



PORTFOLIO PERFORMANCE

# FUNDAÇÃO REAL GRANDEZA

## ANÁLISE DE DESEMPENHO DAS CARTEIRAS DE INVESTIMENTOS

JULHO DE 2010 A JUNHO DE 2011

A análise de desempenho aqui apresentada refere-se tanto às carteiras de renda fixa e renda variável como à carteira consolidada de investimentos financeiros da FRG, numa janela de doze meses.

---

### RENDA FIXA

---

Os comentários da avaliação dos últimos doze meses (JUL.10 A JUN.11) pouco se alteraram. Isto porque, a alocação em títulos atrelados ao IGP-M tem garantido um excelente resultado a carteira **Real Grandeza FA**, com destaque para o dia 15 de setembro, dado o forte "fechamento" das taxas utilizadas na marcação a mercado dos ativos (NTN-Cs) com vencimento em 2.021 e 2.031. Desse modo, seu retorno acumulado atingiu 158,76% do CDI, superando o seu *benchmark* por larga margem. Em mais uma análise, este retorno acumulado foi o maior do grupo de comparação. Ao mesmo tempo, a volatilidade das cotas foi elevada, dado que temos o 3º maior risco total da amostra composta por 93 fundos. No entanto, o risco incorrido foi compensado pelo expressivo resultado, uma vez que os índices de Sharpe (34º de 93) e de Sortino (14º de 93), medidas de retorno ajustado por risco, foram adequados e satisfatórios.

No mais, o mês de junho foi bastante peculiar para carteiras que possuem alocação expressiva em títulos atrelados a inflação. As condições de mercado, bastante adversas, influenciaram no comportamento destes ativos, conforme nos indica a tabela abaixo:

Índice - RF	jun-11
IMA S	0,9554%
CDI	0,9527%
IRFM	0,7954%
IMAB 5	0,6577%
IMA TOTAL	0,5417%
IMA C	0,2314%
IMA B	-0,3017%
IMAB 5+	-1,1180%



## PORTFOLIO PERFORMANCE

Portanto, a comparação do resultado desta carteira com o CDI ficou prejudicada. De todo modo, mencionamos que tal rentabilidade mensal equivale a 27,44% do CDI, passando a figurar nas últimas posições do grupo de comparação. Por fim, o risco total permaneceu elevado, enquanto as medidas de retorno ajustado por risco, como não poderiam deixar de ser, foram negativas.

Em linhas gerais a carteira em questão tem se colocado como uma opção interessante para a Fundação Real Grandeza, atingindo recorrentemente os seus "objetivos de rentabilidade", sobretudo no médio e longo prazo. Notem que seu retorno acumulado em 24 meses (JUL.09 A JUN.11) chegou a 36,38% (vide o quadro comparativo de retornos). No mesmo período o CDI valorizou 20,81%.

A performance da carteira de renda fixa do **Plano BD** permaneceu satisfatória. Nestes doze meses (JUL.10 A JUN.11), seu retorno acumulado conseguiu superar o IMA-TOTAL em 5,87 pontos percentuais. Desse modo, reforçamos o comentário apresentado na avaliação passada: a gestão própria efetuada pela Fundação Real Grandeza tem garantido resultados muito bons e consistentes. Em tempo, o gráfico do retorno acumulado nos indica a evolução favorável da carteira do Plano BD, com destaque para o dia 31 de dezembro de 2010, momento em que foi efetuado um registro contábil extraordinário nesta carteira, conforme abordamos nos pareceres anteriores. Por fim, no mês de junho identificamos que o resultado desta carteira figurou abaixo do IMA-TOTAL em 0,76 pontos percentuais, reflexo da alocação em títulos atrelados a inflação sugerida pela análise de estilo.

A carteira do **Plano CD** também ofereceu à entidade bons resultados. Seu retorno acumulado permaneceu acima do IMA-TOTAL em 3,47 pontos percentuais. O gráfico do retorno acumulado nos indica que esta vantagem foi construída de forma lenta e consistente, ao longo dos últimos doze meses (JUL.10 A JUN.11). No mais, a alocação em títulos atrelados a inflação garantiu este ótimo desempenho, porém também foi a responsável pela desvantagem que a carteira do Plano CD acumulou no mês de junho *vis-à-vis* a variação de seu *benchmark*, neste caso 0,52 pontos percentuais.

**CONCLUSÃO: Os investimentos da Fundação no segmento de renda fixa têm evoluído satisfatoriamente, com resultados expressivos e superiores as metas estabelecidas na Política de Investimentos, sobretudo em períodos mais longos.**

---

## RENDA VARIÁVEL

---

A carteira de renda variável do Plano BD, nestes últimos doze meses, conseguiu superar o IBX em 0,46 pontos percentuais, sendo a 12ª colocada no ranking de retorno acumulado, composto por 65 fundos. Há de se destacar a evolução favorável que tal carteira apresentou, sobretudo neste ano, momento de expressiva desvalorização da Bovespa. Em resumo, a gestão efetuada pela Fundação Real Grandeza foi capaz de transformar a desvantagem acumulada no 2º semestre do ano passado em resultados positivos frente à variação do IBX.

O beta, de 0,87, (por sinal, conservador) nos indica que a estratégia adotada pela gestão, neste momento, foi bem sucedida e um dos pilares desta recuperação. Sem a devida significância estatística citamos que o índice alfa se aproximou de zero, além de existir insucesso em *timing*. No mais, a volatilidade diária das cotas (risco total diário) foi a menor do agrupamento, enquanto o risco diversificável foi elevado. Por fim, e justificando a boa performance, temos valores positivos para os índices de Jensen e de Modigliani, reforçando a eficácia desta gestão ativa. Tais indicadores ocuparam a 16ª colocação de 65 possíveis, ou seja, a recuperação desta carteira merece nossa atenção especial.

Por fim, e não menos importante, a avaliação mensal foi positiva. Em mais um momento de desvalorização da Bovespa, o resultado obtido pela carteira do Plano BD conseguiu superar o IBX, agora em 0,34 pontos percentuais. Seu posicionamento, nesta análise de curto prazo, também foi satisfatório, conforme indicado abaixo:

Indicador	Colocação no Agrupamento - IBX
Retorno Acumulado	10º de 72
Modigliani (levemente positivo)	29º de 72
Jensen (levemente negativo)	30º de 72

A carteira de renda variável do **Plano CD**, esta sim, merece o nosso destaque. Seu retorno acumulado superou o IBX em 1,97 pontos percentuais ou o 5º melhor do grupo de comparação. Inevitável comentar que o 2º trimestre deste ano foi extremamente interessante para a construção desta vantagem.

Seguindo uma de suas características, a carteira do Plano CD partilhou de um beta conservador, um dos menores da amostra comparativa. O risco total também foi baixo e o risco diversificável, por sua vez, pode ser considerado elevado. Por conseguinte, as medidas de retorno ajustado por risco foram positivas e extremamente interessantes, ao passo que ambos os indicadores, Jensen e Modigliani, figuraram na 5ª posição de 65 possíveis. Outros indicadores de performance foram igualmente adequados, como o índice de Sharpe, o de Sortino e o de Apreciação. Ademais, o alfa positivo nos indica algum sucesso na seleção dos ativos. Por outro lado, há evidências de insucesso em *timing*.

Finalizando a nossa avaliação do segmento de renda variável, cabe mencionar que a performance mensal desta carteira também foi positiva. A título de informação seu retorno acumulado superou o IBX em 0,41%, enquanto as medidas de retorno ajustado por risco, levemente positivas, figuraram acima da mediana da amostra.

**CONCLUSÃO: Os investimentos da Fundação Real Grandeza em renda variável se mostraram aderentes aos objetivos previstos em sua Política de Investimentos. Além disso, verificamos que as duas carteiras (Plano BD e Plano CD), sobretudo neste ano, auferiram performance adequada. De tal sorte, os resultados apresentados conseguiram superar o benchmark determinado pela entidade, com destaque para a carteira do Plano CD.**

---

### CARTEIRAS CONSOLIDADAS

---

Lembramos que as carteiras consolidadas de investimentos financeiros dos planos BD e CD da FRG têm seu desempenho avaliado por comparação com *benchmarks* mistos.

Segue abaixo a evolução do *benchmark* da carteira do Plano BD ao longo dos anos:

**=> ANO 2.008: 77,4% IMA TOTAL + 22,6% IBX-50**

**=> ANO 2.009: 82,61% IMA TOTAL + 17,39% IBX**

**=> ANO 2.010: 84,67% IMA TOTAL + 15,33% IBX**

**=> ANO 2.011: 77,85% IMA + 18,53% IBX + 3,62% INPC + 6% ao ano (com defasagem de 2 meses)**

Esta carteira consolidada (Plano BD) performou adequadamente ao longo dos últimos doze meses. Seu retorno acumulado superou a variação do *benchmark* misto em 4,55 pontos percentuais. O bom desempenho dos segmentos de renda fixa e renda variável, obviamente, foram responsáveis por esta adequada performance.

# PPS

## PORTFOLIO PERFORMANCE

Segue abaixo a evolução do *benchmark* da carteira do Plano CD ao longo de alguns anos:

=> ANO 2.008: 68,2% IMA TOTAL + 31,8% IBX-50

=> ANO 2.009: 68,18% IMA TOTAL + 31,82% IBX

=> ANO 2.010: 83,86% IMA TOTAL + 16,14% IBX

=> ANO 2.011: 67,27% IMA + 22,03% IBX + 10,70% IGP-DI + 6% ao ano (com defasagem de 2 meses)

Pelo mesmo motivo apresentado anteriormente (bom desempenho em renda fixa e renda variável) a carteira consolidada do Plano CD também auferiu um bom comportamento nos últimos doze meses, superando o *benchmark* misto acima apresentado em mais de três pontos percentuais.

**CONCLUSÃO:** Os investimentos da Fundação Real Grandeza, analisados neste relatório, evoluíram adequadamente, sendo aderentes aos seus respectivos *benchmarks*, que, por sua vez, foram superados na renda fixa, renda variável e nesta consolidação.

### ANEXO 1 - GLOSSÁRIO DE TERMOS TÉCNICOS

- **Alfa ou medida da qualidade da seletividade:** valor agregado à carteira por um gestor ativo em renda variável devido à escolha dos papéis que a compõem. Ao contratar a gestão ativa de renda variável, o cliente espera que o gestor vença o seu benchmark. O gestor basicamente possui duas alternativas para cumprir sua meta. Uma delas se baseia em market timing, conceito que será explicado posteriormente. A outra se baseia em escolher ativos dentre as opções de investimento disponíveis no mercado que possivelmente estejam sobrevalorizados ou subvalorizados, aumentando a sua exposição a tais papéis no caso de se acreditar que eles estejam subvalorizados ou diminuindo-a em caso contrário. Caso a escolha do gestor tenha sido feita com (in)sucesso, poderemos medir o quanto se (des)agregou de valor à carteira por meio do índice alfa apresentado nos relatórios.

*Junto ao índice alfa é calculado um valor de probabilidade denominado significância estatística, utilizado para quantificar o nível de segurança que temos ao afirmar que realmente houve prática de seletividade, ou seja, afirmar que o alfa é diferente de zero. O número informado pode ser interpretado como a probabilidade de ser verdadeira a afirmação de que existe, na carteira analisada, seletividade (positiva ou negativa). Quanto mais próximo de 100%, maior segurança teremos em afirmar que houve prática de seletividade, com ou sem sucesso.*

- **Análise de agrupamentos (ou *clusters*):** técnica estatística utilizada na classificação ou seleção de fundos para uma amostra mais refinada que divide uma amostra inicial em vários agrupamentos mais homogêneos que o todo, de acordo com critérios especificados previamente pelo analista. Em renda fixa, por exemplo, podemos separar todos os fundos por nível de risco, classificando-os como conservadores, moderados ou agressivos, viabilizando comparações mais justas entre fundos pelos critérios de risco e retorno;
- **Análise de estilo:** técnica de otimização numérica utilizada para detectar uma alocação em macro setores (indexadores ou moedas, como CDI, Dólar, IGP-M, etc.) que mais se assemelhe à utilizada pelo fundo em estudo. Desde que uma carteira esteja adequadamente marcada a mercado, a Análise de Estilo permite inferirmos com razoável grau de precisão a alocação da carteira em diferentes indexadores, conforme mencionado acima;
- **Beta:** medida de risco sistemático de uma carteira, relacionado às movimentações do mercado de ações como um todo. Quanto maior o Beta, mais a carteira se movimenta em relação a movimentos do índice de ações usado como referência (IBOVESPA ou IBX, por exemplo). Carteiras com Beta maior do que 1,0 são consideradas agressivas, pois tendem a se mover mais do que o índice, tanto nas altas como nas baixas. Quanto maior o Beta, maior a volatilidade da carteira. Carteiras com Beta menor do que 1,0, analogamente, são consideradas defensivas e apresentam menor volatilidade.
- **Gama ou *Market timing*:** conforme descrito no tópico *seletividade*, o gestor de renda variável tem basicamente dois caminhos para vencer o mercado – os demais podem ser derivados dos dois. Um deles é a prática de seletividade, e o outro é a prática de *market timing*. Ao praticar *market timing*, o gestor estará tentando agregar valor à carteira com base na escolha do momento certo para expor mais (ou menos) a sua carteira a riscos de mercado, aumentando ou diminuindo o beta (agressividade em relação ao “benchmark”, seja Ibovespa ou IBX) da carteira nos momentos em que ele espera que a bolsa irá subir ou cair, respectivamente. Junto com o gama é apresentada a sua significância estatística, que possui interpretação análoga à da descrita para o alfa;



## PORTFOLIO PERFORMANCE

- **Índice de Jensen:** medida de quanto a gestão ativa em renda variável agregou valor à carteira com relação a seu *benchmark*, levando o beta (uma das medidas de risco) em consideração. Tal número, expresso em porcentagem do patrimônio, pode ser interpretado como o resultado total da gestão ativa, consolidando os efeitos de *timing* e seletividade. Por ser uma porcentagem do patrimônio, também pode ser visto como o valor em reais que se agregou diariamente (ou semanalmente ou mesmo mensalmente, dependendo da periodicidade dos pontos no cálculo, embora as análises da PPS normalmente utilizem dados diários) com a gestão ativa, desde que haja evidências de gestão ativa bem ou mal sucedida, vistas por meio da significância estatística dos coeficientes alfa e gama. Um índice de Jensen negativo significa que a gestão ativa subtraiu valor (mau desempenho), enquanto se o mesmo for positivo a gestão terá agregado valor (bom desempenho);
- **Índice de Modigliani:** medida de quanto o retorno de um fundo com gestão ativa em renda variável teria excedido a seu *benchmark* se tivesse o mesmo risco que o *benchmark*. Se positivo, indica gestão bem sucedida, e se negativo indica insucesso na gestão;
- **Índice de Sharpe:** corresponde à razão entre o prêmio médio de um fundo sobre um ativo livre de risco (por exemplo, a taxa do CDI over) e o seu risco total - utilizado na comparação de duas ou mais carteiras com relação a risco e retorno quando positivo. Não é adequado comparar dois fundos com índice de Sharpe negativo porque podemos chegar a conclusões sem muito sentido uma vez que este é um quociente entre uma medida de retorno e outra de risco. Como a medida de risco é sempre positiva, o índice de Sharpe só será negativo se a medida de retorno for negativa. Assim, para dois fundos de mesmo retorno, mas com riscos diferentes (ambos negativos), o fundo com menor risco ficará com o quociente "mais negativo", e concluiremos que o fundo mais arriscado é melhor.

*Exemplo: o fundo A e o fundo B apresentaram prêmio médio diário de -0,01% no período em estudo, mas o fundo A com risco de 0,01% ao dia e o fundo B com risco de 0,02% ao dia. Apesar de ser mais arriscado, o fundo B tem índice de Sharpe de -0,5 enquanto o fundo A tem índice de -1,0, o que poderia nos levar a concluir que o fundo B é melhor, pois seu índice de Sharpe é maior do que o do fundo A;*

- **Índice de Sortino:** corresponde à razão entre o prêmio médio de um fundo sobre um ativo livre de risco (por exemplo, o CDI over) e o desvio-padrão dos prêmios quando negativos – ou *downside risk*, partindo do raciocínio de que o risco ocorre quando retornos abaixo do ativo livre de risco são obtidos, isto é, oscilações para cima são consideradas benéficas e, portanto não são interpretadas como sinal de risco. Como o Índice de Sharpe, é um quociente entre prêmio e risco, apenas difere daquele por utilizar o risco da oscilação “para baixo”, e não o risco total. Não se pode comparar dois fundos com índice negativo, pelo mesmo motivo pelo qual não se pode comparar dois fundos com índices de Sharpe negativos;
- **Índice de Treynor:** Razão entre o prêmio médio do fundo e o beta do mesmo, utilizado para comparar fundos, verificando o quanto os mesmos agregaram de valor por unidade de risco de mercado incorrido. É um quociente similar ao Índice de Sharpe, mas utiliza uma medida de parte do risco, o risco sistemático (representado pelo beta da carteira), enquanto que o Índice de Sharpe utiliza o risco total no denominador. Não se podem comparar dois fundos com índice negativo pelo mesmo motivo pelo qual não se pode comparar dois fundos com índices de Sharpe negativos;
- **R-squared:** Medida de aderência (qualidade) do modelo de regressão, que varia de zero até um. Um R-squared igual a zero indica nenhuma aderência enquanto um valor igual a um indica perfeita aderência.
- **Risco ativo ou desvio-padrão do *tracking error*:** medida da volatilidade diária incorrida pelo fundo apenas na gestão ativa, ou seja, ao redor de seu *benchmark*. No caso de uma carteira de renda variável, é resultado dos desvios que o gestor assume em relação à carteira teórica do índice que for o “benchmark”. Quanto mais fortes as posições ativas assumidas, apostando contra ou a favor de cada ação, maior será a medida de risco ativo da carteira;
- **Risco diversificável:** parte do risco de um fundo de renda variável que pode ser eliminada por diversificação da carteira. Grandes apostas em papéis ou em setores, normalmente oriundas da prática de seletividade, irão gerar maiores valores de risco diversificável, de forma que podemos inferir que, quanto maior o valor do risco diversificável para um fundo, mas concentrada a sua



## PORTFOLIO PERFORMANCE

carteira é. Tais apostas, se bem sucedidas, irão gerar fortes alfas (contribuições positivas para o resultado), mas podemos querer, ao comparar fundos, saber qual fundo que teve a melhor relação entre risco e retorno em maior detalhe, abstraindo-nos das oscilações devidas ao índice. Neste caso, pode ser utilizada a relação entre alfa e risco diversificável. Tal relação também é conhecida como índice de Apreciação e quanto maior é o índice de Apreciação, melhor foi o desempenho do gestor do fundo em termos de agregação de valor para cada unidade de risco diversificável assumido. Quanto maior o alfa, maior será o Índice de Apreciação, e quanto menor o risco diversificável, também, o que está em linha com o raciocínio de que sempre se prefere mais retorno e menos risco. Não se podem comparar dois fundos com índices de Apreciação negativos pelo mesmo motivo pelo qual não se podem comparar dois fundos com índices de Sharpe negativos;

- **Risco total:** medida da volatilidade total incorrida pelo fundo ao dia, quantificada pelo desvio-padrão dos prêmios diários do fundo sobre o ativo livre de risco. Tal valor pode crescer ou diminuir no decorrer do tempo mesmo em fundos passivos, dependendo de quão volátil tiver sido mercado no período de cálculo.