

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS**

**Tiago Silva Tellechea**

**RELAÇÃO ENTRE O DESEMPENHO LÍQUIDO DE FUNDOS DE  
AÇÕES ADMINISTRADOS ATIVAMENTE E FUNDOS LASTREADOS  
EM ÍNDICES**

**Orientador: Gilberto Kloeckner**

**Porto Alegre  
2009**

**Tiago Silva Tellechea**

**RELAÇÃO ENTRE O DESEMPENHO LÍQUIDO DE FUNDOS DE  
AÇÕES ADMINISTRADOS ATIVAMENTE E FUNDOS LASTREADOS  
EM ÍNDICES**

**Trabalho de conclusão de curso de  
graduação apresentado ao Departamento  
de Ciências Administrativas da  
Universidade Federal do Rio Grande do  
Sul, como requisito parcial para a  
obtenção do grau de Bacharel em  
Administração.**

**Orientador: Prof. Gilberto de Oliveira Kloeckner**

**Porto Alegre**

**2009**

Tiago Silva Tellechea

**RELAÇÃO ENTRE O DESEMPENHO LÍQUIDO DE FUNDOS DE  
AÇÕES ADMINISTRADOS ATIVAMENTE E FUNDOS LASTREADOS  
EM ÍNDICES**

Material para consulta na homepage da Biblioteca da Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, disponível em <http://biblioteca.ea.ufrgs.br/index.asp> / Normas para Apresentação de Trabalhos Acadêmicos.

Conceito final:

Aprovado em..... de ..... de .....

BANCA EXAMINADORA

\_\_\_\_\_  
Prof. Dr. .... – Instituição

\_\_\_\_\_  
Prof. Dr. .... – Instituição

\_\_\_\_\_  
Orientador – Prof. Dr. .... – Instituição

## RESUMO

A evolução vista nos últimos anos na Bolsa de Valores brasileira levou um número recorde de investidores a fazer uso desse tipo de aplicação. Com essa massificação da bolsa surgiram e se popularizaram diferentes mecanismos de aplicação do capital em renda variável, entre eles os fundos de investimento. O objetivo do trabalho é analisar a relação entre os fundos de investimentos administrados ativamente e os fundos lastreados no Ibovespa, que não exigem trabalho intelectual do gestor na compra e venda de ações, sendo fundos que meramente seguem o desempenho do Ibovespa, para analisar se os fundos ativos superam os indexados em rentabilidade. Foi utilizada a análise de séries históricas dos rendimentos desses dois tipos de fundos usando o software Microsoft Excel e verificou-se que os fundos lastreados em índices tiveram rendimentos superiores aos fundos ativos no período analisado.

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Desempenho líquido dos fundos ativos versus desempenho líquido dos fundos passivos.....	30
Tabela 2 - Desempenho nominal dos fundos ativos versus desempenho líquido dos fundos passivos.....	32
Tabela 3 - Desempenho nominal dos fundos ativos versus desempenho líquido dos fundos passivos nos cenários de aceleração econômica e de crise.....	34
Tabela 4 - Desempenho nominal dos fundos ativos abertos para todos os investidores comparado ao desempenho líquido dos fundos ativos exclusivos a investidores qualificados e aos fundos passivos.....	36

**LISTA DE FIGURAS**

Figura 1 - Tipos de investimentos.....16

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Evolução do Ibovespa.....	9
Gráfico 2 - Histograma do desempenho líquido dos fundos ativos em comparação com o Ibovespa.....	30
Gráfico 3 - Rentabilidade de R\$ 100.000,00 aplicados nos fundos ativos e passivos no período do estudo.....	31
Gráfico 4 - Histograma do desempenho nominal dos fundos ativos em comparação com o Ibovespa.....	33

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>9</b>
<b>2</b>	<b>O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....</b>	<b>14</b>
2.1	O MERCADO FINANCEIRO .....	14
2.2	TIPOS DE INVESTIMENTOS .....	15
2.3	OS FUNDOS DE AÇÕES .....	19
2.4	DESEMPENHO DOS FUNDOS DE AÇÕES.....	22
<b>3</b>	<b>PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS .....</b>	<b>24</b>
3.1	OBTENÇÃO DOS DADOS.....	25
3.2	FILTRAGEM DOS DADOS.....	26
3.3	ANÁLISE ESTATÍSTICA .....	26
3.4	TRATAMENTO DOS DADOS .....	27
<b>4</b>	<b>ANÁLISE DOS DADOS .....</b>	<b>29</b>
4.1	DESEMPENHO LÍQUIDO DOS FUNDOS ATIVOS VERSUS FUNDOS PASSIVOS .....	29
4.2	DESEMPENHO NOMINAL DOS FUNDOS ATIVOS VERSUS FUNDOS PASSIVOS.....	32
4.3	DESEMPENHO NOMINAL DOS FUNDOS ATIVOS VERSUS FUNDOS PASSIVOS EM PERÍODOS DE CRESCIMENTO E DE CRISE.....	34
4.4	DESEMPENHO NOMINAL DOS FUNDOS ABERTOS AO PÚBLICO EM GERAL E DOS FUNDOS PARA INVESTIDORES QUALIFICADOS VERSUS FUNDOS PASSIVOS.....	35
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>37</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>40</b>
	<b>ANEXO I – EVOLUÇÃO DO ÍNDICE IBOVESPA EM PONTOS E EM DÓLARES. ....</b>	<b>41</b>
	<b>ANEXO II – RENTABILIDADES MENSAS DOS FUNDOS E DO IBOVESPA.....</b>	<b>42</b>
	<b>ANEXO III – DADOS DOS FUNDOS ESTUDADOS .....</b>	<b>52</b>



## 1 INTRODUÇÃO

O mercado acionário brasileiro apresentou significativa evolução na última década, tanto no valor de mercado das ações que o compõe quanto nos processos que as empresas que estão listadas ou desejam abrir seu capital devem realizar. De acordo com o site da Bovespa, o índice Ibovespa, que mede o desempenho das principais ações de companhias brasileiras, passou de 10.480 pontos em primeiro de janeiro de 1998 para 53.211 pontos em primeiro de junho de 2009, uma evolução de mais de 400% no período, considerando a crise em que vivemos. A evolução em volume negociado também foi vertiginosa no período. Segundo a Economática, empresa de serviços de informações financeiras, o volume negociado anualmente na Bovespa quadruplicou de 2000 a 2007, passando de R\$ 260 bilhões para mais de R\$ 1 trilhão. O número de investidores físicos também apresentou exponencial evolução no período. De acordo com a revista Exame, só de 2005 a 2009 o número de investidores cresceu de 155 mil para 519 mil e projeções estimam que chegue a 1 milhão em 2013.

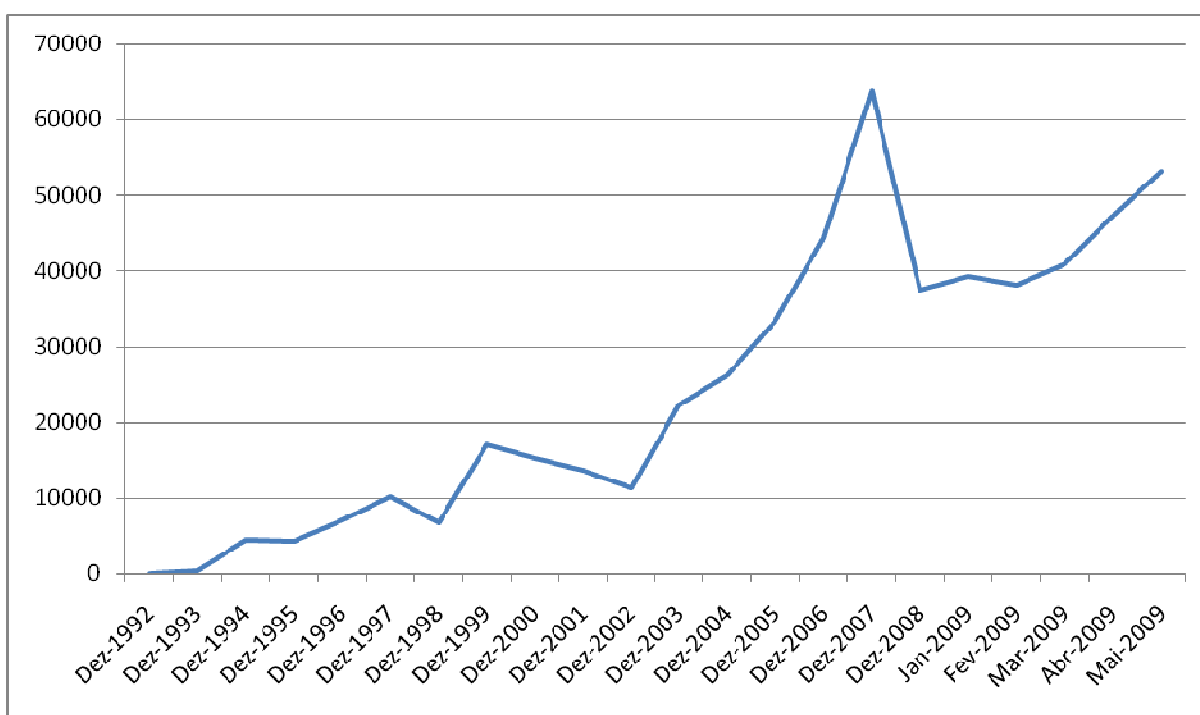


Gráfico 1: Evolução do Ibovespa de dezembro de 1992 a maio de 2009. Fonte: elaborado pelo autor.

O crescimento deste mercado, representado pela Bolsa de Valores de São Paulo, exige instrumentos e processos cada vez mais sofisticados e que atendam às crescentes demandas dos clientes. Assim, essa evolução ocasionou a consolidação de um grande negócio atualmente, os fundos de investimento. Neste tipo de investimento, o indivíduo com disponibilidade de capital compra cotas do fundo, que por sua vez aplica em determinados investimentos que o poupador não teria acesso sozinho, tanto por restrição de montante de capital quanto de conhecimento. Dito isso, temos que tais mecanismos de investimento podem ser de diversos tipos, tais como de renda fixa, cambiais, multimercado ou de ações. O foco do presente trabalho, entretanto, será nos fundos que aplicam no mercado de ações, ou seja, os chamados Fundos de Ações, que segundo a Anbid (Associação Nacional dos Bancos de Investimento), atingiram a marca de R\$ 140 bilhões em patrimônio. Esses fundos de ações, assim como os de outros tipos, são administrados por profissionais de alto conhecimento financeiro e de mercado, supostamente, o que em tese garantiria desempenhos superiores ao de um fundo chamado passivo, ou seja, lastreado em um indicador fixo, como o Ibovespa.

**Porém, será essa premissa verdadeira? Na média, os chamados fundos ativos, que escolhem ações específicas dentre o mercado para compor suas carteiras, geram desempenhos superiores aos fundos indexados no Ibovespa? E, mais importante, geram desempenhos superiores a esses fundos passivos depois de descontadas as taxas adicionais, que podem ser de administração, performance e outras? Pode-se realmente confiar que os gestores de fundos de ações estão fazendo um trabalho melhor que o mercado como um todo?**

A história já mostrou que essas não são perguntas fáceis de responder. É notória a quebra do fundo Long Term Capital Management, em 1998, fundo administrado pelos ganhadores de prêmios Nobel em finanças Robert Merton e Myron Scholes e que mesmo assim, não levou a melhor sobre os mercados e quebrou, gerando grande instabilidade ao ambiente econômico já conturbado da época. Segundo Bernstein (2007), a participação de tão notórios investidores na quebra do fundo teve tamanha repercussão que apenas uma ação do Federal Reserve Bank garantindo os depósitos do fundo acalmou o mercado.

Se esse tipo de situação pode ocorrer com pessoas com estas qualificações, é correto questionar a eficácia de nossos próprios gestores de fundos. Assim, dado o tamanho e popularidade atual do investimento em ações no Brasil, é pertinente nos perguntarmos se as grandes mentes financeiras do capitalismo brasileiro apresentam essa capacidade de auferir retornos superiores e vêm demonstrando isso na prática no mercado atual, ou se o mercado é realmente um adversário bastante difícil de se vencer e quaisquer vitórias são devido principalmente à sorte dos administradores financeiros.

Esse ponto está diretamente relacionado à Hipótese dos Mercados Eficientes, teoria financeira que determina que a formação de preços do mercado é perfeita, assimilando todas as informações disponíveis e precificando-as instantaneamente. Ora, se todas as informações são precificadas no momento em que ficam disponíveis, não há montante de tempo de estudo e análise pelas mentes mais inteligentes dos mercados que consigam achar ações subvalorizadas e portanto, mais propícias a proporcionar grandes retornos ao capital nelas investidos. Refutada a Hipótese dos Mercados Eficientes, porém, admitiríamos que há brecha para estudo de ações específicas que possuem mais potencial que outras ou estariam precificadas abaixo de seu valor real e que analistas poderiam escolher essas ações que mais renderiam em um futuro próximo. Essa brecha é alimentada por alguns casos de extremo sucesso do mercado de ações, como Benjamin Graham e Warren Buffet, sendo este último considerado por muitos como o maior investidor da história e que chegou à posição de homem mais rico do mundo graças ao mercado acionário.

Assim, o pressuposto de que administradores talentosos podem obter retornos superiores é o norteador da indústria de fundos de investimento. No mercado americano, por exemplo, há forte concorrência entre os gestores de fundos de ações do momento e a popularidade deles que é convertida em maiores cotistas para a instituição que gere o fundo.

## **Justificativa**

O presente trabalho é proposto visando abordar exatamente esses pontos, tirando a prova sobre o consenso que se tem de que os fundos ativos são necessariamente mais rentáveis que os fundos passivos . É sabido que o montante investido em fundos ativos supera em muito o investido em fundos passivos. De acordo com dados da Anbid, no início de abril de 2009, o patrimônio dos fundos ativos era mais de seis vezes maior que o dos fundos passivos. Tendo isso em mente, o objetivo do estudo é dar uma luz ao investidor sobre a relação entre os retornos líquidos obtidos por ele ao investir em um fundo ativo e um fundo administrado passivamente, deixando-o livre para escolher onde prefere investir seu dinheiro, porém com o conhecimento das chances de retorno em cada um desses mecanismos financeiros.

Para isso, serão analisados os desempenhos líquidos de fundos baseados em ações geridos pelas principais instituições financeiras do país. O desempenho líquido é parte importante do estudo pois, além de ser o desempenho realmente percebido pelo investidor no momento do saque, é onde se vêem as principais diferenças de custos entre os dois fundos. Como exemplo dessa afirmação, temos que o Fundo Unibanco Blue Fi Ações, um fundo ativo, cobra 5% anuais de taxa de administração, ao passo que o Fundo Unibanco Ibovespa Indexado, o fundo passivo da instituição, cobra apenas 1%.

O objetivo é posicionar o investidor neste tipo de investimento, qualquer que seja o resultado do estudo, e fornecer uma base de comparação para futuras pesquisas de mesmo caráter sobre o assunto.

Para responder às questões explicitadas, os seguintes objetivos geral e específico foram desenvolvidos:

### **Objetivo Geral**

Analisar se, na história recente do mercado de capitais brasileiro, há indícios de que os fundos ativos possuem rentabilidades líquidas superiores aos fundos indexados (passivos).

### **Objetivos Específicos**

- Analisar se a média dos retornos nominais dos fundos de ações ativos supera os fundos passivos;
- Comparar os desempenhos desses fundos em períodos de crescimento econômico e de crise.
- Analisar se há diferenças de retornos entre fundos para investidores qualificados e fundos para o público em geral.

## **2 O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

A revisão teórica do presente trabalho visa resumir os aspectos principais do mundo das finanças e aplicações, com o objetivo de situar o leitor no tema abordado e colocá-lo à par das mais recentes teorias e práticas do mercado dos investimentos. Também visa abordar alguns estudos da literatura sobre o tema em si, quais as respostas auferidas nestes trabalhos e como suas descobertas podem ser aplicadas para o universo em análise.

### **2.1 O MERCADO FINANCEIRO**

No capitalismo moderno, grande parte da produção e operações visando a comercialização de produtos e serviços tem um componente financeiro exterior à própria empresa. Essas operações da indústria e do comércio são financiadas por quem tem dinheiro a investir e que, aliados aos bancos, fornecem o capital para quem o precisa. Foi este desequilíbrio entre a oferta e demanda de capital, ou seja, entre os que o possuíam de sobra e os que o necessitavam para levar adiante seus projetos que originou o complexo sistema financeiro mundial que temos hoje. Os instrumentos usados para essas operações partiram dos simples empréstimos intermediados por bancos à venda de partes da empresa para auto-financiamento, como ocorre nas bolsas de valores.

Atualmente, o universo de produtos e opções para quem deseja investir, e assim fazer seu dinheiro render, é enorme. Há duas diferenças básicas entre esses investimentos, que resumem a teoria financeira moderna: o risco inerente a cada um deles e o retorno possível. Como diz o velho ditado de economia, “there is no free lunch”, ou seja, “não existe almoço grátis”. Aplicado ao nosso conceito de risco e retorno, quer dizer que para conseguir as maiores rentabilidades também se deve

correr os maiores riscos. Assim, todos os produtos financeiros são estruturados segundo essa regra: os mais seguros rendem pouco, porém o risco de principal é praticamente zero; os mais arriscados podem trazer grandes retornos, porém grandes prejuízos também não estão fora de questão.

Um terceiro fator também é importante ao se analisar diversas alternativas de investimentos, que é a liquidez. A liquidez diz respeito à velocidade e facilidade de se converter a aplicação em dinheiro e o ter pronto para ser usado. Esse ponto pode ser crítico, pois em alguns investimentos, notadamente imóveis, pode ser bastante complicado retirar o dinheiro no momento em que se necessita dele.

Atualmente, o acesso aos diferentes tipos de investimento é possibilitado por intermédio da instituição bancária em que se tem conta ou através de uma Corretora de Valores. Esses dois veículos providenciam todo o suporte para investimento, caso se deseje tomar as próprias decisões e também oferecem seus próprios produtos financeiros. Sendo assim, cada banco e corretora terá uma vasta gama de fundos para investimento e os bancos ainda terão instrumentos adicionais, como os investimentos em CDB e poupança, por exemplo.

Cabe ressaltar que, dependendo do tipo de investimento, a entidade que garante as aplicações pode variar. No caso do CDB e dos Fundos de Ações, por exemplo, a responsabilidade é da corretora ou banco que emitiu o CDB e gere o fundo. Já no caso da compra de ações de empresas diretamente, a empresa custodiante é a Companhia Brasileira de Liquidação e Cstódia (CBLC), então ainda que o intermediário das operações venha a entrar em bancarrota, as ações de cada indivíduo estão garantidas pela CBLC. No caso de um fundo que venha a falir, a recuperação do investimento está a cargo da instituição que gere o fundo e pode ser mais complicada.

## **2.2 TIPOS DE INVESTIMENTOS**

Analisando as três características dos investimentos acima citadas e aplicando-as aos instrumentos disponíveis atualmente, chega-se à seguinte tabela,

derivada do portal de finanças do jornal Folha de São Paulo, o Folha Online, que resume as diversas opções dos investidores atualmente:

Principais tipos de investimento e suas características			
Tipo de investimento	Rentabilidade	Risco	Liquidez
<a href="#">Ações de grandes empresas</a>	Média ●	Médio ●	Alta ●
<a href="#">Ações small caps</a>	Alta ●	Alto ●	Média ●
<a href="#">CDB/RDB</a>	Baixa ●	Muito baixo ●	Média ●
<a href="#">Debêntures</a>	Média ●	Baixo ●	Média ●
<a href="#">Derivativos</a>	Muito alta ●	Muito alto ●	Alta ●
<a href="#">Dólar ou outras moedas</a>	Média ●	Alto ●	Muito alta ●
<a href="#">Fundos de ações</a>	Alta ●	Médio ●	Alta ●
<a href="#">Fundos de private equity</a>	Alta ●	Alto ●	Baixa ●
<a href="#">Fundos de renda fixa</a>	Baixa ●	Baixo ●	Média ●
<a href="#">Fundos multimercado</a>	Média ●	Médio ●	Média ●
<a href="#">Imóveis</a>	Média ●	Baixo ●	Muito baixa ●
<a href="#">Obras de arte e antiguidades</a>	Baixa ●	Médio ●	Muito baixa ●
<a href="#">Ouro</a>	Média ●	Médio ●	Alta ●
<a href="#">Poupança</a>	Muito baixa ●	Muito baixo ●	Muito alta ●
<a href="#">Previdência privada</a>	Média ●	Baixo ●	Média ●
<a href="#">Títulos públicos</a>	Baixa ●	Baixo ●	Alta ●

Figura 1: Tipos de Investimento. Fonte:Folha Online

As principais características de cada um desses investimentos são as seguintes:

- **Ações de grandes empresas:** o investidor passa a possuir parte da empresa, ganhando dividendos quando estes são distribuídos e usufruindo das oscilações na valorização da empresa. É um investimento com boa liquidez e bom potencial de rentabilidade, porém que apresenta significativo grau de risco em relação às outras modalidades de investimento. O investimento em ações torna o detentor da ação em dono de uma parcela do negócio, portanto ele participa do risco inerente do setor em que se encontra a empresa. Esse tipo de investimento é tido como eficaz em tempos de bonança econômica, pois tende a ser supervalorizado nestes períodos. Por outro lado, em tempos de crise, o sentimento de medo deste tipo de aplicação pode penalizá-la mais do que o tido como racional.



- Ações small caps: é exatamente igual ao investimento acima, porém as empresas em que se investe são menores, o que se traduz em menor liquidez, porém maior rentabilidade potencial e conseqüentemente, maior risco. Tendem a crescer mais em períodos favoráveis e ser as primeiras a perder valor em momentos adversos.
- CDB/RDB: o Certificado de Depósito Bancário e Recibo de Depósito Bancário são investimentos mais seguros que ações, porém potencialmente rendem bem menos, pois são instrumentos de renda fixa. São títulos de dívida emitidos por instituições financeiras para a captação de dinheiro e o seu risco está atrelado à saúde financeira da instituição emissora.
- Debêntures: são títulos de dívida emitidos pelas empresas e também se enquadram na classificação de renda fixa. A emissão de debêntures é usada pelas empresas para fins de financiamento e o risco desse tipo de papel está ligado à saúde da empresa que o emitiu.
- Derivativos: é um dos tipos mais complexos de investimento, visto que, como o próprio nome diz, derivam do valor de outro ativo financeiro. As oscilações de valor desse tipo de investimento são altíssimas, o que o torna um dos mais arriscados e menos recomendados a quem não está familiarizado com o mercado. O exemplo mais comum de derivativos são as opções sobre ações, porém estes existem em grande número e variados graus de complexidade. Recentemente ganharam notoriedade os derivativos lastreados em títulos hipotecários americanos, por se constituírem em um dos pivôs da crise financeira e responsáveis pelo alastramento da mesma pelo globo.
- Dólar (mercado de câmbio): a compra de moedas estrangeiras é bastante comum entre empresas em que a variação da cotação ocasiona algum tipo de impacto, como no custo de matéria-prima, por exemplo. Elas se utilizam desse ativo como modo de se proteger de variações na taxa dessas moedas, porém esse investimento é pouco recomendado para pessoas físicas, pelo alto risco envolvido. O

investimento em moedas também é possível por meio dos fundos cambiais, que apostam na valorização ou desvalorização de determinada moeda em relação a outra. Tal tipo de investimento, no entanto, é tido como bastante complexo e recomendado apenas para investidores com maior experiência de mercado.

- Fundos de Ações: são o objeto do presente estudo. São fundos geridos por profissionais de mercado, que aplicam no mercado financeiro os recursos de seus clientes, a maior parte em ações. Serão abordados em detalhe mais adiante.
- Fundos de Private Equity: são fundos que trabalham na compra e venda de empresas, geralmente empresas fechadas, com vistas a desenvolver o negócio e se desfazer dele na abertura de capital da empresa. A liquidez desse tipo de fundo é investimento é baixa pois por vezes são necessários anos para que um investimento dê retorno. A maioria dos fundos deste tipo só aceita investidores qualificados (que apliquem mais de R\$ 300.000,00).
- Fundos de Renda Fixa: são fundos que aplicam especialmente em instrumentos de renda fixa, possuindo alta segurança porém rentabilidade reduzida.
- Fundos Multimercado: são fundos que aplicam em diversos tipos de investimento, visando diminuir o risco porém auferir rentabilidade superior aos fundos de renda fixa.
- Imóveis: o investimento em imóveis possui baixa liquidez, porém é um tanto menos suscetível ao humor do mercado financeiro, pois se trata de um chamado ativo real. Existe uma especialidade de fundo que aplica em imóveis, geralmente de propriedade de uma construtora ou incorporadora.
- Obras de arte: é um investimento de baixa liquidez e que demanda conhecimento do investidor. Há potencial para boa rentabilidade nesse tipo de ativo, porém o risco também é grande.

- Ouro: é um investimento de alta liquidez e bastante procurado nos momentos de crise, porém em circunstâncias normais não é o investimento mais recomendado para leigos no mercado.
- Poupança: é considerado o investimento mais seguro de todos. Tem rentabilidade baixíssima, de 0,5% ao mês mais a variação da Taxa de Referência e depósitos de até R\$ 60 mil são garantidos em caso de quebra da instituição financeira.
- Previdência privada: indicado para quem já começa a pensar na aposentadoria, os dois tipos mais comuns são o PGBL e o VGBL. A rentabilidade desses fundos é determinada pelo modo como a instituição que gerencia os fundos os aplica. Recomendados para um longo prazo de aplicação, visto que os impostos cobrados dependem do tempo de permanência do dinheiro aplicado.
- Títulos Públicos: são títulos da dívida do governo e podem ser adquiridos a partir do Tesouro Direto. São títulos bastante seguros porém como era de se esperar, possuem baixa rentabilidade quando comparados às outras opções no mercado.

### **2.3 OS FUNDOS DE AÇÕES**

Os fundos de investimentos em ações são, como o próprio nome diz, aplicações no mercado acionário. São fundos geridos por profissionais de instituições financeiras que, com o dinheiro disponibilizado pelos clientes nesse tipo de investimento, negocia ações em prol do cliente, buscando o máximo de rentabilidade possível. Algumas vantagens de se investir em um fundo de ações ao invés de investir nas ações diretamente:

- **Diversificação:** um fundo investe em várias ações, algo que só seria possível a um investidor individual após certa quantidade de dinheiro. É muito mais complicado diversificar com recursos limitados.
- **Profissionalismo:** o gestor do fundo é um profissional do mercado financeiro e possui mais conhecimento sobre o assunto do que a média das pessoas. Além disso, o comprometimento dele é com o fundo gerenciado. A maior parte das pessoas não pode se dar ao luxo de investir grande quantidade de tempo para acompanhar o mercado acionário.

Os fundos de ações são regulados pela Anbid e devem fornecer a essa instituição informações periódicas sobre seus dados, tais como rentabilidades e patrimônio líquido. Além disso, há certos requisitos legais para se constituir um fundo. Esses requisitos para que um fundo possa ser chamado de fundo de ações são os seguintes:

- deve aplicar no mínimo 80% da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, em mercado acionário.
- Deve possuir no mínimo 67% da carteira em ações admitidas à negociação no mercado à vista da bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado.

### **2.3.1 Tipos de Fundos**

Os fundos de ações podem assumir diversas formas, de acordo com os ativos em que se aplica, ou seja, é a composição da carteira que denomina o tipo de fundo. Os principais tipos são os seguintes:

1. **Fundos Indexados:** são fundos que replicam um índice de ações, como o Ibovespa e o IBR-X. No exemplo do Ibovespa, o administrador do fundo compraria as 53 ações presentes no Ibovespa e não mexeria nelas, fazendo com que o desempenho do fundo se tornasse o mais próximo possível do desempenho do próprio índice. Por exigir pouco conhecimento do mercado financeiro e quase nenhum gerenciamento,

as taxas cobradas nesse tipo de fundo são geralmente inferiores às de outros tipos.

2. Fundos com foco em uma ação: no Brasil, os fundos focados em uma ação possuem em sua maioria a ação que denomina o fundo, geralmente uma blue chip com grandes perspectivas de futuro. Na prática, as instituições oferecem esse tipo de fundo baseado em duas empresas: Petrobrás e Vale do Rio Doce.
3. Fundos Setoriais: esse tipo de fundo compra ações de diversas empresas pertencentes ao mesmo setor. Como exemplo, temos os fundos setoriais elétricos, que investem em ações como CPFL Energia, Eletrobrás, etc. Teoricamente, o objetivo desses fundos é se utilizar de um bom momento em um setor cíclico ou se especializar em algum setor não tão afetado pela sazonalidade.
4. Fundos Ativos: esses fundos são os que conferem maior liberdade ao administrador, podendo ele comprar as ações que suas análises indicarem mais promissoras. Geralmente esse tipo de fundo também cobra a maior taxa de administração entre os diferentes tipos vistos.

### **2.3.2 Alavancagem**

Além da decisão do tipo de fundo, algumas instituições financeiras ainda oferecem para cada tipo de fundo dois modos de utilização do patrimônio: com alavancagem e sem alavancagem. Um fundo alavancado significa que são usados recursos além dos depositados pelos cotistas nas aplicações do fundo. Na prática, isso quer dizer que a chance de ganhar ou perder é significativamente aumentada, ou seja, ganha-se mais do que nos fundos sem alavancagem porém também perde-se mais no caso de uma queda do mercado.

### **2.3.3 Taxas**

As taxas que incorrem sobre os fundos de ações, e que, desnecessário dizer, corroem parte da rentabilidade verificadas nos papéis, são as seguintes:

- Taxa de Administração: é a taxa paga ao gestor do fundo, ou seja, a instituição financeira que o controla. No nosso mercado, a maior parte dos fundos têm taxa entre 1% e 5% ao ano.
- Taxa de Performance: menos comum, essa taxa por vezes se faz presente em fundos mais agressivos, com possibilidade de rentabilidades bastante acima do benchmark. Um exemplo de taxa de performance seria: 20% de tudo que o exceder o Ibovespa.
- Imposto de Renda: no caso dos fundos de ações, a incidência de IR ocorre, exclusivamente, no resgate com alíquota de 15%.

## **2.4 DESEMPENHO DOS FUNDOS DE AÇÕES**

A rentabilidade do mercado de ações está relacionada aos diversos fatores que causam variações nos papéis negociados em bolsa, tais como fatores macroeconômicos e os específicos de cada empresa ou setor. No caso do desempenho de cada fundo, também entra em questão a aptidão do administrador de reconhecer os momentos de comprar ou vender certa ação e para onde se encaminha a tendência do mercado.

Considerando que os fundos são geridos por profissionais, a questão da aptidão de mercado estaria solucionada e os fundos consistentemente teriam desempenho maior que o índice, que é um mero conglomerado de ações a maior parte das vezes escolhida pelo tamanho das empresas, correto? A resposta é um sonoro não!

Esse pensamento, apesar de razoável, esbarra na prova do mundo real. Na realidade americana, que possui um dos mercados acionários mais desenvolvidos do mundo, essa premissa já foi desafiada por alguns autores. De acordo com Zweig (2003), analisando-se um total de vinte anos de histórico de desempenho de fundos americanos, chega-se às seguintes conclusões:

- 59,5% dos fundos superaram o índice de ações usado como base de comparação (Vanguard 500 Index Fund) em pelo menos três anos;
- Quando o critério sobe para superação do índice em pelo menos cinco desses anos, o número de fundos já cai para 51,4%;
- Os fundos que superam o índice em dez anos são apenas 31,2%, menos de um terço do universo total;
- Já no período de vinte anos, apenas 14,9% superam o índice.

Sendo assim, podemos auferir que, se menos de um terço dos gestores não conseguiu superar o índice em pelo menos metade dos anos analisados, superar o mercado não é tarefa banal.

Quando se trata de não-profissionais da gestão financeira, obter retornos superiores é ainda mais difícil. De acordo com pesquisa da Money Magazine (1999), feita nos Estados Unidos, mais de 80% das pessoas entrevistadas afirmaram ter obtido retornos inferiores aos do mercado.

Todos esses dados se referem ao mercado americano, significativamente mais maduro que o brasileiro. Mas e no nosso mercado? Nossos gestores têm essa mesma dificuldade em obter retornos maiores que os índices em que qualquer pessoa pode aplicar sem conhecimento algum? Ou seria o mercado de tal modo eficiente que nem aos gestores profissionais isso seria possível, excetuando-se pela sorte?

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para verificar a acuracidade das proposições acima será feito estudo buscando-se obter dados históricos que auxiliem a responder as questões acima citadas. A pesquisa a ser feita para responder essas questões será feita com base nos objetivos do estudo, sendo que este tipo de pesquisa pode ser classificada de diversos modos (GIL, 1991 APUD SILVA, 2001):

- Pesquisa exploratória: visa proporcionar maior familiaridade com o problema com vistas a torná-lo explícito ou a construir hipóteses. Envolve levantamento bibliográfico; entrevistas com pessoas que tiveram experiências práticas com o problema pesquisado; análise de exemplos que estimulem a compreensão. Assume, em geral, as formas de Pesquisas Bibliográficas e Estudos de Caso.
- Pesquisa Descritiva: visa descrever as características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre variáveis. Envolve o uso de técnicas padronizadas de coleta de dados: questionário e observação sistemática. Assume, em geral, a forma de Levantamento.
- Pesquisa Explicativa: visa identificar os fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência dos fenômenos. aprofunda o conhecimento da realidade porque explica a razão, o “porquê” das coisas. Quando realizada nas ciências naturais, requer o uso do método experimental, e nas ciências sociais requer o uso do método observacional. Assume, em geral, a formas de Pesquisa Experimental e Pesquisa Expost-facto.

No caso deste estudo, a pesquisa será exploratória, pois reunirá dados para tentar responder à pergunta proposta. Essa pergunta consiste na hipótese dos fundos ativos serem mais rentáveis que os passivos, hipótese esta que será analisada mais adiante.

Para isso, serão analisados os desempenhos de fundos baseados em ações geridos pelas principais instituições financeiras do país e determinado, com o auxílio de métodos estatísticos, se a premissa de que fundos ativos garantem, depois de



descontadas todas as taxas, desempenhos superiores aos de fundos passivos, também líquidos de todo o tipo de taxa.

A metodologia usada para a realização do estudo proposto será um estudo histórico dos desempenhos dos fundos de ações, ativos e passivos, pertencentes a diversas instituições, reunindo o máximo de informações possíveis para a comparação entre eles e a possível identificação de algum padrão de rendimentos e superioridade de algum desses modos de administração de fundos.

### **3.1 OBTENÇÃO DOS DADOS**

A obtenção dos dados se deu por meio da Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid), que possui as informações necessárias para o presente estudo. Essas informações de posse da Anbid são reportadas diariamente pelos gestores de fundos; portanto, a qualidade da informação a ser utilizada neste trabalho atende os requisitos de atualizada e confiável. Essa importante etapa do processo inclui coletar as informações dos fundos, especificamente dados de:

- Nome do fundo
- Entidade gestora
- Tipo de fundo
- Desempenho mensal do fundo

De posse dessas informações, passa-se à próxima etapa do processo de análise proposto no presente trabalho.

### 3.2 FILTRAGEM DOS DADOS

Após o acesso ao consolidado de informações, deve-se verificar o que realmente é foco de análise e quais dados serão descartados. Espera-se que a entidade que cederá os dados não fará nenhum tipo de filtro direcionado para a presente pesquisa; o objetivo neste momento então, é separar as informações a serem utilizados das que ficarão de fora, visando organizá-las de modo a permitir rápida consulta posterior.

Dentro do universo de informações colhidas, devemos escolher os fundos de ações com perfil ativo (Ações Livre na Anbid) e patrimônio líquido significativo, bem como quaisquer outras especificações que se mostrem necessárias.

### 3.3 ANÁLISE ESTATÍSTICA

O estreitamento das informações realizado no item acima resultará em um consolidado, que estará pronto para ser utilizado na análise aprofundada. Com a ajuda de softwares estatísticos, esses dados serão analisados e diversas informações referentes ao grupo serão conhecidas. As informações mais importantes a serem obtidas são:

- Retorno mensal dos fundos ativos
- Retorno mensal dos fundos passivos
- Média do retorno mensal dos fundos ativos
- Média do retorno mensal dos fundos passivos

A análise de retornos e média de retornos fará com que saibamos se os rendimentos de fundos ativos superam os objetivos, o objetivo do estudo.

### 3.4 TRATAMENTO DOS DADOS

Com os dados em mãos, algumas considerações devem ser feitas sobre a natureza dos dados e o modo como serão utilizados no presente trabalho. Assim, as seguintes premissas foram utilizadas:

1. Primeiramente, foram utilizados dados de 80 fundos de ações, todos eles com características que permitem ao seu administrador comprar e vender diferentes papéis de acordo com a sua percepção do momento do mercado (classificados pela Anbid como “Ações Livre”). Essa habilidade de negociar os papéis livremente é o que diferencia os fundos ativos dos passivos.
2. O tamanho da amostra foi filtrado de uma lista contendo dados de 280 fundos, sendo que o critério para essa filtragem foi o fundo possuir um histórico mínimo para comparação com o benchmark. No caso, o histórico mínimo exigido foi de 3 anos.
3. Os dados utilizados compreendem o período de junho de 2006 a maio de 2009, totalizando 36 meses dos retornos mais atuais possíveis quando da realização do estudo.
4. O desempenho utilizado para representar os fundos passivos foi o desempenho do índice Ibovespa no período de comparação, visto que a replicação desse índice é o objetivo mais comum deste tipo de fundo.
5. A totalidade de rendimentos mensais analisados no estudo foi de 2.916, ou seja, séries históricas de 36 meses para os 80 fundos e para o Ibovespa.
6. Para quantificar os custos associados ao investimento nos fundos, foi utilizada uma taxa de administração de 3% ao ano para fundos ativos e de 2% ao ano para fundos passivos. Essas taxas foram calculadas com base em pesquisa da média das taxas de administração

verificadas nos fundos porém não são representantes estatísticas comprovadas de tais taxas.

7. Todas as escolhas de fundos utilizados para o presente trabalho foram aleatórias, não havendo qualquer análise prévia de rentabilidades para não comprometer o resultado do estudo.

## 4 ANÁLISE DOS DADOS

### 4.1 DESEMPENHO LÍQUIDO DOS FUNDOS ATIVOS VERSUS FUNDOS PASSIVOS

A primeira análise a ser feita é se neste período de 3 anos os fundos ativos bateram o Ibovespa, o representante dos fundos passivos.

Para isso, foram utilizadas as informações dos 80 fundos e do Ibovespa recolhidas junto à Anbid. O processo foi então de cálculo da média dos rendimentos dos fundos ativos ao longo dos três anos, com a ajuda do Microsoft Excel, bem como da média do rendimento do Ibovespa, o *proxy* utilizado para os fundos passivos. Para a dedução das taxas de administração foram utilizados os percentuais anuais explicitados anteriormente, 3% para os fundos ativos e 2% para os fundos passivos, sendo deduzidos esses percentuais quando decorridos 12 meses da série histórica. No caso dos desempenhos nominais vistos adiante, foi dado o mesmo tratamento aos dados, excetuando-se a parte do desconto das taxas envolvidas em cada fundo.

Cabe então, voltar à nossa pergunta: os fundos ativos superaram a rentabilidade dos fundos passivos neste período?

A resposta a essa pergunta é não. Ao longo do período estudado, os fundos passivos bateram com larga margem o desempenho dos fundos ativos. Na média, o desempenho do Ibovespa ficou 10 pontos percentuais acima, chegando à rentabilidade acumulada de 37,7% ao longo dos três anos, contra 27,9% dos fundos ativos.

RENTABILIDADE LÍQUIDA ACUMULADA - JUN 06 A MAI 09	
MÉDIA DOS FUNDOS ATIVOS	27.9%
FUNDOS PASSIVOS	37.7%

Tabela 1: desempenho líquido dos fundos ativos e passivos estudados. Fonte: elaborada pelo autor.

Tal resultado vem de encontro ao verificado no mercado americano, em que os gestores também possuem grande dificuldade em bater os desempenhos dos índices. Vale lembrar que os retornos acima são líquidos, ou seja, já foram descontados os gastos estimados com taxa de administração, que são maiores no caso dos fundos ativos.

O quadro acima nos diz, portanto, que na média fundos passivos rendem mais que fundos ativos. Porém esta é a média dos retornos. Dos fundos estudados, quantos efetivamente bateram os fundos passivos e quantos tiveram performance inferior? A resposta pode ser conferida no histograma a seguir.

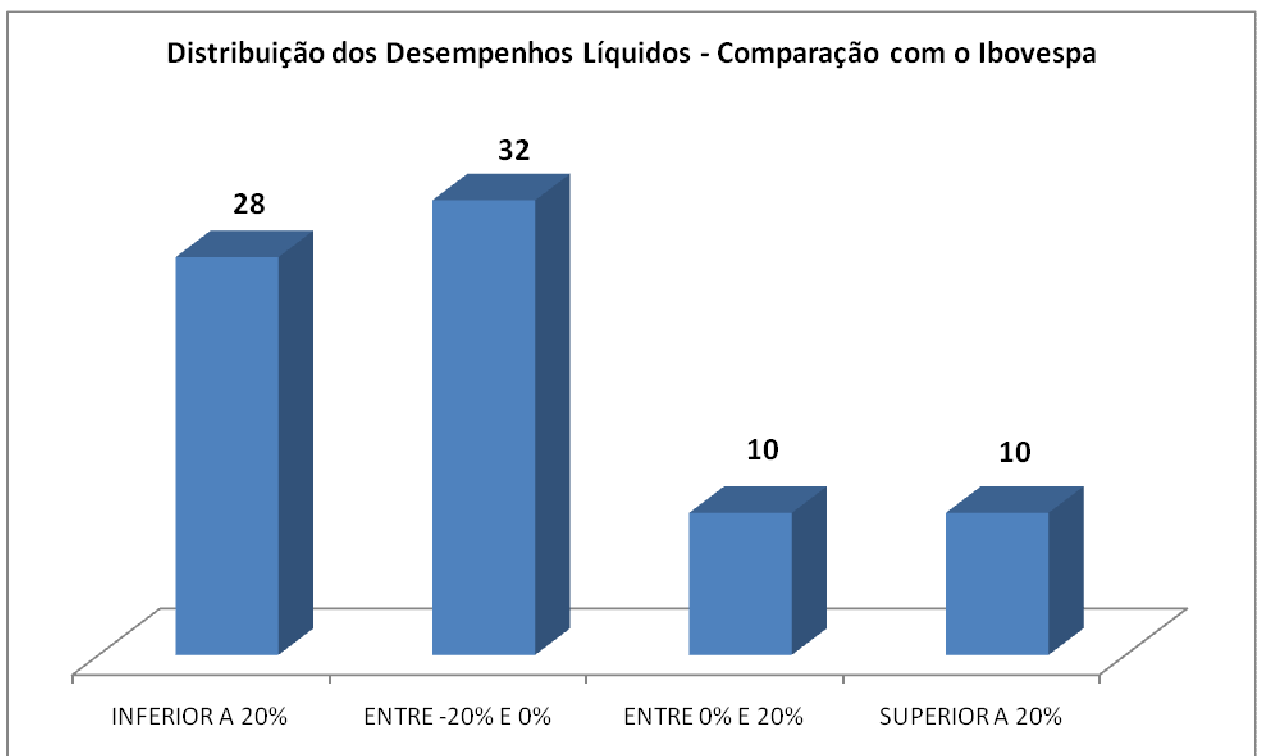


Gráfico 2: histograma do desempenho líquido dos fundos ativos em comparação com o Ibovespa. Fonte: elaborado pelo autor.

Tem-se, portanto, uma maioria esmagadora de fundos ativos que não superam os passivos, perfazendo um total de 75% da amostra. Desses 75% ainda,

quantidade considerável (28 fundos dos 60 que ficaram abaixo) teve desempenho mais de 20 pontos percentuais inferior ao Ibovespa.

Entre os fundos que superaram o benchmark, tem-se o restante dos estudados. Destes vinte fundos com desempenho superior, dez bateram o índice em mais de 20%, com o melhor desempenho ficando 76% acima do benchmark e mais do que dobrando de valor neste período de três anos.

Para ilustrar melhor esses desempenhos, cabe um exercício prático. Pegando o exemplo de um poupador que ao início do período investisse 100 mil reais em cada tipo de fundo (e supondo que pudesse investir na média dos retornos desses fundos). Ao final dos três anos estudados, ele teria R\$ 137.700,00 advindos dos fundos passivos e apenas R\$ 127.900,00 no montante aplicado nos fundos ativos.

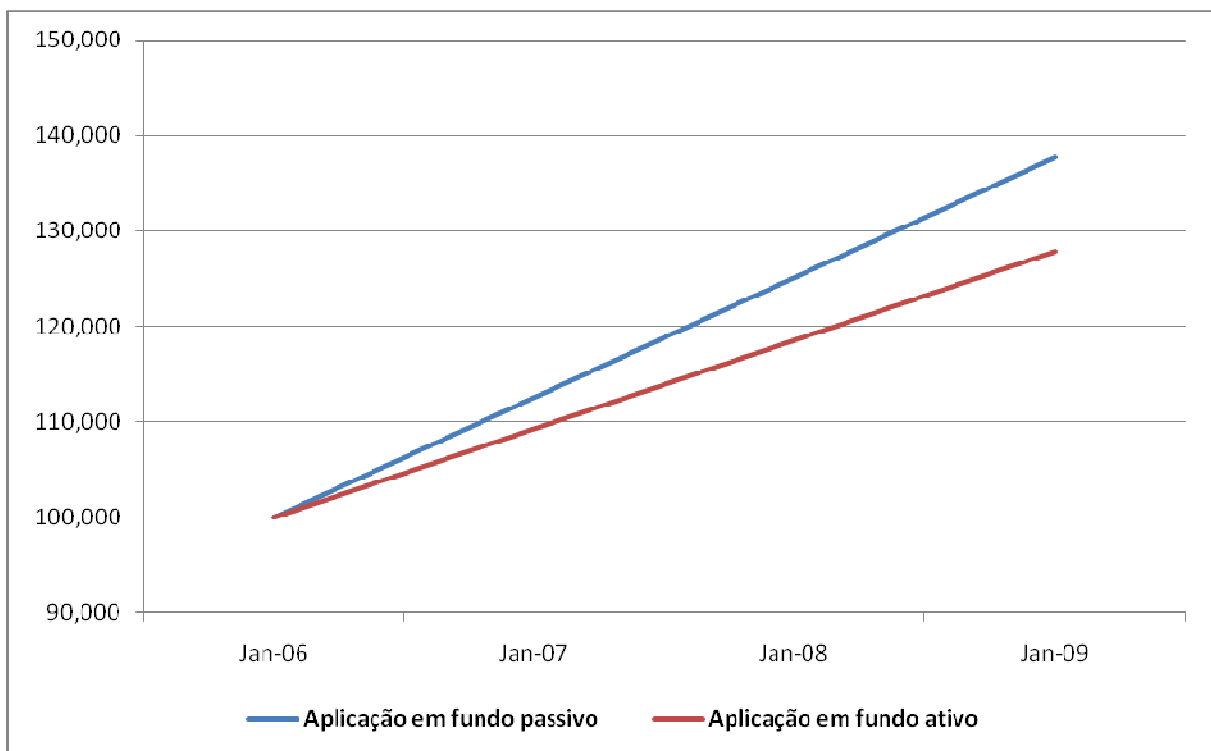


Gráfico 3: rentabilidade de R\$ 100.000,00 aplicados nos dois tipos de fundos após o período de 36 meses estudado. Fonte: elaborado pelo autor.

Foi verificado, portanto, que dentro do grupo de fundos estudado neste trabalho, os desempenhos líquidos dos fundos ativos foram inferiores aos dos fundos passivos. Os fundos ativos, porém, contam com taxas de administração mais pesadas, que diminuem consideravelmente os ganhos dos investidores. No período de três anos estudado, por exemplo, a dedução na rentabilidade dos fundos ativos

foi, em média, de 11%, enquanto as taxas dos fundos passivos ocasionaram dedução de 8% na rentabilidade desses fundos. É interessante, então, verificar se, ignoradas as taxas, o cenário verificado acima se repete. A seguinte análise, portanto, considera apenas os desempenhos nominais dos fundos e do Ibovespa.

## 4.2 DESEMPENHO NOMINAL DOS FUNDOS ATIVOS VERSUS FUNDOS PASSIVOS

Ao serem analisados os desempenhos dos fundos antes da consideração das taxas de administração, temos os seguintes resultados:

RENTABILIDADE NOMINAL ACUMULADA - JUN 06 A MAI 09	
MÉDIA DOS FUNDOS ATIVOS	39.4%
FUNDOS PASSIVOS	45.6%

Tabela 2. Desempenho nominal dos fundos ativos e passivos estudados. Fonte: elaborada pelo autor.

Logo, temos o mesmo resultado do exercício anterior: superioridade dos fundos passivos sobre os fundos ativos. Essa superioridade, porém, é menor; na média, os fundos passivos obtiveram retornos 6 pontos percentuais acima dos fundos ativos, sendo que no cálculo líquido visto acima há diferença de 10 pontos percentuais a favor dos fundos passivos.

Cabe verificar por meio do histograma qual a quantidade de fundos que efetivamente ficaram abaixo e acima do rendimento dos fundos passivos.



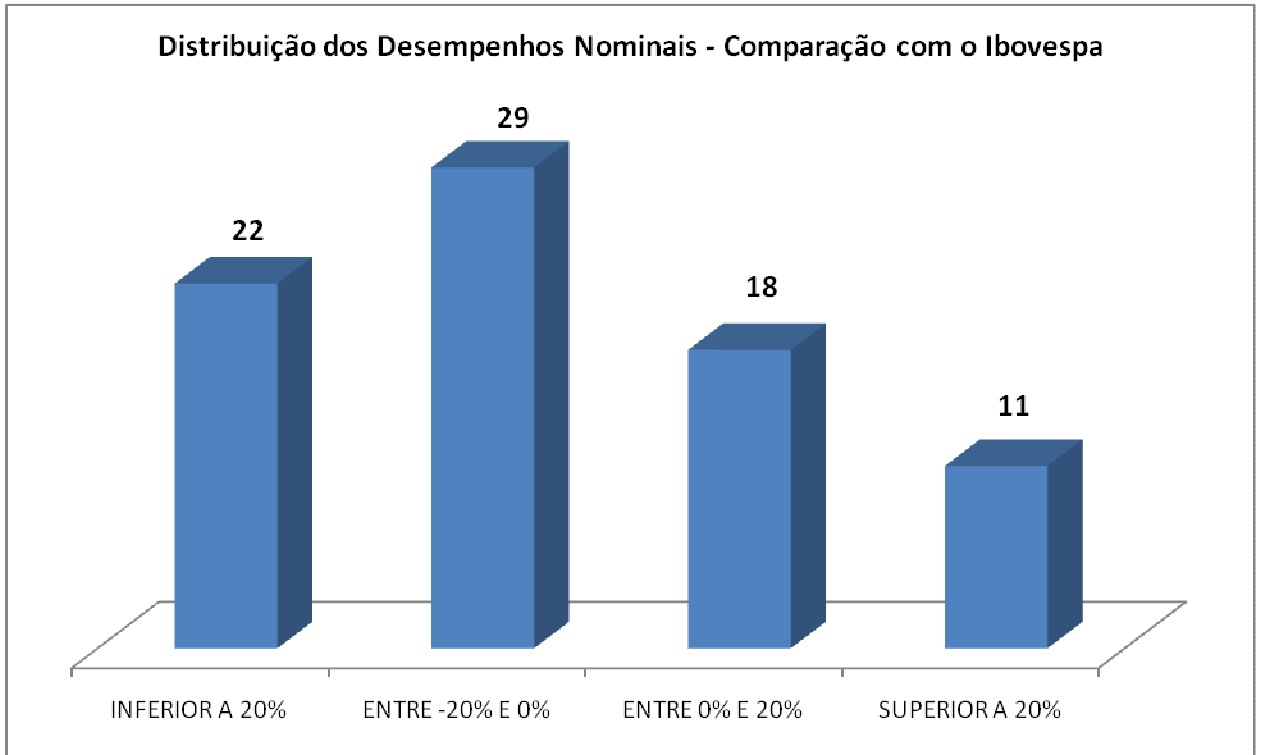


Gráfico 4: histograma do desempenho nominal dos fundos ativos em comparação com o Ibovespa. Fonte: elaborado pelo autor.

Pela distribuição dos retornos, vê-se que 51 fundos, ou seja, 64% da amostra, não superam o desempenho do índice no período estudado. Aprofundando a análise, temos 22 fundos ficando mais de 20% abaixo do benchmark, número que representa 28% da amostra estudada. Este resultado é especialmente surpreendente, que tal número de fundos administrados ativamente possa ter mostrado desempenho tão inferior ao esperado.

Do outro lado, temos os 29 fundos que superam o benchmark, representativos de 36% do total estudado. Neste grupo, atingiram desempenhos excepcionais, superando em 20% o Ibovespa, uma quantidade de 11 fundos, enquanto os outros 18 superaram o índice por uma margem inferior a esses 20%.

Novamente poderíamos recorrer ao exemplo prático do exercício acima. Nesta comparação, os teóricos R\$ 100.000,00 aplicados nestes fundos renderiam, nos fundos ativos, R\$ 139.400,00 e nos fundos passivos, R\$ 145.600,00 (dentro da suposição vigente de que não haveria taxas de manutenção dos fundos).

### 4.3 DESEMPENHO NOMINAL DOS FUNDOS ATIVOS VERSUS FUNDOS PASSIVOS EM PERÍODOS DE CRESCIMENTO E DE CRISE

Foi verificado que os gestores ativos de fundos de ações têm extrema dificuldade em superar o índice de ações usado como comparação de desempenho. A análise feita acima compreendeu o período de 36 meses entre junho de 2006 e maio de 2009. Neste período, passamos por dois momentos distintos na economia: uma fase de franco crescimento econômico e valorização do mercado de capitais e outra de crise, causada pelo contágio no sistema financeiro mundial da dificuldade americana de honrar os compromissos de créditos mais duvidosos, que estavam espalhados pela maior parte do globo. Apesar do Brasil não ter grande envolvimento nesses créditos, o mercado globalizado e a enorme quantidade de capital estrangeiro investido no país trouxe os efeitos da crise para cá também.

Visto que o país passou por esses dois momentos econômicos distintos, é interessante verificar as características desses dois períodos em nossa análise. Ou seja, há alguma diferença na relação entre os retornos de fundos ativos versus fundos passivos quando analisamos apenas um período? Ou a tendência se mantém, independentemente do período analisado?

Para responder a essas questões, o período de tempo analisado foi dividido em duas categorias: aceleração econômica e crise. O período de aceleração compreende desde o início da série histórica, junho de 2006, até maio de 2008, em que o Ibovespa atingiu seu pico histórico. O período de crise começa em junho de 2008, compreendendo o restante dos meses até maio de 2009. Dada a disparidade de meses nas duas amostras, foi escolhido o critério de desempenho nominal dos fundos ativos e do Ibovespa para a comparação. Segue abaixo quadro com os resultados verificados.

RENTABILIDADE NOMINAL ACUMULADA	ACELERAÇÃO	CRISE
MÉDIA DOS FUNDOS ATIVOS	86.9%	-23.7%
FUNDOS PASSIVOS	98.7%	-26.7%

Tabela 3. Desempenho nominal dos fundos ativos e passivos estudados nos períodos de aceleração e de crise.  
Fonte: elaborada pelo autor.

Verifica-se nessa análise uma diferença de comportamento nos dois períodos analisados. Enquanto na fase de crescimento econômico temos vantagem para os fundos passivos, no período de crise os fundos ativos apresentaram melhor desempenho, com retração inferior. Embora os resultados atingidos pelos fundos passivos na fase de crescimento econômico sejam suficientes para compensar a maior queda na crise e superar os fundos ativos, essa informação é importante por permitir guiar diferentes decisões de acordo com o humor do mercado. É evidente que o padrão verificado no presente estudo não é determinante das rentabilidades futuras dos fundos porém é um indicativo do funcionamento desses investimentos nestes cenários econômicos.

#### **4.4 DESEMPENHO NOMINAL DOS FUNDOS ABERTOS AO PÚBLICO EM GERAL E DOS FUNDOS PARA INVESTIDORES QUALIFICADOS VERSUS FUNDOS PASSIVOS**

Visto que um dos objetivos do presente estudo é analisar a capacidade dos gestores de fundos de ações de obter retornos superiores à média de mercado e que há um custo em investir nesses gestores, traduzido na taxa de administração, uma comparação interessante é entre os fundos abertos para o público em geral, sem restrição de nível de renda, e os fundos exclusivos para investidores qualificados, que teoricamente possuíam melhores gestores e garantiriam retornos superiores em relação à média.

Para realizar essa análise, separamos nossa amostra de 80 fundos em dois grupos: o dos fundos em geral e o dos exclusivos para investidores qualificados. A divisão final contempla então, 57 fundos para todo o tipo de investidor e 23 fundos exclusivos para investidores qualificados. Os resultados da análise desses grupos segue no quadro abaixo.

RENTABILIDADE NOMINAL ACUMULADA - JUN 06 A MAI 09	
FUNDOS ATIVOS - ABERTO AO PÚBLICO	35.8%
FUNDOS ATIVOS - INVESTIDOR QUALIFICADO	48.5%
FUNDOS PASSIVOS	45.6%

Tabela 4. Desempenho nominal dos fundos ativos abertos ao público, restritos a investidores qualificados e fundos passivos estudados. Fonte: elaborada pelo autor.

Esta análise específica delineou dois grupos com rentabilidades bem diferentes. Os fundos para todos os investidores tiveram retorno médio de 36% nesses três anos, colocando-os 10 pontos percentuais abaixo da média do mercado representada pelos fundos passivos. Já os fundos para investidores qualificados tiveram desempenho superior ao benchmark, ficando na média 3 pontos percentuais acima dos fundos passivos. Tal resultado não deixa de ser surpreendente, pois apesar de teoricamente os fundos para investidores qualificados terem gestão mais profissional, pelo tipo de investidor envolvido, a diferença de 13 pontos percentuais em relação aos outro grupo de fundos ativos é bastante significativa.

## 5 CONCLUSÃO

O objetivo do presente trabalho era verificar se, no mercado acionário brasileiro, há superioridade nos rendimentos dos fundos de ações administrados ativamente sobre os fundos de ações chamados passivos, que são indexados a um determinado benchmark. Tal questionamento emerge da dúvida que surge nos investidores: confiar no talento dos gestores dos fundos ou optar por andar em linha com o mercado, subindo junto com a maioria e caindo também junto com a maior parte dos investidores.

Além de testar a habilidade dos gestores dos fundos em conseguir retornos superiores, o trabalho também se presta a verificar se as taxas de administração maiores cobradas nesses fundos não solapariam eventuais ganhos superiores obtidos pelas escolhas desses fundos. Essas taxas têm efeito ainda mais perverso quando analisamos longos períodos, pois elas tiram parte do ganho que continuaria rendendo no período restante da aplicação.

De posse dos dados referentes aos rendimentos dos fundos, outras perguntas também se tornam relevantes e suas análises merecedoras de atenção. Por exemplo, haveria distinção entre os rendimentos dos gestores ativos e dos índices de acordo com o momento em que vive o mercado? Há diferença entre os retornos dos fundos para investidores qualificados e o restante dos fundos? Essas são algumas questões que tentaram ser respondidas quando da análise dos dados disponíveis.

Ao final do estudo conclui-se que não foram encontradas neste trabalho evidências de que os fundos ativos rendem mais do que os fundos passivos. Pelo contrário, nas análises realizadas os fundos ativos foram sobrepujados pelo desempenho dos fundos passivos. Essa tendência se verificou tanto quando foram calculados os retornos líquidos, ou seja, descontando-se as taxas de administração que são maiores nos fundos ativos (e foram estimadas deste modo no estudo) quanto no cálculo dos retornos nominais, que não levam em consideração as taxas

inerentes ao custo de funcionamento dos fundos. A diferença entre os dois tipos de rendimentos foi significativa no período estudado. No estudo dos cenários de crescimento econômico e de crise, há uma relativa surpresa. Os fundos ativos se saíram melhor que os passivos nos momentos de crise, apesar de apresentarem desempenho inferior no período de crescimento econômico. Outro resultado surpreendente foi o tamanho da superioridade dos fundos exclusivos para investidores qualificados, que renderam muito acima do restante dos fundos ativos e inclusive acima dos fundos passivos (desempenho nominal).

Evidentemente alguns fundos tiveram desempenho extraordinário, como o Tempo Capital FI Ações, um fundo ativo para investidores não-qualificados que rendeu 113% líquidos no período, superando os fundos passivos em 75 pontos percentuais. Mas claramente isso não foi a regra. A maioria dos fundos ficou realmente abaixo do benchmark e entre os 80 fundos analisados, 11 tiveram inclusive prejuízo no período.

Várias hipóteses surgem de por quê esse comportamento foi verificado:

- Seria que os gestores ficam muito atentos às ações “da vez” que as compram apenas depois da maior parte da valorização ocorrer?
- Seria porque eles apostam a maior parte de suas fichas nas maiores e mais consolidadas empresas, que já não possuem tanto potencial de crescimento? Essa última hipótese talvez ajudasse a explicar por que esses fundos apresentaram menor queda na crise.
- Ou talvez ainda por estarem temerários de errar e escolherem ações mais “seguras”?

Talvez uma combinação de todas essas, aliadas à falta de experiência de alguns e ao fato de estarmos vivendo um período de globalização inédito também no mercado acionário.

Seria interessante partir desse ponto e para um próximo trabalho ir além, buscando as respostas às seguintes perguntas:

- A tendência de maior rentabilidade dos fundos passivos se mantém no novo período estudado?

- Há similaridades entre as carteiras dos diferentes gestores de fundos ativos? Eles costumam comprar as mesmas ações “da moda”?
- Caso haja novamente maior rendimento dos fundos passivos, quais ações levaram a esse diferencial? Foram as das menores empresas, algum setor desacreditado pelos analistas de ações que subitamente reagiu ou uma onda não prevista de fusões e aquisições jogou os preços das ações nas alturas quando a maioria dos gestores não possuía essas ações em suas carteiras?

Obviamente tudo isso são conjecturas inspiradas pelo resultado do presente estudo. Podemos ter no futuro próximo uma onda de apostas certas dos gestores que mude a balança deste jogo e poderemos então estar perseguindo as razões de porque os gestores brasileiros conseguem sobrepujar com tanta facilidade o mercado. O importante no momento é conseguir ter visto, ainda que em retrospectiva, onde seria o melhor lugar para fazer apostas no arriscado mercado acionário com a maior chance de acerto. Apesar do mote clássico de que a rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura, pelo menos ela pode nos dar um pequeno indicativo de quem sabe ou não o que está fazendo.

## REFERÊNCIAS

BERNSTEIN, PETER L. Capital Ideas Evolving. John Wiley & Sons, Inc, New Jersey. 2007.

GRAHAM, BENJAMIN; ZWEIG, JASON. The Intelligent Investor. Collins, New York. 2003.

GRINBLATT, MARK; TITMAN, SHERIDAN. Mercados Financeiros e Estratégia Corporativa. Bookman, Porto Alegre. 2005.

SILVA, EDNA LÚCIA DA. Metodologia da pesquisa e elaboração da dissertação. 3.ed. rev. Atual. Laboratório de Ensino a Distância da UFSC, Florianópolis. 2001.

REVISTA EXAME. Editora Abril. Edição de 17 de junho de 2009.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO - BOVESPA: <<http://www.bovespa.com.br>>

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM: <<http://www.cvm.gov.br/>>

ECONOMÁTICA: <<http://www.economatica.com.br/>>

INFOMONEY: <<http://www.infomoney.com.br/>>

ANBID: <<http://www.anbid.com.br/>>

PORTAL DE ECONOMIA DO TERRA – INVERTIA: <<http://br.invertia.com>>



## ANEXO I – EVOLUÇÃO DO ÍNDICE IBOVESPA EM PONTOS E EM DÓLARES.

Período	Fechamento		Variação			
	Pontos (1)		Nominal		em US\$ (2)	
	Nominal	em US\$	Mês	Ano	Mês	Ano
Dez-1992	6	1.523	+48,2	+1.015,6	+20,5	-3,7
Dez-1993	375	3.217	+37,0	+5.437,2	+0,7	+111,2
Dez-1994	4.353	5.134	-6,4	+1.059,6	-6,8	+59,6
Dez-1995	4.299	4.420	-1,8	-1,2	-2,4	-13,9
Dez-1996	7.039	6.773	+5,6	+63,7	+5,0	+53,2
Dez-1997	10.196	9.133	+8,5	+44,8	+7,9	+34,8
Dez-1998	6.784	5.615	-21,3	-33,4	-21,9	-38,5
Dez-1999	17.091	9.554	+24,0	+151,9	+33,3	+70,2
Dez-2000	15.259	7.804	+14,8	-10,7	+15,1	-18,3
Dez-2001	13.577	5.851	+4,9	-11,0	+14,4	-25,0
Dez-2002	11.268	3.189	+7,2	-17,0	+10,4	-45,5
Dez-2003	22.236	7.696	+10,1	+97,3	+12,5	+141,3
Dez-2004	26.196	9.869	+4,2	+17,8	+7,2	+28,2
Dez-2005	33.455	14.293	+4,8	+27,7	-1,2	+44,8
Dez-2006	44.473	20.802	+6,0	+32,9	+7,5	+45,5
Dez-2007	63.886	36.067	+1,3	+43,6	+2,1	+73,4
Dez-2008	37.550	16.068	+2,6	-41,2	+2,4	-55,5
Jan-2009	39.300	16.968	+4,6	+4,6	+5,6	+5,6
Fev-2009	38.183	16.054	-2,8	+1,6	-5,4	-0,1
Mar-2009	40.925	17.677	+7,1	+8,9	+10,1	+10,0
Abr-2009	47.289	21.709	+15,5	+25,9	+22,8	+35,1
Mai-2009	53.197	26.963	+12,4	+41,6	+24,2	+67,8

## ANEXO II – RENTABILIDADES MENSAIS DOS FUNDOS E DO IBOVESPA

Data	IBOVESPA	ARGUCIA INCOME FIA	ATRIUM FIA	BB ACOES ALOCAÇÃO PRIVATE FACFI	BBM VALUATION 1 FI EM ACOES	BESC AÇÕES LIVRE FBA FI EM COTAS DE FI	BESC MULTIMERCADO ARROJADO FÁCIL FICFI	BNP PARIBAS GRAND PRIX FIAÇÕES
May-09	12.49	9.61	-2.74	10.68	13.58	8.82	0.95	11.9
Apr-09	15.55	15.1	-5.2	15.17	22.81	9.87	1.34	16.42
Mar-09	7.18	4.05	3.53	6.21	8.33	4.92	0.7	6.22
Feb-09	-2.84	-0.98	1.17	-2.13	-0.04	-7.61	0.78	-2.14
Jan-09	4.66	4.68	7.66	4.28	5.43	4.55	1.64	3.45
Dec-08	2.61	2.19	10.23	3.36	6.33	3.22	1.73	3.6
Nov-08	-1.77	5.47	-5.86	-1.43	2.66	-1	1.98	-1.08
Oct-08	-24.80	-24.44	-13.96	-24.03	-24.53	-25.04	-4.92	-23.26
Sep-08	-11.02	-14.83	-11.7	-12.5	-13.97	-17.46	0.74	-12.66
Aug-08	-6.43	-6.52	-18.71	-7.05	-8.55	-7.71	0.45	-7.04
Jul-08	-8.48	-7.42	-32.64	-10.13	-6.13	-5.77	-	-8.97
Jun-08	-10.44	-7.33	-4.56	-9.61	-6.68	-11.06	-0.1	-9.44
May-08	6.96	9.71	14.26	11.39	9.58	16.8	0.86	9.14
Apr-08	11.32	4.66	63.38	10.12	6.42	5.19	0.65	9.57
Mar-08	-3.97	-5.37	-5.88	-6.49	-7.82	-6.47	-0.09	-6.37
Feb-08	6.72	9.41	-0.63	9.9	5.18	9.37	0.78	9.13
Jan-08	-6.88	-9.51	-8.08	-10.17	-9.7	-16.47	0.1	-9.62
Dec-07	1.40	-1.51	-7.16	1.03	-1.47	-3.22	0.53	0.89
Nov-07	-3.54	-4.75	-8.19	-2.35	-2.85	-6.77	0.75	-3.07
Oct-07	8.02	5.51	34.7	7.37	3.83	8.34	0.39	8.93
Sep-07	10.67	8.4	12.16	11.87	6.71	8.72	1.74	9.39
Aug-07	0.84	-1.58	-17.87	-1.12	-3.99	-2.2	1.26	-1.4
Jul-07	-0.39	5.41	-1.2	2.24	2.95	2.3	0.99	1.93
Jun-07	4.06	4.07	-3.06	4.4	3.6	7.27	0.66	3.35
May-07	6.77	5.15	47.01	5.46	7.89	5.13	1.69	7.07
Apr-07	6.88	8.08	-13.15	7.04	8.08	6.31	1.36	6.25
Mar-07	4.36	3.83	6.95	4.14	3.48	5.52	1.02	2.26
Feb-07	-1.68	2.15	16.82	-1.25	0.47	1.72	1.57	-1.11
Jan-07	0.38	4.84	-0.81	1.94	1.34	3.57	0.8	-0.66
Dec-06	6.06	7.58	-1.48	7.2	7.7	6.2	0.3	7.92
Nov-06	6.80	7.57	-1.43	7.62	8.6	4.79	0.87	9.02
Oct-06	7.72	7.35	-2.51	7.4	7.87	10.31	4.97	9.88
Sep-06	0.60	-0.84	-3.6	-1.09	0.41	1.61	-1.04	-1.91
Aug-06	-2.28	-0.59	-1.35	-1.62	0.12	-2.27	-1.48	4.2
Jul-06	1.22	0.29	-1.16	1.28	2.28	1.27	-0.53	2.57
Jun-06	0.27	0.6	-3.21	-1.44	1.19	-0.04	-2.03	-2.06

Data	BRADESCO FIA MULTI SETORIAL	BRB ACOES	BRZ VALOR FIA	CA COMPOSITE AÇÕES FIC FIA	CONCORDIA AçOES FUNDO DE INVESTIMENTO	F I A BRB PETROVALE	FI AÇÕES JSA	FUNDO BANESTES DE INVESTIMENTO EM ACOES
May-09	9.16	11.19	8.05	8.27	10.5	9.68	12.12	11.07
Apr-09	7.16	9.51	18.53	13.64	12.8	9.5	14.95	10.72
Mar-09	5.77	6.76	11.7	4.97	6.75	3.6	5.19	6.79
Feb-09	3.13	-3.09	0.96	-1.22	-1.22	0.42	-4.86	-2.36
Jan-09	3.53	2.39	3.65	2.13	3.35	12.67	2.97	6.22
Dec-08	1.9	1.11	6.15	1.76	3.53	6.8	-1.92	2.18
Nov-08	1.6	-1.31	0.34	7.62	-3.31	-8.12	2.28	-3.46
Oct-08	-21.54	-17.19	-23.91	-19.24	-25.65	-23.06	-23.18	-23.87
Sep-08	-4.69	-9.26	-12.91	-11.86	-8.68	-6.47	-12.45	-9.55
Aug-08	-5.52	-6.39	-6.07	-5.49	-6.09	-3.88	-9.01	-6.58
Jul-08	-11.17	-7.58	-9.54	-5.53	-11.03	-15.95	-5.81	-10.19
Jun-08	-6.87	-5.43	-9.23	-8.1	-10.24	-6.56	-7.1	-8.13
May-08	9.44	9.39	11.52	10.08	9.71	8.07	15.05	11.12
Apr-08	5.82	3.32	9.83	5.43	9.62	6.39	7.62	10.47
Mar-08	-3.65	-3.79	-4.92	-5.49	-6.51	-4.15	-5.86	-4.5
Feb-08	6.66	5.66	11.17	6.86	8.9	6.42	8.18	11.46
Jan-08	-6.42	-7.9	-10.31	-8.95	-9.55	-9.53	-8.61	-10.08
Dec-07	3.23	0.82	3.28	0	1.75	6.42	0.49	2.28
Nov-07	-1.08	-0.8	-3.95	-4.61	-2.41	0.67	-7.93	-2.67
Oct-07	7.94	5.83	7.06	4.51	8.32	8.32	4.8	6.81
Sep-07	9.02	8.65	7.85	6.11	11.89	16.31	10.33	11.61
Aug-07	-1.48	0.09	-3.47	-3.05	-1.13	0.65	-1.16	-1.05
Jul-07	2.28	2.2	4.01	2.95	0.94	6.82	0.64	3.29
Jun-07	4.31	1.66	8.7	4.82	3.19	2.08	3.17	-0.01
May-07	5.99	5.4	6.81	7.27	6.19	0.87	6.91	8.89
Apr-07	7.75	3.43	5.96	7.41	6.76	4.05	9.6	6.19
Mar-07	4.44	2.55	4.64	2.92	3.76	3.15	3.13	2.29
Feb-07	-0.88	0.68	-1.02	-0.05	-1.7	-1.18	-0.47	-0.54
Jan-07	0.04	-0.49	2.45	1.24	-0.84	1.38	4.4	0.68
Dec-06	5.78	3.28	8.55	8.05	5.64	6.46	8.26	6.37
Nov-06	7.1	5.49	9.14	6.6	6.53	7.33	8.31	5.87
Oct-06	6.71	4.58	6.08	5.52	7	7.65	5.25	5.96
Sep-06	-0.08	-0.42	0.04	-0.62	-0.27	-2.5	-1.18	-3.82
Aug-06	-3.54	-1.99	0.97	1.66	-2.48	-5.09	-4.46	-4.45
Jul-06	1.07	1.41	1.59	0.96	1.08	0.73	-0.08	1.15
Jun-06	-0.81	2.08	-0.38	-0.22	-0.59	-1.54	-0.28	-0.79

Data	FUNDO DE INVESTIMENTO EM ACOES PRIME	FUNDO PRIME DE INV EM ACOES CART LIVRE	GERAÇÃO FIA	GERAÇÃO FIA PROGRAMADO	GRADUAL PAVARINI FIA	HG ALLOCATION ARGUCIA INCOME FIC FIA	HG TOP ACOES FICFIA	HSBC FIA VALOR
May-09	7.56	14.5	13.81	15.48	13.55	9.6	8.68	11.01
Apr-09	10.96	12.94	28.88	21.6	14.47	15.09	16.81	14.44
Mar-09	2.48	7.6	5.09	5.46	-0.14	4.04	2.82	2.58
Feb-09	2.59	-1.69	-7.96	-6.19	1.25	-0.98	-0.8	-2.87
Jan-09	2.76	3.51	0.63	0.88	1.24	4.68	2.14	4.21
Dec-08	8.5	10.05	7.51	8.58	9.08	2.19	1.14	0.18
Nov-08	-3.29	-9.17	-10.16	-10.25	-3.96	5.47	7.91	1.15
Oct-08	-22.57	-23.98	-29.63	-27.94	-25.63	-24.44	-22.72	-28.91
Sep-08	-16.55	-13.31	-19.81	-18.61	-15.12	-14.83	-14.05	-11.76
Aug-08	-3.62	-4.28	-8.83	-8.32	-4.69	-6.52	-6.5	-6.6
Jul-08	-11.27	-13.7	-12.57	-12.92	-8.02	-7.42	-5.24	-10.7
Jun-08	-5.38	-8.34	-9.65	-9.74	-4.49	-7.33	-8.52	-8.8
May-08	12.93	9.89	13.84	14.74	18.19	9.71	11.49	7.59
Apr-08	10.08	8.58	10.41	11.41	14.16	4.65	6.76	6.7
Mar-08	-5.76	-9.63	-9.27	-7.54	-4.32	-5.37	-6.82	-8.78
Feb-08	7.98	7.61	8.93	9.85	9.25	9.41	8.22	4.78
Jan-08	-7.99	-9.4	-13.32	-10.87	-10.73	-9.51	-9.76	-13.62
Dec-07	4.6	9.25	0.03	0.17	1.66	-1.52	-0.51	-1.24
Nov-07	-1.68	-5.58	-4.9	-2.97	-3.97	-4.75	-3.85	-3.77
Oct-07	5.61	12.63	6.23	8.26	8.75	5.51	5.15	5.22
Sep-07	5.98	9.41	10.51	10.05	5.47	8.39	7.45	3.59
Aug-07	-1.67	-7.86	-0.87	1.03	-2.26	-1.66	-3.41	-4.06
Jul-07	6.84	6.52	4.09	3.64	1.73	5.43	5.2	2.91
Jun-07	3.44	1.38	6.4	5.51	5.09	4.07	5.23	5.79
May-07	3.39	2.19	4.88	4.63	8.47	5.16	8.5	6.15
Apr-07	10.04	13.78	4.12	3.65	4.26	8.08	7.26	6.85
Mar-07	5.32	2.96	4.98	5.7	2.19	3.81	3.12	2.68
Feb-07	1.94	0.2	2.28	3.63	-0.68	2.15	0.52	1.11
Jan-07	2.14	4.51	6.04	6.64	4.24	4.82	3.08	2.23
Dec-06	6.38	4.59	5.96	7.42	7.92	7.53	9.18	8.15
Nov-06	9.46	6.32	11.13	12.32	4.82	7.52	7.3	7.42
Oct-06	5.65	9.35	10.33	9.02	5.77	7.3	7.25	6.12
Sep-06	-1.69	-1.03	3.85	1.93	-0.28	-0.85	-0.4	-1
Aug-06	-4.37	-7.73	3.53	-0.9	-2	-0.64	1.57	0.27
Jul-06	-1.49	-2.81	-0.41	-0.08	2.44	0.39	1.06	2.82
Jun-06	0.6	-1.99	-0.04	2.28	2.47	-1.54	-0.71	-0.35

Data	ITAU CAIXA AÇÕES FI	ITAU COMMODITIES ACOES FICFI	ITAU MULTI SETORIAL AÇÕES FI	ITAU PERS MULTI SETORIAL AÇÕES FICFI	ITAU PERSONNALITE VALOR AÇÕES FICFI	ITAU VALOR ACOES FI	LEGG MASON VALUATION ACOES FI	MAGLIANO FIA
May-09	12.54	11.05	8.82	8.67	10.51	10.47	14.05	13.84
Apr-09	15.7	13.87	15.97	15.76	12.37	12.3	21.61	11.45
Mar-09	6.95	5.95	7.53	7.32	7.15	7.16	5.11	4.94
Feb-09	-2.81	-1.79	1.88	1.67	0.28	0.35	-3.62	-4.34
Jan-09	4.7	9.84	-1.83	-1.92	0.43	0.33	0.51	1.69
Dec-08	1.7	8.2	-6.01	-6.1	2.2	2.25	3.05	4.39
Nov-08	-0.4	-5.95	6.95	6.67	0.67	0.64	-0.98	-4.32
Oct-08	-24.45	-28.2	-19.57	-19.81	-25.14	-25.13	-25.65	-28.53
Sep-08	-11.44	-11.64	-3.28	-3.58	-6.19	-6.05	-17.11	-20.18
Aug-08	-6.65	-6.82	-13.48	-13.56	-6.94	-6.95	-8.65	-6.83
Jul-08	-8.54	-18.65	-18.68	-18.73	-16.63	-16.79	-13.01	-8.79
Jun-08	-10.47	-8.22	-9.62	-9.79	-10.85	-10.86	-8.72	-7.65
May-08	8.96	12.85	5.71	5.56	10.03	10.02	12.88	15.55
Apr-08	10.44	8.54	8.63	8.45	9.42	9.4	10.27	13.67
Mar-08	-5.12	-1.57	-5.68	-5.84	-9.82	-9.9	-8.37	-1.6
Feb-08	8.75	12.32	7.06	6.9	8.3	8.29	8.04	12.43
Jan-08	-8.13	-10.52	-9.89	-10.05	-9.18	-9.21	-16.81	-9.94
Dec-07	0.73	-1.99	6.12	5.89	2.37	2.41	-5.44	-0.61
Nov-07	-3.43	-3.87	-2.04	-2.23	-0.85	-0.8	-4.85	-2.31
Oct-07	8.2	6.82	11.74	11.5	11.63	11.7	7.03	7.69
Sep-07	11.34	11.72	7.33	7.2	9.9	9.86	5.47	7.81
Aug-07	-0.93	0.28	-2.32	-2.51	-2.48	-2.48	-4.58	3.1
Jul-07	0.93	3.9	1.84	1.64	5.42	5.52	5.23	2.16
Jun-07	3.7	3.26	1.9	1.75	3.41	3.41	3.15	3.86
May-07	6.76	6.16	7.37	7.17	6.31	6.3	11.78	10.62
Apr-07	7.83	7.27	5.76	5.61	5.56	5.52	4.23	7.48
Mar-07	4.24	3.72	1.31	1.15	3.88	3.87	3.35	2.15
Feb-07	-1.58	0.98	-2.41	-2.55	-2.34	-2.36	-0.28	-0.75
Jan-07	-0.09	2.57	2.39	2.17	1.36	1.39	4.14	-0.82
Dec-06	6.26	7.11	7.63	7.43	8.41	8.46	10.19	7.21
Nov-06	7.08	7.39	7.62	7.43	5.59	5.55	10.79	7.43
Oct-06	7.18	6.67	5.18	5.02	6.22	6.2	6.03	7.58
Sep-06	0.18	0.26	-0.43	-0.59	-2.41	-2.46	0.22	-1.67
Aug-06	-2.08	-0.62	3.14	2.86	-1.04	-1.02	-0.55	-2.44
Jul-06	1.36	0.89	1.66	1.48	2.06	2.08	0.73	2.21
Jun-06	0	-0.42	-0.52	-0.69	-1.87	-1.91	-0.22	0.59

Data	MB FUNDO DE INVESTIMENTO EM ACOES	MB FUNDO DE INVESTIMENTO EM ACOES FLEX	MERCATTO ESTRATEGIA FI ACOES	MERCATTO G.F. FI DE AÇÕES	MULTI STOCK FUNDO DE INVEST EM ACOES	NOSSA CAIXA BNCA3 AÇÕES	NOSSA CAIXA MAIS NOSSA AÇÕES	ORBE VALUE FIA
May-09	8.26	6.13	14.42	18.37	10.31	1.67	1.63	-6
Apr-09	7.08	7.18	33.01	28.38	37.66	1.05	1.04	5.7
Mar-09	3.6	4.93	9.59	5.66	-1.87	1.21	1.21	-2.48
Feb-09	-0.74	0.58	-7.61	-6.66	-1.7	1.88	1.91	-2.52
Jan-09	2.8	2.92	4.97	3.72	-7.47	0.89	0.94	5.3
Dec-08	-0.15	1.71	3.69	1.7	-1.72	7.19	7.32	3.36
Nov-08	-4.7	-2.94	-1.36	-2.68	11.06	92.23	93.56	2.64
Oct-08	-23.6	-20.39	-29.41	-26.1	-36.84	-16.81	-17.25	-11.23
Sep-08	-4.23	-7.54	-18.67	-17.56	-24.5	3.78	3.9	3.32
Aug-08	-3.7	-6.36	-9.51	-7.25	-9.2	-5.58	-5.66	0.51
Jul-08	-9.63	-9.84	-6.3	-5.9	-14.6	0.07	0.33	-7.46
Jun-08	-4.79	-5.87	-10.58	-11.5	-15.86	4.83	5.16	-5.76
May-08	10.37	10.28	17.29	17.75	14.76	58.88	58.86	5.66
Apr-08	5.35	8.47	5.7	5.32	-2.5	16.69	16.67	-3.88
Mar-08	-6.04	-3.59	-6.08	-6.23	-22.82	-12.54	-12.68	-4.09
Feb-08	9.67	9.03	9.58	10.07	14.92	4.12	3.99	1.2
Jan-08	-7.78	-7.24	-15.65	-16.58	-28.67	-2.98	-2.81	-3.08
Dec-07	3.1	-1.57	-2.98	-3.26	-8.98	-12.73	-12.8	-3.24
Nov-07	-3.69	-2.32	-7.36	-6.42	-12.36	-9.9	-9.89	-2.95
Oct-07	9.74	4.97	8.54	8.82	12.61	-4.73	-4.76	6.65
Sep-07	11.96	6.47	8.83	9.66	14.55	8.06	7.94	1.21
Aug-07	-3.34	-0.05	-1.21	-0.48	6.41	-5.44	-6.04	-0.41
Jul-07	0.94	0.13	2.5	2.66	-15.45	5.18	5.17	3.59
Jun-07	2.1	5.76	8.11	7.19	5.35	-12.5	-12.57	11.94
May-07	7.78	3.87	5.46	4.54	35.96	11.18	11.25	9.27
Apr-07	8.62	5.93	7.15	6.57	6.19	7.16	7.17	9.37
Mar-07	-0.01	4.78	5.97	6.55	-3	-25.42	-25.46	11.01
Feb-07	0.85	-0.47	1.61	2.57	19.92	-16.23	-16.39	10.7
Jan-07	-3.54	-0.75	5.18	3.84	12.53	-0.87	-0.88	5.86
Dec-06	4.69	6.26	6.44	6.33	4.6	-1.77	-1.74	13.74
Nov-06	4.41	6.63	7.19	7.87	5.8	0.01	-0.29	9.06
Oct-06	3.25	4.84	11.01	10.21	0.07	15.33	15.79	7.04
Sep-06	-2.61	-0.65	1.99	2.3	-3.03	-0.39	-0.42	-1.36
Aug-06	-3.33	-2.3	-2.55	-2.78	-5.03	-4.81	-4.96	1.64
Jul-06	1.25	1.18	1.45	1.45	0.02	2.8	2.81	3.34
Jun-06	-0.13	1.75	0.65	0.88	-4.72	4.35	4.21	-7.62

Data	PILLAINVEST FUNDO DE INVEST EM ACOES FI	PLIM FIA	PORTO SEGURO FI EM ACOES	REAL FI ACOES ESTRATEGICO	SAFRA EXPORTAÇÃO FI ACOES	SAFRA PETROBRAS FIC AÇÕES	SAFRA TECNOLOGIA FI ACOES	SAFRA VALE DO RIO DOCE FIC AÇÕES
May-09	10.37	4.58	10.04	11.78	11.64	16.35	9.33	4.98
Apr-09	12.42	3.79	12.69	14.38	13.29	4.94	19.55	17.75
Mar-09	4.66	3.46	7.85	6.26	4.13	7.71	7.15	0.16
Feb-09	-3.44	8.09	-1.33	-1.69	-3.3	7.21	-2.7	-5.21
Jan-09	5	-5.72	3.46	3.67	7.8	9.85	-0.4	17.05
Dec-08	5.53	3.55	4.84	3.04	2.77	18.82	0.07	0.35
Nov-08	-7.55	-8.61	-2.68	0.27	-8.51	-17.18	-0.02	-3.25
Oct-08	-26.06	-10.23	-25.8	-24.6	-22.17	-32.32	-22.9	-20.71
Sep-08	-11.91	-20.96	-6.69	-9.32	-15.85	-1.27	-13.8	-16.05
Aug-08	-7.95	-2.1	-6.71	-8.44	-8.08	-3.16	-8.34	-8.39
Jul-08	-11.07	0.05	-11.61	-9.37	-12.16	-22.27	-10.71	-17.64
Jun-08	-10.9	4.14	-10.31	-10.03	-10.97	-1.9	-12.21	-12.5
May-08	9.47	9.61	9.29	9.97	8.89	13.98	16.14	1.77
Apr-08	8.04	3.45	10.07	9.9	6.9	12.47	6.59	6.98
Mar-08	-6.1	-9.51	-6.37	-6.41	-4.61	-10.46	-11.58	0.74
Feb-08	10.75	6.62	9.4	7.94	9.76	4.09	10.22	16.72
Jan-08	-11.72	-5.05	-10.28	-9.54	-10.89	-8.61	-15.23	-14.83
Dec-07	-0.29	7.01	2.25	0.91	0.65	19.06	-4.3	-5.63
Nov-07	-2.39	2.74	-1.77	-2.68	-2.59	5.02	-7.3	-3.63
Oct-07	6.4	5.41	8.84	8.69	6.48	18.25	4.12	5.04
Sep-07	10.25	5.47	12.29	10.78	9.82	13.65	5.76	27.72
Aug-07	-1.09	6.06	-1.56	-2.63	-2.79	-2.01	-8.66	3.62
Jul-07	0.44	-1.72	3	-0.14	2.7	5.64	4.91	8.29
Jun-07	3.26	4.76	3.81	5.09	3.69	12.15	0.87	-2.15
May-07	5.94	1.16	5.32	7.02	5.62	0.41	8.65	3.76
Apr-07	5.87	-2.39	6.5	7.03	5.68	1.35	6.94	11.46
Mar-07	2.35	4.98	4.14	4.2	4.45	6.89	0.87	5.17
Feb-07	-3.86	0.61	-3.76	-0.07	3.43	-6.94	-2.75	2.18
Jan-07	-1.95	-0.97	0.55	1.86	2.33	-4.29	1.51	9.29
Dec-06	4.56	1.51	5.53	6.81	6.17	5.98	4.32	7.06
Nov-06	6.47	5.46	6.6	7.76	7.47	10.58	7.8	10.28
Oct-06	5.96	4	7.52	6.94	8.25	3.2	2.32	15.79
Sep-06	-1.15	5.15	-1.44	-0.15	-0.61	-5.25	4.6	1.41
Aug-06	-4.57	0.79	-4.25	-3.88	1.11	-4.61	5.11	-9.04
Jul-06	0.71	1.59	2.3	0.97	-0.3	3.22	0.03	-2.94
Jun-06	-1.47	-1.64	-0.79	1.21	0.16	-3.45	0.42	-2.94

Data	SANTIFIC SELECAO MAX ACOES	SCHRODER PERFORMANCE FIEM ACOES	SCHRODER VALOR FIEM ACOES	TATICA PLUS FIA	TEMPO CAPITAL FI ACOES	UNIBANCO BANCOS E CREDITOS FIA	UNIBANCO CLASSE MUNDIAL FI AÇÕES	UNIBANCO EXPORTADORAS FI AÇÕES
May-09	11.85	8.41	8.3	8.43	6.64	10.39	9.32	11.63
Apr-09	14.36	12.22	11.95	12.62	12.78	13.25	10.81	21.57
Mar-09	6.58	7.82	7.68	5.94	4.89	14.14	6.55	-1.14
Feb-09	-2.5	0.64	0.5	-2.62	-1.92	-1.73	0.2	-4.17
Jan-09	4.33	2.29	2.09	3	2.48	-3.6	4.12	5.71
Dec-08	1.93	-0.53	-0.37	0.9	2.57	-0.21	3.26	1.12
Nov-08	-0.39	2.05	2.15	2.66	17.08	13.75	-0.89	-4.25
Oct-08	-24.43	-25.36	-25.13	-23.63	-17.51	-22.22	-24.84	-23.53
Sep-08	-12.1	-16.94	-17.3	-10.63	-3.07	-5.87	-7.47	-18.51
Aug-08	-8.03	-11.27	-11.36	-9.81	-3.66	-6.92	-6.43	-9.89
Jul-08	-9.89	-7.72	-7.74	-6.18	-1.13	-0.58	-11.46	-9.16
Jun-08	-10.58	-8.45	-8.55	-10.58	-7.6	-16.28	-9.3	-10.8
May-08	9.43	11.28	10.89	11.51	10.19	11.45	9.13	6.25
Apr-08	8.83	7.07	6.92	7.02	5.59	12.89	9.4	7.23
Mar-08	-6.73	-6.95	-7.2	-8.22	-6.27	-10.12	-5.94	-6.4
Feb-08	7.7	8.99	8.85	8.25	5.23	7.8	9.11	11.42
Jan-08	-9.39	-10.8	-11.01	-10.74	-3.62	-13.42	-10.76	-9.32
Dec-07	2.57	0.99	0.97	6.89	-1.55	-6.16	1.87	-1.03
Nov-07	-2.65	-3.87	-4.21	-6.37	-3.25	-3.85	-1.85	-4.47
Oct-07	7.99	5.45	5.08	4.9	6.12	8.59	8.15	3.95
Sep-07	10.29	5.45	5.35	5.75	9.16	9.62	12.38	10.66
Aug-07	-2.62	-2.99	-3.56	0.92	-1.06	-8.03	-1.8	-1.24
Jul-07	3.82	0.26	-0.01	1.8	5.82	7.54	3.51	3.93
Jun-07	3.28	5.09	5.01	1.07	4.33	4.28	3.44	2.86
May-07	8.14	6.63	6.42	13.4	9.77	10.74	5.34	5.66
Apr-07	5.2	6.31	6.07	8.49	8.56	4.98	6.47	8.75
Mar-07	5.71	4.4	4.25	1.13	1.88	0.88	4.87	4.55
Feb-07	-1.77	-1.57	-1.74	-3.93	-0.47	-3.82	-2.08	2.45
Jan-07	0.45	1.38	1.14	4.05	2.73	1.49	0.53	4.34
Dec-06	6.96	8.36	8.18	7.06	9.52	8.35	7.05	7.83
Nov-06	7.6	6.03	5.86	6.39	9.98	4.51	7.15	8.64
Oct-06	5.72	5.87	5.66	3.03	6.71	7.71	7.01	7.36
Sep-06	0.09	-0.92	-1.05	1.37	-0.02	1.1	-0.42	1.1
Aug-06	-4.3	2.81	2.64	0.26	0.82	3.59	-1.4	-0.81
Jul-06	2.48	1.46	1.25	-1.81	2.15	2.5	1.44	0.1
Jun-06	-0.78	-0.74	-0.84	1.86	-2.54	0.3	-1.7	-0.1



Data	VALUATION IB FIA	VALUATION IB FIC DE FIA	BOREAL ACOES III - FIA	BRESSER AÇÕES FI EM ACOES	CSHG BETA 14 FIC FI AÇÕES	DY ASCESE FIA	DYNAMO COUGAR FIA	F I A BRB PETROVALE
May-09	10.86	10.68	12.98	8.86	4.21	7.1	6.27	9.68
Apr-09	12.76	12.66	9.07	22.05	17.3	14.4	13.94	9.5
Mar-09	7.46	7.3	2.16	3.83	3.11	4.91	4.93	3.6
Feb-09	1.54	1.4	0.03	-1.05	0.48	0.84	1.34	0.42
Jan-09	0.01	-0.06	6.52	0.47	4.89	0.06	0.69	12.67
Dec-08	2.36	2.21	6.14	5.04	5.64	-1.43	-1.56	6.8
Nov-08	0.37	0.24	-6.87	-3.82	9.4	6.39	7.07	-8.12
Oct-08	-24.98	-25.12	-25.77	-20.71	-10.26	-21.76	-20.19	-23.06
Sep-08	-7.58	-7.76	-11.37	-11.7	-7.4	-15.19	-13.93	-6.47
Aug-08	-6.32	-6.45	-5.46	-7.5	-4.68	-2.79	-2.34	-3.88
Jul-08	-14.06	-14.13	-12.33	-9.87	-3.36	-5.15	-4.04	-15.95
Jun-08	-10.29	-10.41	-6.89	-7.63	3.3	-5.76	-5.97	-6.56
May-08	10.12	9.98	2.45	7.96	3.03	7.43	6.47	8.07
Apr-08	7.99	7.89	4.77	7.23	2.11	6.68	5.81	6.39
Mar-08	-9.41	-9.48	-8.69	-5.16	-3.93	-4.58	-4.11	-4.15
Feb-08	8.21	8.09	3.37	6.17	6.61	9.69	9.42	6.42
Jan-08	-12.47	-12.54	-12.24	-8.34	0.05	-8.22	-7.52	-9.53
Dec-07	0.3	0.2	6.14	1.02	1.5	0.45	-0.27	6.42
Nov-07	-4.1	-4.21	-2.98	-1.43	1.86	-3.01	-3.77	0.67
Oct-07	5.97	5.85	4.97	6.14	2.95	4.7	5.16	8.32
Sep-07	7.64	7.52	3.17	7.32	0.24	2.85	2.76	16.31
Aug-07	-3.05	-3.18	1.46	0.9	3.73	-0.6	-0.73	0.65
Jul-07	3.97	3.83	-4.41	1.07	5.01	1.87	0.57	6.82
Jun-07	3.63	3.51	1.51	4.11	5.69	4.23	4.54	2.08
May-07	5.85	5.71	0.84	4.69	6.4	6.77	7.35	0.87
Apr-07	5.16	5.03	4.23	5.38	2.62	7.4	8.26	4.05
Mar-07	4.16	4.02	1.6	3.51	5.4	1.25	1.93	3.15
Feb-07	-3.17	-3.28	5.17	-0.56	-0.11	2.46	1.43	-1.18
Jan-07	1.16	1.03	-1.35	2.57	3.63	1.82	1.73	1.38
Dec-06	7.07	6.94	3.91	6.58	2.16	7.22	7.73	6.46
Nov-06	7.28	7.16	3.92	5.06	3.85	5.23	5.4	7.33
Oct-06	7.01	6.87	1.88	3.92	2.46	4.25	3.54	7.65
Sep-06	-0.38	-0.49	0.43	-0.07	1.42	-0.16	0.29	-2.5
Aug-06	-1.33	-1.47	-1.69	-0.97	1.77	2.32	3.18	-5.09
Jul-06	0.9	0.78	3.65	2.66	1.17	3.28	2.59	0.73
Jun-06	-0.46	-0.57	1.36	0.6	0.65	-0.32	-0.74	-1.54

Data	FAMA FUTUREWATCH FIC FIAÇÕES	FIAÇÕES PACTUAL AÇÕES	FRANKLIN TEMPLETON VALOR E LIQUIDEZ FIA	GAS LOTUS FIA AÇÕES	GUEPARDO FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES	IP PARTICIPAÇÕES FIAÇÕES	ITAU PRIVATE MULTI AÇÕES FICFI	JARDIM BOTÂNICO FOCUS FIAÇÕES
May-09	11.13	11.78	9.47	11.19	7.5	8.45	9.48	6.19
Apr-09	35.55	5.33	16.64	16.2	21.13	20.08	15.79	15.45
Mar-09	-5.65	1.75	2.69	5.87	-5.43	3.39	4.01	4.77
Feb-09	3.38	-1.89	0.74	-1.53	0.76	0.21	0.11	-1.62
Jan-09	-3.28	3.03	-0.21	1.32	-0.62	1.25	4.19	1.7
Dec-08	-2.16	0.72	2.04	5.95	6.27	2.35	2.74	-1.8
Nov-08	3.1	-1.37	3.44	-1.87	5.25	-0.65	-0.94	5.9
Oct-08	-29.31	-26.12	-23.4	-27.47	-25.57	-17.34	-23.79	-14.16
Sep-08	-22.12	-18.4	-11.52	-18.98	-15.89	-9	-13.55	-9.93
Aug-08	-6.6	-8.83	-11.64	-9.43	-8.14	-5.73	-6.56	-5.74
Jul-08	-2.04	-13.02	-5.01	-7.67	-3.84	-7.31	-7.61	-2.56
Jun-08	-7.37	-10.04	-8.82	-8.15	-2.3	-7.51	-7.07	-7.95
May-08	13.75	20.12	13.87	13.51	15.95	9.04	10.48	9.1
Apr-08	11.2	11.99	5.11	6.05	6.92	1.65	6.28	8.92
Mar-08	-7.99	-12.34	-7.06	-11.18	3.78	-7.42	-7.84	-4.68
Feb-08	6.22	8.09	4.96	8.32	13.78	3.2	8.29	7.94
Jan-08	-11.39	-10.94	-9.78	-10.16	-10.93	-9.26	-9.02	-9.42
Dec-07	1.25	7.16	-0.62	1.5	3.4	1.78	0.16	-2.62
Nov-07	0.02	-10.34	-0.85	-4.13	-5.98	-4.49	-3.21	-2.27
Oct-07	3.24	2.86	7.1	3.7	11.68	3.42	5.31	2.3
Sep-07	3.22	7.76	2.02	7.15	6.04	-0.13	6.07	4.9
Aug-07	-3.18	-8.91	-0.59	-2.47	-2.95	-1.26	-2.29	-1.19
Jul-07	10.83	5.7	2.97	-0.06	-2.03	1.57	2.83	2.5
Jun-07	7.63	3.4	5.3	4.2	4	5.06	4.39	4.47
May-07	8.39	5.25	5.89	7.61	2.03	7.25	6.65	4.79
Apr-07	4.64	6.2	6.67	5.95	5.2	6.26	5.98	5.13
Mar-07	4.43	3.42	3.34	4.49	10.02	4.43	2.74	3.03
Feb-07	4	0.09	1.44	1.38	5.75	4.71	-0.17	0.9
Jan-07	7.01	5.28	1.24	1.61	5.15	1.44	2.67	2.99
Dec-06	9.67	8.13	4.76	5.39	6.66	7.13	8.2	7.42
Nov-06	7.62	5.65	9.95	5.33	6.57	8.89	6.72	6.98
Oct-06	1.23	4.39	4.86	4.73	2.51	3.35	4.85	3.72
Sep-06	-2.91	-1.55	1.96	1.79	5.7	2.04	-0.81	-0.22
Aug-06	-2.64	3.2	1.3	3.02	2.55	-3.08	1.59	1.59
Jul-06	1.05	2.2	2.31	0.99	5.18	-0.46	1.43	0.28
Jun-06	1.79	-0.55	14.07	-1.21	2.1	3.01	-0.27	0.24

Data	MODAL BULL FI DE ACOES	POLO CSHG FIC DE FI ACOES	QUEST AÇÕES FIA	RIO BRAVO FUNDAMENTAL FIA	SANTANDER FIC FIA VALOR	SKOPOS HG FIC FI ACOES	TARPON CSHG FIC FI AÇÕES	TNAD FIA	VICTOIRE SELECTION AÇÕES FI
May-09	10.98	7.24	10.04	9.98	10.82	11.01	10.8	6.74	11.41
Apr-09	21.4	17.27	13.58	16.8	15.44	23.12	19.12	14.49	15.84
Mar-09	1.17	0.17	9.13	0.35	5.77	0.33	0.38	5.71	6.74
Feb-09	-2.19	6.61	-1.94	1.53	-0.98	-3.08	-5.83	0.74	1.74
Jan-09	-3.52	4.75	2.21	-2.15	1.53	5.64	-0.49	0.38	2.52
Dec-08	12	5.19	5.59	0.15	1.77	3.2	-0.41	-1.7	3.07
Nov-08	4.29	9.98	2.56	11.35	2.09	-3.6	6.13	6.85	-5.67
Oct-08	-21.07	-6.01	-13.95	-23.45	-23.44	-20.1	-16.95	-19.95	-24.8
Sep-08	-23.6	-9.32	-11.08	-16.69	-13.6	-29.35	-14.52	-13.91	-18.76
Aug-08	-10.2	-1.56	-7.22	-6.9	-7.92	-8.12	-8.1	-2.3	-7.97
Jul-08	-11.66	1.46	-6.73	-3.35	-8.27	0.14	-1.99	-3.99	-11.2
Jun-08	-7.7	3.16	-4.7	-4.48	-8.56	0.81	-5.55	-5.28	-7.47
May-08	19.06	5.2	10.37	14.09	9.41	3.38	8.84	5.71	16.96
Apr-08	5.06	-2.15	8.64	9.86	5.65	2.88	4.02	5.87	11.22
Mar-08	-9.18	-1.09	-8.97	0.01	-7.33	-0.42	-0.67	-4.04	-13.41
Feb-08	3.09	3.68	8.24	16.74	7.12	5.11	9.08	9.31	5.85
Jan-08	-13.69	4.14	-9.75	-12.05	-11.81	-4.78	-8.25	-7.06	-11.7
Dec-07	2.8	10.91	3.1	0.04	0.39	0.13	3.46	0.01	0.38
Nov-07	-5.38	0.86	-1.84	-4.82	-4.92	-0.05	-6.62	-2.85	-0.61
Oct-07	1.89	4.46	9.8	7.64	3.76	2.64	6.73	4.63	7.98
Sep-07	11.27	-7.51	9.2	4.02	5.39	4.99	3.2	2.42	8.65
Aug-07	11.64	0.49	0.21	-2.17	-3.1	1.44	1.32	-0.33	-4.15
Jul-07	8.47	3.23	4.8	0.54	2	3.44	-0.58	1.39	-0.53
Jun-07	6.37	3.19	3.62	1.96	4.23	3.92	0.96	4.56	1.41
May-07	10.08	-1.41	7.92	10.62	7.26	3.87	1.7	7.26	7.09
Apr-07	8.95	3.04	8.09	4.35	7.28	2.22	4.29	8.08	3.71
Mar-07	-1.36	0.31	4.45	7.39	3.14	1.98	8.79	1.87	-1.12
Feb-07	-0.1	-1.72	3.53	4.78	-0.37	0.22	5.12	1.55	0.71
Jan-07	1.53	-2.2	2.22	4.56	1.74	7.12	1.3	1.76	1.55
Dec-06	1.33	1.06	9.84	12.59	7.99	8.96	6.78	7.32	7.23
Nov-06	4.14	6.12	6.41	6.92	6.94	10.41	7.4	4.62	6.41
Oct-06	1.94	1.14	8.25	9.12	6.08	5.55	3.74	3.22	5.71
Sep-06	3.12	3.24	1.89	-1.71	0.15	1.25	0.21	0.3	-0.22
Aug-06	4.03	4.01	2.44	-3.38	2.9	3.24	2.58	2.84	8.42
Jul-06	2.41	2.43	1.58	-1.03	1.11	1.27	1.96	2.54	1.86
Jun-06	-3.66	0.6	-1.43	2.65	-0.71	2.87	3.42	-0.71	0.63

## ANEXO III – DADOS DOS FUNDOS ESTUDADOS

Nome	Tipo Anbid	Inves. Qualificado?
ARGUCIA INCOME FIA	AÇÕES LIVRE	NÃO
ATRIUM FIA	AÇÕES LIVRE	NÃO
BB ACOES ALOCACAO PRIVATE FACFI	AÇÕES LIVRE	NÃO
BBM VALUATION 1 FI EM ACOES	AÇÕES LIVRE	NÃO
BESC AÇÕES LIVRE FBA FI EM COTAS DE FI	AÇÕES LIVRE	NÃO
BESC MULTIMERCADO ARROJADO FÁCIL FICFI	AÇÕES LIVRE	NÃO
BNP PARIBAS GRAND PRIX FI AÇÕES	AÇÕES LIVRE	NÃO
BOREAL ACOES III - FIA	AÇÕES LIVRE	SIM
BRADESCO FIA MULTI SETORIAL	AÇÕES LIVRE	NÃO
BRB ACOES	AÇÕES LIVRE	NÃO
BRESSER AÇÕES FI EM ACOES	AÇÕES LIVRE	SIM
BRZ VALOR FIA	AÇÕES LIVRE	NÃO
CA COMPOSITE AÇÕES FIC FIA	AÇÕES LIVRE	NÃO
CONCORDIA AÇÕES FUNDO DE INVESTIMENTO	AÇÕES LIVRE	NÃO
CSHG BETA 14 FIC FI AÇÕES	AÇÕES LIVRE	SIM
DY ASCESE FIA	AÇÕES LIVRE	SIM
DYNAMO COUGAR FIA	AÇÕES LIVRE	SIM
F I A BRB PETROVALE	AÇÕES LIVRE	NÃO
F I A BRB PETROVALE	AÇÕES LIVRE	SIM
FAMA FUTUREWATCH I FIC FI ACOES	AÇÕES LIVRE	SIM
FI AÇÕES JSA	AÇÕES LIVRE	NÃO
FI ACOES PACTUAL ACOES	AÇÕES LIVRE	SIM
FRANKLIN TEMPLETON VALOR E LIQUIDEZ FIA	AÇÕES LIVRE	SIM
FUNDO BANESTES DE INVESTIMENTO EM ACOES	AÇÕES LIVRE	NÃO
FUNDO DE INVESTIMENTO EM ACOES PRIME	AÇÕES LIVRE	NÃO
FUNDO PRIME DE INV EM ACOES CART LIVRE	AÇÕES LIVRE	NÃO
GAS LOTUS FI ACOES	AÇÕES LIVRE	SIM
GERAÇÃO FIA	AÇÕES LIVRE	NÃO
GERACAO FIA PROGRAMADO	AÇÕES LIVRE	NÃO
GRADUAL PAVARINI FIA	AÇÕES LIVRE	NÃO
GUEPARDO FUNDO DE INVESTIMENTO EM ACOES	AÇÕES LIVRE	SIM
HG ALLOCATION ARGUCIA INCOME FIC FIA	AÇÕES LIVRE	NÃO
HG TOP ACOES FICFIA	AÇÕES LIVRE	NÃO
HSBC FIA VALOR	AÇÕES LIVRE	NÃO
IP PARTICIPACOES FI ACOES	AÇÕES LIVRE	SIM
ITAU CAIXA AÇÕES FI	AÇÕES LIVRE	NÃO
ITAU COMMODITIES ACOES FICFI	AÇÕES LIVRE	NÃO
ITAU MULTI SETORIAL AÇÕES FI	AÇÕES LIVRE	NÃO
ITAU PERS MULTI SETORIAL AÇÕES FICFI	AÇÕES LIVRE	NÃO

Nome	Tipo Anbid	Inves. Qualificado?
ITAU PERSONNALITE VALOR AÇÕES FICFI	AÇÕES LIVRE	NÃO
ITAU PRIVATE MULTI ACOES FICFI	AÇÕES LIVRE	SIM
ITAU VALOR ACOES FI	AÇÕES LIVRE	NÃO
JARDIM BOTÂNICO FOCUS FI DE AÇÕES	AÇÕES LIVRE	SIM
LEGG MASON VALUATION ACOES FI	AÇÕES LIVRE	NÃO
MAGLIANO FIA	AÇÕES LIVRE	NÃO
MB FUNDO DE INVESTIMENTO EM ACOES	AÇÕES LIVRE	NÃO
MB FUNDO DE INVESTIMENTO EM ACOES FLEX	AÇÕES LIVRE	NÃO
MERCATTO ESTRATEGIA FI ACOES	AÇÕES LIVRE	NÃO
MERCATTO G.F. FI DE AÇÕES	AÇÕES LIVRE	NÃO
MODAL BULL FI DE ACOES	AÇÕES LIVRE	SIM
MULTI STOCK FUNDO DE INVEST EM ACOES	AÇÕES LIVRE	NÃO
NOSSA CAIXA BNCA3 AÇÕES	AÇÕES LIVRE	NÃO
NOSSA CAIXA MAIS NOSSA AÇÕES	AÇÕES LIVRE	NÃO
ORBE VALUE FIA	AÇÕES LIVRE	NÃO
PILLAINVEST FUNDO DE INVEST EM ACOES FI	AÇÕES LIVRE	NÃO
PLIM FIA	AÇÕES LIVRE	NÃO
POLO CSHG FIC DE FI ACOES	AÇÕES LIVRE	SIM
PORTO SEGURO FI EM ACOES	AÇÕES LIVRE	NÃO
QUEST AÇÕES FIA	AÇÕES LIVRE	SIM
REAL FI ACOES ESTRATEGICO	AÇÕES LIVRE	NÃO
RIO BRAVO FUNDAMENTAL FIA	AÇÕES LIVRE	SIM
SAFRA EXPORTAÇÃO FI ACOES	AÇÕES LIVRE	NÃO
SAFRA PETROBRAS FIC AÇÕES	AÇÕES LIVRE	NÃO
SAFRA TECNOLOGIA FI ACOES	AÇÕES LIVRE	NÃO
SAFRA VALE DO RIO DOCE FIC AÇÕES	AÇÕES LIVRE	NÃO
SANT FIC FI SELECAO MAX ACOES	AÇÕES LIVRE	NÃO
SANTANDER FIC FIA VALOR	AÇÕES LIVRE	SIM
SCHRODER PERFORMANCE FI EM ACOES	AÇÕES LIVRE	NÃO
SCHRODER VALOR FI EM ACOES	AÇÕES LIVRE	NÃO
SKOPOS HG FIC FI ACOES	AÇÕES LIVRE	SIM
TARPON CSHG FIC FI AÇÕES	AÇÕES LIVRE	SIM
TATICA PLUS FIA	AÇÕES LIVRE	NÃO
TEMPO CAPITAL FI ACOES	AÇÕES LIVRE	NÃO
TNAD FIA	AÇÕES LIVRE	SIM
UNIBANCO BANCOS E CREDITOS FIA	AÇÕES LIVRE	NÃO
UNIBANCO CLASSE MUNDIAL FI AÇÕES	AÇÕES LIVRE	NÃO
UNIBANCO EXPORTADORAS FI AÇÕES	AÇÕES LIVRE	NÃO
VALUATION IB FIA	AÇÕES LIVRE	NÃO
VALUATION IB FIC DE FIA	AÇÕES LIVRE	NÃO
VICTOIRE SELECTION AÇÕES FI	AÇÕES LIVRE	SIM