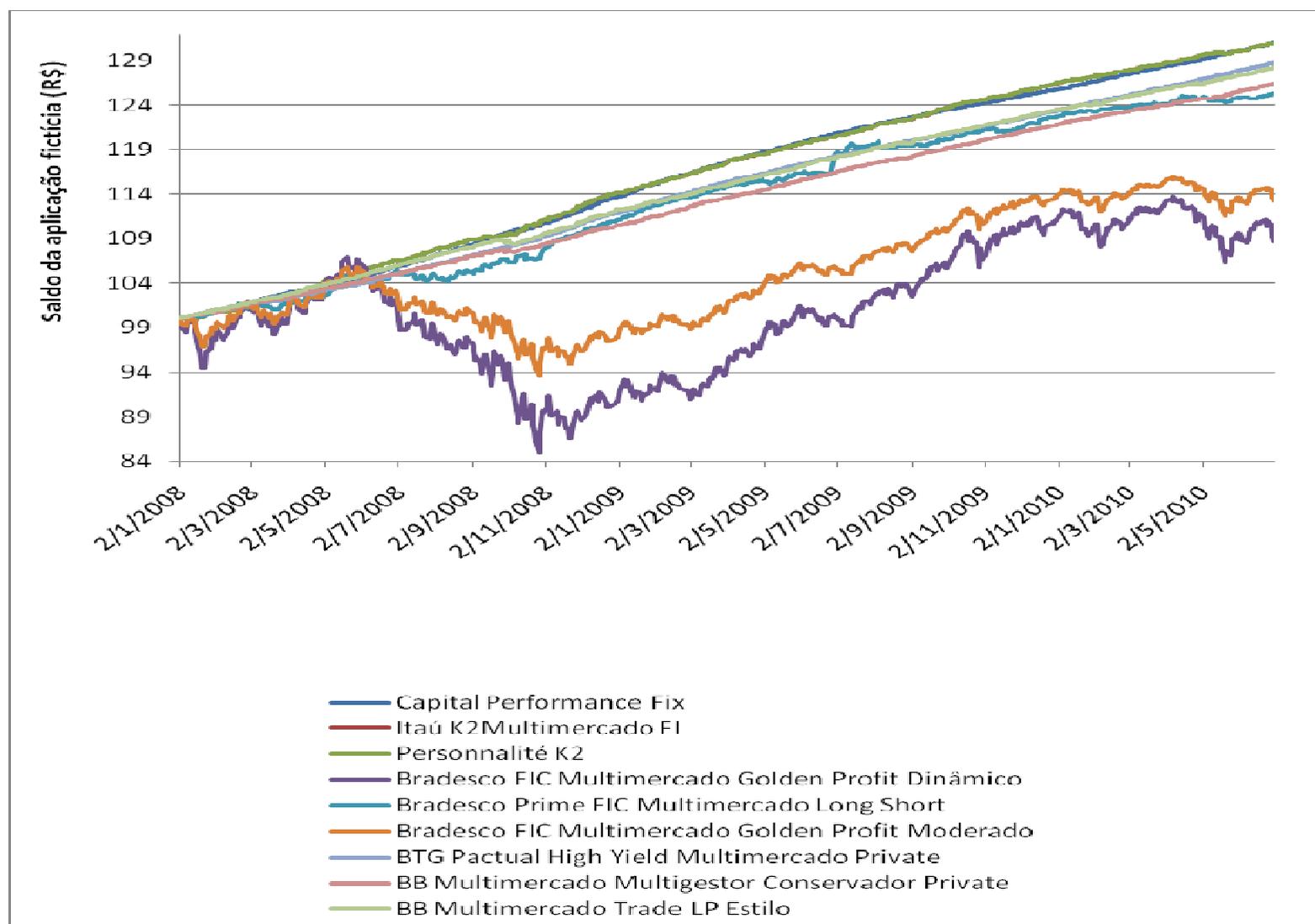


Gráfico 5 – Retorno dos Fundos de Investimento Multimercado 01/2008 a 06/2010

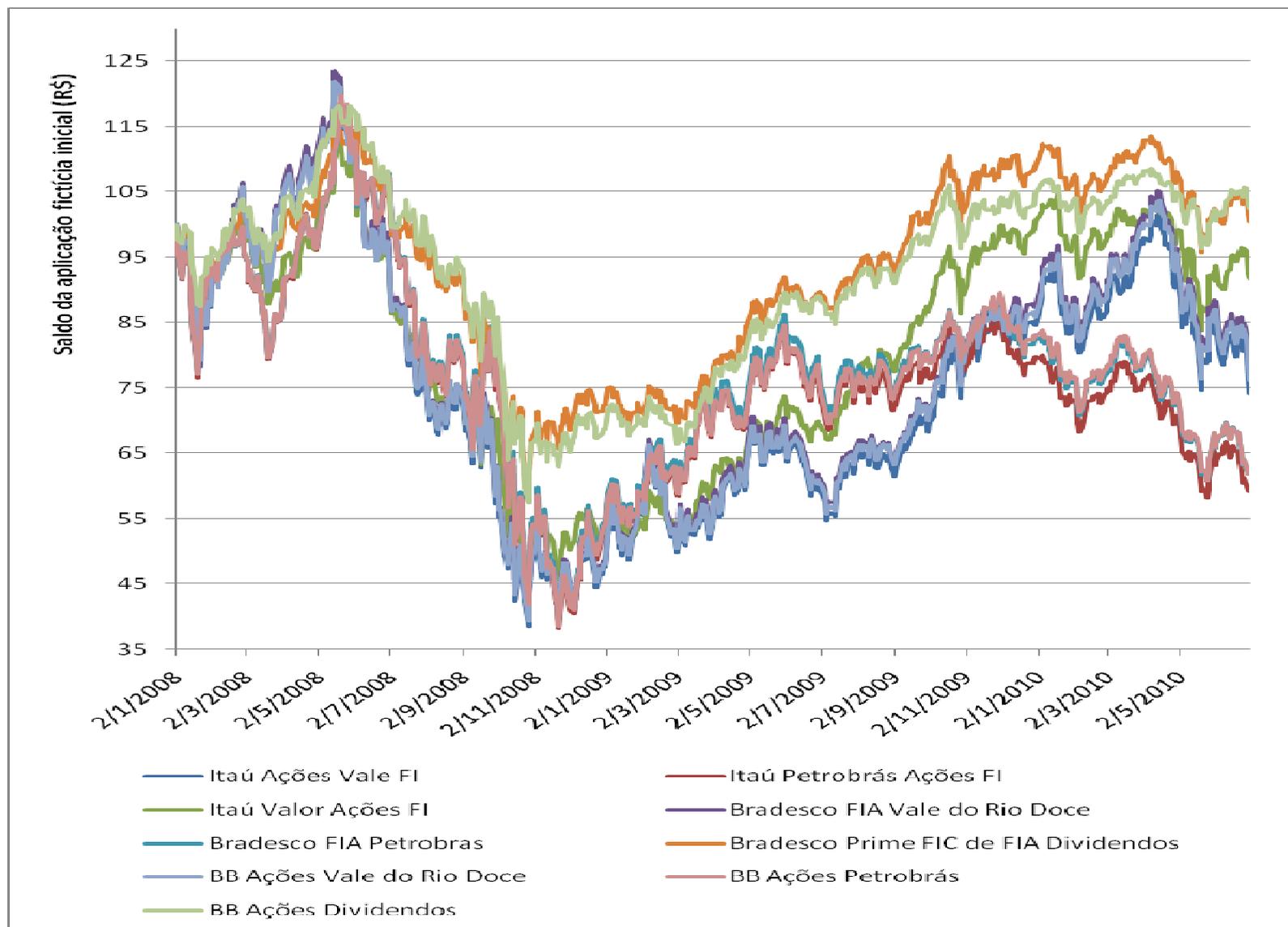


Gráfico 6 – Retorno dos Fundos de Investimentos em Ações 01/2008 a 06/2010

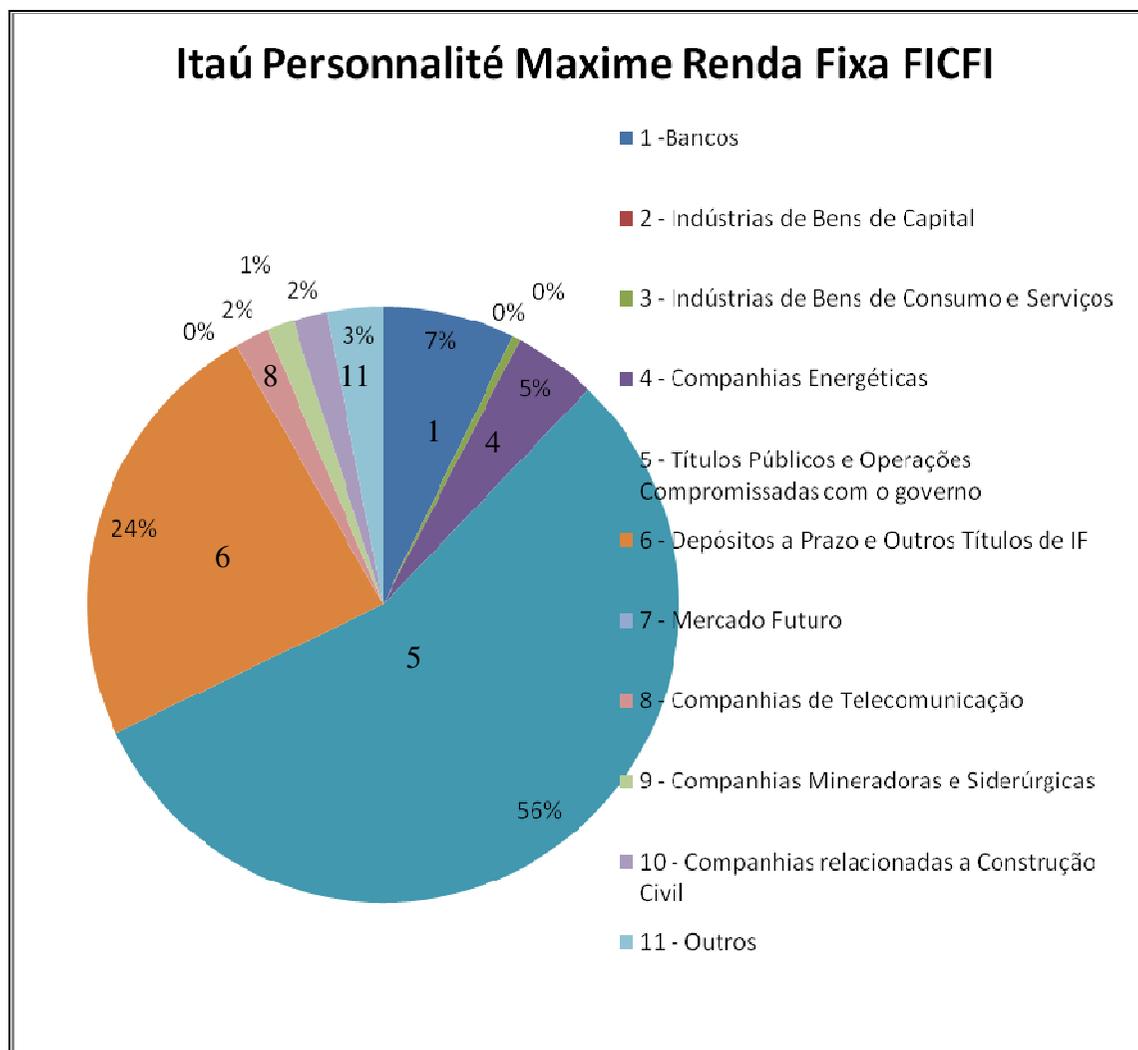


Gráfico 7 – Composição média Itaú Personalité Maxime Renda Fixa FICFI 08/2008 a 01/2009

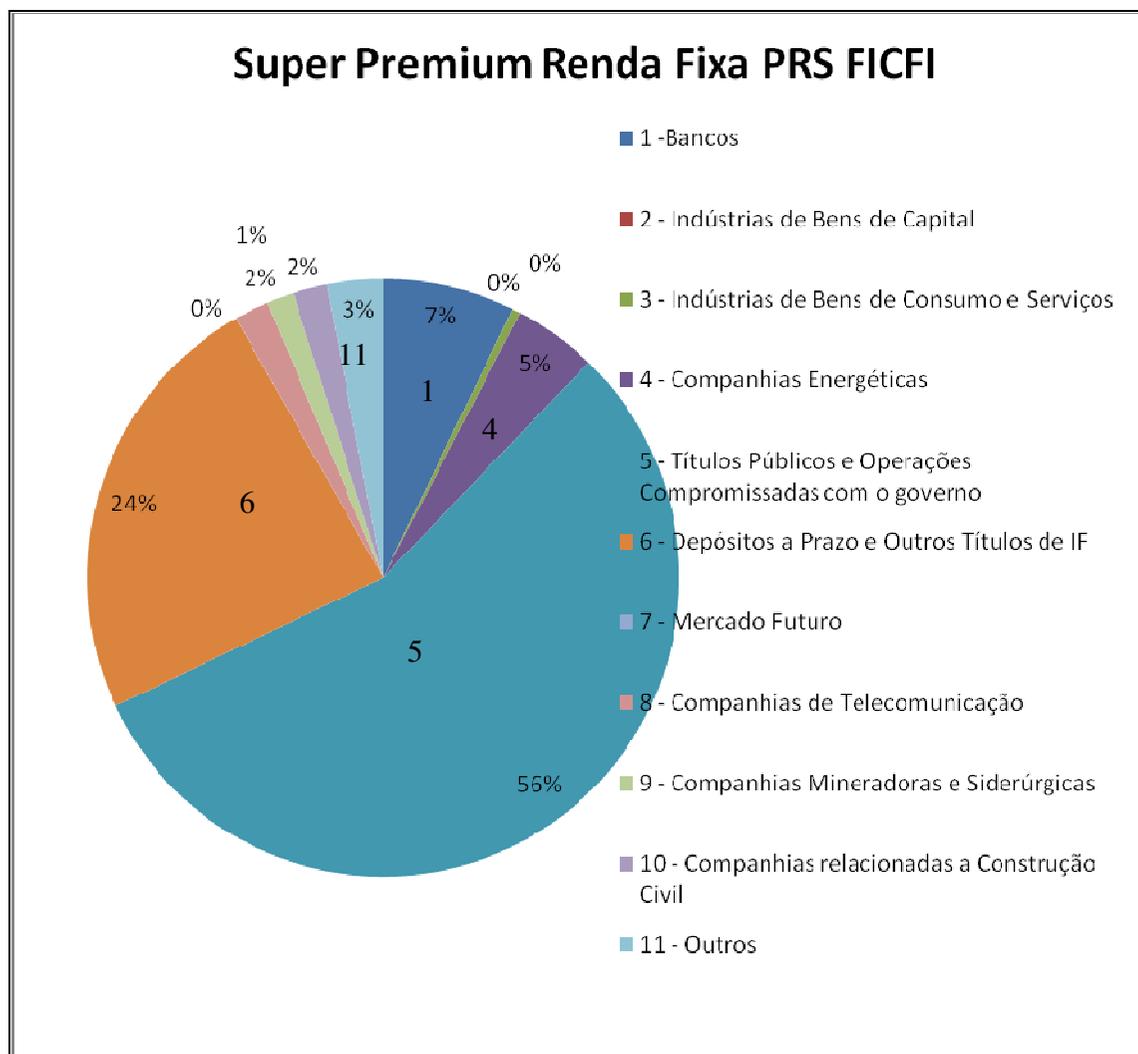


Gráfico 8 – Composição média Super Premium Renda Fixa PRS FICFI 08/2008 a 01/2009

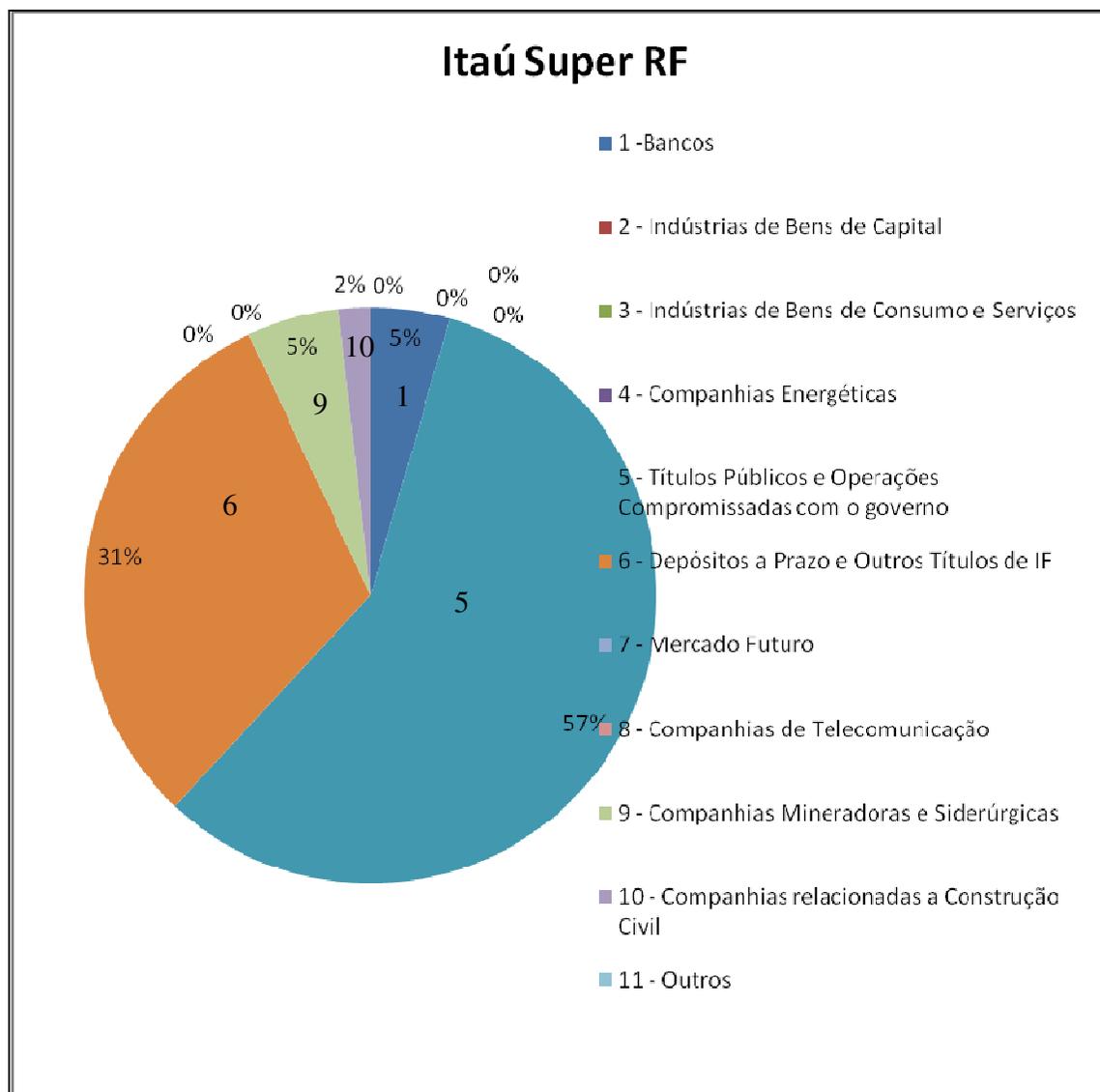


Gráfico 9 – Composição média Itaú Super RF 08/2008 a 01/2009

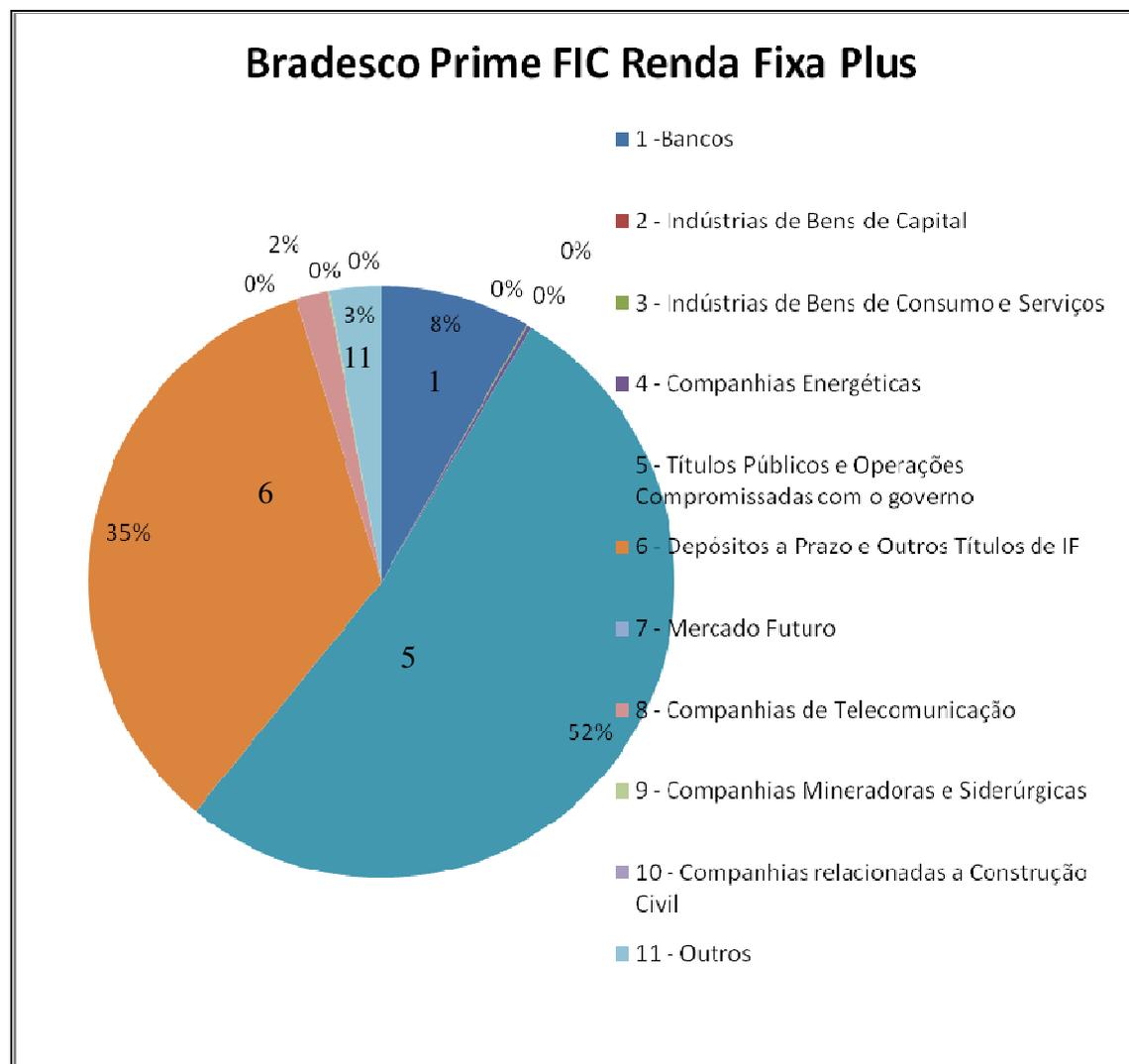


Gráfico 10 – Composição média Bradesco Prime FIC Renda Fixa Plus 08/2008 a 01/2009

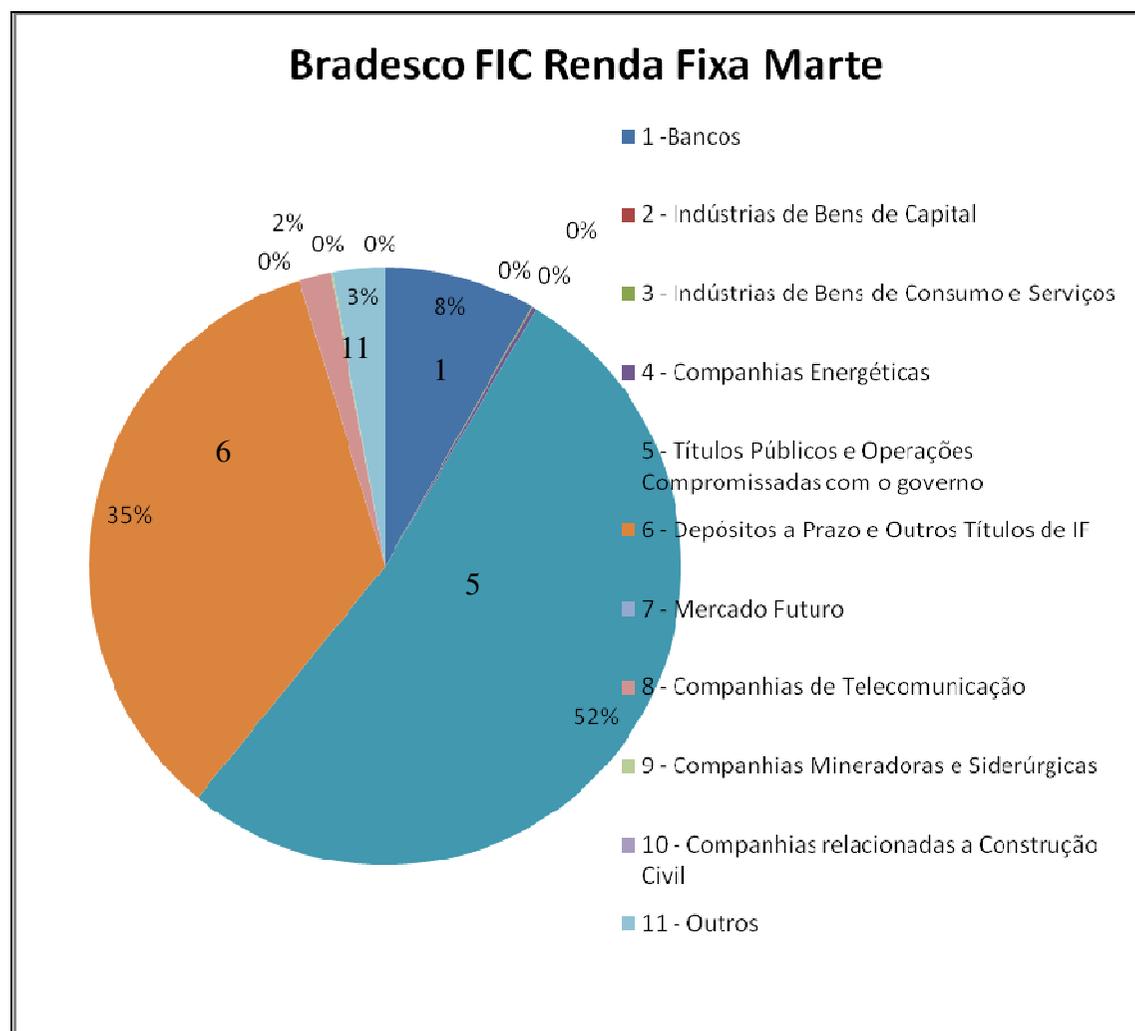


Gráfico 11 – Composição média Bradesco FIC Renda Fixa Marte 08/2008 a 01/2009

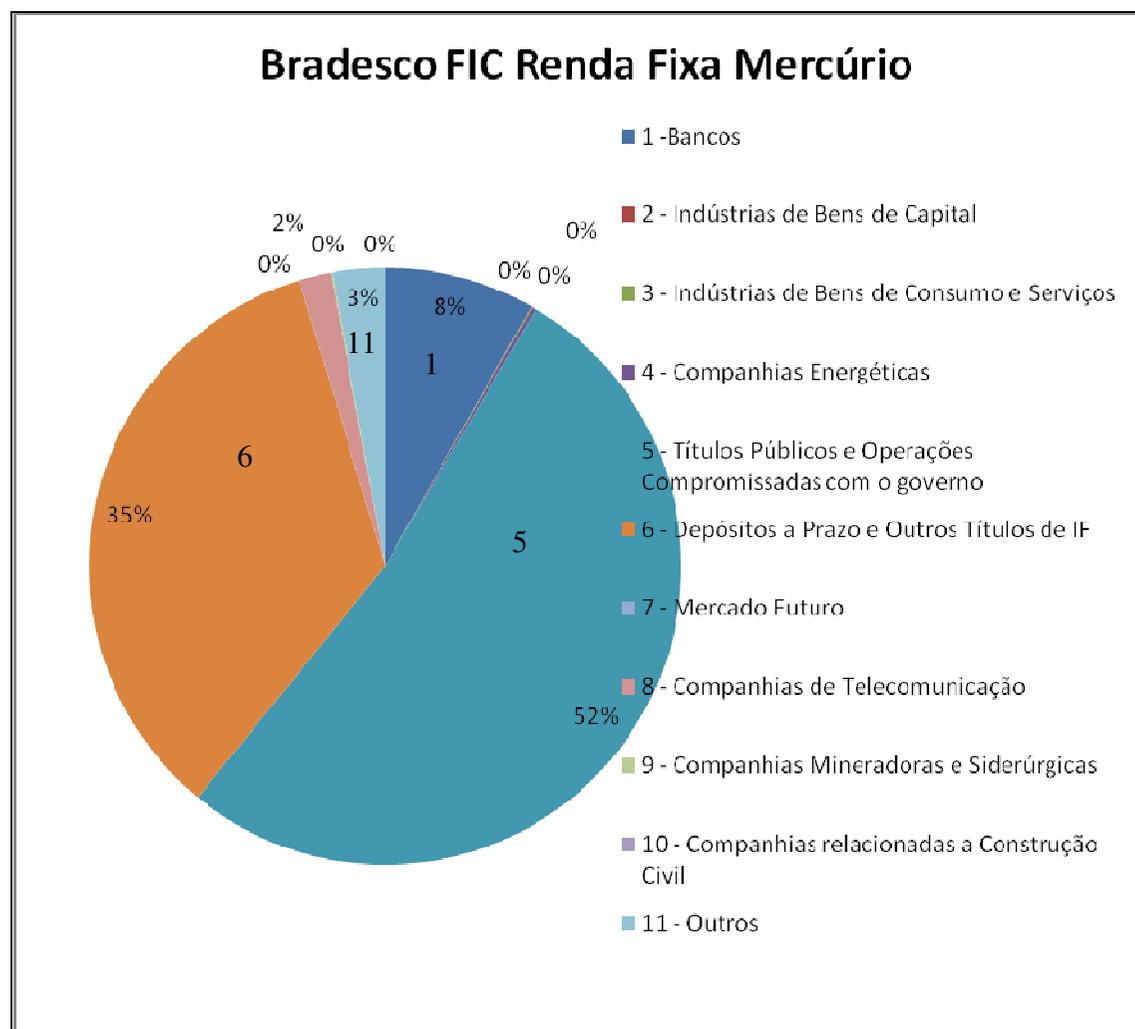


Gráfico 12 – Composição média Bradesco FIC Renda Fixa Mercúrio 08/2008 a 01/2009

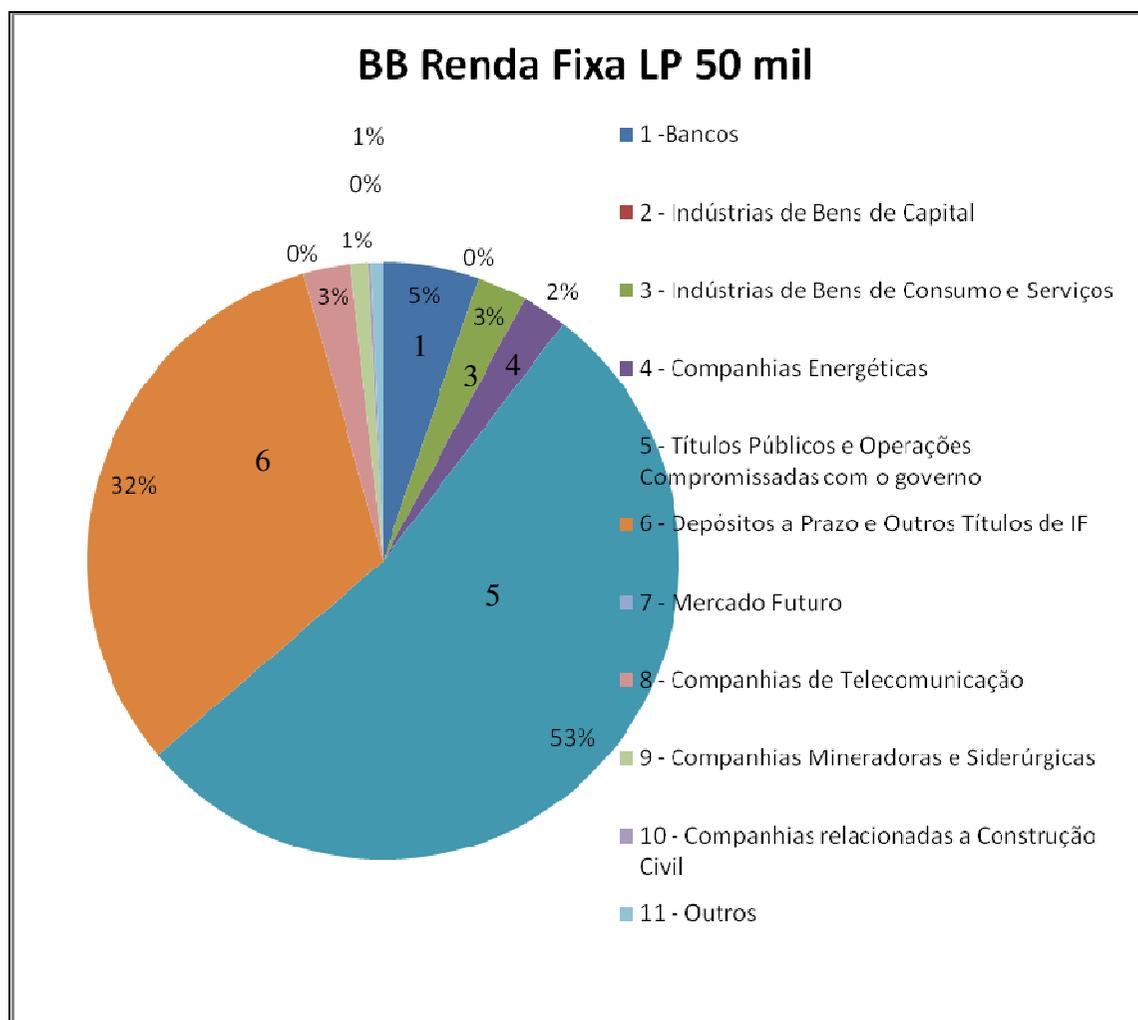


Gráfico 13 – Composição média BB Renda Fixa LP 50 mil 08/2008 a 01/2009

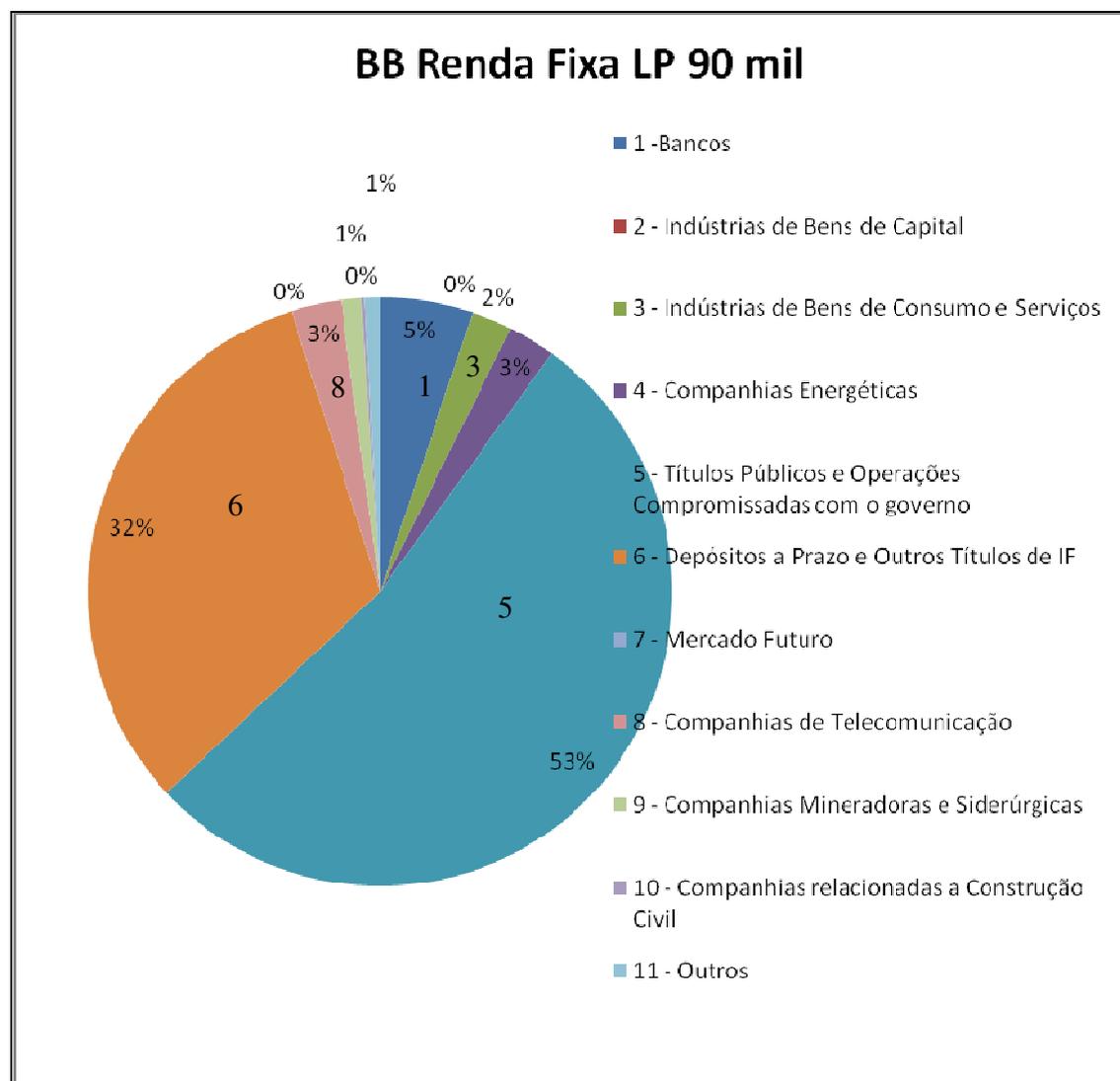


Gráfico 14 – Composição média BB Renda Fixa LP 90 mil 08/2008 a 01/2009

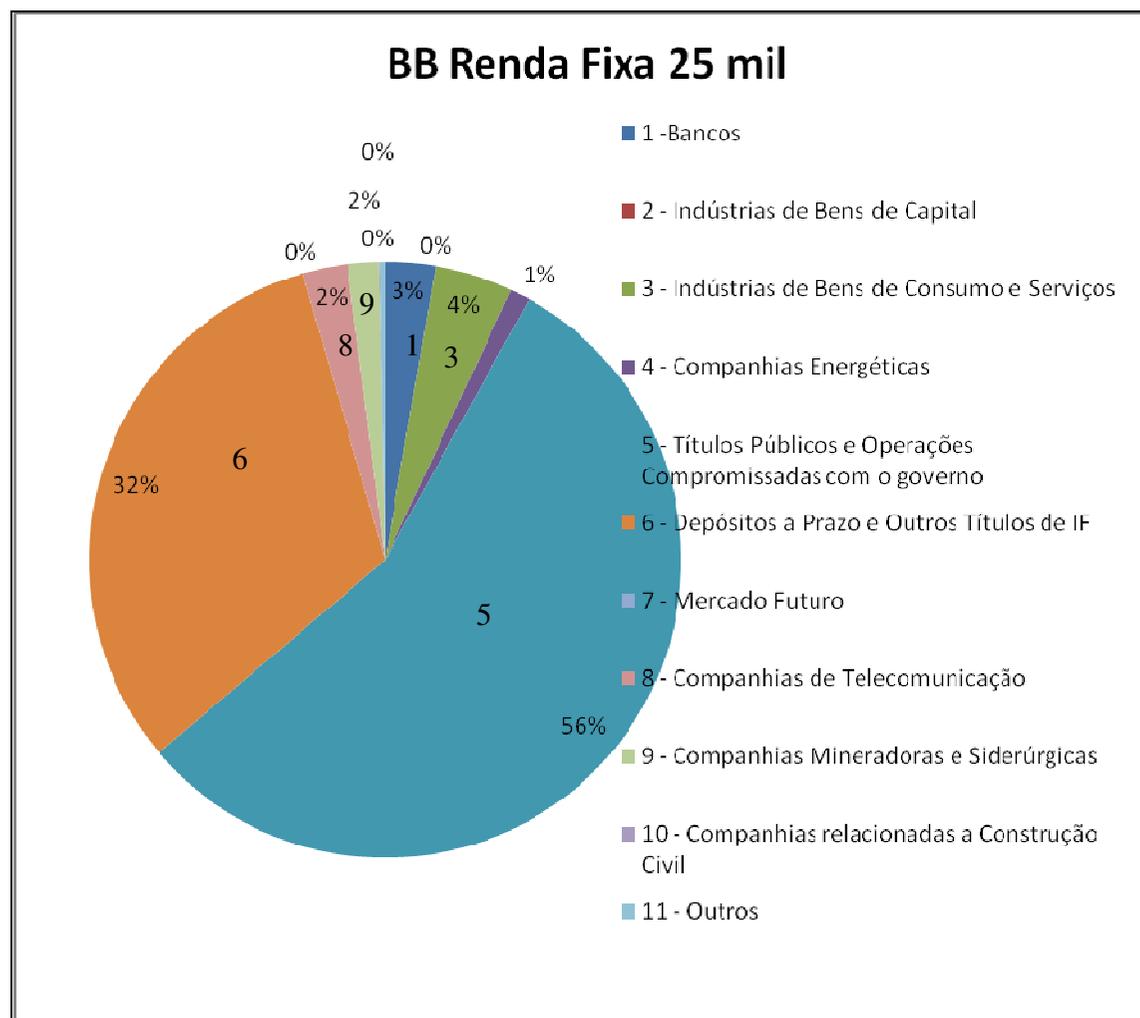


Gráfico 15 – Composição média BB Renda Fixa 25 mil 08/2008 a 01/2009

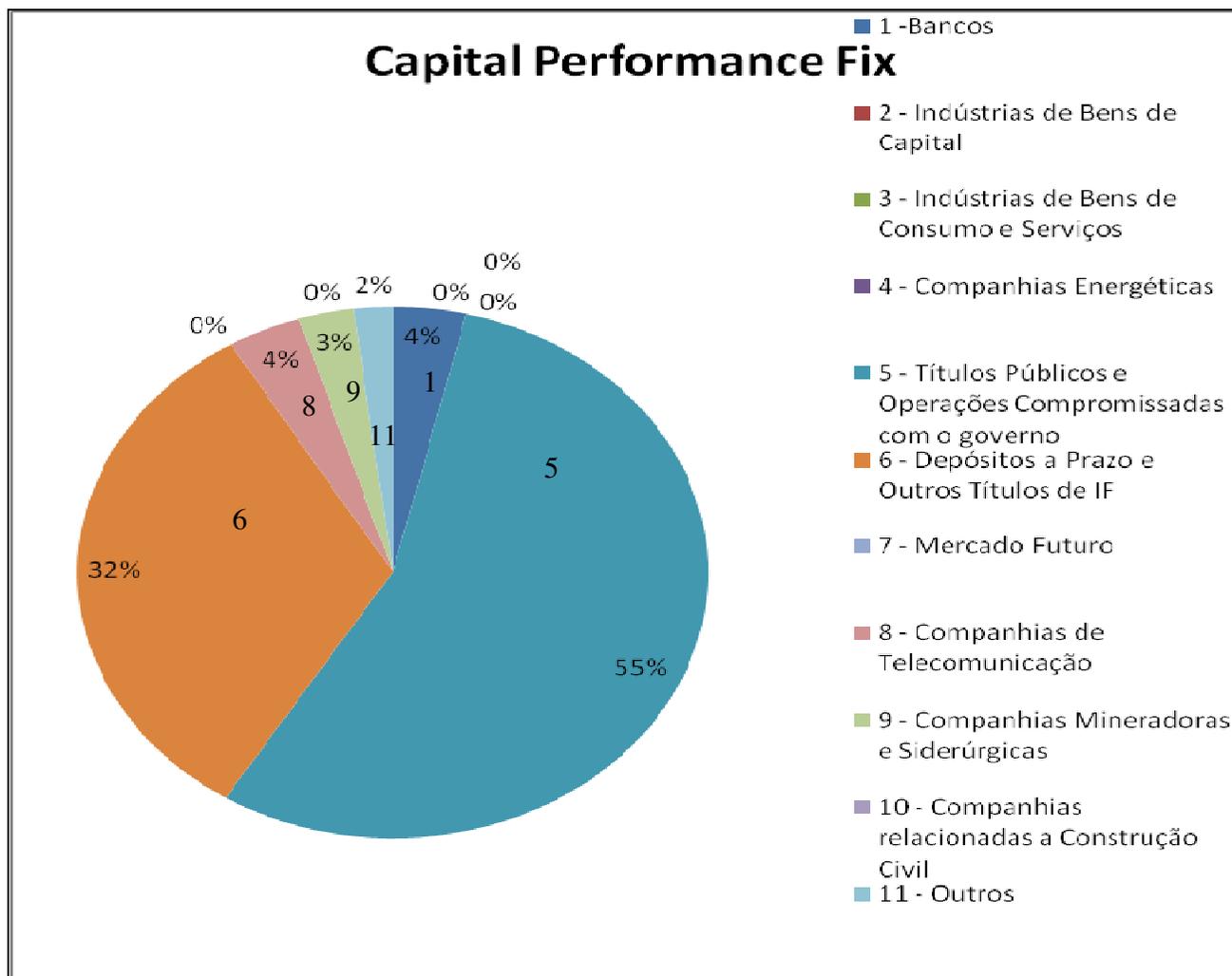


Gráfico 16 – Composição média Capital Performance Fix 08/2008 a 01/2009

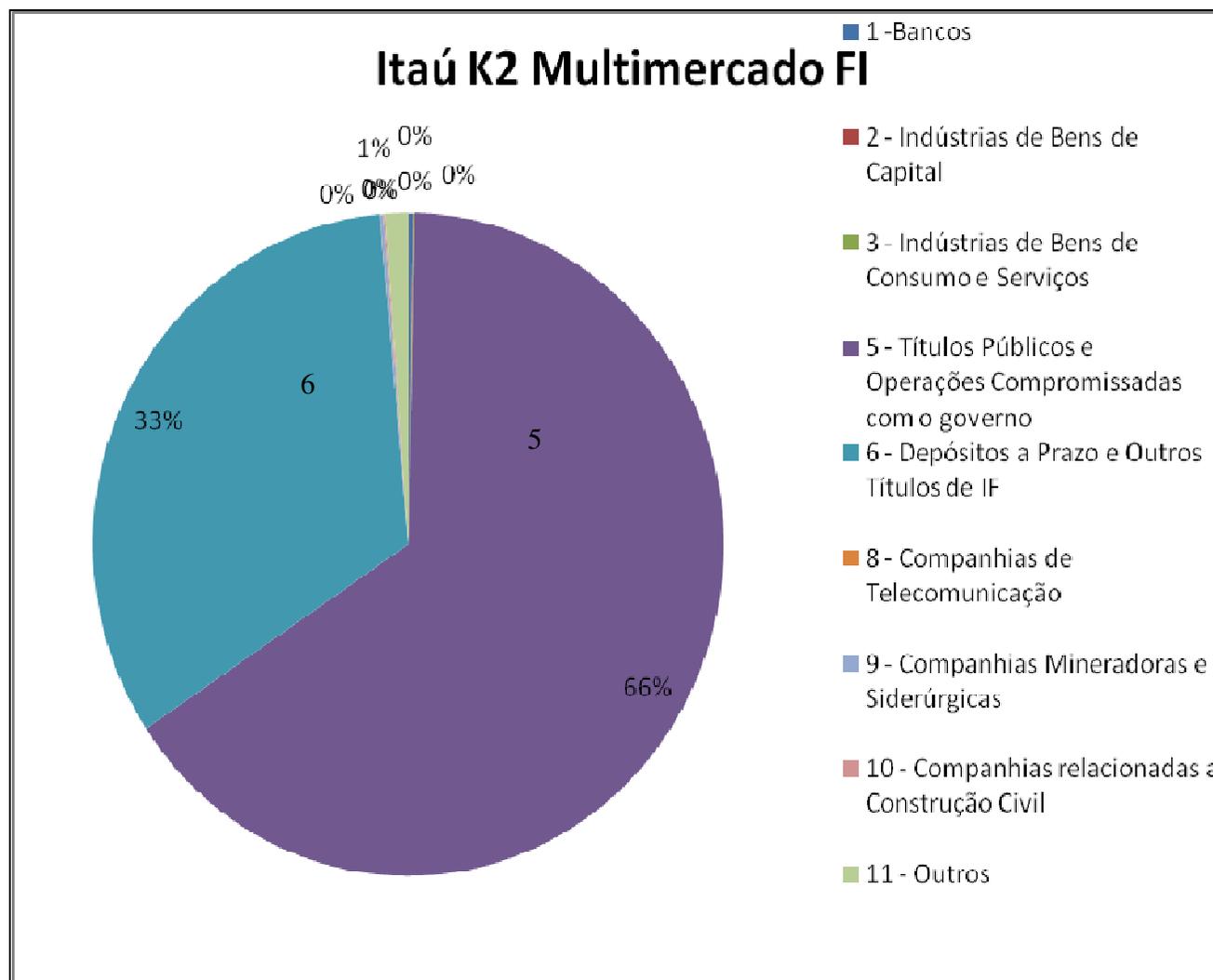


Gráfico 17 – Composição média Itaú K2 Multimercado FI 08/2008 a 01/2009

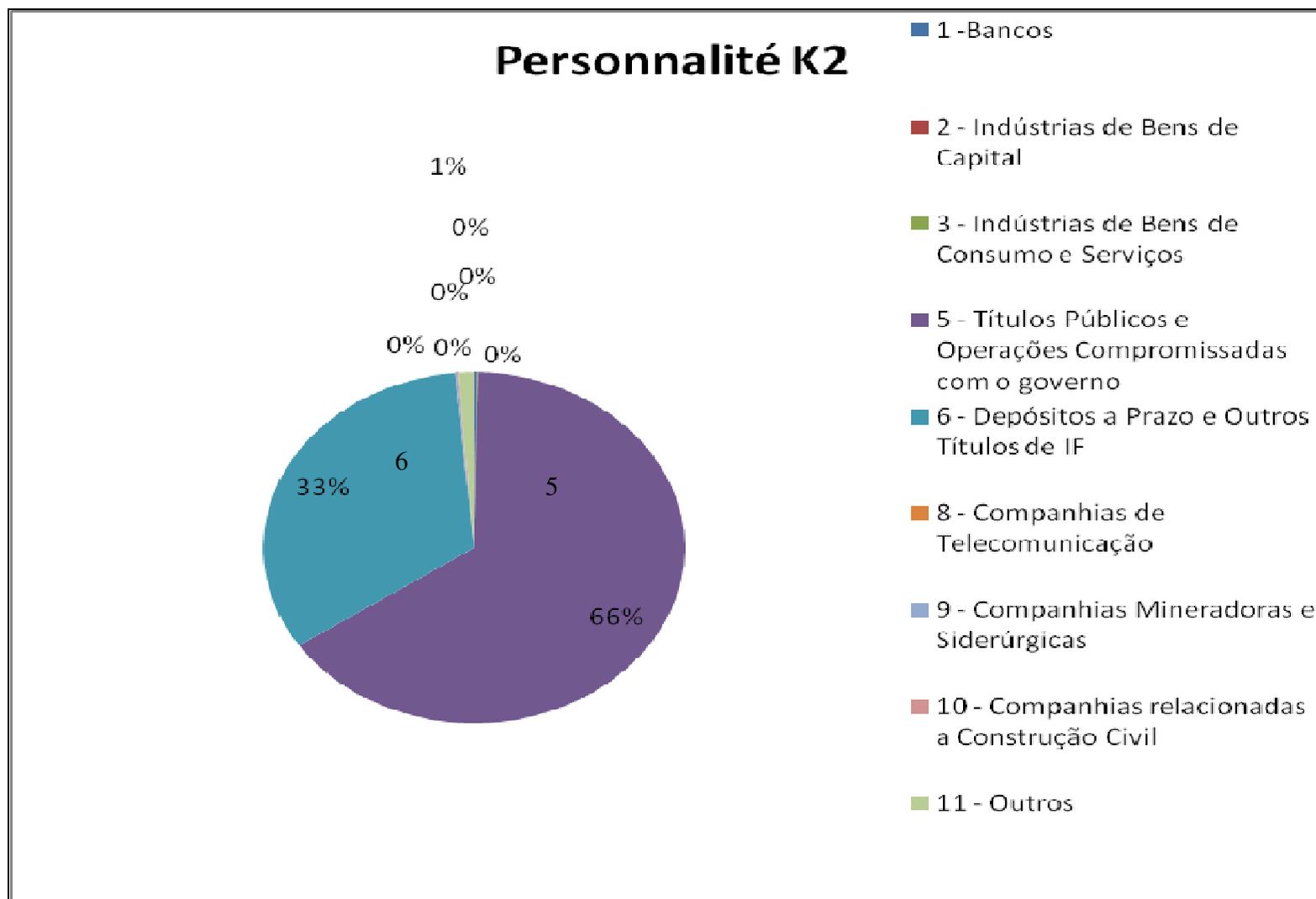


Gráfico 18 – Composição média Personalité K2 08/2008 a 01/2009

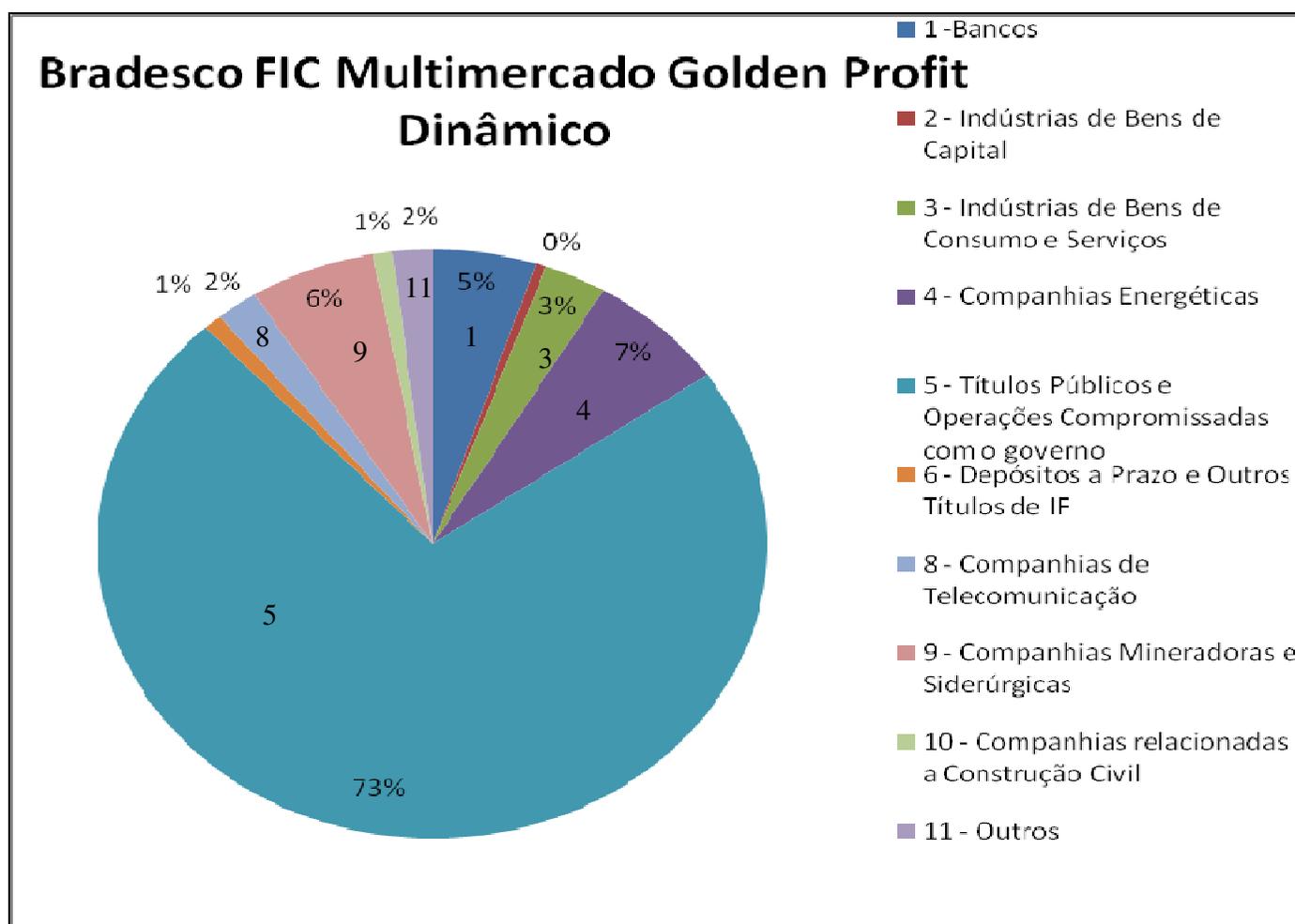


Gráfico 19 – Composição média Bradesco FIC Multimercado Golden Profit Dinâmico 08/2008 a 01/2009

Bradesco Prime FIC Multimercado Long Short

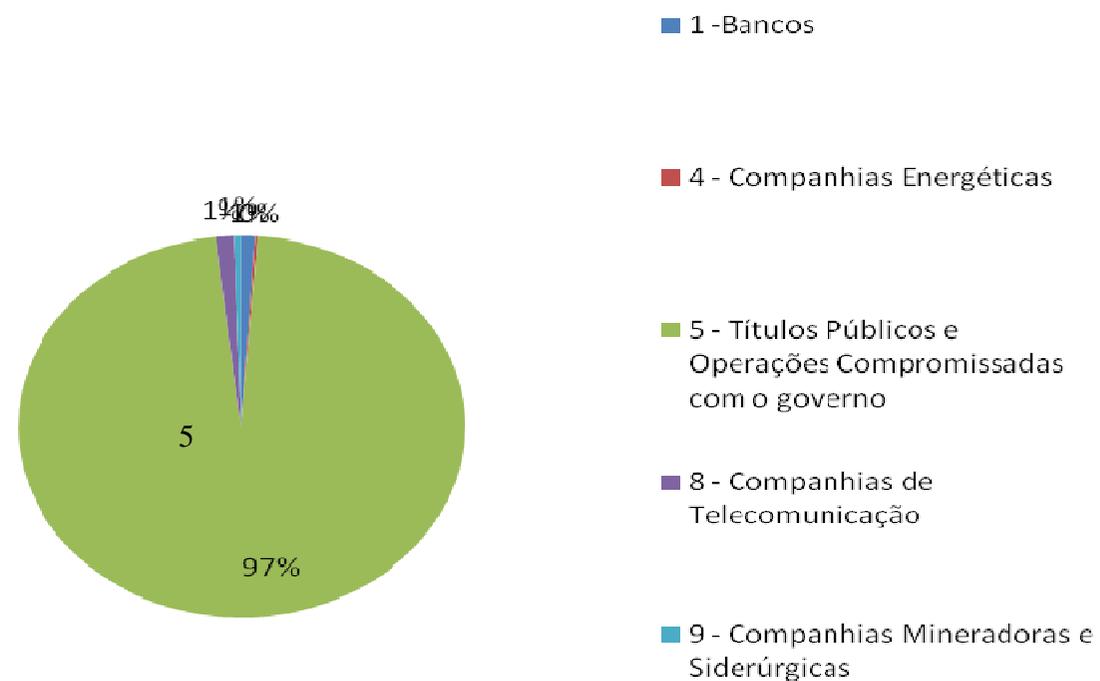


Gráfico 20 – Composição média Bradesco Prime FIC Multimercado Long Short 08/2008 a 01/2009

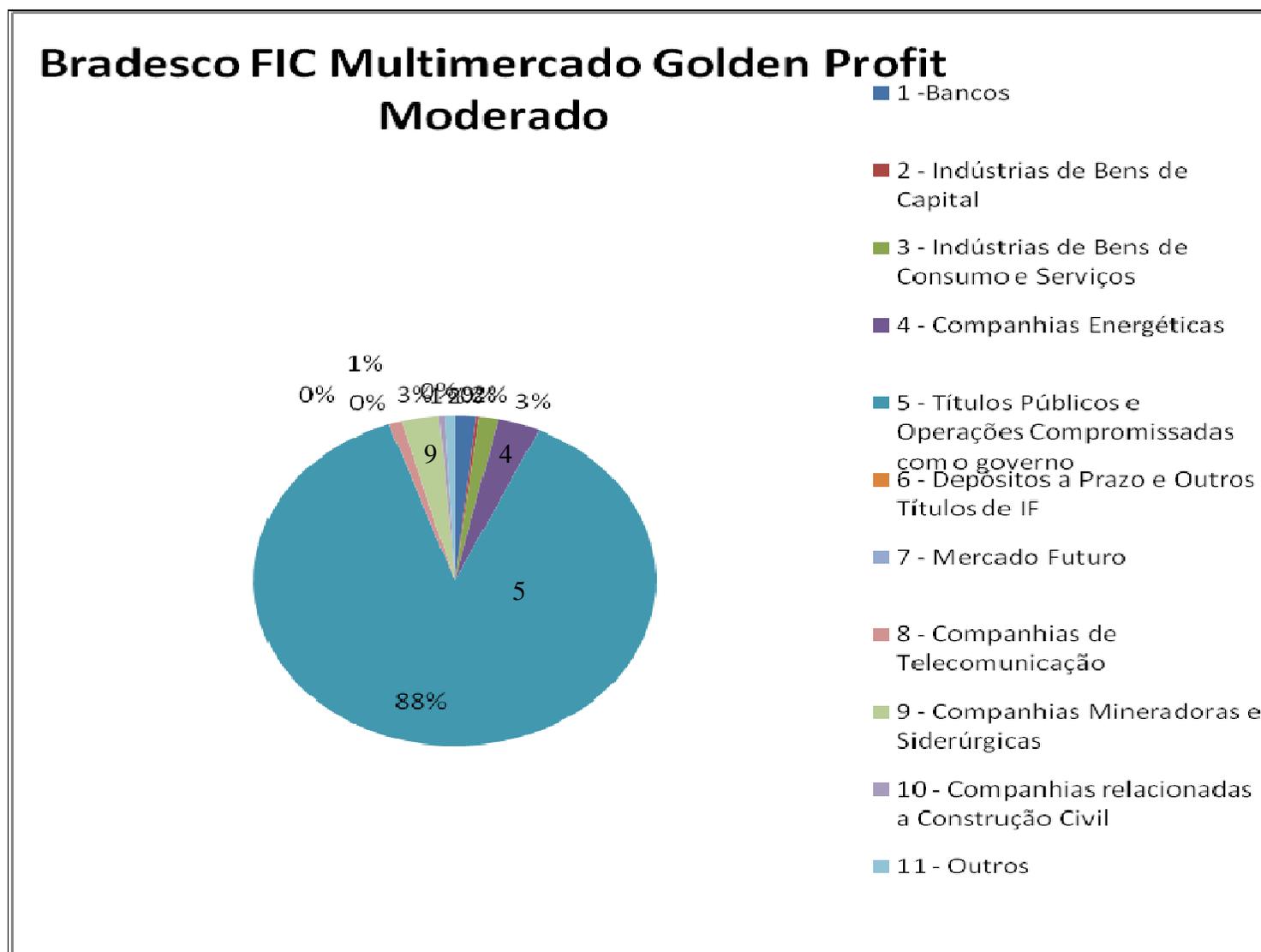


Gráfico 21 – Composição média Bradesco FIC Multimercado Golden profit Moderado 08/2008 a 01/2009

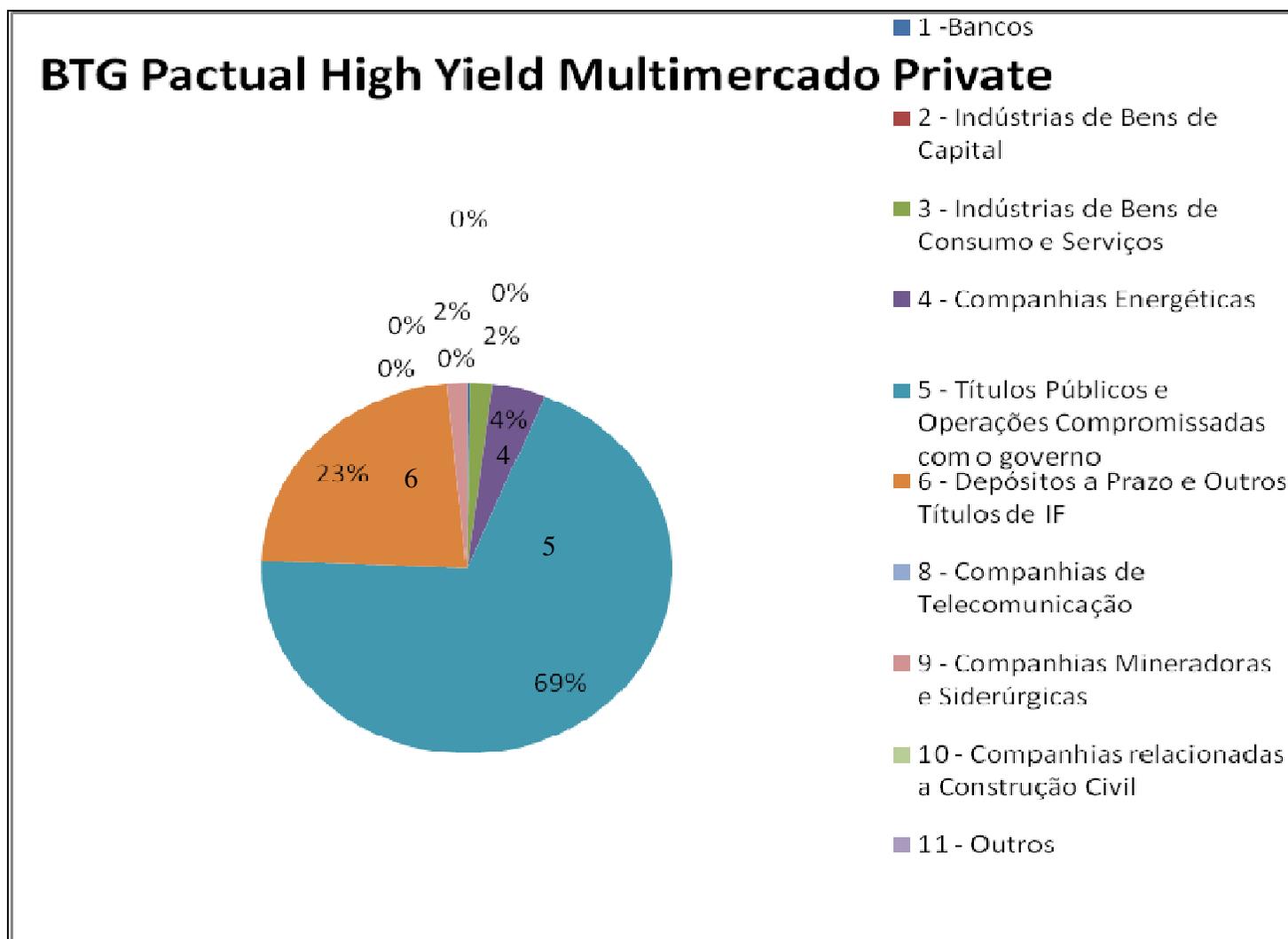


Gráfico 22 – Composição média BTG Pactual High Yield Multimercado Private 08/2008 a 01/2009

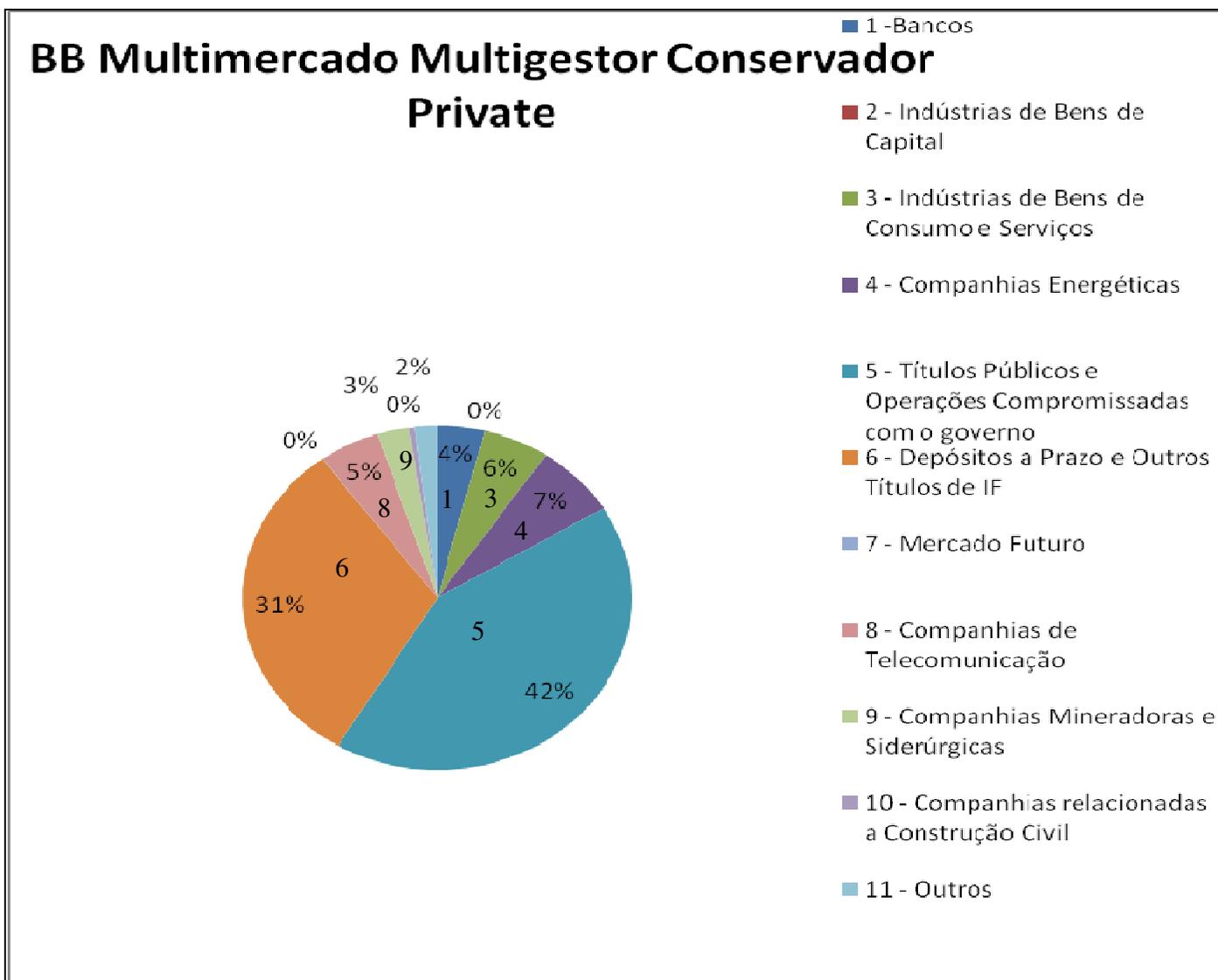


Gráfico 23 – Composição média BB Multimercado Multigestor Conservador Private 08/2008 a 01/2009

BB Multimercado Trade LP Estilo

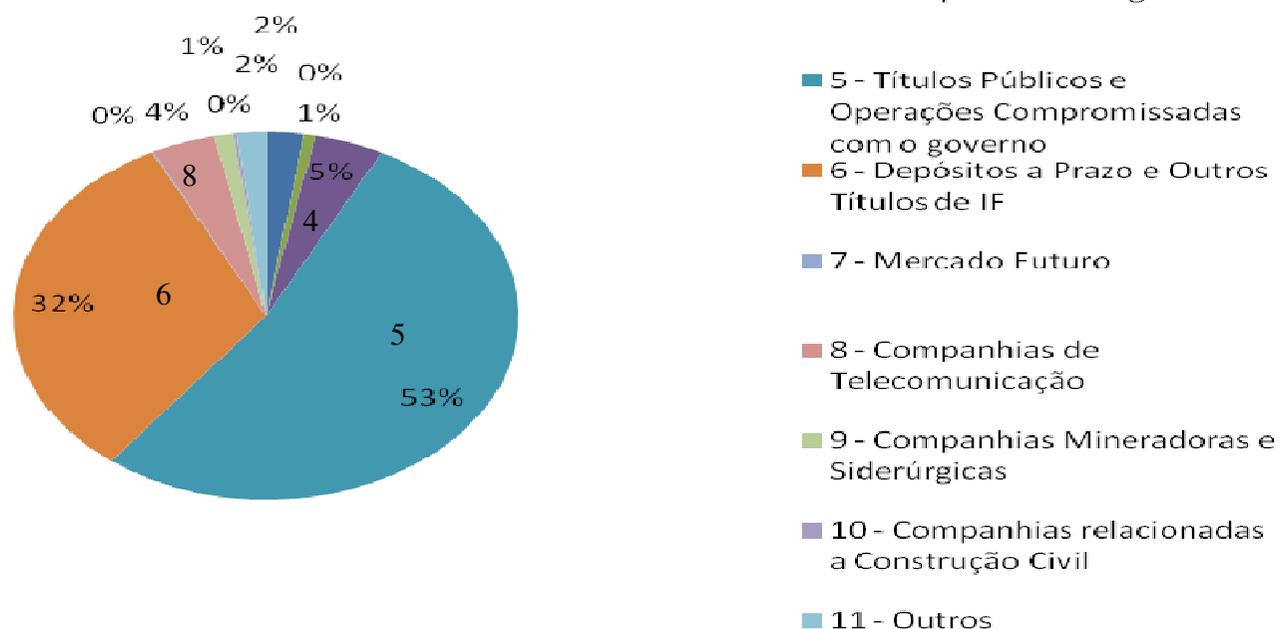


Gráfico 24 – Composição média BB Multimercado Trade LP Estilo 08/2008 a 01/2009

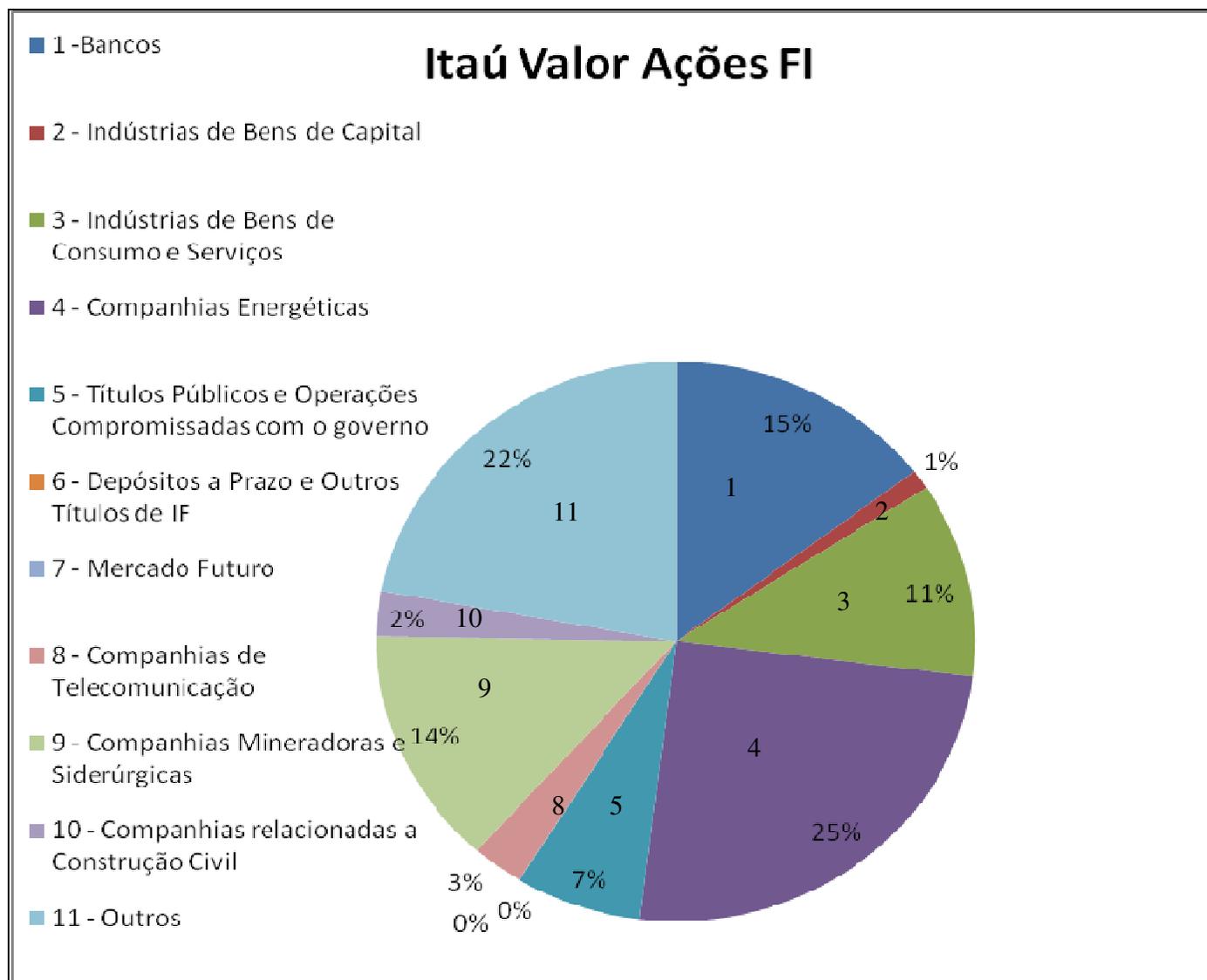


Gráfico 25 – Composição média Itaú Valor Ações FI 08/2008 a 01/2009

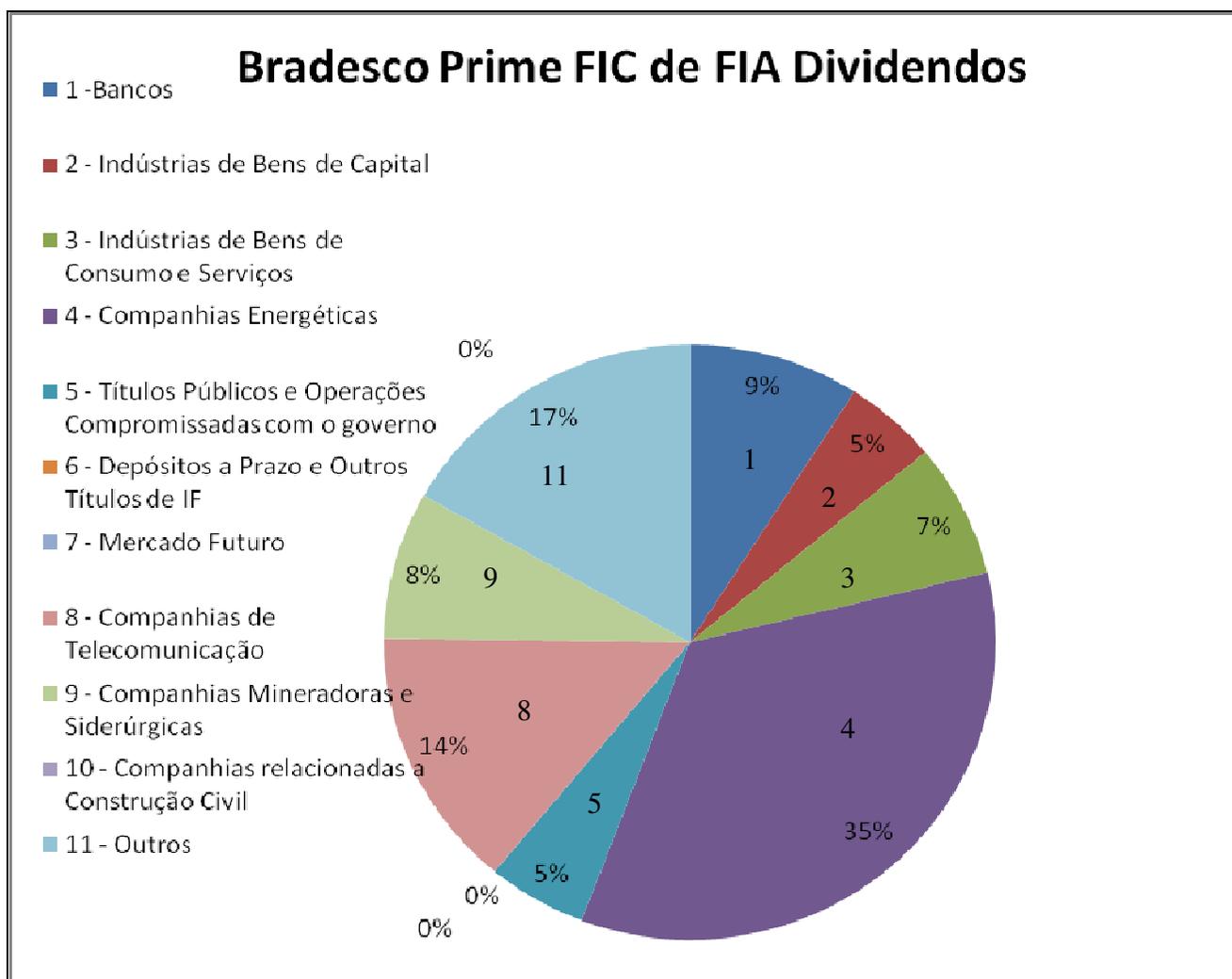


Gráfico 26 – Composição média Bradesco Prime FIC de FIA Dividendos 08/2008 a 01/2009

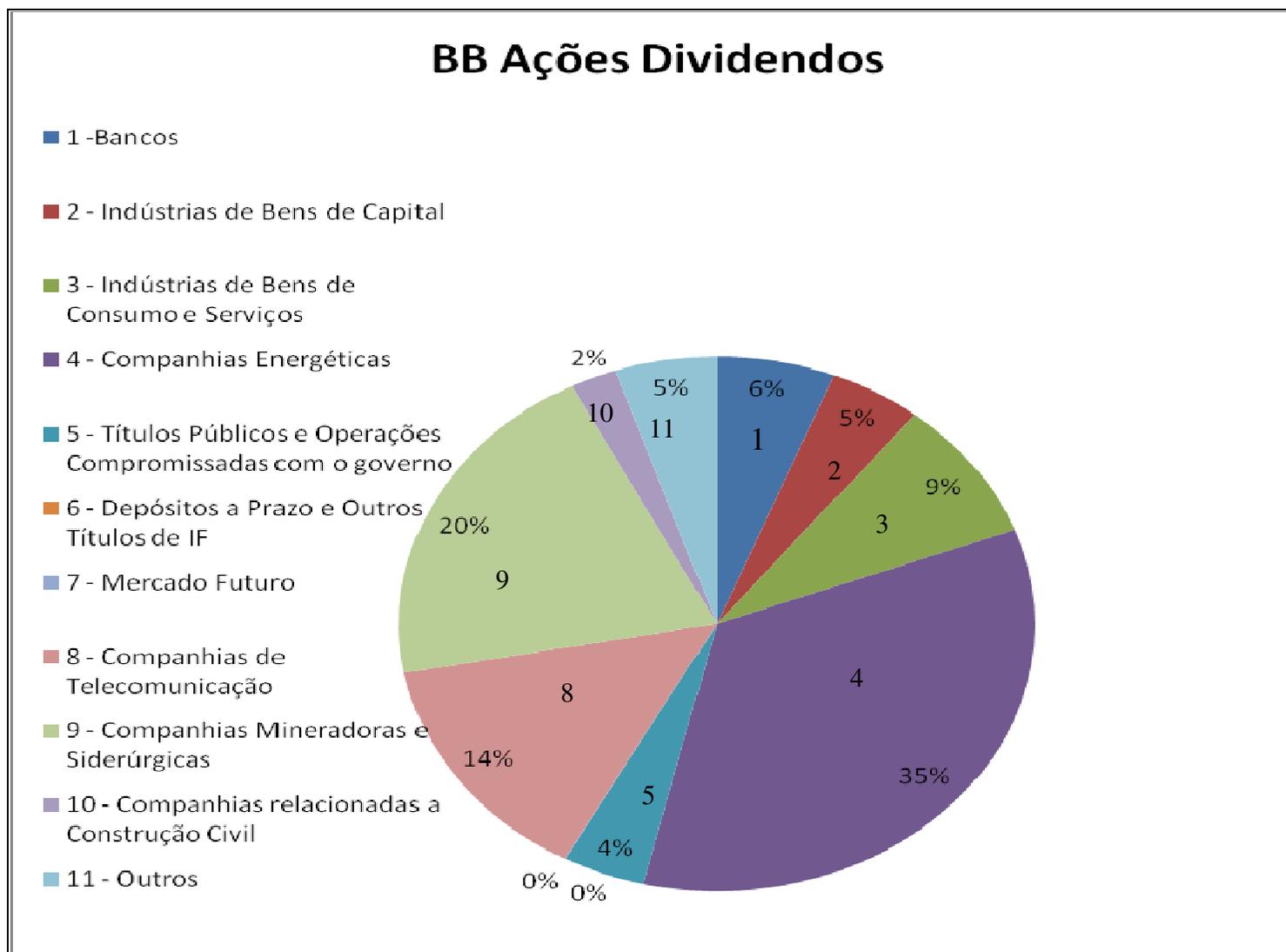


Gráfico 27 – Composição média BB Ações Dividendos 08/2008 a 01/2009