

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
MBA EM GESTÃO BANCÁRIA E COMPETITIVIDADE**

LUCAS RUSCHEL RATH

***PERFORMANCE* DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO DE RENDA FIXA DE
CRÉDITO PRIVADO DO BANRISUL: uma análise comparativa.**

Porto Alegre

2019

LUCAS RUSCHEL RATH

***PERFORMANCE DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO DE RENDA FIXA DE
CRÉDITO PRIVADO DO BANRISUL: uma análise comparativa.***

Artigo apresentado como requisito parcial para obtenção do título de Especialista em Gestão Bancária e Competitividade, pelo Curso de MBA em Gestão Bancária e Competitividade da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Orientadora: Profa. Ms. Tatiana Silva Fontoura de Barcellos Giacobbo

Porto Alegre

2019

**PERFORMANCE DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO DE RENDA DE FIXA
CRÉDITO PRIVADO DO BANRISUL: Uma análise comparativa.**

Lucas Ruschel Rath *

Tatiana Silva Fontoura de Barcellos Giacobbo **

Resumo: A crescente busca por investimentos mais rentáveis, em um cenário de recuperação da economia e manutenção da taxa básica de juros no menor patamar histórico, representa um desafio para os administradores de recursos de terceiros, no sentido de distribuir fundos de investimento com retornos mais atrativos. Este artigo teve como objetivo principal analisar a *performance* dos fundos de investimento de renda fixa crédito privado do Banrisul frente aos quatro principais concorrentes do mercado. Nesse sentido, foram coletados dados gerais, de composição de carteiras e de rentabilidade dos principais fundos do Banrisul e da concorrência junto aos administradores, Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais). A pesquisa permitiu classificar os fundos conforme os retornos em comparação ao *benchmark* (CDI), identificando correlação entre a concentração das carteiras em crédito privado, taxas cobradas pelos fundos e o desempenho ao longo dos últimos cinco anos. Os resultados indicaram que a composição das carteiras dos fundos de renda fixa de crédito privado administrados pelo Banrisul tiveram impacto na *performance* desses fundos, gerando retorno abaixo do *benchmark*. Dentre os fundos pesquisados, foi possível identificar correlação entre a concentração em ativos privados e desempenho acumulado. A pesquisa também permitiu constatar que, de maneira geral, a indústria de fundos reduziu em um terço a exposição aos ativos de emissão privada desde 2014.

Palavras-chave: Fundos de Investimento, Renda Fixa, Crédito Privado, Desempenho.

Abstract: *The growing search for more profitable investments in a scenario of economic recovery and the maintenance of the basic interest rate at its lowest level represents a challenge for third party asset managers to distribute mutual funds with more attractive returns. The main objective of this article was to analyze the performance of Banrisul's private credit fixed income mutual funds with the market's four main competitors. General data, portfolio composition and profitability data of Banrisul's main funds and competition were collected from the administrators, the Brazilian Securities Commission (CVM) and ANBIMA (Brazilian Association of Financial and Capital Markets Entities). The survey allowed the funds to be classified according to its benchmark returns (CDI), identifying a correlation between the private*

* Analista no Banco do Estado do Rio Grande do Sul. Graduado em Administração de Empresas (PUCRS, 2009). Contato: lucas.rr@gmail.com.

** Professora orientadora Programa de Pós-Graduação da Escola de Gestão e Negócios da Unisinos. Contato: tfontourab@edu.unisinos.br.

credit concentration of portfolios, fees charged by funds and performance over the past five years. The results indicated that the portfolio composition of Bannissul-managed private credit fixed income funds had an impact on the performance of these funds, generating a return below the benchmark. Among the surveyed funds, it was possible to identify correlation between concentration in private assets and performance. The survey also found that, overall, the mutual fund industry has reduced exposure to privately issued assets by one-third since 2014.

Keywords: *Mutual Funds, Fixed Income, Private Credit, Performance.*

1 INTRODUÇÃO

Os fundos de investimento representam uma alternativa importante de investimento para os indivíduos interessados em participar do mercado de capitais. De acordo com Assaf Neto (2011), apresentam-se como forma coletiva de aplicação de recursos destinados à aplicação em carteira de títulos e valores mobiliários. Conforme a FGV (2019), em 2018, o patrimônio líquido da indústria de fundos apresentou crescimento real de 7,30% (considerando o IPCA) enquanto que a economia brasileira teve expansão pouco superior a 1%.

Considerando o atual cenário econômico, no qual se identifica a possibilidade de retomada gradual do crescimento da economia (IPEA, 2019), aliada à manutenção da taxa básica de juros brasileira (Selic) ao menor patamar histórico (Estadão, 2019), representa um desafio aos gestores de recursos de terceiros a distribuição de produtos de investimento para garantir retornos atrativos aos investidores. Ainda, é importante salientar que, diante da redução nas margens de retorno dos títulos públicos, a alocação e maior exposição ao crédito privado é importante para a manutenção de rentabilidades competitivas na indústria de fundos de investimento, haja vista que a procura por ativos mais rentáveis deve passar pelo crédito privado, segundo Valor Investe (2019). Ainda conforme Valor Econômico (2018), os ativos privados têm crescido em ritmo mais acelerado nas carteiras dos fundos de investimento em comparação aos títulos públicos.

O gestor de recursos de terceiros deve manter estratégias atualizadas e aderentes ao mercado e ao perfil dos investidores, com a responsabilidade de, segundo Assaf Neto (2011), selecionar os ativos que compõe a carteira do fundo buscando a melhor relação risco-retorno. O atual cenário de taxas de juros mais baixas deve promover mudanças no comportamento dos investidores, os quais devem buscar maiores rentabilidades acompanhadas pelo aumento do nível de risco das carteiras (VALOR ECONÔMICO, 2019). Nesse sentido, é pertinente a seguinte questão de pesquisa, a fim de avaliar o desempenho dos fundos de investimento geridos e administrados pelo Banrisul diante da concorrência: como está a *performance* dos fundos de investimento de renda fixa de crédito privado do Banrisul, diante dos principais concorrentes?

O Objetivo Geral deste trabalho é: analisar a *performance* dos fundos de investimento de renda fixa crédito privado do Banrisul frente aos quatro principais concorrentes do mercado. Os Objetivos específicos são: (i) pesquisar as rentabilidades e carteiras dos fundos de investimento de renda fixa de crédito privado do Banrisul e dos quatro principais bancos concorrentes; (ii) comparar as rentabilidades e concentração em crédito privado das carteiras através de métricas e avaliação de risco e retorno e (iii) identificar os fundos com melhor performance, propondo, se necessário e possível, melhorias e/ou sugestões à gestão dos fundos de investimento do Banrisul.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Sistema Financeiro e Mercado de Capitais

O sistema financeiro, segundo Carvalho et al. (2007), pode ser definido como conjunto de mercados financeiros em função das classes de ativos transacionados, instituições financeiras participantes, inter-relações entre eles, regulamentos e regras de intervenção do poder público na organização e supervisão das operações. Os mercados financeiros “englobam todas as transações que são feitas com obrigações emitidas por agentes deficitários ou por intermediários financeiros que busquem canalizar recursos para eles” (CARVALHO ET AL., 2007, p. 215). A intermediação financeira desenvolve-se, de acordo com Assaf Neto (2001), segmentada em quatro subdivisões: mercado monetário, mercado de crédito, mercado de capitais e mercado de câmbio.

O mercado de capitais, no qual estão inseridos os fundos de investimento, segundo Gitman (2004), permite a realização de transações entre fornecedores e demandantes de fundos de longo prazo, incluindo emissões de títulos de empresas e órgãos do governo. A principal instituição nesse Mercado são as Bolsas de Valores e o órgão regulador é a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a qual conceitua que “o fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros” (CVM, 2014, p. 8). A

ANBIMA é a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais e atua como agente autorregulador da indústria de fundos de investimento.

2.2 Principais riscos associados

Os principais riscos aos quais estão expostos os fundos de investimento são: risco de crédito, risco de mercado e risco de liquidez. Risco, segundo Gitman (2004), é sinônimo de incerteza e refere-se à variabilidade dos retornos associados a determinado ativo e envolve a possibilidade de perda financeira. Ainda, de acordo com o autor, o objetivo do administrador é criar uma carteira eficiente, que maximize o retorno para certo nível de risco ou minimize o risco para determinado nível de retorno.

O retorno refere-se ao ganho ou perda total de um investimento em certo período. Em um fundo de investimento, o retorno é calculado a partir da variação do valor de sua cota, que conforme a CVM (2014), é o valor resultante da divisão do valor do patrimônio líquido pelo número de cotas do fundo, apurados no encerramento do dia conforme o horário de fechamento dos mercados em que o fundo atue. Fortuna (2010, p. 552) relaciona três fatores responsáveis pelo desempenho de um fundo de investimento: “*Asset Allocation* (“a alocação dos recursos nos diversos mercados disponíveis para investimento”); *Stock Picking* (“a escolha dos ativos específicos dentro dos mercados escolhidos”) e; *Market Timing* (“o momento certo de comprar ou vender um ativo no mercado escolhido”).”

O Risco de Crédito, de acordo com Assaf Neto (2001), caracteriza-se pela possibilidade de inadimplência do devedor, o qual pode não cumprir com suas obrigações financeiras, implicando o não recebimento dos valores na data prevista pelo credor. Esse risco, de acordo com Silva (2008), é a probabilidade de não recebimento dos recursos emprestados, visto que não há como ter certeza do cumprimento da promessa por parte da contraparte. Esse tipo de risco pode ser classificado pelo *rating* do emissor do ativo. Consoante Schrickel (2000), essa classificação representa fonte auxiliar de dados, importante para o próprio planejamento estratégico da instituição financeira, destacando as áreas de maior interesse mercadológico e monitorando a situação da carteira de ativos.

Existem agências internacionais de *rating* que fornecem serviços de classificação do risco para diversas empresas que operam no mercado financeiro, dentre as quais destacam-se a *Standard & Poors* (S&P), *Moody's* e *Fitch IBCA*. A vantagem de adotar sistemas de *ratings* desenvolvidos por empresas terceirizadas (externas), segundo Santos (2000), é a visão abrangente do mercado por elas proporcionada. As ferramentas de classificação de risco (*rating*) auxiliam na administração dos riscos de crédito e tomada de medidas para adequação da carteira aos padrões definidos.

O risco de mercado, consoante Gitman (2004), refere-se à possibilidade de perdas associadas à variação do preço do ativo devido a fatores de mercado, tais como eventos econômicos, políticos e sociais. Quanto maior for a reação do ativo ao comportamento do mercado, ou seja, quanto maior for a sua volatilidade, maior é o seu risco. A volatilidade, conforme Fortuna (2010), é calculada a partir do desvio padrão do investimento, que representa a dispersão da rentabilidade diária em relação à média da rentabilidade em determinado período da carteira do fundo, apurada através da variação diária do valor das cotas. O risco de mercado também pode ser mensurado através do VaR (*Value-at-Risk*), que mede a perda máxima esperada de uma carteira de ativos para um determinado horizonte temporal de investimento com um determinado intervalo de confiança previamente especificado.

O risco de liquidez é a “possibilidade de que um ativo não possa ser liquidado com facilidade a um preço razoável” (GITMAN, 2004, p. 233). Esse risco é afetado pelo porte e pela profundidade do mercado de negociação do ativo. Consoante ao Banrisul (2019), a liquidez nos fundos de investimento pode ser entendida como “a capacidade de os ativos financeiros existentes nas carteiras serem suficientes para honrarem os passivos no momento da liquidação financeira”. Ainda, o Administrador de Recursos de Terceiros define esse risco da seguinte maneira:

“Risco de redução ou de inexistência de demanda pelos ativos financeiros integrantes da carteira do fundo de investimento, nos mercados em que são negociados, devido ao tamanho da posição detida em relação aos volumes usuais de negociação ou à instabilidade das condições de mercado” (BANRISUL, 2019, p. 2).

Há ainda o chamado risco de taxa de juros, o qual Gitman (2004) classifica como a possibilidade de que os ativos sejam afetados pelas variações nas taxas de juros. Nesse sentido, a alta nas taxas de juros afeta negativamente o valor do ativo e a queda na taxa de juros eleva o preço desse.

2.3 Fundos de investimento

Fundos de investimento, segundo ANBIMA (2019), são investimentos coletivos organizados por instituições financeiras habilitadas para administrar recursos de terceiros, no qual são adquiridas cotas, as quais são valorizadas a partir do rendimento dos ativos que compõe a carteira do fundo. Os administradores de fundos de investimento são remunerados pela cobrança das taxas de administração e performance, que incidem sobre o patrimônio líquido do fundo. Portanto, em tese, quanto menor a taxa de administração, maior será a rentabilidade do fundo (Fortuna, 2010). Nos casos de fundos de gestão ativa, uma taxa de administração mais elevada pode ser compensada quando o fundo entrega retornos superiores ao mercado.

Os fundos de investimento classificam-se conforme o seu principal fator de risco e, conforme CVM (2014), deve constar na denominação do fundo. Conforme a Instrução CVM nº 555 de 2014, os fundos de investimento podem ser classificados como: Renda Fixa, Ações, Multimercado e Cambial.

Ainda de acordo com a CVM (2014), à denominação dos Fundos ainda podem ser incluídos sufixos adicionais conforme as características de prazo (curto prazo ou longo prazo) e estratégia do investimento (dívida externa, investimento no exterior, referenciado ou simples), podendo ser utilizados de forma cumulativa.

Complementarmente à CVM, a ANBIMA (2015) classifica os Fundos de investimento conforme (i) as classes de ativos, (ii) tipos de gestão e riscos e (iii) principais estratégias. Sendo assim, no primeiro nível, os fundos são classificados em: renda fixa, ações, multimercados e cambial. Os fundos de renda fixa, possuem as seguintes categorias: simples, indexado, ativo e investimento no exterior. Há, ainda, subcategorias, podendo um fundo de renda fixa se enquadrar em uma das 12 categorias da associação autorreguladora, conforme ilustração a seguir:

Figura 1 - Classificação ANBIMA de fundos de ações



Fonte: ANBIMA (2015, p. 9).

Conforme Fortuna (2010), Fundos de investimento cuja política de investimentos admita concentração superior a 50% (cinquenta por cento) de seu patrimônio líquido em aplicações em quaisquer ativos ou modalidades operacionais de responsabilidade de pessoas físicas ou jurídicas de direito privado devem adicionar a denominação de “Crédito Privado”, explicitando os riscos específicos. As regras de concentração de ativos de emissão privada também se aplicam aos fundos de investimento em cotas de fundos de investimento.

De acordo com a ANBIMA (2019), ativos de crédito privados podem ser emitidos por bancos, financeiras ou empresas, os quais possuem níveis de riscos distintos. Os principais ativos de crédito privado que compõe a carteira dos fundos são: letras financeiras, depósitos a prazo, debêntures, cotas de outros fundos (Ex: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC, Fundos de Investimento Imobiliário – FII), certificados de recebíveis, entre outros.

2.4 Indicadores de desempenho aplicados a fundos de investimento

O desempenho de um fundo de investimento deve ser avaliado tendo por base o retorno gerado e os riscos associados à carteira. Assaf Neto (2011), destaca o modelo CAPM (*capital asset pricing model*) como referência na relação e mensuração dos componentes de avaliação de ativos: risco e retorno. Dentre os indicadores existentes para a mensuração do desempenho de um fundo de investimento, destacam-se os seguintes: índice de Sharpe, índice de Treynor e alfa de Jensen.

O índice de Sharpe é um dos principais instrumentos de mensuração da *performance* de um fundo, também conhecido, consoante a Fortuna (2010), como índice de eficiência que indica ao investidor se os riscos assumidos pelo fundo foram bem ou mal remunerados. Consoante a Hentges (2012), esse índice mede o excesso de retorno por unidade de risco da carteira, categorizando o desempenho do fundo ajustado pelo seu risco. Nesse sentido, quanto mais eficiente for a carteira, maior será o Índice de Sharpe.

A equação do índice de Sharpe é representada pela relação entre o prêmio remunerado pelo risco assumido e o risco do investimento (Assaf Neto, 2011) e pode ser expressa pela equação:

$$IS = \frac{R_A - r_f}{\sigma_A} \quad (1)$$

Onde:

R_A = retorno do fundo A;

r_f = retorno do ativo livre de risco; e

σ = desvio padrão do fundo A.

O índice de Treynor, de acordo com Hentges (2012), distingue-se do índice de Sharpe somente pela diferença da medida de risco utilizada, pois, ao invés de mensurar o risco através do desvio padrão da carteira, utiliza como referência o beta como referência. O beta representa o comportamento da carteira em comparação com um índice de mercado, como por exemplo o Ibovespa. Quanto maior o índice, mais elevado é o retorno da carteira por unidade de risco assumido, indicando, assim, o melhor desempenho do investimento.

A equação do índice de Treynor é descrita na equação a seguir, diferenciando-se do índice de Sharpe pela utilização do beta (β) ao invés do desvio padrão (σ):

$$IT = \frac{R_a - R_f}{\beta_a} \quad (2)$$

O alfa de Jensen, por sua vez, relaciona-se ao CAPM, o qual “determina que o retorno exigido pelos investidores para ativos com risco equivale à taxa de retorno dos ativos sem risco mais um prêmio pelo risco” (HENTGES, 2012, p. 59). Nesse sentido, ASSAFNETO (2011, p. 271) descreve que “a taxa de retorno exigida nas decisões de investimento é formada com base na remuneração de um ativo livre de risco mais um prêmio pelo risco identificado na decisão em avaliação”. O autor ainda destaca que o investidor espera retorno relacionado ao risco do mercado, exigindo prêmio adicional quando esse for superior ao risco de mercado e aceitando remuneração inferior quando o risco for menor. À medida que relaciona o risco de mercado é o coeficiente beta (β). O beta é calculado pela divisão da covariância entre o retorno do fundo e o retorno do índice de mercado pela variância do índice de mercado. Sendo assim, a expressão da taxa de retorno de um investimento conforme exigido pelo CAPM é a seguinte:

$$R_j = R_f + \beta \times (R_m - R_f) \quad (3)$$

Onde:

R_j = retorno exigido ou esperado,

R_f = retorno da taxa livre de risco,

R_m = retorno do mercado

β = coeficiente beta, utilizado para calcular o risco sistêmico (não diversificável).

A equação acima é equivalente à reta de regressão linear (Assaf Neto, 2011):

$$\text{Reta de regressão:} \quad R_j = \alpha + \beta R_M \quad (4)$$

$$\text{CAPM:} \quad R_j = R_F + \beta (R_M - R_F) \quad (5)$$

A intersecção da reta do CAPM é obtida da seguinte maneira (Hentges, 2012):

$$R_j = R_F + \beta R_M - \beta R_F \quad (6)$$

$$R_j = R_F - \beta R_M - \beta R_F \quad (7)$$

$$R_j = R_F (1 - \beta) + R_M \quad (8)$$

O parâmetro $R_F (1 - \beta)$ é conhecido como o alfa de Jensen, o qual reflete o desempenho do fundo em comparação aos valores esperados. Se o resultado do alfa for positivo significa que o gestor gerou retorno acima do esperado pelo nível de risco da carteira do fundo. Sendo R_A o retorno gerado por um ativo, o índice de Jensen pode ser demonstrado pela expressão:

$$R_A = \alpha + R_F + \beta (R_M - R_F) \quad (9)$$

$$R_A - R_F = \alpha + \beta (R_M - R_F) \quad (10)$$

Logo:

$$\alpha (\text{Jensen}) = (R_A - R_F) - \beta (R_M - R_F) \quad (11)$$

3 MATERIAIS E MÉTODOS

O presente trabalho tem como objetivo geral analisar o desempenho dos fundos de investimento de renda fixa crédito privado do Banrisul diante dos principais concorrentes e, para isso, foram utilizadas informações públicas obtidas juntamente com os Administradores de Recursos de Terceiros (Bancos), ANBIMA e CVM. Nesse sentido, foi utilizado método de natureza quantitativa e pesquisa descritiva.

Conforme Gil (2010), as pesquisas descritivas podem ser utilizadas com o propósito de identificar possíveis relações entre as variáveis. Os dados quantitativos são mensurações numéricas utilizadas diretamente para representar as propriedades de alguma coisa, segundo Hair Jr. et al. (2007), úteis para análise estatística.

No âmbito dos procedimentos de análise e interpretação dos dados, trata-se de uma pesquisa documental, pois os dados analisados estão disponíveis sob a forma de “registros, tabelas, gráficos ou em bancos de dados” (GIL, 2010, p. 67).

Os dados dos fundos pesquisados foram obtidos através das páginas da internet dos administradores e junto à CVM, além de dados públicos de mercado nas páginas da internet da ANBIMA, B3 (Brasil, Bolsa e Balção) e do Banco Central do Brasil (Bacen). Na página da CVM e dos administradores foram obtidos os dados de cadastro de fundos, taxas, valores de cotas, composição das carteiras e quantidades de cotistas. No site da ANBIMA foram obtidos dados de mercado consolidados conforme espécie de ativos. Nas páginas da B3 e do Bacen foram coletados os dados históricos das taxas do CDI e Selic.

Os dados obtidos foram organizados, estruturados em planilhas eletrônicas e comparados utilizando indicadores para, posteriormente, serem apresentados na forma de tabelas e gráficos. Consoante Hair Jr. et al. (2007), a utilização de gráficos e tabelas comunicam de modo mais eficiente temas complexos, tornando visualmente mais atraente os relatórios de pesquisa. A partir das cotas foi possível calcular as rentabilidades dos períodos e, posteriormente, os indicadores de desempenho. A composição das carteiras permitiu mensurar a concentração por espécie de ativos e a evolução desses percentuais no período pesquisado.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Para realizar a análise dos fundos de investimento, foram selecionados os fundos de renda fixa cuja classificação CVM é renda fixa de crédito privado dentre os quatro principais bancos concorrentes do Banrisul (que são: Banco do Brasil DTVM, Itaú Unibanco S.A., Bradesco e Caixa) no serviço de Administração de Recursos de Terceiros, conforme o Ranking ANBIMA de Fundos de Investimento com a posição de setembro de 2019:

Quadro 1 - Ranking Anbima de Administradores de fundos de investimento**ANBIMA » Fundos de Investimento | Rankings****Ranking de Administração de Fundos de Investimento****Patrimônio Líquido - Por Classe ANBIMA****Instituições Administradoras - R\$ milhões****Set/19**

Ordem	Administrador	Renda Fixa	Total
1	BB DTVM S.A	630.169,8	1.056.910,5
2	ITAU UNIBANCO SA	408.783,8	715.866,7
3	BRABESCO	266.478,9	515.149,5
4	CAIXA	292.067,7	436.345,0
5	INTRAG	43.467,5	436.076,9
6	BEM	99.402,0	381.973,9
7	BANCO SANTANDER (BRASIL) SA	184.995,9	334.165,2
8	BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM SA	63.604,4	294.064,6
9	BTG PACTUAL	30.064,1	189.349,6
10	CREDIT SUISSE HEDGING-GRIFFO COR VAL S.A	13.851,3	107.965,3
11	SAFRA	37.510,9	93.916,6
12	BRL DTVM	578,0	78.505,4
13	BNP PARIBAS	23.544,3	60.066,2
14	OLIVEIRA TRUST DTVM	708,0	54.992,8
15	MODAL	21,2	44.618,1
16	VOTORANTIM ASSET	9.758,7	43.954,5
17	SICREDI	17.975,2	34.792,7
18	SOCOPA SOCIEDADE CORRETORA PAULISTA	90,5	32.519,3
19	LIONS TRUST		28.421,1
20	PATRIA INVESTIMENTOS LTDA		28.406,6
21	SUL AMERICA INVESTIMENTOS DTVM	8.169,6	25.335,5
22	IDL TRUST ADM DE RECURSOS		23.833,1
23	WESTERN ASSET	13.834,1	22.360,7
24	BRASIL PLURAL BANCO	280,0	22.152,0
25	PLANNER	149,7	17.347,2
26	SCHRODER BRASIL		15.673,7
27	BANRISUL	10.908,5	11.583,9
28	CA INDOSUEZ WEALTH (BRAZIL) S.A. DTVM	8.462,4	11.506,3
29	BANCO CITIBANK	89,7	11.241,8
30	BANCO FINAXIS S.A	734,1	10.605,9

Fonte: ANBIMA (2019).

Nesse sentido, foram selecionados para a pesquisa os seguintes Bancos que prestam o serviço de Administração de Recursos de Terceiros: Banco do Brasil, Itaú,

Bradesco e Caixa Econômica Federal. Observa-se que o Banrisul ocupa a 27ª posição desse *ranking*. Foram, posteriormente, selecionados os principais fundos de renda fixa de crédito privado que permitem até 100% de concentração em ativos privados, administrados por essas instituições financeiras e distribuídos ao público de varejo e alta renda:

- Banrisul Flex Crédito Privado FI RF LP
- Banrisul Flex Plus Crédito Privado FI RF LP
- BB Renda Fixa LP Crédito Privado
- BB Renda Fixa LP Crédito Privado AR Private
- Bradesco FI RF Crédito Privado LP Performance
- Bradesco H FI RF Referenciado DI Crédito Privado LP Executivo
- Caixa FIC Maxi RF Crédito Privado LP
- Caixa FIC Expertise RF Crédito Privado LP
- Itaú Active Fix 5 RF Crédito Privado FICFI
- Itaú Personnalité RF Diferenciado Crédito Privado FICFI

Algumas características gerais dos fundos, porém relevantes, estão relacionadas na tabela abaixo:

Tabela 1 - Dados gerais dos fundos de investimento

Nome do fundo	Início de atividades	Aplicação mínima (R\$)	Número de cotistas*	Patrimônio Líquido (R\$ milhões)*	Taxas	
					Administração	Performance
Banrisul Flex Crédito Privado FI RF LP	03/09/2007	50.000	1.070	319,67	0,50% a.a.	não há
Banrisul Flex Plus Crédito Privado FI RF LP	01/10/2012	50.000	201	36,29	0,50% a.a.	não há
BB Renda Fixa LP Crédito Privado	06/12/2018	10.000	3.812	267,63	0,61% a.a.	sim
BB Renda Fixa LP Crédito Privado AR Private	01/11/2013	25.000	778	306,42	0,35% a.a.	não há
Bradesco FI RF Crédito Privado LP Performance	01/11/2004	300.000	2.271	1.487,98	0,40% a.a.	sim
Bradesco H FI RF Ref. DI Crédito Privado LP Executivo	27/05/1996	2.000.000	6.885	6.311,00	0,30% a.a.	não há
Caixa FIC Maxi RF Crédito Privado LP	04/03/2013	500.000	4.447	3.968,31	0,30% a.a.	não há
Caixa FIC Expertise RF Crédito Privado LP	02/07/2009	20.000	16.241	2.161,60	0,50% a.a.	não há
Itaú Active Fix 5 RF CP FICFI	30/09/2014	10.000	4.316	1.073,71	0,50% a.a.	sim
Itaú Personnalité RF Diferenciado Crédito Privado FICFI	30/12/2014	10.000	11.202	3.186,07	0,45% a.a.	sim

* Posição em 31/10/2019

Fonte: CMV (2019).

Percebe-se que todos os fundos acima possuem taxas de administração semelhantes, que variam de 0,30% ao ano até 0,61% ao ano, com a cobrança ou não de taxa de *performance*, a qual é cobrada em quatro dos dez fundos conforme retorno

superior ao CDI. Apesar de ser o maior administrador de fundos nacional, o Banco do Brasil não possui valores de patrimônio líquido expressivos em seus principais fundos de investimento de renda fixa de crédito privado. Cabe destaque ainda que o fundo BB Renda Fixa LP Crédito Privado teve o início de atividades somente em seis de dezembro de 2018.

Os dois fundos administrados pela Caixa Econômica Federal são fundos de investimento em cotas (FICs), os quais direcionam os recursos para o mesmo fundo principal: Caixa FI Master RF Crédito Privado LP. Sendo assim, esses fundos apresentam a mesma composição da carteira, porém diferentes rentabilidades em virtude das diferentes taxas de administração cobradas (0,30% e 0,50%). Os fundos da Caixa, Bradesco e Itaú são os que concentram o maior volume de recursos e com a maior quantidade de cotistas.

Para cada um dos fundos de investimento acima relacionados, foram obtidas as rentabilidades mensais dos últimos cinco anos para fins de comparação. A tabela abaixo demonstra as rentabilidades anuais acumuladas:

Tabela 2 - Rentabilidades dos últimos cinco anos

Nome do fundo	Dez-15	Dez-16	Dez-17	Dez-18	Out-19
Banrisul Flex Crédito Privado FI RF LP	12,45%	13,99%	10,13%	6,38%	5,13%
Banrisul Flex Plus Crédito Privado FI RF LP	12,84%	14,74%	9,97%	5,99%	4,79%
BB Renda Fixa LP Crédito Privado*	-	-	-	-	5,14%
BB Renda Fixa LP Crédito Privado AR Private	11,82%	14,96%	11,22%	6,15%	5,88%
Bradesco FI RF Crédito Privado LP Performance	13,58%	14,13%	10,49%	6,36%	5,03%
Bradesco H FI RF Ref. DI Crédito Privado LP Executivo	13,44%	13,90%	10,23%	6,23%	4,98%
Caixa FIC Maxi RF Crédito Privado LP	13,79%	14,24%	9,88%	6,10%	4,98%
Caixa FIC Expertise RF Crédito Privado LP	13,56%	14,01%	9,66%	5,89%	4,81%
Itaú Active Fix 5 RF CP FICFI	13,53%	14,11%	10,05%	6,44%	5,29%
Itaú Personalité RF Diferenciado Crédito Privado FICFI	13,42%	14,03%	9,92%	6,21%	4,99%

*O fundo teve o início de atividades em 06/12/2018

Fonte: elaborado pelo autor (2019).

Haja vista que todos os fundos pesquisados possuem como indicador de desempenho o CDI, a tabela seguinte apresenta a rentabilidade relativa para fins de comparação com o *benchmark*:

Tabela 3 - Rentabilidades relativas dos últimos 5 anos (%CDI)

Nome do fundo	Dez-15	Dez-16	Dez-17	Dez-18	Out-19
Banrisul Flex Crédito Privado FI RF LP	94,14%	99,94%	101,78%	99,26%	99,18%
Banrisul Flex Plus Crédito Privado FI RF LP	97,05%	105,30%	100,17%	93,29%	92,67%
BB Renda Fixa LP Crédito Privado*	-	-	-	-	99,48%
BB Renda Fixa LP Crédito Privado AR Private	89,31%	106,86%	112,69%	95,78%	113,64%
Bradesco FI RF Crédito Privado LP Performance	102,67%	100,96%	105,42%	99,03%	97,35%
Bradesco H FI RF Ref. DI Crédito Privado LP Executivo	101,59%	99,28%	102,80%	97,05%	96,41%
Caixa FIC Maxi RF Crédito Privado LP	104,22%	101,72%	99,24%	94,98%	96,40%
Caixa FIC Expertise RF Crédito Privado LP	102,48%	100,08%	97,04%	91,68%	92,97%
Itaú Active Fix 5 RF CP FICFI	102,29%	100,77%	100,99%	100,33%	102,38%
Itaú Personnalité RF Diferenciado Crédito Privado FICFI	101,46%	100,20%	99,70%	96,75%	96,60%

*O fundo teve o início de atividades em 06/12/2018

Fonte: elaborado pelo autor (2019).

Percebe-se que ocorreu redução nas rentabilidades relativas nos últimos dois anos. Esse fator pode ser devido, além de alterações na composição da carteira, à queda na taxa Selic, impactando os fundos com taxas pós-fixadas, como é o caso do CDI e ativos que possuem esse indexador. Quanto menor a remuneração da carteira, maior é o impacto dos custos dos fundos, pois as taxas de administração cobradas são fixas.

Complementarmente, e para fins de comparação, a tabela a seguir apresenta as rentabilidades acumuladas dos fundos nos últimos cinco anos, destacando-se que o fundo BB Renda Fixa LP Crédito Privado possui menos de um ano de rentabilidades acumuladas:

Tabela 4 - Rentabilidades acumuladas dos últimos 5 anos

Nome do fundo	Dez-15	Dez-16	Dez-17	Dez-18	Out-19
Banrisul Flex Crédito Privado FI RF LP	12,45%	28,19%	41,17%	50,17%	57,87%
Banrisul Flex Plus Crédito Privado FI RF LP	12,84%	29,47%	42,38%	50,91%	58,14%
BB Renda Fixa LP Crédito Privado	-	-	-	0,31%	5,47%
BB Renda Fixa LP Crédito Privado AR Private	11,82%	28,54%	42,96%	51,76%	60,67%
Bradesco FI RF Crédito Privado LP Performance	13,58%	29,64%	43,24%	52,35%	60,02%
Bradesco H FI RF Ref. DI Crédito Privado LP Executivo	13,44%	29,21%	42,43%	51,30%	58,85%
Caixa FIC Maxi RF Crédito Privado LP	13,79%	29,99%	42,83%	51,54%	59,10%
Caixa FIC Expertise RF Crédito Privado LP	13,56%	29,47%	41,97%	50,33%	57,56%
Itaú Active Fix 5 RF CP FICFI	13,53%	29,55%	42,57%	51,76%	59,79%
Itaú Personnalité RF Diferenciado Crédito Privado FICFI	13,42%	29,33%	42,17%	51,00%	58,54%
CDI	13,23%	29,08%	41,93%	51,04%	58,85%

Fonte: elaborado pelo autor (2019).

Nesse sentido, foi possível classificar os fundos conforme as rentabilidades acumuladas e ordená-los de acordo com a tabela seguinte:

Tabela 5 - Fundos ordenados conforme rentabilidades acumuladas

Nome do fundo	31/12/14 a 31/10/19	
	Retorno do fundo	% CDI
1) BB Renda Fixa LP Crédito Privado AR Private	60,67%	103,09%
2) Bradesco FI RF Crédito Privado LP Performance	60,02%	101,97%
3) Itaú Active Fix 5 RF CP FICFI	59,79%	101,59%
4) Caixa FIC Maxi RF Crédito Privado LP	59,10%	100,42%
5) CDI	58,85%	100,00%
6) Bradesco H FI RF Ref. DI Crédito Privado LP Executivo	58,85%	99,99%
7) Itaú Personalité RF Diferenciado Crédito Privado FICFI	58,54%	99,47%
8) Banrisul Flex Plus Crédito Privado FI RF LP	58,14%	98,79%
9) Banrisul Flex Crédito Privado FI RF LP	57,87%	98,34%
10) Caixa FIC Expertise RF Crédito Privado LP	57,56%	97,80%

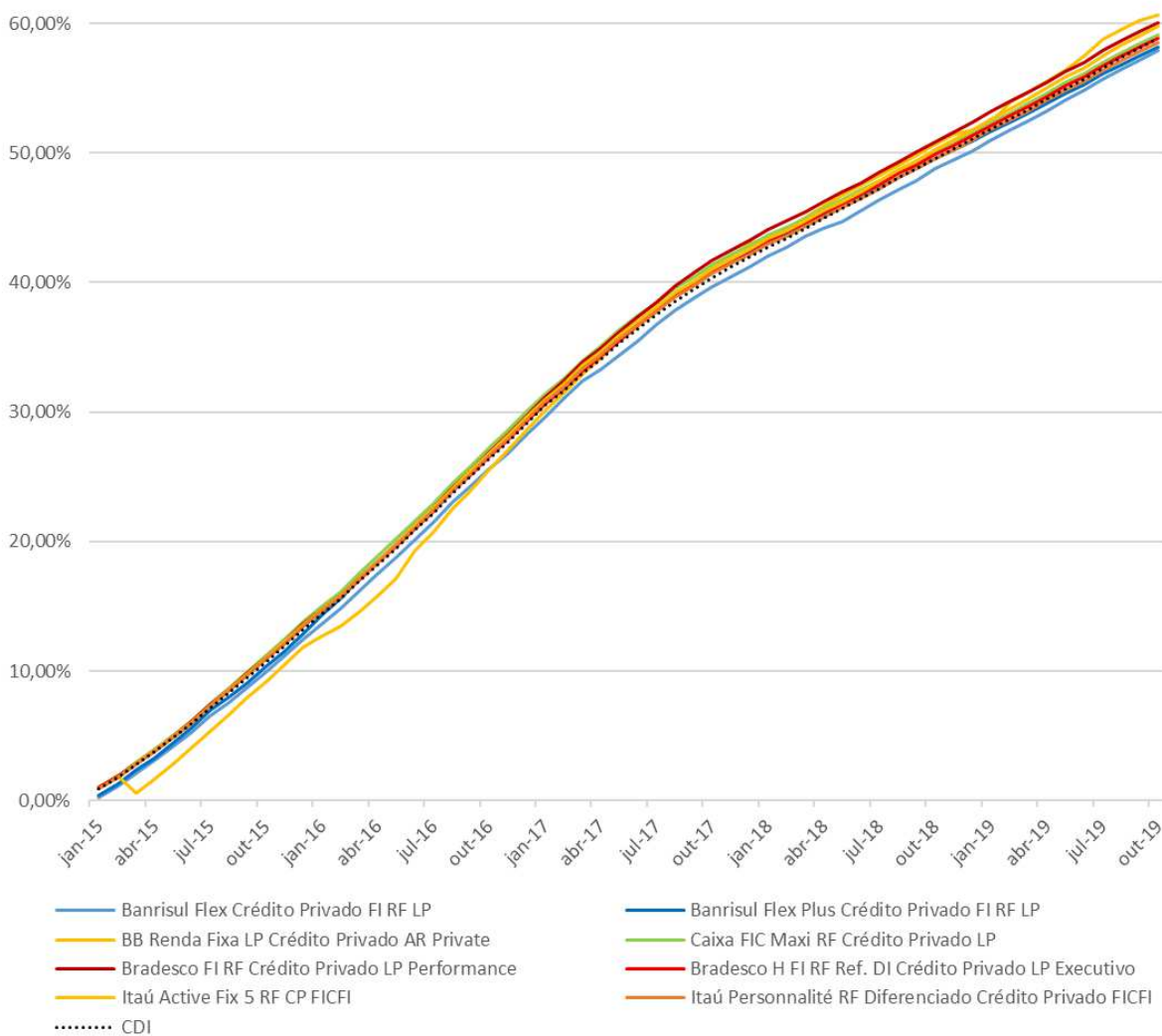
Fonte: elaborado pelo autor (2019).

Somente quatro fundos da amostra superaram o *benchmark* no período. Os dois fundos do Banrisul ficaram à frente apenas do fundo Caixa FIC Expertise RF Crédito Privado LP. O fundo BB Renda Fixa LP Crédito Privado AR Private apresentou o melhor desempenho no período analisado. Esse fundo possui taxa de administração de 0,35% a.a. e não cobra taxa de performance. Em segundo lugar, o fundo Bradesco FI RF Crédito Privado LP Performance possui taxa de administração de 0,40% a.a. e ainda cobra taxa de *performance* de 20% do que exceder 102,50% do CDI. Já o fundo Itaú Active Fix 5 RF Crédito Privado FICFI, terceiro colocado sob a ótica do melhor retorno, possui taxa de administração de 0,50% a.a. e ainda cobra taxa de *performance* de 20% dobre o que exceder 100% do CDI. Em quarto lugar e ligeiramente acima do *benchmark*, o fundo Caixa FIC Maxi RF Crédito Privado LP tem taxa de administração de 0,30% a.a. Esses dados permitem auferir que os custos dos fundos de investimento não têm papel determinante no retorno dos fundos, pois mesmo fundos com custos muito semelhantes e até mesmo superiores aos fundos de crédito privado do Banrisul conseguiram entregar retorno superior.

Para melhor ilustrar as rentabilidades, o gráfico a seguir demonstra a evolução do desempenho desses fundos ao longo do período pesquisado, comparados ao rendimento acumulado do CDI. Com o objetivo a facilitar a visualização, o fundo Caixa

FIC Expertise RF Crédito Privado LP foi retirado da ilustração, haja vista que possui a mesma composição da carteira do Caixa FIC Maxi RF Crédito Privado LP:

Gráfico 1 - Rentabilidades acumuladas nos últimos 5 anos



Fonte: elaborado pelo autor (2019).

A partir das rentabilidades obtidas, foram calculados as rentabilidades médias e o desvio padrão (volatilidade) dos fundos, informações essenciais para o cálculo dos indicadores de desempenho. A taxa do CDI foi utilizada como parâmetro haja vista que todos os fundos analisados o utilizam como *benchmark*. Na tabela seguinte, apresentam-se os resultados dos indicadores de risco e retorno calculados a partir dos dados coletados:

Tabela 6 - Indicadores dos fundos para o período de 5 anos

Nome do fundo	Retornos			Desvio Padrão (volatilidade)	Retorno do fundo	Índices		
	Menor	Maior	Média			Sharpe	Treynor	Jensen
Banrisul Flex Crédito Privado FI RF LP	0,23%	1,23%	0,79%	0,29%	57,87%	- 0,13716	- 0,00140	0,00002
Banrisul Flex Plus Crédito Privado FI RF LP	0,38%	1,34%	0,79%	0,31%	58,14%	- 0,09167	- 0,00091	- 0,00087
BB Renda Fixa LP Crédito Privado	0,31%	0,58%	0,49%	0,08%	5,47%	- 0,07599	- 0,00017	- 0,00220
BB Renda Fixa LP Crédito Privado AR Private	-1,31%	1,81%	0,82%	0,44%	60,67%	0,16412	0,00262	0,00042
Bradesco FI RF Crédito Privado LP Performance	0,41%	1,25%	0,81%	0,28%	60,02%	0,16342	0,00156	- 0,00026
Bradesco H FI RF Ref. DI Crédito Privado LP Executivo	0,42%	1,21%	0,80%	0,28%	58,85%	- 0,00120	- 0,00001	- 0,00024
Caixa FIC Maxi RF Crédito Privado LP	0,41%	1,24%	0,80%	0,29%	59,10%	0,03334	0,00032	- 0,00066
Caixa FIC Expertise RF Crédito Privado LP	0,39%	1,22%	0,79%	0,29%	57,56%	- 0,17748	- 0,00169	- 0,00082
Itaú Active Fix 5 RF CP FICFI	0,46%	1,23%	0,81%	0,27%	59,79%	0,13631	0,00129	- 0,00004
Itaú Personalité RF Diferenciado Crédito Privado FICFI	0,44%	1,23%	0,80%	0,28%	58,54%	- 0,04449	- 0,00042	- 0,00038
CDI	0,47%	1,21%	0,80%	0,27%	-	-	-	-
SELIC	0,47%	1,22%	0,80%	0,27%	-	-	-	-

Fonte: elaborado pelo autor (2019).

Por se tratarem de fundos cujo *benchmark* é o CDI e possuem carteiras compostas majoritariamente por títulos pós-fixados nesse indexador, os fundos analisados possuem retornos médios e volatilidades semelhantes. Nesse sentido, o mesmo pode-se afirmar a respeito dos índices de avaliação utilizados.

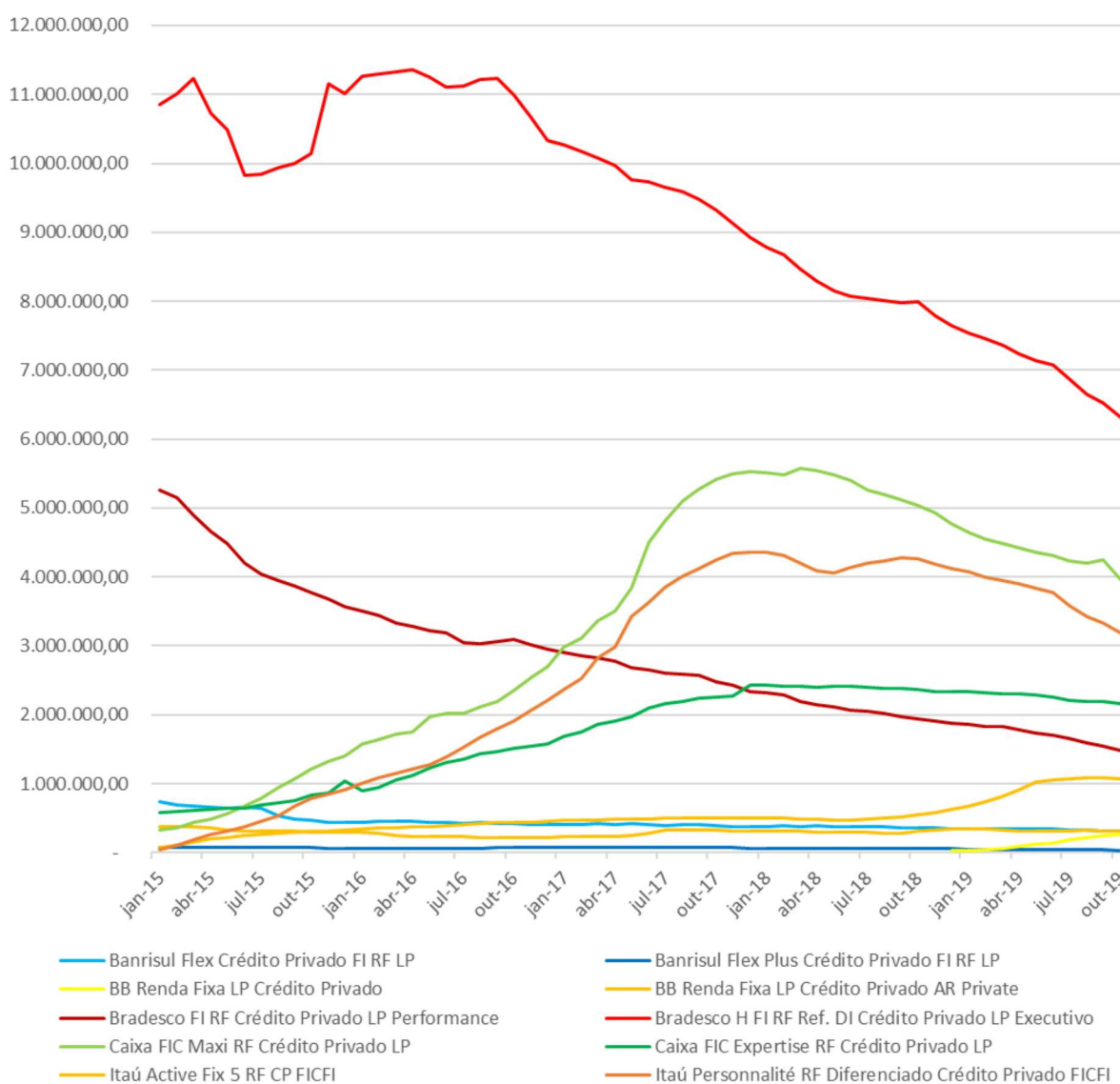
Sob a ótica dos três indicadores, o melhor fundo foi o BB Renda Fixa LP Crédito Privado AR Private. Com relação aos índices de Sharpe e Jensen, em segundo lugar ficaram os fundos Bradesco FICRF Crédito Privado LP Performance e Itaú Active Fix 5 RF CP FICFI. Ou seja, os fundos que apresentaram os melhores retornos mantiveram as mesmas colocações sob a ótica dos indicadores de desempenho (conforme tabela 5), demonstrando que foram capazes de entregar o retorno aos investidores de forma eficiente, ou seja, os riscos assumidos pelo fundo foram remunerados de maneira adequada.

No sentido oposto, os três fundos que apresentaram pior desempenho com relação aos indicadores foram os mesmos que ficaram nas três últimas posições de rentabilidades no período. Essa análise demonstra que esses fundos, além de entregar um retorno mais baixo aos investidores, também o fizeram com menos eficiência.

Para qualificar a pesquisa, é importante analisar a composição da carteira desses fundos e a concentração em ativos de emissão privada. Sendo assim, cabe destacar inicialmente o volume de recursos sob administração, ou seja, o patrimônio líquido, e sua evolução ao longo dos anos. O Bradesco apresentou redução substancial de seu patrimônio líquido no período, especialmente no fundo Bradesco

FI RF Crédito Privado LP Performance, o qual teve uma queda de mais de 70%. Em termos absolutos, o Bradesco apresentou redução de mais de R\$ 8 bilhões nos dois fundos de crédito privado. O Banrisul também registrou saída líquida de recursos, com redução de 58% no patrimônio líquido do Banrisul Flex Crédito Privado FI RF LP e 55% do Banrisul Flex Crédito Privado FI RF LP, que representam mais de R\$ 480 milhões de fluxo negativo. Já os fundos do Banco do Brasil, Caixa e Itaú apresentaram ingresso de recursos nos fundos em geral, com percentuais positivos de 40%, 582% e 4.295%, respectivamente. O gráfico seguinte ilustra a evolução do patrimônio líquido dos fundos de crédito privado analisados:

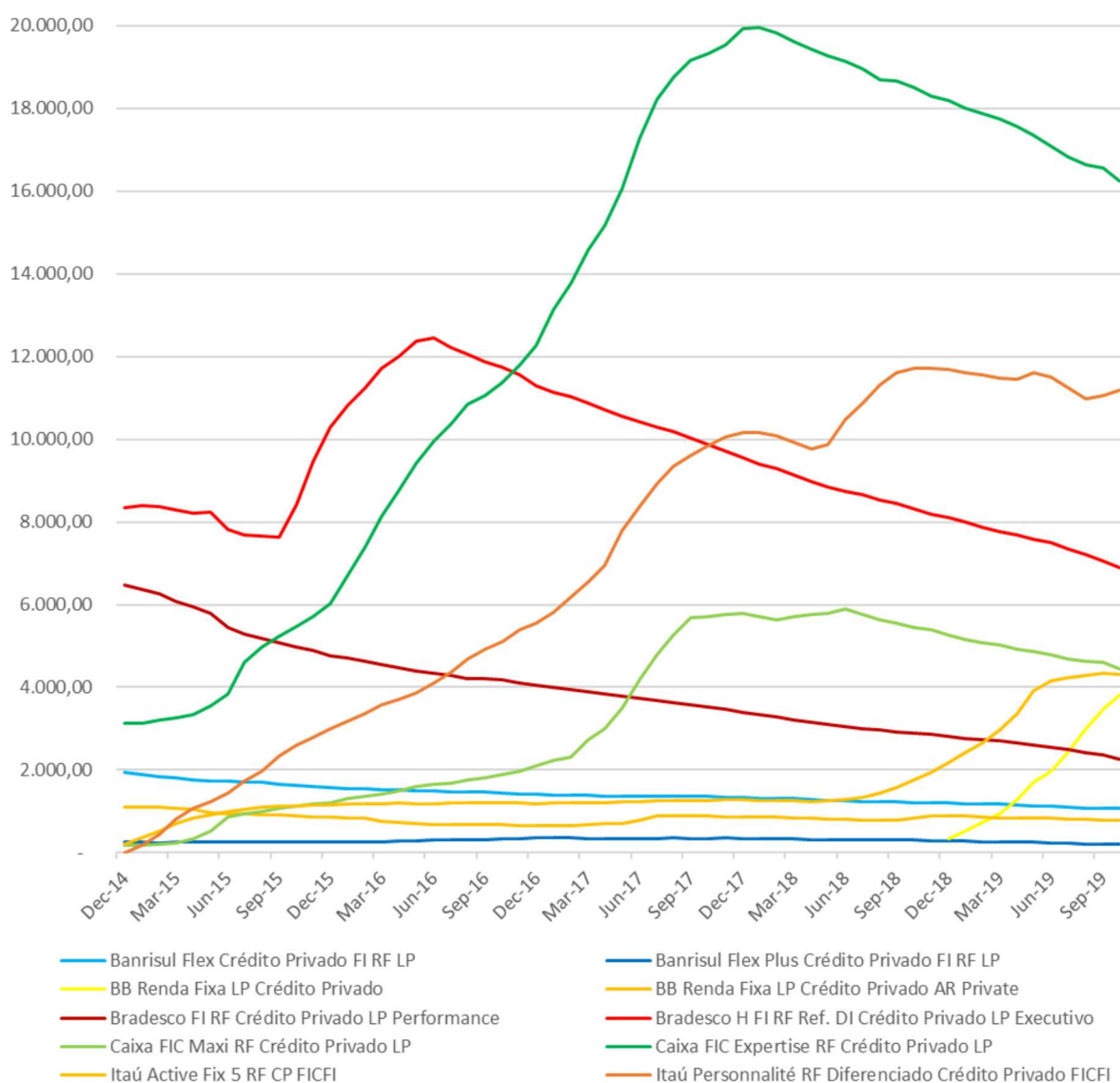
Gráfico 2 - Evolução do patrimônio líquido nos últimos 5 anos



Fonte: elaborado pelo autor (2019).

A evolução do patrimônio líquido também pode ser visualizada a partir da oscilação da quantidade de cotistas nos fundos. Os fundos do Banco do Brasil, Caixa e Itaú apresentaram fluxo positivo de cotistas no período, enquanto que Bradesco e Banrisul tiveram queda na quantidade de cotistas, conforme o gráfico a seguir:

Gráfico 3 - Evolução da quantidade de cotistas nos últimos 5 anos



Fonte: elaborado pelo autor (2019).

Os fundos analisados registraram movimentos opostos na oscilação de recursos administrados e cotistas, esses dados apresentam o que poderiam ser diferentes estratégias dos administradores de recursos de terceiros com relação à

distribuição dos produtos de investimento. Enquanto alguns fundos tiveram redução expressiva no volume de recursos e cotistas, outros apresentaram incremento, tanto no patrimônio líquido quanto no número de investidores.

Para melhor entendimento dos dados dessa pesquisa, fez-se necessário então verificar a composição das carteiras dos fundos analisados ao longo do tempo, discriminando os percentuais de concentração em crédito privado e títulos públicos, haja vista que esses produtos de investimento possuem a prerrogativa de alocação de até 100% em ativos financeiros de emissão privada. Na tabela a seguir, são apresentados os percentuais de ativos privados por carteira:

Tabela 7 - Concentração das carteiras em crédito privado (posição anual final)

Nome do fundo	Dez-14	Dez-15	Dez-16	Dez-17	Dez-18	Out-19
Banrisul Flex Crédito Privado FI RF LP	47,02	47,01	33,01	32,57	34,76	32,35
Banrisul Flex Plus Crédito Privado FI RF LP	51,16	67,83	40,66	22,15	30,76	40,83
BB Renda Fixa LP Crédito Privado*	-	-	-	-	63,36	91,31
BB Renda Fixa LP Crédito Privado AR Private	85,20	79,68	66,06	70,77	80,49	89,45
Bradesco FI RF Crédito Privado LP Performance	75,19	78,93	46,95	48,72	64,17	80,14
Bradesco H FI RF Ref. DI Crédito Privado LP Executivo	72,27	70,42	37,56	36,93	49,89	69,43
Caixa FIC Maxi RF Crédito Privado LP	67,90	65,57	53,89	33,33	54,31	64,62
Caixa FIC Expertise RF Crédito Privado LP	67,90	65,57	53,89	33,33	54,31	64,62
Itaú Active Fix 5 RF CP FICFI	74,55	65,98	69,93	84,38	67,02	84,62
Itaú Personnalité RF Diferenciado Crédito Privado FICFI	58,72	60,96	65,13	71,80	70,13	84,05

*O fundo teve o início de atividades em 06/12/2018

Fonte: elaborado pelo autor (2019).

Os fundos administrados pelo Banrisul são os únicos que durante todo o período analisado apresentaram concentração em ativos de emissão privada inferior a 50% da carteira nas posições de fechamento anuais, registrando média de 37,79%. No último período analisado, o Banrisul também é o único que apresenta menos de metade da composição da carteira alocada em crédito privado. Haja vista que o Banrisul possui taxa de administração alinhada com os fundos concorrentes analisados e não cobra taxa de *performance*, o fato de possuir menor concentração em ativos de emissão privada pode ser o responsável pela rentabilidade média abaixo do CDI nos últimos anos. Essa afirmação pode ser corroborada com o fato de que os outros dois fundos com médias mais baixas em ativos de crédito privado, o fundo Bradesco H FI RF Ref. DI Crédito Privado LP Executivo e o fundo Caixa FIC Expertise RF Crédito Privado LP, também apresentaram retornos acumulados inferiores ao CDI.

Já o fundo analisado com melhor retorno acumulado é o que possui maior média de concentração em ativos de emissão privada, com 78,61%. Os outros dois fundos com melhor desempenho também figuram com as maiores médias de concentração em crédito privado, com 65,68% no Bradesco FI RF Crédito Privado LP Performance e 74,41% no Itaú Active Fix 5 RF CP FICFI. A tabela seguinte ilustra os fundos conforme os rendimentos relativos acumulados (ordenados do maior para o menor) com a composição média das carteiras e custos de cada produto:

Tabela 8 – Fundos ordenados conforme rentabilidades acumuladas

Nome do fundo	31/12/14 a 31/10/19		% Crédito Privado	Taxa de Administração	Taxa de Performance
	Retorno do fundo	% CDI			
1) BB Renda Fixa LP Crédito Privado AR Private	60,67%	103,09%	78,61%	0,35% a.a.	não há
2) Bradesco FI RF Crédito Privado LP Performance	60,02%	101,97%	65,68%	0,40% a.a.	sim
3) Itaú Active Fix 5 RF CP FICFI	59,79%	101,59%	74,41%	0,50% a.a.	sim
4) Caixa FIC Maxi RF Crédito Privado LP	59,10%	100,42%	56,60%	0,30% a.a.	não há
5) CDI	58,85%	100,00%	-	-	-
6) Bradesco H FI RF Ref. DI Crédito Privado LP Executivo	58,85%	99,99%	56,08%	0,30% a.a.	não há
7) Itaú Personnalité RF Diferenciado Crédito Privado FICFI	58,54%	99,47%	68,46%	0,45% a.a.	sim
8) Banrisul Flex Plus Crédito Privado FI RF LP	58,14%	98,79%	42,23%	0,50% a.a.	não há
9) Banrisul Flex Crédito Privado FI RF LP	57,87%	98,34%	37,79%	0,50% a.a.	não há
10) Caixa FIC Expertise RF Crédito Privado LP	57,56%	97,80%	56,60%	0,50% a.a.	não há

Fonte: elaborado pelo autor (2019).

Foi realizada, ainda, uma pesquisa de mercado para auferir a concentração geral em crédito privado na indústria de fundos de investimento em comparação ao Banrisul no período dos últimos seis anos, utilizando a tabela a seguir para ilustrar a evolução desses percentuais:

Tabela 9 - Consolidado da indústria de fundos e Banrisul em créditos privados

Período	Total da Indústria de Fundos*		Títulos por espécie*		% em Créditos Privados	
	Geral	Renda Fixa	Públicos	Privados	Indústria	Banrisul
Dez-14	2.556.947,45	2.163.992,22	1.570.611,01	593.381,20	27,42%	26,26%
Dez-15	2.802.984,98	2.464.167,34	1.823.840,90	640.326,44	25,99%	18,22%
Dez-16	3.269.230,59	2.925.321,12	2.313.994,28	611.326,84	20,90%	12,31%
Dez-17	3.776.069,41	3.394.663,12	2.774.185,45	620.477,67	18,28%	8,30%
Dez-18	4.181.878,78	3.716.348,39	3.029.844,49	686.503,90	18,47%	7,59%
Out-19	4.672.487,91	4.044.460,14	3.244.058,18	800.401,96	19,79%	7,58%

* R\$ milhões

Fonte: ANBIMA (2019).

Percebe-se, conforme análise dos dados que, de maneira gradativa e geral, os fundos do Banrisul reduziram sua exposição em ativos de emissão privada em níveis maiores do que a concorrência. No final de 2014 o Banrisul possuía concentração de crédito privado nos fundos sob sua administração em percentuais próximos da média do mercado, sendo 26,26% ante 27,42% da indústria de fundos. Enquanto que nos últimos seis anos a indústria de fundos de investimento apresentou redução em aproximadamente um terço no percentual de créditos de emissão privadas nas carteiras dos fundos, no Banrisul a redução foi de mais de 70%.

Essa redução geral pode ser devido a menor quantidade de emissões desses papéis nos últimos anos em virtude do período pós-crise e/ou da maior procura por outras classes de fundos de investimento, tais como ações e multimercados. Com relação ao Banrisul, a menor concentração em ativos de emissão privada evidenciada na tabela acima pode estar associada a estratégia do gestor em reduzir a exposição ao risco de crédito nos anos que sucederam a grave e recente crise econômica.

Nesse sentido, conforme dados expostos nesta análise, se identifica que há correlação com a maior concentração em ativos privados e melhor desempenho dos fundos, devido ao *spread* proporcionado por esses ativos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esse trabalho teve como objetivo geral analisar a *performance* dos fundos de investimento de renda fixa de crédito privado do Banrisul frente aos quatro principais concorrentes do mercado. Para tanto, apresentaram-se definições conceituais acerca do sistema financeiro e mercado de capitais, os principais riscos associados aos fundos, com destaque para o risco de crédito. Em seguida, os fundos de investimento foram conceitualizados de maneira sucinta, abordando temas como funcionamento, custos, classificação e principais ativos privados. Para fins de análise da *performance* dos fundos, foram relacionados três indicadores de desempenho.

Foram analisados no total dez fundos de investimento, sendo dois do Banrisul e oito da concorrência, selecionados conforme distribuição através das páginas da internet dos administradores. As rentabilidades e as carteiras dos fundos foram pesquisadas, obtendo os dados necessários para efetuar a análise que se propôs.

Os dados coletados foram devidamente organizados e estruturados de maneira a gerar as informações necessárias para comparar os fundos de investimento. Além de dados gerais dos fundos, necessários para qualificar a pesquisa, foram obtidas as composições das carteiras e as cotas do período de 2015 a 2019. As cotas foram utilizadas para calcular as rentabilidades no período e os indicadores de desempenho, o que permitiu a comparação entre os fundos. Para tanto, foi necessário, também, coletar os dados históricos do CDI e Selic, obtidos através da B3 e do Bacen, respectivamente. Além disso, foram obtidos junto à ANBIMA os dados consolidados da indústria de fundos para comparação da concentração por espécie de ativos dos fundos em geral.

Com base nos dados coletados, foi possível identificar os fundos com os melhores desempenhos, sendo ordenados conforme o retorno acumulado e comparados com relação a concentração em ativos de emissão privada. Os três fundos analisados com o maior percentual médio de concentração em ativos de emissão privada foram os que apresentaram os melhores desempenhos acumulados no período, provavelmente devido ao *spread* gerado por esses ativos e uma gestão eficiente das carteiras. Em contrapartida, os fundos administrados pelo Bannrisul apresentaram redução significativa do percentual de crédito privado nas carteiras, descolando-se das médias de concentração em ativos privados do mercado e registrando retornos abaixo do *benchmark*.

Tendo em vista que os investidores, ao ingressar nos fundos de investimento, estão cientes das características do produto, especialmente com relação ao risco de crédito expresso na denominação do fundo, espera-se que o gestor atue de maneira a utilizar a melhor estratégia para gerar resultado conforme perfil e apetite ao risco dos clientes. Mesmo que a prerrogativa de alocação de mais de 50% da carteira em ativos privados não seja uma obrigação ou compromisso por parte do administrador, entende-se que a manutenção de percentuais abaixo desse nível por longos períodos pode descaracterizar o produto sob o aspecto da relação de risco e retorno esperado pelos investidores.

Nesse sentido, recomenda-se ao administrador e gestor de recursos de terceiros o aumento na concentração de ativos de emissão privada para atender o percentual mínimo de 50% da composição da carteira permitido pela classificação do fundo. Caso seja do interesse do administrador manter como principal estratégia da

carteira a alocação em títulos públicos, propõe-se alteração da classificação dos fundos e alteração das denominações, retirando os sufixos “Crédito Privado”, conferindo mais transparência com relação à estratégia do gestor e política de investimentos do produto.

Identifica-se como limitação dessa pesquisa o acesso a informações detalhadas a respeito da estratégia dos gestores dos fundos, o que permitiria melhor comparação entre os produtos de investimento e a identificação dos ativos que influenciaram nos ganhos de *spread* para superar o *benchmark*. A análise detalhada das carteiras ao longo do tempo permitiria mensurar os *spreads* gerados pela diversificação em ativos privados, possibilitando identificar as melhores oportunidades de investimento conforme estratégia de cada fundo. Ainda, uma análise sob a ótica dos modelos de apreçamento de ativos de emissão privada também permitiria verificar o impacto da marcação-a-mercado no desempenho geral das carteiras.

Para futuros estudos, sugere-se pesquisar o volume de recursos e retornos associados aos fundos de renda variável e multimercados, os quais vêm apresentando maior procura nos últimos anos, especialmente em virtude da perspectiva de manutenção da taxa Selic em patamares historicamente baixos.

REFERÊNCIAS

ANBIMA. Como Investir. **Fundos de Investimento**. Disponível em: <<https://comoinvestir.anbima.com.br/entenda/item/fundos-de-investimento/>>. Acesso em: 12 de janeiro de 2019.

ANBIMA. Como Investir. **Títulos Privados**. Disponível em: <<https://comoinvestir.anbima.com.br/entenda/item/titulos-privados/>>. Acesso em: 12 de janeiro de 2019.

ANBIMA. **Nova Classificação de Fundos**. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/87/C2/AA/DD/742085106351AF7569A80AC2/NovaClassificacaoDeFundosANBIMA_apresentacao_1_.pdf>. Acesso em: 11 de novembro de 2019.

ANBIMA. **Ranking de Administradores de Fundos de Investimento**. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/ranking/fundos-de-investimento/administradores.htm>. Acesso em: 11 de novembro de 2019.

ANBIMA. **Consolidado Histórico de Fundos de Investimento**. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm>. Acesso em: 29 de novembro de 2019.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2001.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 10ª ed. São Paulo: Atlas, 2011.

B3. **Índice DI: Série Histórica do DI**. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-segmentos-e-setoriais/serie-historica-do-di.htm>. Acesso em: 29 de novembro de 2019.

Banco Central do Brasil. **Taxa Selic**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/taxaselic>>. Acesso em: 29 de novembro de 2019.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de et al. **Economia monetária e financeira: teoria e prática**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM 555. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>>. Acesso em: 11 de novembro de 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Consulta Consolidada de Fundo**. Disponível em: <https://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg_sistema=fundosreg>. Acesso em: 29 de novembro de 2019.

ÉPOCA NEGÓCIOS. **Novo boletim Focus prevê queda na taxa Selic até o fim de 2019**. Disponível em: <<https://epocanegocios.globo.com/Mercado/noticia/2018/12/novo-boletim-focus->

preve-queda-na-taxa-selic-ate-o-fim-de-2019.html>. Acesso em: 12 de janeiro de 2019.

ESTADÃO. **BC reduz juros básicos da economia para 5,5%, menor patamar da história.** Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bc-reduz-juros-basicos-da-economia-para-5-5-menor-patamar-da-historia,70003015635>>. Acesso em: 08 de novembro de 2019.

ESTADÃO. **O que rende e o que deixa de render com a Selic em 5%.** Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,o-que-rende-e-o-que-deixa-de-render-com-a-selic-em-5,70003070164>>. Acesso em: 11 de novembro de 2019.

FGV. **Anuário 2019: Indústria de Fundos de Investimento.** São Paulo: 2019.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços.** 18ª ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.

GIL, Antonio Carlos. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa.** 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GITMAN, Lawrence Jeffrey. **Princípios de administração financeira.** 10ª ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

HAIR JR., Joseph F.; BABIN, Barry; MONEY, Arthur H.; SAMOUEL, Philip. **Fundamentos e métodos de pesquisa em administração.** Porto Alegre: Bookman, 2005.

HENTGES, Aléxia. **Gestão de carteira de ativos.** São Leopoldo: Unisinos, 2012.

IPEA. **Cenários macroeconômicos para o período 2020-2031.** Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/181129_cc41_notatecnica.pdf>. Acesso em: 12 de janeiro de 2019.

IPEA. **Ipea projeta crescimento econômico de 0,8% em 2019 e de 2,5% em 2020.** Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=34857>. Acesso em: 08 de novembro de 2019.

SANTOS, José Odálio dos. **Análise de Crédito: empresas e pessoas físicas.** 1ª ed. São Paulo: Atlas, 2000.

SCHRICKEL, Wolfgang Kurt. **Análise de crédito: concessão e gerência de empréstimos.** 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2000.

SILVA, José Pereira da. **Gestão e análise do risco de crédito.** 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2008.

VALOR ECONOMICO. Entendendo o risco de crédito de títulos privados. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/coluna/entendendo-o-risco-de-credito-de-titulos-privados.ghml>>. Acesso em: 12 de novembro de 2019.

VALOR ECONOMICO. Fundo coloca mais ativo de crédito privado na carteira. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2018/12/12/fundo-coloca-mais-ativo-de-credito-privado-na-carteira.ghtml>>. Acesso em: 12 de novembro de 2019.

VALOR INVESTE. **Conheça os fundos de crédito privado que mais renderam no 1º semestre**. Disponível em: <<https://valorinveste.globo.com/produtos/fundos/renda-fixa/noticia/2019/07/18/conheca-os-fundos-de-credito-privado-que-mais-renderam-no-1o-semester.ghtml>>. Acesso em: 11 de novembro de 2019.