

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A INDÚSTRIA DE FUNDOS DE FUNDOS NO BRASIL E O PROCESSO DE
SELEÇÃO DOS FUNDOS QUE COMPÕEM SUAS CARTEIRAS

Renata Pignatari Pinto de Abreu Stabile

Nº de matrícula 01162335

Orientador: Ilan Goldfajn

Junho de 2005

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A INDÚSTRIA DE FUNDOS DE FUNDOS NO BRASIL E O PROCESSO DE
SELEÇÃO DOS FUNDOS QUE COMPÕEM SUAS CARTEIRAS

Renata Pignatari Pinto de Abreu Stabile

Nº de matrícula 01162335

Orientador: Ilan Goldfajn

Junho de 2005

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma fonte de ajuda externa, exceto quando autorizada pelo professor tutor.”

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Agradecimentos

Dedico esse trabalho principalmente aos meus pais, Ricardo e Carla, minhas irmãs, Juliana, Patricia e Fernanda, ao meu namorado, Paul, por serem pessoas mais do que importantes e essenciais na minha vida e por toda a confiança que depositam em mim.

Agradeço à todas as pessoas que fazem ou fizeram parte da minha vida, que sempre me apoiaram em minhas decisões e me ajudaram e ensinaram muito para que eu conseguisse atingir os meus objetivos.

A todos aqueles que torcem pelo meu sucesso, muito obrigada.

Renata Pignatari P. de A. Stabile

SUMÁRIO

1. Introdução	07
2. Fundos de Investimento	09
2.1. A estrutura de um fundo de investimento	10
2.2. Órgãos reguladores	10
2.2.1. CVM	11
2.2.2. ANBID	11
2.3. Tipos de Fundos	12
2.4. Fundos de Fundos	13
2.4.1. Por que investir nesse tipo de fundo? As vantagens do FIC.	13
2.4.2. O que é a Conta Investimento? O que mudou com a sua criação?	15
2.4.3. Características gerais dos fundos de fundos	18
2.5. Perfil de investidores	19
3. Panorama Geral	21
3.1. História da indústria de fundos no Brasil	21
3.2. História da indústria de Fundos de Fundos	26
3.2.1. Nos EUA	27
3.2.2. No Brasil	28
3.3. Classe de Ativos no Brasil e nos EUA	28
4. Seleção dos fundos e gestores	30
4.1. Análise quantitativa	30
4.1.1. Metodologia de avaliação de desempenho	32
4.2. Análise qualitativa	34
4.2.1. Os sete “P’s” na seleção das administradoras de recursos	35
4.3. Processo de Alocação	37
4.4. Risco	39
4.4.1. Tipos de Risco	39

4.4.2. Medidas de Controle de Risco	39
4.4.2.1.VAR	40
4.4.2.2.Testes de estresse	41
4.4.3. Problemas na utilização de ferramentas de controle de risco	41
5. Análises dos Fundos	43
5.1. Evolução dos dados quantitativos	43
5.2. Rentabilidade dos Fundos x CDI	46
5.2.1. Pactual IFMM	48
6. Conclusão	52
7. Bibliografia	54

GRÁFICOS

Gráfico 1 – Distribuição por Gestores	16
Gráfico 2 – Distribuição por Custodiante	18
Gráfico 3 – Evolução do PL Médio dos FIC's	43
Gráfico 4 – Evolução do PL dos FIC's	44
Gráfico 5 – Volume Total da Indústria de Fundos de Investimento no Brasil	46
Gráfico 6 – Comparativo de Rentabilidade Acumulada	47

TABELAS

Tabela 1 – Maiores fundos de fundos nos EUA	27
Tabela 2 – PL Médio e N° de fundos existentes de Jan/98 a Dez/04	45
Tabela 3 – Tabela de Rentabilidades	48

ANEXOS

Anexo I - Due Dilligence	56
Anexo II – Resolução CMN 1787	63
Anexo III – Resolução CMN 2183	65

1. INTRODUÇÃO

Um fundo de investimento em cotas (FIC) é um fundo formado por fundos de terceiros, de outros gestores/administradores. Esse tipo de produto é um instrumento que permite ao investidor o acesso a uma gama muito maior de tipos de investimentos/estratégias, além de concentrar todo o processo em um único administrador.

Através de uma análise quantitativa e qualitativa dos fundos e gestores, pode-se chegar a retornos absolutos consistentes relacionados a baixo risco, dado que o objetivo é sempre maximizar o retorno minimizando o risco. O investimento em um fundo de fundos nos isenta, sob o ponto de vista do investidor, da responsabilidade na seleção dos fundos que o compõe bem como de todos os processos de due dilligence. O FIC nos “abre portas” de investimentos em fundos que são limitados por políticas de investimento mínimo, prazo de carência, entre outras.

Dentro desse contexto, vejo que uma análise ampla dessa indústria, englobando-se um comparativo com a indústria dos EUA e a nacional de fundos de investimento seria bastante interessante. Acredito que uma profunda análise de gestores e fundos leve a uma relação risco-retorno muito menor do que se o investimento fosse em fundos de terceiros individualmente, uma vez que essa diversificação de gestores ocasiona uma significativa diluição do risco.

Acredito ser importante ter em mente um panorama sobre o desenvolvimento da indústria de fundo de fundos no Brasil visando entender sua importância no cenário da indústria nacional de fundos de investimentos.

O presente trabalho será focado na importância do processo de seleção dos gestores e fundos aptos a compor a carteira do FIC, bem como a confirmação da importância dessa indústria através de análises de volume administrado e rentabilidades.

Nos primeiros tópicos serão apresentadas definições e características de fundos de investimento, através de uma análise introdutória ao foco principal, que são os fundos de fundos. Posteriormente serão abrangidas questões relativas a seleção dos fundos e gestores que compõem as carteiras dos fundos de fundos.

2. FUNDOS DE INVESTIMENTO

Em um fundo de investimento, seus investidores compõem um condomínio que reúne o volume total de recursos de suas aplicações através da aquisição de cotas desse fundo.

Através de um fundo de investimento, os investidores contam com a administração de um profissional que, além de experiência, têm mais “poder de barganha” do que o investidor teria individualmente, na aplicação dos recursos dos seus respectivos fundos no mercado. Com os fundos de investimentos, há a igualdade entre pequenos e grandes investidores, pois os primeiros, além da administração profissional, têm acesso a melhores condições de mercado e os menores custos.

Existem diversos tipos de fundos de investimentos no mercado de forma a oferecer aos clientes de diferentes perfis, várias alternativas/combinções de relação risco x retorno.

Todos os fundos, através de seu estatuto social, têm suas características gerais determinadas, tais como objetivos, classes de ativos que podem compor a carteira, política de riscos tomados, regras para entrada e saída dos recursos (investimento mínimo inicial, movimentação mínima, taxa de saída...), custos de administração e performance, regras de cotização entre outros.

2.1 A ESTRUTURA DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO

Existem outras partes envolvidas para a existência de um fundo, não é necessário apenas os gestores. No caso de gestores independentes, a estrutura envolve também outras instituições. As partes envolvidas nessa estrutura são: o gestor, o administrador, o custodiante e o auditor.

Gestor: Responsável pelas tomadas de decisão de investimento, pela escolha dos ativos que irão compor a carteira do fundo.

Administrador: Sua responsabilidade é em relação à parte operacional da equipe de gestão, atuando como um *back-office* com a responsabilidade do cálculo de cotas, verificação de enquadramento dos fundos, envio de correspondência aos clientes, entre outras funções. O administrador é o responsável Legal dos fundos de investimento perante todos os órgãos reguladores (exemplo Banco Central e CVM).

Custodiante: Sua responsabilidade é em relação a custódia dos ativos que compõem a carteira dos fundos.

Auditor: É responsável pela auditoria dos fundos, buscando verificar se os mesmos estão de acordo com as legislações vigentes e preparar demonstrativos de resultados.

2.2 ÓRGÃOS REGULADORES

A seguir veremos as definições dos órgãos reguladores dos fundos de investimento, que regem as leis dessa indústria. As definições abaixo foram retiradas dos respectivos sites de cada órgão regulador.

2.2.1 CVM

De acordo com a lei que a criou, a Comissão de Valores Mobiliários exercerá suas funções, a fim de:

- Assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão;
- Proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários;
- Evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado;
- Assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
- Assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários;
- Promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.

2.2.2 ANBID

Criada em 1967, a Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID) é hoje a maior representante das instituições financeiras que operam no mercado de capitais brasileiro. Seus associados são bancos de investimento, bancos múltiplos com carteiras de investimento, gestoras de recursos, corretoras e distribuidoras de valores, que atuam na gestão e administração de fundos de investimento, ofertas públicas de valores mobiliários, fusões & aquisições, financiamento de projetos, custódia, entre outros serviços relacionados ao mercado de capitais.

A ANBID desenvolve suas atividades em quatro grandes áreas de atuação: Representação, Auto-Regulação, Informações e Educação e Certificação, que são pautadas nos seguintes objetivos estratégicos:

- Incentivar a ampliação da base de investidores;
- Fortalecer o mercado de capitais como instrumento de financiamento do desenvolvimento;
- Incentivar a adoção das melhores práticas e o respeito aos direitos dos investidores;
- Consolidar e ampliar o espaço da auto-regulação;
- Prover os membros do mercado de informações e estatísticas relativas às áreas de atuação da ANBID;
- Contribuir para a melhoria da capacitação profissional dos executivos do mercado e da educação dos investidores.

2.3 TIPOS DE FUNDOS

Existem cinco principais tipos de fundos: Fundo DI, Fundo Renda Fixa, Fundo Multimercado (*hedge funds*), Fundo Cambial e Fundo de Ações.

Os fundos DI apresentam baixo risco e buscam igualar-se ao CDI (Certificado de Depósito Interbancário). Seus principais ativos são Letras do Tesouro de curto e médio prazo. Para aplicar nesse tipo de fundo, que é o tipo mais conservador, deve-se considerar a taxa de administração praticada, o investimento inicial mínimo e o histórico de performance.

Os fundos de renda fixa apresentam médio risco e buscam superar o CDI. Seus principais ativos são Letras do Tesouro, Papéis Privados, Juros Pré-Fixados. Para aplicar nesse tipo de fundo, que é do tipo moderado, deve-se considerar a taxa de administração praticada, o perfil dos papéis (CP, LP) e o histórico de performance.

Os fundos multimercado, ou *hedge funds*, apresentam um risco alto e buscam superar o CDI através de uma estratégia de aplicação em diversos mercados (juros, dólar, bolsa, índices de preços, títulos de dívida). Para aplicar nesse tipo de fundo, que é do tipo agressivo, deve-se considerar o objetivo de performance do Fundo (120%, 150%, 170% do CDI), estratégias de Curto Prazo (1 ou 2 meses), taxas de administração e performance e o histórico e volatilidade das cotas.

Os fundos cambiais apresentam um alto risco e buscam superar a variação do dólar. Esses fundos são do tipo agressivo e indicados para os investidores que possuam alguma dívida em dólar.

Os fundos de ações apresentam um alto risco e buscam superar a variação do índice Ibovespa ou outro índice do mercado acionário. Para aplicar nesse tipo de fundo, que é do tipo agressivo, deve-se considerar o benchmark, o patrimônio, a gestão (se é ativa ou passiva) e as taxas de administração e performance.

2.1 FUNDOS DE FUNDOS

Um fundo de fundos, ou seja, um fundo de investimento em cotas (FIC) de outros FIF's (fundo de investimento financeiro), é o instrumento de investimentos que busca a alocação de seu capital em diversas carteiras de fundos de terceiros, de outros gestores/administradores, visando alcançar rentabilidade superior correndo menor risco, por causa do efeito diversificação, que será explicado logo abaixo. A estrutura desse tipo de fundo possibilita atender a diferentes níveis de risco e expectativas de retorno, com acesso aos melhores gestores do mercado, ele possui um *portfolio* balanceado de investimento.

2.4.1 POR QUE INVESTIR NESSE TIPO DE FUNDO? AS VANTAGENS DO FIC.

Esse tipo de produto é um veículo que permite ao investidor o acesso a uma gama muito maior de tipos de investimentos/estratégias, além de concentrar todo o processo em um único administrador, ninguém quer ter um fundo em cada canto, é muito mais fácil

poder ter tudo num só lugar. Alocando de forma correta seu capital entre gestores de perfis diversos e diferentes classes de ativos. Uma vantagem desse produto é o acesso a expertise de profissionais na gestão desses fundos. Viabiliza a gestão global do portfólio do investidor. Diversificação em gestores reduz o risco fiduciário.

A diversificação/ diluição do risco também é um diferencial desse produto. E isso pode ser visto em 2 maneiras: através do número de gestores (mesmo que o fundo utilize apenas 1 estratégia), e através de diferentes estratégias presentes nos fundos que o compõem. Com isso, reduz-se a volatilidade da performance do *portfolio* buscando a participação nos movimentos de alta e a proteção da carteira nos movimentos de queda. Diversificação em estratégias, com baixa correlação reduz a volatilidade, melhorando a relação risco-retorno da carteira.

O investimento mínimo também é uma vantagem, pois, através dos fundos de fundos, os investidores podem ter acesso a muitos fundos com um investimento muitas vezes menor do que o mínimo exigido nos fundos individualmente. Ou seja, ele proporciona aos investidores privados o acesso a fundos que seriam inicialmente restritos dado o volume mínimo de investimento, os FIC's são a opção para popularizar o acesso. Quando o mercado está calmo e tudo vai bem, é interessante ter aplicações baixas para aumentar volume, mas quando enfrenta turbulências, os pequenos valores podem atrapalhar a gestão, pois para honrar os saques, o gestor, além de ter um caixa constante, pode ter de desmanchar uma posição ganhadora no médio prazo, mas perdedora no curto.

O investimento em um fundo de fundos nos isenta, sob o ponto de vista do investidor, da responsabilidade na seleção dos fundos que o compõe bem como de todos os processos de due dilligence e acompanhamento de risco dos fundos, pois são realizados por profissionais especializados. O FIC nos “abre portas” de investimentos em fundos que são limitados por políticas de investimento mínimo, prazo de carência, entre outras.

A otimização do pagamento de impostos era uma vantagem muito significativa do FIC. Antigamente, a migração de recursos de uma aplicação para outra tinha a incidência

de 0.38% de CPMF (contribuição provisória sobre movimentação financeira), fazendo indiretamente que o ganho com a nova aplicação, além de ser mais rentável, compensasse também o custo do imposto cobrado. E, com o FIC, os recursos podem ser realocados de acordo com uma mudança no cenário econômico com a isenção de CPMF. Mas atualmente, esse fato deixou de ser uma vantagem para o FIC com a criação da Conta de Investimento.

2.4.2 CARACTERÍSTICAS GERAIS DOS FUNDOS DE FUNDOS

Nesse tópico serão apresentadas as características gerais, informações básicas dos fundos de fundos, tais como investimento e movimentação mínimos, taxa de performance e taxa de administração, PL médio atual e retornos médios atuais (mês e ano). Além disso, serão apresentados os fundos que compunham as carteiras dos fundos selecionados em Dez/04 para efeito de comparação entre eles. Para a coleta dessas informações, foi selecionada uma amostra de 25 fundos, cujos critérios de seleção foram o tamanho do patrimônio líquido, o tempo de existência (uma vez que acredito ser importante ter no mínimo 12 meses de existência para comparativo de rentabilidade) e a credibilidade / histórico do fundo e do próprio gestor.

São esses os fundos selecionados:

- AAA ALLOCATION FIC MULTIMERCADO
- ABN AMRO RISK PRIVATE FIC MULTIMERCADO
- ALFA PRIVATE PORTFÓLIO FIC MULTIMERCADO LP
- BNP PARIBAS MULTI FI MULTIMERCADO
- BOSTON FUND OF FUNDS FIC MULTIMERCADO
- BOSTON MULTIMANAGER FIC MULTIMERCADO
- BOSTON MULTIMANAGER PLUS FIC MULTIMERCADO
- BOSTON MULTIPORTFOLIO BALANCED FIC MULTIMERCADO
- FAMA FIX TRIGGER FIC MULTIMERCADO
- FIDÚCIA TOP MANAGERS FIC MULTIMERCADO
- HG HEDGE FIC MULTIMERCADO

- HG TOP FI MULTIMERCADO
- HSBC AQUAMARINE FIC MULTIMERCADO
- LLA PERFORMANCE LIVRE FIC MULTIMERCADO
- LYONNAIS MULTI MANAGER FI MULTIMERCADO
- PACTUAL MASTERS FI MULTIMERCADO
- PACTUAL MULTICARTEIRA AGRESSIVO FIC MULTIMERCADO
- SAFRA MULTICARTEIRA AGRESSIVO FI MULTIMERCADO
- SAFRA MULTIGESTÃO FUNDO FIC MULTIMERCADO
- SAFRA MULTIMANAGER FIC MULTIMERCADO
- SANTANDER FUND OF FUNDS MODERADO FIC MULTIMERCADO
- SUL AMÉRICA MULTICARTEIRA FI MULTIMERCADO
- UNICLASS ARROJADO FIC MULTIMERCADO
- UNICLASS MULTI FIC MULTIMERCADO
- UNICLASS MULTIGESTOR PLUS FIC MULTIMERCADO

Em dez/04 o volume total dessa amostra de fundo era de R\$ 2.913.308.598,47, ou seja, a média do patrimônio líquido desses 25 fundos em Dez/2004 era de R\$ 112.050.330,71, enquanto em Dez/2002, onde 20 desses tinham se iniciado, o PL médio era de R\$ 34.539.874,13. Isso representa um aumento percentual de 149.55% por fundo.

No ano de 2004, a rentabilidade média foi de 15.64%, enquanto CDI rendeu 16.18%, representando 96.69% do CDI. Desses, apenas 7 estavam acima de 100% do CDI, enquanto 12 estavam entre 90 e 100%.

Abaixo são apresentadas as principais características dos fundos de fundos, baseando-se nessa amostra previamente selecionada. Analisando-se os dados abaixo, nota-se que as taxas de administração e performance médias são menores do que as praticadas pelos fundos individualmente (a taxa de administração é normalmente de 2% a.a. sobre o PL, enquanto a taxa de performance gira em torno de 20% sobre o que exceder a variação do *benchmark* do fundo, na maioria dos casos, o CDI). Além disso, um dado importante foi o depósito inicial médio menor do que os necessários individualmente (existem fundos,

cujo depósito inicial é de R\$ 100.000 ou até mesmo R\$ 500.000). Logo, essas características reafirmam uma das principais características dos fundos de fundos, que é a facilitação ao acesso à diferentes fundos.

Características Principais

Taxa de Administração Média	1.06%
Taxa de Performance Média	17.50%
Depósito Inicial Médio	R\$ 40,357.14
Movimentação Mínima Média	R\$ 3,936.84

Os gráficos abaixo apresentam a distribuição dos gestores e custodiantes dentre os 25 fundos selecionados. Como pode-se notar, os 6 primeiros gestores são instituições sólidas e presentes há bastante tempo no mercado financeiro. Além disso, 28% dos fundos fazem a custódia dos seus ativos com o Banco Itaú S/A, mas vale ressaltar que esses 7 fundos são de assets independentes, e os restantes são provenientes de Bancos de Investimento, que não terceirizam as suas atividades, fazem a administração, gestão e custódia de seus fundos de investimento.

Gráfico 1 – Distribuição por Gestores

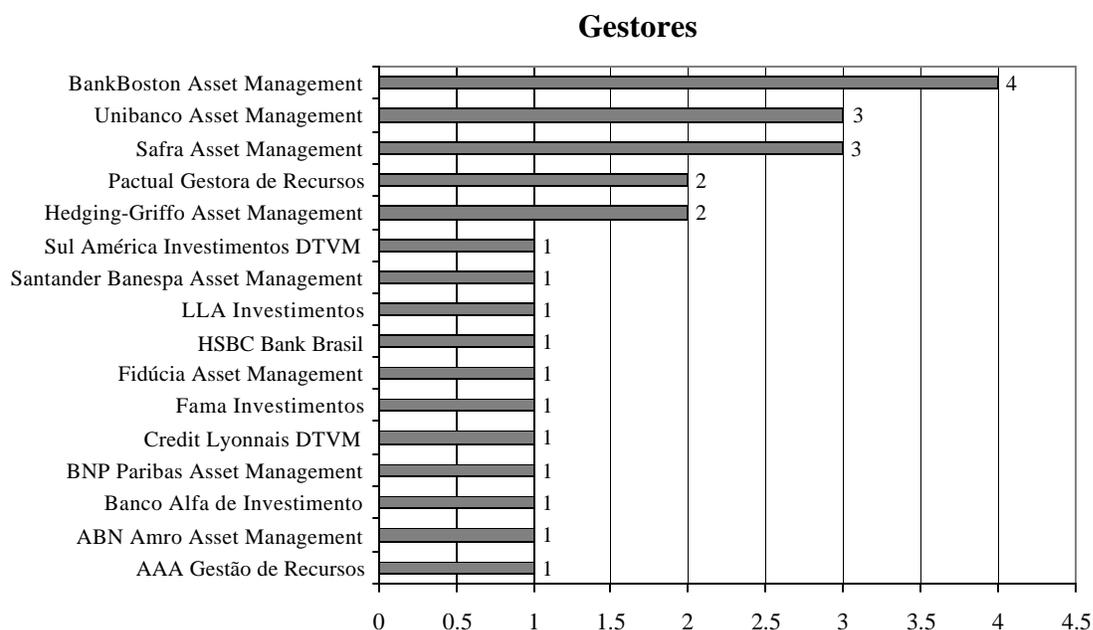
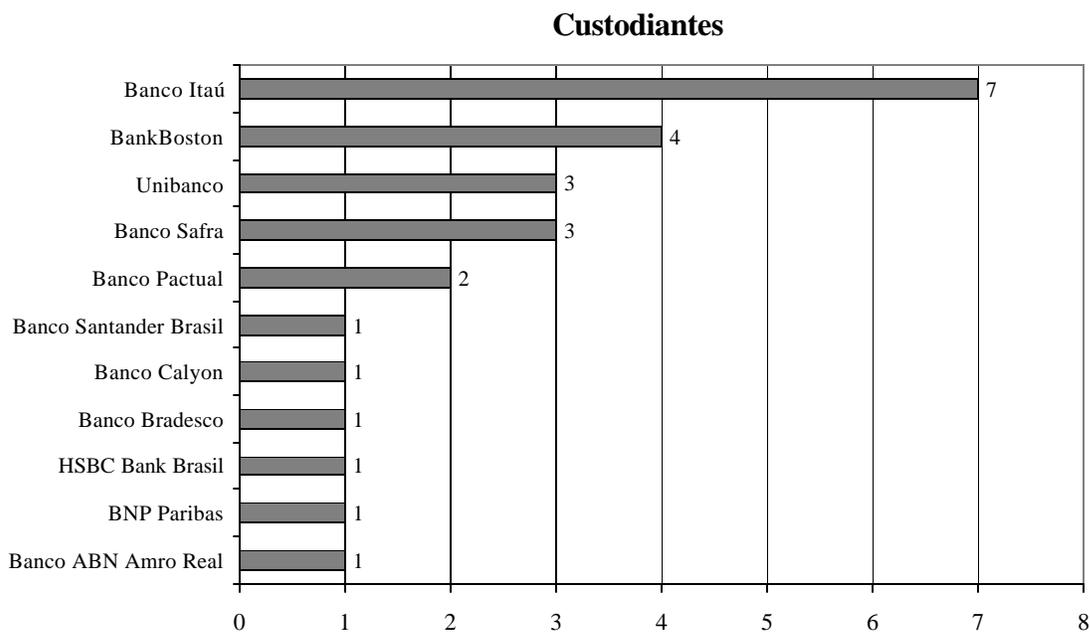


Gráfico 2 – Distribuição por Custodiantes

2.4.3 O QUE É A CONTA DE INVESTIMENTO? O QUE MUDOU COM SUA CRIAÇÃO?

Com a criação da conta de investimento, uma das principais vantagens do FIC, que seria a isenção de pagamento de CPMF, foi extinta. Mas, como visto anteriormente, o investimento nesse tipo de fundo proporciona muitas outras vantagens.

Com a nova regra de tributação, investimentos de longo prazo passaram a ter benefícios fiscais muito importantes (para aplicações superiores a 2 anos de permanência, o IR cobrado é de 15%, antes era de 20%), que podem estar refletidos diretamente na rentabilidade de suas aplicações.

A conta foi criada por meio da Medida Provisória nº 179, de abril de 2004. Trata-se de uma conta-corrente de depósitos para investimento, que será utilizada somente para a realização de aplicações financeiras. Através dela o investidor poderá mudar de um investimento para outro sem pagar a alíquota de 0.38% de CPMF, barateando para

pequenos e médios investidores, a realocação de recursos entre as aplicações financeiras. Dessa forma, a conta investimento estendeu para pequenos investidores pessoas físicas o benefício que empresas, seguradoras, fundos de pensão e grandes investidores já usufruíam com as aplicações em fundos exclusivos. Já aplicações em Previdência estão excluídas do benefício.

Fazem parte da Conta Investimento os fundos de Investimento, os CDBs, os Títulos Públicos e Derivativos, excluindo apenas as operações com ajuste diário. Podem participar da Conta Investimento também os investimentos em Ações e Poupança.

A primeira movimentação que o correntista fizer para a Conta Investimento pagará a CPMF. Mas depois que o dinheiro estiver na Conta Investimento as movimentações estarão isentas de CPMF.

As aplicações atuais mantidas até 1º/10/2006 passarão, a partir desta data, a ter o mesmo benefício para movimentação entre aplicações sem incidência de CPMF.

O IR incidente sobre os fundos de investimento financeiro passará a ser cobrado semestralmente, no último dia útil dos meses de maio e novembro de cada ano ou no resgate, o que ocorrer primeiro. Os fundos de investimento em ações continuarão a ser tributados apenas no resgate.

O último recolhimento de IR dentro das normas atuais, o chamado "come-cotas" ocorrerá em 30/9/2004. Em 29/10/2004, já sob a vigência das novas regras, não haverá come-cotas mensal.

2.5 PERFIL DE INVESTIDORES

É sempre recomendada a análise de seus objetivos de investimento para só depois fazer suas aplicações financeiras. Com a entrada em vigor da Conta Investimento e as novas regras de tributação, esta recomendação pode ser definitiva para o sucesso dos

investimentos. Para definir o investimento é necessário compreender tanto o perfil quanto à situação financeira do aplicador.

Existem basicamente três perfis de investidores: Conservador, Moderado e Agressivo. Os fatores que definem esse perfil podem ser: Idade e horizonte de tempo (por quanto tempo os recursos ficarão aplicados); Metas (casa própria / automóvel / patrimônio / renda mensal); Aversão x Propensão ao Risco (que tipo de flutuação estou disposto a aturar em meus investimentos); Previsibilidade do Fluxo de Recursos; e Seleção de classes de ativos (que investimentos preciso ter em minha carteira).

Todo o processo de administração de investimentos, ou seja, montagem da carteira, gestão e avaliação de resultados, deve ser baseada nos objetivos do investidor. Assim, a alocação nas diferentes classes de ativos, ou seja, a parcela que será alocada em investimentos de risco, como bolsa e a parcela a ser aplicada em ativos menos arriscados, como renda fixa, precisam ser consistentes.

2. PANORAMA GERAL

Nesse tópico será feita uma abordagem sobre a história da indústria de fundos de investimento no Brasil através de um cronograma retirado do site “Como Investir em Fundos, bem como a origem dos fundos de fundos, no Brasil e nos EUA. Posteriormente serão apresentadas as classes de ativos existentes no Brasil e nos EUA, visando um comparativo entre os dois países no que concerne à variedade de classes de ativos nas quais poderiam ser aplicados os recursos buscando a diversificação.

3.1 HISTÓRIA DA INDÚSTRIA DE FUNDOS NO BRASIL

O primeiro fundo de investimento foi criado na Bélgica, no século XIX, e logo depois investidores da Holanda, França e Inglaterra também passaram a usar este instrumento para financiar o desenvolvimento econômico e remunerar os recursos investidos. O primeiro fundo mútuo nos Estados Unidos, o Massachusetts Investor Trust, iniciou suas operações em 1924. O fundo hoje continua ativo.

Após uma análise dos períodos descritos abaixo, pode-se notar que em todos esses momentos, a base da indústria de fundos no Brasil é o mercado de ações. Foi através da compra de ações de empresas por meio de fundos de investimento que o desenvolvimento nacional foi financiado.

1957 – Criado o primeiro fundo de investimento no Brasil

No Brasil, o primeiro fundo de investimento surgiu em 1957, no bojo da euforia desenvolvimentista que marcou o início do governo de Juscelino Kubitschek. Não foi uma coincidência histórica. O Fundo Crescincó, como era chamado, nasceu porque seus administradores enxergaram no Brasil oportunidades semelhantes às aquelas que administradores holandeses, ingleses e franceses viram no fim do século XIX: grandes projetos que necessitavam de financiamento. Na carteira do Crescincó havia ações da Willys-Overland do Brasil, a primeira fábrica de motores a gasolina do País, e de outras representantes da nascente indústria automobilística brasileira. O Crescincó pertencia à International Basic Economic Corporation (Ibec) uma empresa do grupo Rockefeller.

1959 – Autorizada a Constituição de Fundos em Condomínio (Portaria MF 309)

Até 1964, o mercado financeiro nacional era muito incipiente. Foi somente com a Lei da Reforma Bancária, daquele ano, que se criaram instituições como o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central.

1964 – O ano que marca a história política recente do país, lança também as bases para o ordenamento do sistema financeiro brasileiro. Com a lei da Reforma do Sistema Financeiro Nacional (4.565/64), a criação do CMN – Conselho Monetário Nacional e do Banco Central, o governo procura disciplinar o mercado financeiro e concentrar o poder regulador.

1965 – A Lei do Mercado de Capitais (4.728/65) estabelece normas e regulamentos para o novo modelo econômico desenvolvimentista do regime militar. As medidas levam à reestruturação da Bolsa de Valores e à criação dos Bancos de Investimentos.

1967 – Criada a ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimentos. O decreto-Lei 157 dá origem aos fundos fiscais de investimentos em renda variável, os Fundos 157. O Objetivo é capitalizar empresas por meio de investimentos em ações ou debêntures. A aplicação em tais fundos permitia o abatimento de 10% no imposto de Renda.

O Decreto-Lei 157 concedia estímulos fiscais para que as empresas lançassem ações em bolsa e também para que as pessoas físicas investissem nesses papéis. Até 1978, os contribuintes recebiam, juntamente com a notificação do Imposto de Renda, um formulário para investir em algum Fundo 157 de sua escolha. Depois de preenchido, o formulário era apresentado a uma das instituições credenciadas para efetivar a aplicação. O instrumento foi extinto em outubro de 1983.

1970 – A regulamentação dos fundos de investimento passa a ser função do Banco Central (Resoluções CMN 131/70 e 145/70).

Nos anos 70, surgiram novas regras para estruturar o mercado financeiro nacional, destacando-se a legislação sobre fundos mútuos de investimento. Em 1965, a Lei de Mercado de Capitais já havia tratado desse tipo de investimento, mas só em 70 surgiu uma regulamentação específica. Nos anos seguintes, a regulamentação sofreu diversas alterações.

1976 – Criada a CVM – Comissão de Valores Mobiliários (Lei 6.385/76), que absorve a responsabilidade de regulamentar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários (Ações, debêntures e etc...), missão anteriormente exercida pelo BC.

1978 – Resolução 460 do CMN permite a aplicação de reservas técnicas das entidades de previdência privada em cotas de fundos de investimento.

1985 – Alteradas as normas de funcionamento dos fundos de investimento, criando 2 categorias básicas: Fundos de Renda Fixa e Fundos de Ações (Resolução CMN 1022). Surge a Bolsa Mercantil e de Futuros (BM&F).

1986 – Anunciado o Plano Cruzado. Os preços e contratos são congelados por tempo indeterminado. **Criados os Fundos de Curto Prazo** (Resolução CMN 1199). **Surgem os Fundos de Investimento – Capital Estrangeiro** (Resolução 1224).

1987 – A CVM passa a poder estabelecer as normas e práticas referentes à administração dos Fundos de Ações e a autorizar previamente o funcionamento destes (Res 1280). São regulamentados os Fundos de Investimento em Renda Fixa. A Res CMN 1289 disciplina o ingresso de capital estrangeiro nas modalidades de investimento definidas nos anexos I, II e III (sociedade de investimento capital estrangeiro, fundos de investimento capital estrangeiro e carteira de investimento mantida por entidades não-residentes).

1990 – 24 H após a posse, o presidente eleito Fernando Collor de Mello, anuncia um novo pacote econômico (Plano Collor), e choca o país ao confiscar 80% da poupança dos brasileiros. A indústria de fundos sofre queda expressiva no volume de aplicações. O PL da indústria, em US\$ Bilhões, passou de 23.472 em 89 para 7.257 em 90.

1991 – Criados os FAF – Fundo de Aplicação Financeira e os Fundos de Aplicação em Cotas de FAF (Resolução CMN 1787 – Anexo II). Surgem os Fundos DI: o BC permite a aplicações dos recursos dos fundos de investimento em Renda Fixa nos mercados futuros de taxa de juros (Circular 2008). A CVM recebe poderes para regulamentar os fundos de investimento em Ações (Res 1787). O Anexo IV da Res 1832 dispõe sobre a criação da carteira de títulos e valores mobiliários a serem mantidas por investidores no exterior.

1992 – O CMN autoriza a constituição dos Fundos de Commodities (Res 1912 e Circular Bacen 2205). Criados os fundos de investimento em Ações / Carteira Livre (Instrução CVM 177).

1994 – O Governo lança o Plano Real. Criados os fundos de RF curto prazo e respectivo fundo de aplicações em cotas (Res CMN 2069 e Circular Bacen 2420). A CVM dá nova formatação aos fundos de ações, regulamenta os fundos de investimento em ações e fundos de investimento em Ações / Carteira Livre e cria o fundo de investimento em cotas de fundos de ações. O CMN autoriza a formação de carteira com títulos da dívida externa brasileira.

1995 – Nova legislação de fundos passa a vigorar (Res CMN 2183 – Anexo III e Circular Bacen 2616). **Criados os Fundos de Investimento Financeiro (FIF) e os Fundos de Aplicação em Cotas de FIF (FAC/FIF)**. Estabelecidos o depósito compulsório e a carência para aplicações em fundos. Desregulamentação da indústria. A ANBID estabelece uma classificação própria para agregar os fundos. A indústria de fundos expande-se de forma natural, tornando-se popular.

Em 1995, a indústria apresentava um patrimônio de U\$\$ (bilhões) 63.636. Nesse ano, foram criados dos fundos de aplicação em cotas (fundos de fundos) e em um período de 1 ano, a variação do patrimônio dessa indústria foi de +75.24%, apresentando um patrimônio de U\$\$ (bilhões) 111.514 em 1996.

1997 – Os Fundos Exclusivos são disciplinados pelo BC (Circular 2740). São estabelecidas normas para a segregação das administração de recursos de terceiros (Res CMN 2451). O PGBL - Plano Gerador de Benefício Livre é regulamentado (Res CNSP 6).

1998 – Com os Fundos de Privatização – FGTS, a CVM permite o emprego de recursos do FGTS para aquisição de títulos do processo de privatização de empresas estatais (Instrução 279).

1999 – Nova legislação do BC regulamenta o resgate de cotas dos FIF e FAC FIF, a qualquer tempo e com rendimento. Fim dos depósitos compulsórios. **Criados os fundos de investimento em Títulos e Valores Mobiliários (FITVM)** e seu respectivo fundo de investimento em cotas (Instruções CVM 302/303/304).

2000 – Resolução 2689 do CMN iguala em direitos o investidor residente. Revoga as Resoluções 1832/91 (Anexo IV), 2034/93 (Renda Fixa capital estrangeiro) e os Anexos I e II da Resolução 1289/97. **Criados os Fundos Referenciados** (Circular Bacen 2958).

2001 – I Congresso Brasileiro da Indústria de Fundos de Investimento.

2002 – A CVM passa a ser responsável por normatizar e supervisionar o mercado de fundos de investimento.

2003 – II Congresso Brasileiro da Indústria de Fundos de Investimento.

2004 – A CVM edita a Instrução 409 em agosto 04. As novas regras estabelecem, entre outras mudanças, que: Os fundos sejam agrupados em 7 classes; Todos os fundos passam a ter políticas mensais de divulgação; Fundos de curto prazo, referenciados e de renda fixa não terão taxa de performance; Registro automático para criar um fundo, via internet, será feito na página da CVM.

Desde 1997, a indústria de fundos no Brasil cresceu 72.56% até 2004 (onde atingiu 556,36 bilhões de reais em patrimônio). Foram 10 anos de um processo de consolidação dos fundos de investimento no Brasil como instrumento de poupança para pequenos, médios e até mesmo grandes investidores. Como a diferença de rentabilidade desse tipo de aplicação em relação à poupança foi muito grande nessa última década, o pequeno investidor percebeu que o acesso a ativos financeiros mais rentáveis se daria somente com o investimento na indústria de fundos.

3.2 HISTÓRIA DA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE FUNDOS

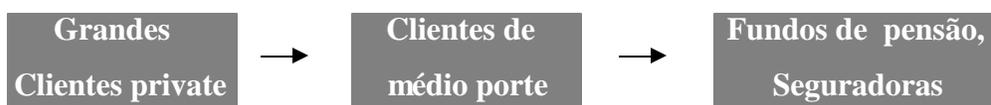
Existiam no Brasil, em março de 2004, 1.050 fundos multicarteira, que somavam R\$38 bilhões em seu patrimônio líquido, representando 22% e 4,7% do total da indústria de fundos de investimento, respectivamente.

Realizando a mesma comparação entre os fundos híbridos e o total da indústria nos Estados Unidos, constata-se que os fundos sob análise representavam 6,2% e 6% da quantidade e patrimônio líquido de toda a indústria, respectivamente.

3.2.2 NOS EUA

A origem dos fundos de fundos nos EUA se deu por causa da grande expansão da indústria de hedge-funds (fundos multimercados, operam em diversos mercados), ocasionando uma demanda por gestores especializados em selecionar os melhores fundos, diversificando assim os riscos para os investidores.

Evolução dos fundos de fundos nos EUA por tipo de Cliente



O patrimônio da indústria de Fundos de Fundos nos EUA passou de US\$ (bilhões) 199.72 em 2002 para US\$ (bilhões) 291.63 em 2003, apresentando uma variação de aproximadamente +46.02%.

Tabela 1 – Maiores fundos de fundos nos EUA

Maiores fundos de fundos dos EUA (em bilhões de dólares)	2002	2003	% Cresc
GAM Multi-Manager	10,50	17,90	70%
RMF	10,60	13,30	25%
Permal Group	6,00	11,10	85%
Union Bancaire Privee	7,47	10,88	46%
Quellos	6,80	10,30	51%
Ivy Asset Management	6,20	9,50	53%
UBS Global AM A&Q	4,20	9,40	124%
Financial Risk Management	3,65	8,60	136%
Goldman Sachs AM	4,70	8,30	77%
Grosvenor Capital Management	5,30	7,90	49%

De acordo com a tabela acima, nota-se o expressivo crescimento dos fundos de fundos nos EUA e do significativo volume da indústria e dos fundos individualmente.

3.2.2 NO BRASIL

A origem da indústria de fundos de fundos no Brasil, deu-se inicialmente por causa do tributo cobrado de uma aplicação para outra, 0,38% de CPMF (fato já explicado no item II.2), além de um aumento na demanda dos clientes private (clientes de pessoa física) por fundos exclusivos (FIC's)

Como já foi explicado no tópico referente às vantagens desse tipo de produto, a evolução da indústria de fundos de fundos se deu por causa da otimização na alocação do *portfolio* e por ser um produto de amplo acesso.

3.3 CLASSE DE ATIVOS NO BRASIL E NOS EUA

Nesse tópico serão apresentadas as classes de ativos existentes no Brasil e nos EUA, visando um comparativo entre os dois países no que se concerne à variedade de classes de ativos nas quais poderiam ser aplicados os recursos buscando a diversificação.

Nos EUA existem mais alternativas de investimento, tais como: Títulos de Dívida (Corporativos e Soberanos), Ações, Commodities (Ouro, Prata, Soja e Petróleo), CD (certificate of deposit), Notas Estruturadas, Fundos (Mutual Funds, Hedge Funds e Fund of Funds) e FX – Moedas. Mesmo com o crescimento do mercado de *hedge funds* brasileiro, esses ainda são muito diferentes dos americanos porque, enquanto lá fora existem várias classes de ativos, aqui há apenas juros, câmbio, bolsa e dívida externa (C-Bond e BR 40). E como os *hedge funds* brasileiros buscam retorno absoluto com poucas classes de ativos, eles acabam sendo muito agressivos. Conforme as carteiras dos fundos passam a ser compostas por diversas classes de ativos, suas cotas passam a refletir a volatilidade de diferentes mercados, se distanciando da consistência diária (ou mensal) do mercado de juros.

A forma de pensar do investidor é consequência cultural do mercado onde ele foi formado. Nos EUA, a maioria das pessoas tem investimentos em ações, direta ou indiretamente, e mais da metade da indústria de *hedge funds* é formada por produtos de "equities", pois, nos EUA, o mercado acionário realmente funcionou como instrumento de financiamento de empresas e promoção do crescimento econômico. Já no Brasil, o ambiente sempre foi de juros altos, volatilidade cambial, inflação explosiva e mercado acionário pequeno. Com isso, foi criando-se um pequeno grupo de investidores habituados a aplicar em produtos de curto prazo com lastro em títulos federais e, em momentos de estresse, em dólares. Uma combinação de ganhos elevados com prazos curtos. Ou seja, o perfil da maioria dos aplicadores brasileiros é foco em liquidez diária buscando superação do CDI.

4. SELEÇÃO DOS FUNDOS E GESTORES

Nesse tópico serão abordadas as técnicas de análises tanto quantitativa quanto qualitativa no processo de seleção de gestores e dos fundos de investimentos aptos a comporem a carteira do fundo de fundos.

Através de uma análise quantitativa e qualitativa dos fundos e gestores, pode-se chegar a retornos absolutos consistentes relacionados a baixo risco, dado que o objetivo é sempre maximizar o retorno minimizando o risco. O investimento em um fundo de fundos nos isenta, sob o ponto de vista do investidor, da responsabilidade na seleção dos fundos que o compõe bem como de todos os processos de due dilligence.

4.1 ANÁLISE QUANTITATIVA

A análise quantitativa é em relação aos dados dos fundos. Busca a avaliação da performance dos fundos de investimento, que compõem o fundo de fundos, de maneira objetiva. Com isso, pode-se otimizar o processo de seleção dos fundos com melhor desempenho, dentro dos critérios do investidor. Ao analisar a história passada de rentabilidade, volatilidade, e indicadores de risco, é verificado se o desempenho dos fundos é condizente com os seus objetivos de investimento.

Para isso, existem indicadores de desempenho (média ou retorno médio diário, desvio-padrão do retorno, índice de Sharpe e Modigliani, semi-variância, curtose, alfa, beta,

dentre outros, que baseiam-se fundamentalmente na relação risco-retorno) e análises gráficas (gráficos de dispersão, Balzer, Box-Plot, série temporal, entre outros). A otimização de carteira nos permite indicar qual a parcela de recursos para cada um dos fundos selecionados de modo a atender, do melhor modo possível, as restrições e objetivos estabelecidos pela política de investimentos do fundo. Para isso, é necessário gerar uma fronteira eficiente que é construída através da metodologia Média-Value-at-Risk (média-variância) de Markowitz (1959).

A seguir uma breve apresentação dos indicadores de desempenho. As definições a seguir foram retiradas do artigo técnico “Controle de Risco em fundos multicarteira no Brasil”, escrito por César Aragão e Petrônio de Melo Barros.

- Índice de Treynor

Desenvolvido por Jack Treynor (1965), emprega como numerador o excesso de retorno sobre a taxa de juro sem risco e, como denominador, uma medida de risco sistemático, que é o beta da carteira baseado no modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM). Por esse motivo, é indicado para fundos de ações. Para a análise de fundos multicarteira, há dificuldade em encontrar benchmark nesses fundos.

- Índice de Sharpe (IS)

Proposto por William F. Sharpe (1966), é o mais conhecido de todos os indicadores e mais utilizado para mensurar o desempenho de um fundo de investimentos. Difere do índice de Treynor na medida de risco, que é calculada pelo desvio-padrão amostral da cota do fundo. O índice de Sharpe de um fundo representa a exposição ao risco para atingir uma certa rentabilidade. Então, quanto maior for esse índice, maior será sua eficiência em assumir risco para atingir um determinado retorno.

- Índice de Jensen

Desenvolvido por Michael C. Jensen (1968), baseia-se também no CAPM e tem por objetivo testar se o alfa de um fundo é estatisticamente superior a zero. Quanto maior for o

índice de Jensen do ativo ou do conjunto de ativos em relação a outros investimentos de mesma característica, maior será a habilidade do gestor na seleção de seus ativos.

- Índice de Modigliani (M2)

Medida de retorno ajustada ao risco introduzida no mercado, em 1997, por Leah Modigliani (do Banco Morgan Stanley) e por seu avô, Franco Modigliani. É conhecida como M2 (Modigliani ao quadrado) e tem semelhança com o índice de Sharpe no aspecto da volatilidade, pois usa também o desvio-padrão para medi-la, e com o índice de Jensen, por fazer comparações entre o retorno do ativo individual ou da carteira de ativos com um índice de referência.

Com o objetivo de otimizar o desempenho, maximizando os retornos e reduzindo os riscos, é realizado um monitoramento permanente do desempenho dos fundos, com um alto dinamismo de alocação e desalocação de acordo com os objetivos do fundo.

4.1.1 METODOLOGIA DE AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO

O objetivo do administrador de recursos é sempre otimizar o desempenho da carteira buscando reduzir a relação risco-retorno. Para isso, ele deve ter muita mobilidade para adaptar-se às mudanças no cenário econômico e aproveitar-se disso. Isso é chamado de *market timing*.

Esse tópico, baseado no artigo técnico “Gestão de carteiras de fundos de investimento: análise empírica da gestão de exposição a riscos diante de um evento marcante”, escrito por Antonio Zoratto Sanvicente. Será apresentada uma metodologia de avaliação de desempenho de um fundo baseada na técnica de regressão linear múltipla, onde, “segundo Elton e Gruber (1995), o desempenho de fundos pode ser avaliado por meio da análise de sua rentabilidade, ajustada por fatores múltiplos de risco de mercado”.

No caso de fundos de investimento, considera-se exposição à variação dos índices cambial, de renda fixa e de ações. Essa exposição é medida através de seu coeficiente *beta*,

que é calculado a partir de sua covariância com cada índice. Ou seja, dada uma gestão ativa, se o gestor acredita em suas previsões quanto a determinado índice, espera-se uma recomposição da carteira visando ajustar o coeficiente de exposição a esse índice dada a direção da variação (alta / baixa). Exemplo: se a previsão é de alta do valor de índice de taxa de câmbio, o gestor talvez elevasse o beta da carteira em relação a esse índice (β_{US}), buscando ampliar a rentabilidade ajustada pelo risco da carteira.

Considerando-se 3 fatores de risco, o modelo de avaliação de desempenho é dado pela equação:

$$R_p - R_f = \alpha_p + \beta_{US}(R_{US} - R_f) + \beta_M(R_M - R_f) + \beta_R(R_R - R_f)$$

onde:

R_p = taxa de retorno da carteira do fundo P (variação % da cota entre as datas de um período determinado);

R_f = taxa de retorno do índice representativo do ativo livre de risco, F (esse termo é incluído em todas as partes da equação para que essas sejam vistas como prêmio em relação a cada um dos tipos de riscos associados);

R_{US} = taxa de retorno do índice de taxa de câmbio, US;

R_M = taxa de retorno do índice de mercado de ações, M;

R_R = taxa de retorno do índice de mercado de renda fixa, R;

α_p = coeficiente alfa da carteira do fundo (excesso de retorno, o que deveria ser obtido somente em função do risco assumido);

β_p = coeficiente beta da carteira do fundo em relação ao índice de mercado de câmbio;

β_M = coeficiente beta da carteira do fundo em relação ao índice de mercado de ações;

β_R = coeficiente beta da carteira do fundo em relação ao índice de mercado de renda fixa.

Para testar a alguma proposição, são propostas hipóteses, onde as hipóteses nulas podem ser testadas através da estimação do seguinte modelo de regressão linear múltipla:

$$R_{p,t} - R_{F,t} = \alpha_p + \beta_{US}(R_{US,t} - R_{F,t}) + \beta_M(R_{M,t} - R_{F,t}) + \beta_R(R_{R,t} - R_{F,t}) + \alpha'p d_{US,t} + \beta'US d_{US,t}(R_{US,t} - R_{F,t}) + u_{p,t}$$

Onde:

$u_{p,t}$ = variável-erro, de modo a permitir que o estimador de mínimos quadrados ordinários seja não-viesado e consistente (Wooldridge, 2000), e o subscrito $t = 1, 2, \dots, n$ indica as observações amostrais pertencentes a séries históricas de taxas de retorno;

$\alpha'p$, $\beta'US$ = coeficiente que são estimados para variáveis do tipo dummy $d_{US,t}$ e $d_{US,t} \times (R_{US,t} - R_{F,t})$, definidas de tal maneira que $d_{US,t} = 1$, quando os retornos se referem a k dias anteriores ao evento considerado, e $= 0$, em caso contrário (O segundo coeficiente visa testar a significância da mudança de beta em relação ao índice de taxa de câmbio (hipótese I) e o primeiro coeficiente permite medir se houve retornos extraordinários na carteira, no período anterior ao evento)

4.4 ANÁLISE QUALITATIVA

A análise qualitativa é em relação aos dados dos gestores. É realizada uma análise do conceito e histórico dos gestores. Geralmente, uma condição fundamental na seleção do gestor é ter uma política de transparência e abertura de informações relativas às carteiras dos fundos (salvos os casos em que o investidor / cliente deseja obter cotas desse fundo mesmo sem a necessidade da abertura da carteira por tratar-se de gestores com uma excelente reputação e etc).

A realização de uma análise qualitativa consiste em obter parâmetros qualitativos que possam caracterizar o processo de administração da carteira no seu conceito amplo, no sentido de estrutura operacional, estrutura informacional, estrutura legal, processo de

investimento e de controle de riscos, qualificação dos gestores, tipos de informação e técnicas efetivamente utilizados, entre outros.

Os gestores são submetidos a um rigoroso processo de análise qualitativa (“due diligence”) através de entrevistas diretas com os mesmos buscando conhecer seu estilo de atuação e postura frente os mercados, e verificam-se as políticas de controle de risco, sua implementação e acompanhamento.

Os questionários de Due Dilligence giram em torno do conhecimento da gestão como um todo. Geralmente, abrangem perguntas em relação a curriculum dos gestores; filosofia, histórica e políticas de atuação (risco, investimento e etc) das empresas gestoras; preferências e opiniões sobre o mercado como um todo; características do fundo em questão (que seria selecionado para a composição do fundo de fundos), entre outros. No Anexo I apresento uma Due Dilligence padrão de uma asset independente.

4.2.1 OS SETE “P’s” NA SELEÇÃO DE ADMINISTRADORAS DE RECURSOS

Arnott, através de seu artigo Arnott (1992: 101- 107), apresenta um análise interessante quanto aos sete “P’s” que devem ser considerados no processo de seleção de instituições administradoras de recursos. Para ele, cada um desses pontos possui grande importância, mas nenhuma administradora de recursos consegue atingir uma nota ótima em todos eles.

- a. *Philosophy* (Filosofia): é necessário uma filosofia sensata e claramente definida, pois isso a chance de bons resultados no LP. Caso contrário, a credibilidade dos desempenhos passados (sendo bons ou ruins) deve ser atribuída ao acaso.
- b. *People* (pessoal): os funcionários têm de agregar valor ao seu trabalho, realizando bem a sua função, e concretizando/afirmando a filosofia de investimento adotada pela administradora de recurso. A equipe deve ter muita mobilidade frente as oscilações do mercado, capturando os efeitos positivos das possíveis futuras

ineficiências de mercado. Outra questão importante é quanto a estrutura de distribuição e organização de pessoal, bem como o nível de rotatividade da empresa.

- c. *Process* (processo): o processo de investimento transforma a filosofia adotada em produto final, ou seja, todas as etapas devem basear-se nessa filosofia e é necessária uma infra-estrutura operacional que possa suportar essa transformação. Dadas as alterações no ambiente de investimento, a empresa precisa ter pesquisa e capacidade suficientes para uma rápida percepção e adaptação aos novos cenários. No processo de implementação das decisões de investimento, a administradora de recursos deve ser capaz de usufruir todos os instrumentos oferecidos pelo mercado, com o objetivo de otimizar sua implementação ao menor custo;
- d. *Product* (produto): o produto oferecido deve estar de acordo com a filosofia adotada pela empresa e com as necessidades do investidor, sendo flexível para adaptar-se às mesmas. Uma vez que todo o processo de investimento pode passar por períodos que apresentem resultados não satisfatórios, é importante que haja uma boa comunicação com os clientes, fazendo com que os mesmos permaneçam com aquele produto mesmo nos momentos ruins;
- e. *Progress* (progresso): novas idéias de investimento geralmente têm melhores resultados, pois ainda não se tem dados históricos disponíveis para avaliá-las. Para isso deve-se verificar a existência de simulações confiáveis de seus desempenhos. Como já foi dito, o mercado possui muitas oscilações e ineficiências, por isso deve-se avaliar o progresso e a inovação no momento de escolha da administradora de recursos, pois isso indica que a empresa está sempre atenta às mudanças nos cenários de investimento. A inovação é um importante instrumento de performance em investimentos e, por isso o investidor deve avaliá-la pelo seu mérito e não pelo seu histórico;
- f. *Performance* (performance): mesmo sabendo-se que performance passada não é garantia de performance futura, o histórico de resultados deve ser considerado na

avaliação da performance. Essa avaliação histórica torna-se importante uma vez que levamos em consideração questões legais, fiduciárias e de responsabilidade. Essa avaliação consiste na verificação de consistência da performance de LP com os objetivos da estratégia, com a filosofia de investimento da empresa ou pelo acaso, e como tem sido em relação ao desvio padrão (*tracking error*) em relação ao seu *benchmark* (parâmetro de mercado que deve ser comparado, seguido). Com isso, nota-se que o controle de risco tem de fazer parte da estratégia e a avaliação deve ser realizada olhando-se sempre a relação risco-retorno. É necessário também verificar se a administradora não está escolhendo apenas os bons resultados, ou seja, se todos os resultados são apresentados, analisados; e

- g. *Price* (preço): a taxa de administração é importante para a performance do fundo. Para o autor, a taxa de performance flexível, onde a remuneração é sobre os resultados que superarem o *benchmark* do fundo, é melhor do que uma taxa fixa, onde, a remuneração é fixa e independe da performance do fundo.

4.4 O PROCESSO DE ALOCAÇÃO

O processo de alocação deve basear-se na seleção do universo de fundos a serem monitorados. Deve-se definir se serão utilizados fundos da própria empresa gestora do fundo de fundos dependendo do objetivo do fundo e das classes de ativos selecionadas (exemplo: uma empresa pode “buscar no mercado” apenas *hedge-funds* uma vez que possua ótimos fundos de renda fixa, ou que seu próprio *hedge-fund* não esteja indo tão bem).

A volatilidade da carteira deve ser ponderada pela categoria do fundo, que podem ser Fundos Macro, Fundos Arbitragem, Fundos Ações, Fundos Ações-Hedge ou Fundos Renda Fixa. A composição de fundos voláteis pode levar a um *portfolio* com baixa volatilidade.

A partir de uma visão macro setorial, a composição de um fundo de fundos tem de ser através da alocação por categoria de fundo. Dentro de um cenário macro, temos as opções de investimento nos setores de Bolsa, Câmbio e Juros, basicamente. Depois de uma análise setorial, pode-se alocar de acordo com a categoria do fundo que foi descrito no parágrafo acima. A abordagem principal dos gestores deve ser o processo de alocação nos ativos e consistência intertemporal.

Markowitz introduziu o conceito de diversificação de carteira no processo de alocação de recursos, através da criação de uma fronteira eficiente, onde, a carteira ótima / eficiente, é atingida quando, dado um nível de risco, o retorno esperado máximo é atingido. Mas há uma certa dificuldade de utilização prática desse modelo por causa de 2 razões:

- a. é difícil a estimação do retorno esperado, que é a variável mais importante no modelo. Sabe-se que, em estatística, a volatilidade do estimador de volatilidade é muito menor do que a volatilidade do estimador do retorno esperado. Uma vez que rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura e possui uma correlação muito pequena com a mesma, pode não ser correta a utilização da média do retorno esperado;
- b. os pesos atribuídos às diversas classes de ativos para a alocação de recursos não são estáveis em relação às pequenas alterações no retorno esperado;
- c. uma alternativa para o modelo de Markowitz é o modelo de Black-Litterman que combina a visão dos investidores com o equilíbrio no mercado de ativos. Os retornos esperados são calculados através de uma combinação entre os retornos de equilíbrio e as opiniões/expectativas dos investidores sobre o comportamento dos ativos. Com isso, os pesos atribuídos tornam-se mais estáveis do que os propostos por Markowitz, pois evita-se a estimação histórica do retorno esperado dos ativos, que seria baseada nos retornos passados. O modelo de Black-Litterman pode ser visto como uma complementação ao modelo de Markowitz.

4.4 RISCO

Nas decisões de investimento, as questões de medição do risco, retorno esperado e grau de aversão ao risco são fundamentais. De um modo geral, o risco pode ser definido como a possibilidade de as coisas não acontecerem exatamente como foi planejado, desejado. Existem 3 tipos de risco que serão explicados no subitem seguinte: Risco de Mercado, de Liquidez e de Crédito.

4.4.1 TIPOS DE RISCO

O Risco de Mercado é associado à possibilidade de desvalorização ou de valorização de um ativo (título público ou ação) devido às alterações políticas, econômicas ou da situação da empresa ou banco emissor do título; esse tipo de risco apresenta maior volatilidade.

O Risco de Liquidez ocorre quando surge uma dificuldade de conseguir potenciais compradores no momento e no preço desejados para as transações, porque o mercado está com volume de negócios baixo, liquidez baixa, e apresenta grandes diferenças entre a oferta de compra e de venda.

O Risco de Crédito consiste na possibilidade de a contraparte não honrar com suas obrigações.

Esses riscos têm um impacto direto na volatilidade do fundo, mas conforme vimos anteriormente, a principal vantagem do fundo de fundos é a diluição/diversificação do risco através da alocação em diversos gestores e estratégias.

4.4.2 MEDIDAS DE CONTROLE DE RISCO

A seguir, serão apresentados as principais ferramentas de análise de risco e os problemas enfrentados em sua utilização, buscando-se soluções para isso. São elas: o

VAR, que representa a perda potencial máxima dados uma certa probabilidade em um determinado horizonte de tempo; e os testes de estresse, que significa a perda potencial em cenários adversos / cenários de stress. É importante lembrar que o VAR e o Stress Test devem ser utilizados de forma complementar e nunca de forma independente. O horizonte de tempo para o cálculo do risco normalmente é de 1 dia, pois é comprovado seu funcionamento para esse período de estimação, onde a previsão da volatilidade dos retornos supera a previsão da média.

4.4.2.1 VALUE-AT-RISK (VAR)

Existem 2 tipos de VAR: Absoluto e Relativo. O primeiro é indicado para carteiras ativas; enquanto o segundo é indicado para uma análise relativa a um objetivo, pois mede a perda potencial em relação ao *benchmark*. No caso de fundos multicarteira, é recomendado o cálculo do VAR absoluto com horizonte de um dia, estabelecendo-se um limite de VAR de acordo com o perfil do fundo. As diversas metodologias apresentadas abaixo devem estar disponíveis dependendo das características do fundo. As definições a seguir foram retiradas do artigo técnico “Controle de Risco em fundos multicarteira no Brasil”, escrito por César Aragão e Petrônio de Melo Barros.

a) VAR analítico, baseado na metodologia delta normal, pressupõe normalidade para os retornos dos fatores de risco. Sua principal vantagem é capturar, desde que sejam utilizados corretamente modelos de volatilidade condicional, mudanças de regimes de volatilidade – fato comum no mercado brasileiro. As principais desvantagens são a conhecida dificuldade da normal em percorrer as caudas da distribuição e o não-tratamento da assimetria no retorno das opções².

b) VAR por simulação de Monte Carlo³, que reflete de forma precisa o risco de uma carteira com opções, o qual pode ser subestimado pela metodologia analítica. Sua principal desvantagem é a relativa dificuldade na construção e manutenção dos códigos necessários para a utilização correta e eficiente dessa ferramenta.

c) VAR histórico, baseado na distribuição empírica dos retornos dos fatores de risco. A vantagem dessa abordagem é não-utilização de distribuição teórica, o que pode capturar a presença de retornos nas caudas mais largas. Como desvantagens, há forte dependência dos resultados no número de observações incluídas na amostra e dificuldade de capturar mudanças no regime de volatilidade.

4.4.2.2 ANÁLISE DE CENÁRIOS (TESTE DE ESTRESSE)

Para a análise do resultado diante de diferentes preços, são apresentados, discutidos e estabelecidos diversos cenários baseados em históricos de preços e volatilidade, crises de mercado, instabilidade política, fatores macroeconômicos e de liquidez de mercado. Na maioria dos casos, três cenários são suficientes: pessimista, otimista e alternativo, em que são abandonadas as usuais correlações entre os fatores de risco, penalizando possíveis operações de hedge.

4.4.3 PROBLEMAS NA UTILIZAÇÃO DE FERRAMENTAS DE CONTROLE DE RISCO

Nesse tópico serão abordados pontos relativos à dificuldade na estimação precisa na quantificação de medidas de risco, ressaltando-se alguns conceitos importantes que devem ser considerados na hora do cálculo. São eles:

- (i) Pouca importância dada à estimativa da correlação entre os fatores de risco, ou seja, a classificação da matriz de correlação tem de ser positiva definida. O problema é que, não sendo PD, não há garantia da existência de variância positiva para qualquer vetor de posição nos fatores de risco
- (ii) No mercado local, a escolha incorreta dos estimadores de volatilidade é perigosa porque são observados diversos regimes de volatilidade em curto período de tempo

- (iii) O cálculo do VAR de um fundo pela cota pode ser substancialmente diferente daquele calculado quando se abre a carteira porque, dentre outros motivos, o fundo pode ter posições diferentes daquelas que geraram volatilidade em suas cotas no passado
- (iv) Quando o VAR e o stress test são corretamente utilizados, o stop loss não é recomendado, pois, em função da volatilidade do mercado brasileiro e do conhecido overshooting em alguns mercados, essa ferramenta pode produzir perdas que seriam normalmente revertidas. O fato de o gestor ser permanentemente avaliado pela análise de retornos mensais também pode provocar o desperdício de boas oportunidades de retorno
- (v) O tracking error baseia-se nos retornos históricos da carteira e é utilizado para acompanhar o desempenho em relação ao benchmark. Para monitorar corretamente o risco presente em fundos multicarteira, a medida mais adequada é o VAR absoluto.

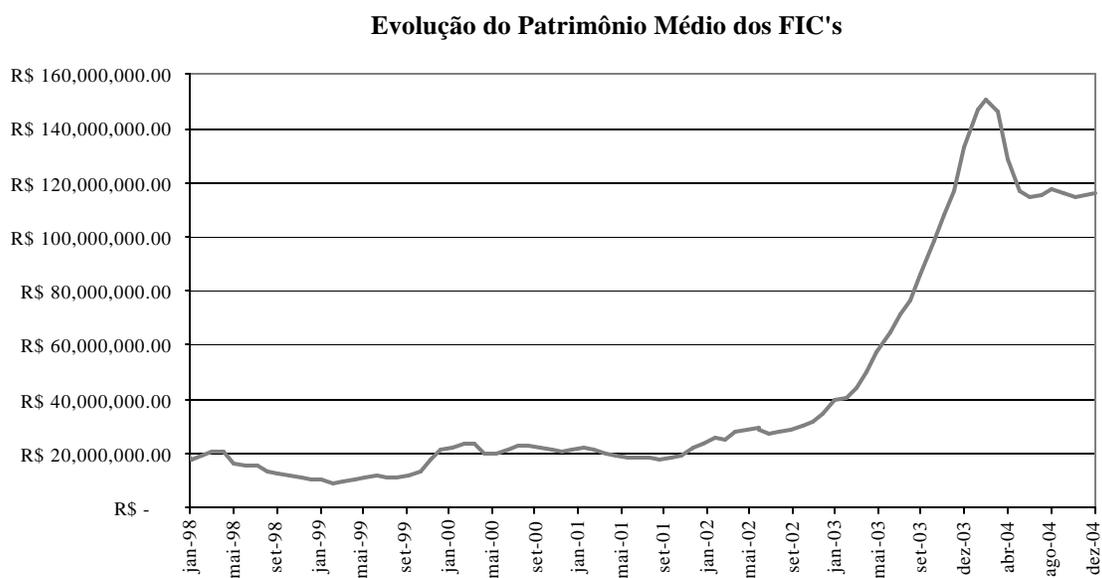
5. ANÁLISES DOS FUNDOS DE FUNDOS

Nesse tópico serão realizadas análises com uma amostra dos fundos de fundos. Para compor essa amostra, foram selecionados 25 fundos baseados nos critérios de histórico longo e consistente ou fundos novos de gestores que já tenham se firmado no mercado, além de volume de patrimônio líquido significativo.

5.1 EVOLUÇÃO DOS DADOS QUANTITATIVOS

Os gráficos abaixo apresentam a evolução do volume administrado pela indústria de fundos de investimento e pela da amostra de FIC's selecionada.

Gráfico 3 – Evolução do PL médio dos FIC's



Essa grande evolução apresentada a partir de Jan/03 deve-se pelo início de 5 fundos (BNP Paribas Multi FIM, Fiducia Top Managers FIC, Pactual Masters FI, Safra Multigestão e Safra MultiManager) que juntos soma vam quase R\$ 290 milhões, mas o fato principal foi a introdução do Safra MultiGestão em Jan/04 com um PL inicial de mais de R\$ 179 milhões, ou seja, aproximadamente 62% do total. Além disso, o HG TOP FIM teve um aumento em seu PL médio de 352% de Dez/02 a Dez/04, ou seja, passou de R\$ 193.162.705 para R\$ 873.951.087, responsável, em Dez/04 por 30 % do volume total da amostra selecionada. Mas de qualquer forma, analisando-se o Gráfico 3 e a tabela abaixo, nota-se um crescimento do PL médio da amostra selecionada. Excluindo-se os fundos que poderiam causar uma certa distorção, ou seja, os fundos HG TOP e SAFRA MULTIGESTAO, ainda assim, nota-se um crescimento mais acentuado de quase 448% de Jan/98 a Dez/04. E, consideranso-se esses fundos, o crescimento é de 426%.

Gráfico 4 – Evolução do PL dos FIC's

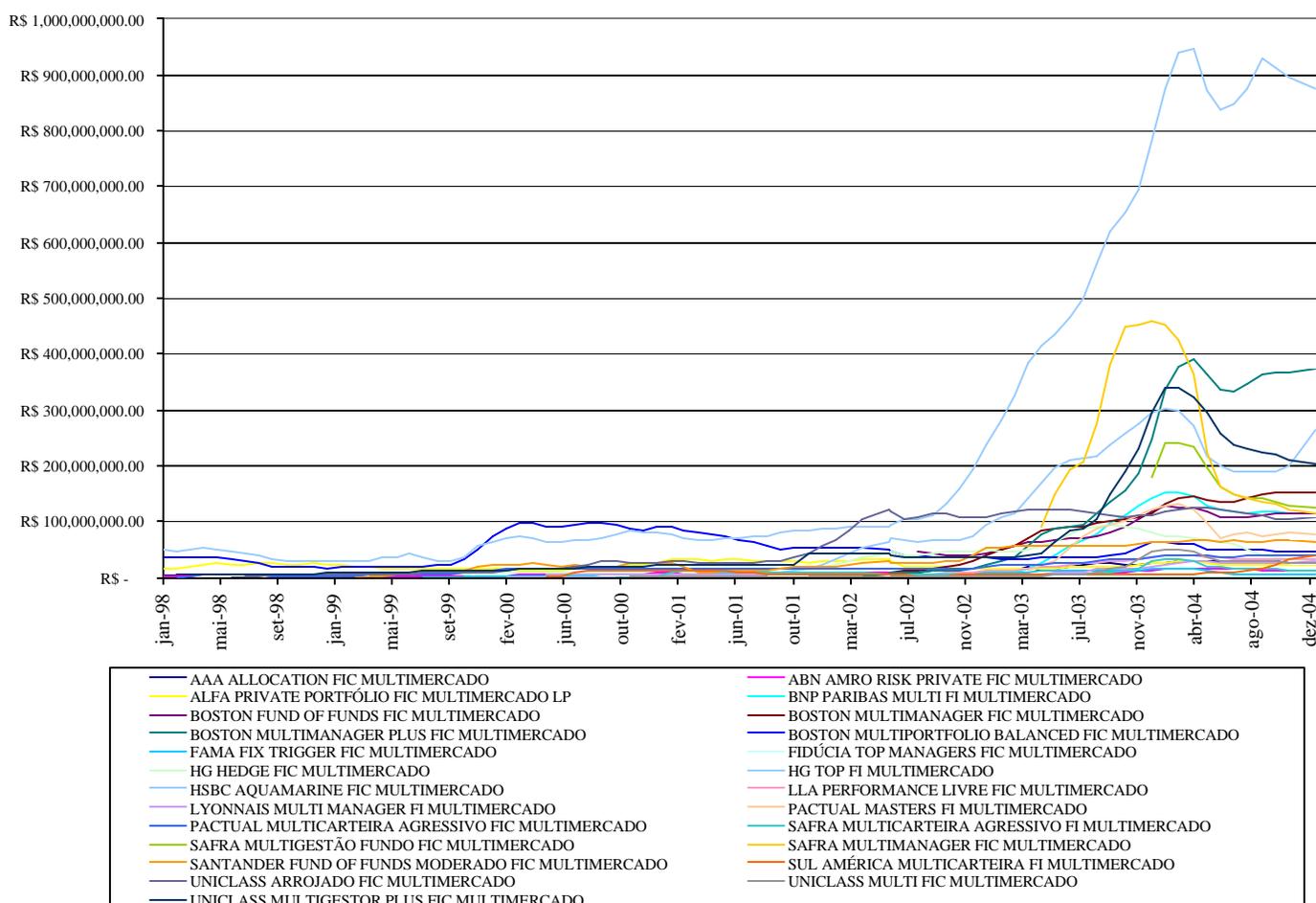
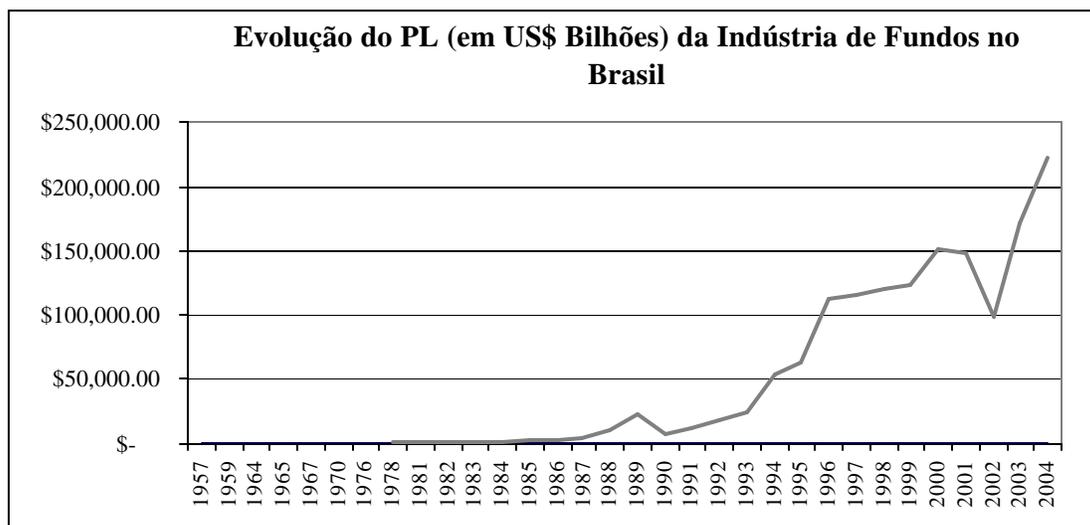


Tabela 2 – PL Médio e nº de fundos existentes de Jan/98 a Dez/04

Mês	Média	Nº de fundos	Mês	Média	Nº de fundos
Jan-98	R\$ 22.037,912.29	5	Jan-02	R\$ 23,650,662.19	16
Feb-98	R\$ 17,801,964.28	6	Feb-02	R\$ 25,518,634.23	16
Mar-98	R\$ 19,327,832.83	6	Mar-02	R\$ 25,159,899.22	18
Apr-98	R\$ 20,674,129.00	6	Apr-02	R\$ 27,738,139.76	18
May-98	R\$ 20,654,864.43	6	May-02	R\$ 29,916,358.40	18
Jun-98	R\$ 16,072,490.52	7	Jun-02	R\$ 28,485,605.06	19
Jul-98	R\$ 15,605,942.91	7	Jul-02	R\$ 26,839,382.30	19
Aug-98	R\$ 15,569,155.26	7	Aug-02	R\$ 27,794,566.43	20
Sep-98	R\$ 13,426,113.23	7	Sep-02	R\$ 28,830,537.43	20
Oct-98	R\$ 12,660,509.66	7	Oct-02	R\$ 30,105,350.07	20
Nov-98	R\$ 11,514,681.82	8	Nov-02	R\$ 31,340,729.78	20
Dec-98	R\$ 10,822,267.65	9	Dec-02	R\$ 34,539,874.13	20
Jan-99	R\$ 10,630,246.39	9	Jan-03	R\$ 40,298,684.27	20
Feb-99	R\$ 10,145,018.92	9	Feb-03	R\$ 40,696,051.33	22
Mar-99	R\$ 9,222,368.36	10	Mar-03	R\$ 44,721,905.68	22
Apr-99	R\$ 9,584,208.55	10	Apr-03	R\$ 50,017,511.79	23
May-99	R\$ 10,501,133.83	10	May-03	R\$ 57,182,026.37	24
Jun-99	R\$ 10,729,791.53	10	Jun-03	R\$ 64,362,908.16	24
Jul-99	R\$ 11,697,655.22	10	Jul-03	R\$ 71,862,442.37	24
Aug-99	R\$ 11,077,766.68	11	Aug-03	R\$ 76,659,896.94	24
Sep-99	R\$ 11,109,491.14	11	Sep-03	R\$ 86,044,001.12	24
Oct-99	R\$ 11,844,471.94	11	Oct-03	R\$ 98,695,127.20	24
Nov-99	R\$ 13,549,825.57	11	Nov-03	R\$ 108,100,518.88	24
Dec-99	R\$ 17,650,752.47	11	Dec-03	R\$ 116,858,485.07	24
Jan-00	R\$ 21,410,904.23	11	Jan-04	R\$ 132,969,747.84	25
Feb-00	R\$ 21,955,747.56	12	Feb-04	R\$ 147,089,677.55	25
Mar-00	R\$ 23,885,481.35	12	Mar-04	R\$ 151,071,042.81	25
Apr-00	R\$ 23,831,443.21	12	Apr-04	R\$ 146,697,829.10	25
May-00	R\$ 19,686,773.98	14	May-04	R\$ 128,417,085.32	25
Jun-00	R\$ 20,129,663.46	14	Jun-04	R\$ 116,720,849.46	25
Jul-00	R\$ 21,347,645.69	14	Jul-04	R\$ 114,689,712.64	25
Aug-00	R\$ 22,370,861.26	14	Aug-04	R\$ 115,264,016.71	25
Sep-00	R\$ 23,533,213.93	14	Sep-04	R\$ 117,277,261.18	25
Oct-00	R\$ 22,004,782.12	15	Oct-04	R\$ 116,229,967.58	25
Nov-00	R\$ 21,100,230.12	16	Nov-04	R\$ 114,942,719.97	25
Dec-00	R\$ 20,470,216.87	16	Dec-04	R\$ 115,974,491.73	25
Jan-01	R\$ 21,249,237.22	16			
Feb-01	R\$ 21,969,354.67	16			
Mar-01	R\$ 21,088,890.46	16			
Apr-01	R\$ 19,770,979.50	16			
May-01	R\$ 19,394,683.14	16			
Jun-01	R\$ 18,960,930.64	16			
Jul-01	R\$ 18,593,923.04	16			
Aug-01	R\$ 18,588,631.25	16			
Sep-01	R\$ 18,162,165.79	16			
Oct-01	R\$ 18,392,461.88	16			
Nov-01	R\$ 19,409,981.51	16			
Dec-01	R\$ 21,900,783.48	16			
			Crescimento	426.25%	400.00%

Gráfico 5 – Volume total da Indústria de Fundos de Investimento no Brasil (Fonte: ANBID)



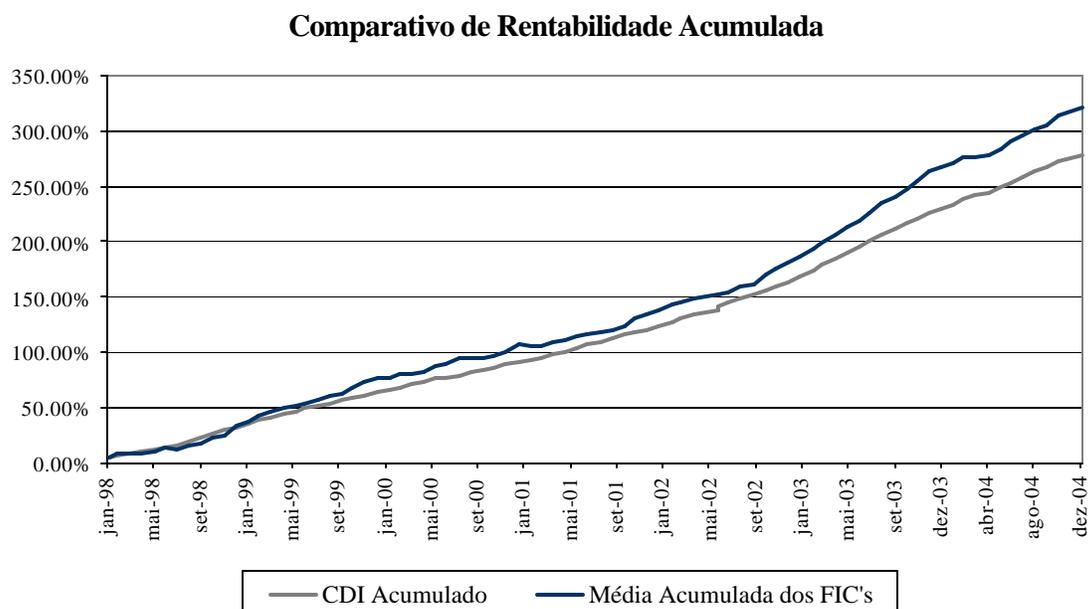
Os Fundos de Aplicação em Cotas de FAF's (Fundo de Aplicação Financeira) surgiram em 1991, e de 1990 para 1991 a indústria cresceu 74.67%, passando de um volume total de US\$ 7.257 (bilhões) para US\$ 12.676 (bilhões). Em 1995, foram criados os Fundo de Aplicação em Cotas de FIF's (Fundo de Investimento Financeiro) e a indústria passou de um volume de US\$ 63.636 (bilhões) em 1995 para US\$ 111.514 (bilhões) em 1996.

5.2 RENTABILIDADES DOS FUNDOS x CDI

Nesse tópico será apresentado um breve estudo sobre os retornos dos FIC's e um comparativo com o CDI. Além disso, será apresentado o Pactual IFMM (Índice de Fundos MultiMercados) que foi desenvolvido pelo Banco Pactual S/A para servir de comparação/*benchmark* de desempenho ao invés do CDI.

O gráfico abaixo apresenta um comparativo de rentabilidade acumulada da média de rentabilidades dos FIC's versus o CDI. Nota-se que apenas no começo o CDI apresenta rentabilidade superior, o que mostra a consistência de retorno absoluto apresentada pelos fundos de fundos no longo prazo. A partir de Fevereiro de 1999, a rentabilidade média acumulada pelos FIC's supera o CDI chegando a atingir uma média de aproximadamente 109% do CDI. Em Dez/04 esse percentual é de 115.35%.

Gráfico 6 – Comparativo de Rentabilidade Acumulada (FIC's x CDI)



A tabela a seguir apresenta as rentabilidades dos FIC's desde o início, no ano de 2004 e no ano de 2003, estabelecendo também um comparativo com o CDI. Analisando-se as informações na tabela chegamos à seguinte conclusão: desde o início, 18 dos 25 fundos, ou seja, 72%, apresenta rentabilidade superior a 100% do CDI. Se formos analisar somente o ano de 2004, o resultado piora bastante, onde apenas 7 (ou seja, 28%) fundos apresentam rentabilidade acima de 100% do CDI, enquanto 12 (ou seja, 48%) estão no intervalo de 90% a 100% do CDI. Em compensação, no ano de 2003, 21 fundos, ou seja 88% dos fundos selecionados (levando em conta que 1 dos fundos ainda não existia, logo, o total é de 24 fundos) apresentaram rentabilidade maior do que 100% do CDI.

Tabela 3 – Tabela de Rentabilidades

	Início	Acum. Início	% CDI	2004	% CDI	2003	% CDI
CDI	-	-	-	16.18%	-	23.27%	-
AAA ALLOCATION FIC MULTIMERCADO	29/11/1996	373.57%	179.11%	14.84%	91.76%	29.13%	125.16%
ABN AMRO RISK PRIVATE FIC MULTIMERCADO	27/11/1997	276.10%	99.40%	15.45%	95.47%	25.33%	108.84%
ALFA PRIVATE PORTFÓLIO FIC MULTIMERCADO LP	10/6/1996	281.76%	101.44%	14.20%	87.79%	26.82%	115.23%
BNP PARIBAS MULTI FI MULTIMERCADO	2/1/2003	45.16%	111.61%	16.03%	99.10%	25.10%	107.87%
BOSTON FUND OF FUNDS FIC MULTIMERCADO	30/11/2000	68.60%	125.63%	14.90%	92.09%	28.03%	120.42%
BOSTON MULTIMANAGER FIC MULTIMERCADO	5/2/2002	67.50%	102.44%	15.16%	93.68%	24.33%	104.55%
BOSTON MULTIMANAGER PLUS FIC MULTIMERCADO	5/2/2002	71.26%	108.14%	15.00%	92.69%	26.43%	113.57%
BOSTON MULTIPORTFOLIO BALANCED FIC MULTIMERCADO	14/5/1997	240.31%	86.52%	14.72%	91.01%	50.96%	218.96%
FAMA FIX TRIGGER FIC MULTIMERCADO	13/7/1999	155.08%	101.76%	17.04%	105.36%	24.26%	104.22%
FIDÚCIA TOP MANAGERS FIC MULTIMERCADO	16/1/2003	42.35%	104.65%	13.87%	85.73%	25.01%	107.45%
HG HEDGE FIC MULTIMERCADO	24/11/1998	297.45%	148.18%	13.23%	81.75%	28.11%	120.77%
HG TOP FI MULTIMERCADO	5/10/1995	423.02%	152.30%	16.73%	103.38%	31.11%	133.68%
HSBC AQUAMARINE FIC MULTIMERCADO	17/1/2000	151.65%	115.47%	15.10%	93.35%	27.95%	120.11%
LLA PERFORMANCE LIVRE FIC MULTIMERCADO	22/5/2002	77.40%	131.10%	16.59%	102.52%	31.09%	133.60%
LYONNAIS MULTI MANAGER FI MULTIMERCADO	14/4/2000	114.78%	94.11%	15.71%	97.13%	24.63%	105.82%
PACTUAL MASTERS FI MULTIMERCADO	10/3/2003	39.35%	110.67%	16.64%	102.87%	19.47%	83.64%
PACTUAL MULTICARTEIRA AGRESSIVO FIC MULTIMERCADO	16/1/1998	366.21%	136.70%	17.37%	107.35%	28.10%	120.72%
SAFRA MULTICARTEIRA AGRESSIVO FI MULTIMERCADO	25/9/2000	92.73%	86.29%	16.44%	101.61%	41.60%	178.76%
SAFRA MULTIGESTÃO FUNDO FIC MULTIMERCADO	11/1/2003	14.42%	89.12%	14.42%	89.12%	-	-
SAFRA MULTIMANAGER FIC MULTIMERCADO	1/4/2003	37.18%	112.43%	13.34%	82.45%	21.03%	90.37%
SANTANDER FUND OF FUNDS MODERADO FIC MULTIMERCADO	10/2/1999	199.00%	109.98%	15.38%	95.05%	25.32%	108.81%
SUL AMÉRICA MULTICARTEIRA FI MULTIMERCADO	10/4/2000	149.02%	122.18%	24.48%	151.31%	29.02%	124.67%
UNICLASS ARROJADO FIC MULTIMERCADO	5/5/1998	268.67%	111.46%	15.09%	93.26%	22.85%	98.18%
UNICLASS MULTI FIC MULTIMERCADO	9/10/2000	96.39%	91.93%	15.36%	94.95%	35.12%	150.89%
UNICLASS MULTIGESTOR PLUS FIC MULTIMERCADO	2/10/1995	271.30%	97.68%	13.99%	86.46%	25.20%	108.28%

5.2.1.1 PACTUAL IFMM

O Banco Pactual S/A desenvolveu o Pactual IFMM (Índice de Fundos Multi-Mercados), cujo objetivo é fornecer um índice capaz de servir como *benchmark* para comparação de investimentos na indústria de fundos multimercados local, servindo como alternativa de comparação com o CDI. As regras para determinação dos fundos elegíveis e a composição do IFMM serão descritas abaixo e foram retiradas do site do Banco Pactual S/A.

(i) Regras para determinação dos fundos elegíveis

O índice de fundos multimercados é, como o próprio nome diz, composto exclusivamente por fundos multimercados. O primeiro passo é a definição de quais os fundos que serão elegíveis para fazer parte do índice “IFMM”, através das regras descritas a seguir:

- 1) O fundo deve fazer parte das categorias Multimercados com RV ou Multimercados com RV com Alavancagem da base de dados da ANBID. No evento de mudanças no padrão de classificação, será mantida a consistência com o modelo atual – ou seja, serão escolhidas as classes que na nova classificação melhor representem esse universo.
- 2) O administrador do fundo deve informar diariamente a cota e o patrimônio líquido à base de dados mantida pela ANBID.
- 3) O fundo deve estar cadastrado na base de dados da ANBID com suas informações atualizadas até o quinto dia útil anterior à data de rebalanceamento do índice, que ocorre trimestralmente (no primeiro dia útil dos meses de janeiro, abril, julho e outubro).
- 4) O fundo deve ter um histórico mínimo de 12 meses contados a partir do quinto dia útil anterior à data de rebalanceamento do índice.
- 5) O fundo deve ter um patrimônio médio para uma janela de 3 meses contados a partir do quinto dia útil anterior à data de rebalanceamento do índice acima de R\$ 25MM (vinte e cinco milhões de reais) para efeito de entrada no índice.
- 6) O fundo não deve estar cadastrado como “Exclusivo” na base de dados da ANBID, nem ser de acesso exclusivo a apenas um determinado gestor.
- 7) O fundo não pode ser um FIQ – Fundo de Investimento em Quotas.
- 8) O fundo não pode ser um “fundo espelho” que reproduza com alto grau de similaridade a estratégia de outro fundo qualquer (mesmo que tenha liquidez para resgate diferenciada).
- 9) Para o índice Pactual IFMM-A, também é necessário que, para ser elegível, o fundo esteja aberto para novas aplicações até pelo menos o quinto dia útil anterior à data de rebalanceamento do índice. Caso o fundo feche após essa data, será automaticamente

excluído do índice Pactual IFMM-A no próximo re-balanceamento. Caso o fundo re-abra para novas aplicações, voltará a ser elegível para fazer parte do índice.

(ii) Composição do Índice

Todos os fundos que respeitem todas as regras anteriores compõem o espaço de “fundos elegíveis”. O espaço chamado de “indústria” é igual ao de “fundos elegíveis” mais aqueles fundos que não respeitam a regra 5 descrita anteriormente. As regras de montagem do índice são as seguintes:

- 1) O índice é ponderado trimestralmente, iniciando sua nova carteira no primeiro dia útil dos meses de Janeiro, Abril, Julho e Outubro.
- 2) Calcula-se o PL médio para os últimos 3 meses (“PL Médio”) dos fundos da “indústria”, contados a partir do quinto dia útil anterior a data de rebalanceamento do índice.
- 3) Ordena-se a “indústria” em ordem decrescente de PL Médio.
- 4) Calcula-se o somatório dos PLs Médios e a participação percentual de cada um dos fundos do espaço “indústria” no total (“% indústria”)
- 5) Soma-se o “% da indústria” até que seja atingido o patamar de 75%. Os “fundos elegíveis” dentro deste limite irão compor o índice (“fundos selecionados”).
- 6) Calcula-se o somatório do “% indústria” dos “fundos selecionados”. Em seguida divide-se os “% indústria” dos “fundos selecionados” por este somatório, obtendo-se assim o % índice (“% índice”).
- 7) Deve ser verificado se cada fundo possui individualmente seu “% índice” inferior a 8%.

- 8) Caso algum “fundo selecionado” tenha violado o passo 7, este “fundo selecionado” com “% índice” acima de 8% deve ter o seu “% índice” igualado a 8%. Os demais serão rebalanceados proporcionalmente para que o somatório do “% índice” se mantenha em 100%.
- 9) Deve ser verificado se há algum gestor com somatório de “% índice” acima de 15%.
- 10) Caso algum gestor tenha violado o passo 9, seus fundos com menor “% índice” deverão ser reduzidos até que o total do gestor (e não do administrador) chegue a 15%. Vale mencionar que pode surgir a necessidade de se remover algum “fundo selecionado” neste passo. Mesmo assim, não haverá entrada de um novo fundo na composição do índice. Os demais “fundos selecionados” que não ultrapassem o limite individual de 8% deverão ser rebalanceados proporcionalmente.
- 11) Após a verificação que as condições dos passos 7 e 9 foram cumpridas, o índice será composto pelos “fundos selecionados” e seus pesos serão o “% índice”.
- 12) O “% índice” ficará fixo entre os rebalanceamentos e o retorno diário do índice será o somatório dos retornos diários dos “fundos selecionados” ponderado pelos seus respectivos pesos (“% índice”).

6. CONCLUSÃO

No presente trabalho foi realizada uma introdução sobre a indústria de fundos de investimento como um todo e sobre a indústria de fundos de fundos mais especificamente, reafirmando o fato de que a introdução dos fundos de fundos na indústria de investimentos foi relevante, pois impactou em um substantivo aumento do volume total da indústria de fundos.

Uma vez apresentada a indústria de fundos de fundos, foram destacadas as suas principais características, ressaltando-se suas vantagens frente aos diferentes tipos de fundos de investimento. E nota-se que a taxa de administração e performance médias desses fundos, assim como o depósito inicial mínimo são mais baixas do que as cobradas pelos fundos individualmente, o que facilita e reduz o custo de acesso aos diversos tipos de fundos de investimento.

Outro foco foi referente à seleção dos fundos e gestores que irão compor as carteiras dos fundos de terceiros.

O processo de seleção dos gestores e dos fundos é feito através de rigorosas análises quantitativa, em relação à consistência e desempenho dos fundos, e qualitativa, visando estudar e analisar o processo de gestão como um todo. O principal objetivo do fundo de fundos é, assim como qualquer outro fundo, a maximização do retorno vinculada a uma redução do risco, a diferença é que o principal veículo de diminuição/diluição do risco é

através da diversificação dos fundos/gestores. Ao longo deste trabalho foram apresentados os principais critérios utilizados nesses dois processos, que abrangem a metodologia de avaliação de desempenho dos fundos, os principais pontos que devem ser levados em consideração num processo de elaboração de *Due Dilligence* para a seleção de gestores e o processo de alocação nas diversas classes de ativos existentes no mercado.

Para efeitos de análise e comparação da indústria de fundos de fundos foram selecionados 25 fundos. Depois de analisados os dados de performance desses fundos, chega-se à conclusão de que, desde sua existência, mais de 70% desses fundos apresenta rentabilidade acumulada superior a 100% do CDI, que é normalmente o *benchmark* desses fundos.

Dada a análise dos dados quantitativos, pode-se dizer que a diversificação dos gestores leva, na maioria das vezes, a um rendimento superior ao CDI num período de longo prazo, ou seja, analisando-se o gráfico comparativo de rentabilidade acumulada dos fundos versus o CDI, nota-se a presença de consistência.

Logo, dados os argumentos acima, o presente trabalho realizou uma breve e sucinta apresentação da indústria de fundos de fundos, ressaltando seus principais aspectos e diferenciais, além de reafirmar o conceito de consistência de retorno absoluto no longo prazo apresentado por esses tipos de fundos.

7. BIBLIOGRAFIA

Livros

BUSSAD, W. e MORETTIN, P. Estatística Básica.

FRANCIS, Jack C. Management of Investments.

ENDERS, Walter. Applied Econometric Time Series

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. Introductory econometrics: a modern approach

MISHKIN, Frederic. Moedas, Bancos e Mercados Financeiros

Artigos Técnicos

ARAGAO, Cesar e BARROS, Petronio de M. Controle de Risco em fundos multicarteira no Brasil.

SANVICENTTE, Antonio Z. Gestão de carteiras de fundos de investimento: análise empírica da gestão de exposição a riscos diante de um evento marcante.

ARNOTT, Robert D. Due Dilligence: A Manager´s Perspective.

VARGA, Gyorgy. Seleção de Fundos de Investimentos.

VARGA, Gyorgy. Classes de Ativos no Brasil.

VARGA, Gyorgy. A Indústria de Hedge Funds.

DUARTE, Antonio , AMOROSO, Arrari e NAVARRO, Marco. Metodologia para o acompanhamento da administração de ativos por terceiros

AZEVEDO, Hugo. Indicadores de performance para fundos de investimento.

Sites

www.comoinvestir.com.br

www.anbid.com.br

www.cvm.org.br

www.bmf.com.br

www.andima.com.br

Software

Programa QUANTUM

Programa SI ANBID

ANEXO I**QUESTIONÁRIO DE DUE DILLIGENCE****I. Dados Básicos**

1. **Nome do fundo:**
2. Data de início:
3. Código Anbid:
4. Categoria Anbid:
5. Empresa gestora:
6. Dados para contato com o gestor e/ou comercial (por favor, passe informações detalhadas para contato com o gestor):
7. Benchmark do fundo:
8. Target de retorno:
9. Volatilidade média esperada (a.a.):
10. Patrimônio líquido:
11. Cota de aplicação:
12. Cota de resgate:
13. Horário para aplicações e resgates:
14. Regras específicas para aplicações e resgates
15. Taxa de saída:

16. Taxa de administração:
17. Taxa de performance (índice, periodicidade, high water mark, memória, sob cotista ou cotas):
18. Aplicação e movimentação mínimas:
19. Política de rebate de taxa de administração e performance:

II. Informações sobre o Gestor de Recursos

20. Descreva histórico da empresa de gestão, focando em mudanças de controle.
21. Como você caracteriza o estilo de investimento da empresa?
22. O que diferencia a empresa na gestão de *hedge funds*?
23. Qual parcela do resultado do grupo vem da atividade de *Asset Management*?
24. Qual a política de remuneração e bonificação dos profissionais? Informar o percentual do resultado da empresa distribuído na forma de bônus e os critérios para determinação dos bônus individuais nas áreas de gestão, risco, research e comercial. Informar especificamente a relação entre a performance do(s) fundo(s) e a remuneração dos profissionais.
25. Informar o valor total dos ativos geridos pela empresa (fornecer evolução dos últimos 12 meses) segmentando por tipo de produto e base de clientes (private, distribuidores, varejo e corporate).
26. Os gestores tem investimentos significativos nos fundos da Asset? Quanto % do portfolio pessoal em média?
27. Existe algum código de conduta e ética aplicado aos profissionais envolvidos na gestão?
28. Quais os mercados em que a empresa considera ter maior especialidade?
29. Indique o portfólio de produtos oferecidos e explique as razões de a empresa focar nos mesmos.
30. Como tem sido o histórico de crescimento da empresa e que políticas são tomadas para administrar esse crescimento?
31. Quais são as corretoras utilizadas e como é o processo de seleção? Existe algum acordo de reciprocidade?

32. Como tem sido o histórico de crescimento da empresa e que políticas são tomadas para administrar esse crescimento?
33. Quem cobra os resultados de performance dos gestores e com que frequência?
34. Quais ferramentas (softwares de risco, provedores de informação de mercado, consultoria econômicas e política, etc) a empresa possui para auxiliar na gestão?

III. Pessoas / Profissionais de Investimentos

35. Descrever o organograma da Asset, indicando o nome dos profissionais e as funções por eles executadas.
36. Descrever brevemente o currículo acadêmico e profissional de todos os profissionais de investimentos (gestão, risco e *research*), informando todas as empresas financeiras nas quais trabalharam.
37. Quem gere o fundo na ausência do gestor principal?
38. Informar se ocorreram mudanças no quadro de profissionais de investimentos da empresa desde o início dos fundos. Em caso afirmativo, informar as mudanças ocorrida e os motivos das mesmas.
39. Quantos profissionais da área de investimentos trabalham para a Asset?
40. Descreva as medidas utilizadas para incentivar a qualificação e aprimoramento dos gestores e analistas.

IV. Processo de Investimentos

41. Descrever de que forma as decisões de investimentos são tomadas. Informar todos os comitês existentes, suas funções, participantes e periodicidade das reuniões.
42. Detalhe alterações no processo que estão em fase de implementação ou que serão implementadas no futuro próximo e que afetam o fundo.
43. Com base em que tipo de análises são tomadas as decisões de alocação?
44. Existe uma área de *research*? A gestora utiliza fontes externas? Quais?

45. De que forma a responsabilidade é dividida entre os gestores? Eles são responsáveis por produtos ou por mercados?
46. Como foram as aplicações/resgates no fundo nos últimos 12 meses e como isso afetou a gestão?
47. Que fatores são enfatizados na definição das alocações da carteira (yield, valuation, crescimento, ciclo econômico, características do negócio, etc)?
48. Como é o processo de boletagem e distribuição das ordens entre os diferentes fundos?
49. Quais estratégias com derivativos são comumente utilizadas, quais os critérios de decisão e os sistemas de monitoramento?
50. Uma vez tomada uma decisão de alocação, qual o procedimento até a execução da ordem? Quem são as pessoas envolvidas?
51. Que procedimentos existem para monitorar os desvios em relação a estratégia?

V. Construção do Portfólio

52. Quais são os ativos permitidos e os mais usuais?
53. Qual a política do fundo em relação a crédito privado?
54. Existem limites de exposição por mercado? Quais?
55. Quais as principais estratégias adotadas pelo fundo?
56. Existe um limite máximo para o prazo dos títulos em carteira? Qual?
57. Quais os principais derivativos utilizados? Há possibilidade de operar derivativos sem garantia?
58. Existe limite máximo para alavancagem? Qual?
59. Qual a política de gestão do caixa dos fundos?
60. Qual a política do fundo em relação a day trade?

VI. Gestão de Risco

61. Descrever a estrutura da área de gestão de risco. A quem a área se reporta?
62. Qual o procedimento adotado no caso do fundo ficar acima do limite de risco?

63. Quais metodologias a empresa utiliza para gerenciar risco de mercado? Que sistemas a empresa possui (proprietários e de terceiros)? Quais os limites de risco dentro de cada metodologia (ex. Limites de VaR, Stress Test, etc)
64. Como é avaliada a adequação das posições do fundo em relação ao objetivos de risco/retorno do mesmo?
65. Existe limite máximo de perda aceitável num determinado período (mês, ano, etc.)?
66. Existe limite máximo para comprometimento de margem de garantia na BM&F?
67. Existem limites de stop loss para os fundos? Em caso afirmativo, informar os limites e como eles são calculados (absoluto ou em relação ao benchmark). Eles já foram ultrapassados no passado?
68. Como é a política de controle do risco de liquidez dos fundos?
69. Listar todas as providencias/controles existentes para minimizar os riscos operacional e legal.

VII. Estrutura de Suporte

70. Indique a estrutura da área de operações e descreva os indicadores de qualidade utilizados para o *back-office*.
71. No caso de *back-office* não terceirizado, como é garantida a segregação e independência em relação à gestão?
72. Qual a instituição custodiante e quais os critérios de escolha?
73. Como é efetuada a conferência das posições custodiadas e qual a periodicidade?
74. Qual a metodologia utilizada na precificação dos ativos e derivativos? Qual a área responsável pelos cálculos?

VIII. Compliance

75. Indique a situação da empresa em relação às exigências legais. (Há algum processo administrativo ou demanda judicial etc.)

76. Há um departamento interno de *compliance* e/ou auditoria interna? Detalhe os recursos da área e descreva o organograma da área de *compliance*. Qual a periodicidade da revisão da auditoria?
77. Qual é a proporção entre funcionários de *compliance* e funcionários da empresa?
78. Identifique padrões internos de *compliance* que você considera mais conservadores que a legislação vigente.
79. Que restrições são impostas aos gestores com relação a transações pessoais e transferência inapropriada de informações?
80. Como é garantida uma alocação justa de ordens (inclusive novas emissões) a todos os fundos relevantes?
81. Existe procedimento para transferência de títulos entre fundos? Descreva-o e forneça o nome do responsável por esse controle.
82. Há políticas de segurança (telefonía, informática)?
83. Liste as instituições das quais a empresa é membro ou nas quais a empresa é registrada.
84. Indique eventuais processos administrativos ou demandas judiciais envolvendo ou que já tenha envolvido a empresa, os funcionários ou os fundos.

IX. Performance

85. Informar o que contribuiu para a performance do fundo em cada um dos períodos de crise relacionados a seguir: Crise asiática – 1997; Russa – 1998; Cambial – 1999; Nasdaq – 2000; Atentados terroristas – 2001; Argentina – 2001; Marcação a mercado – 2002; Eleições – 2002;
86. Quais foram os 2 melhores e piores meses do fundo? O que contribui para o resultado em cada um dos 4 períodos?
87. Como o resultado do fundo se distribuiu entre mercados e estratégias nos últimos 12 trimestres? Informar a atribuição de performance trimestre a trimestre, incluindo a contribuição de operações de *day trade*.

X. Relacionamento / Disponibilização de Informações

88. Disponibilizar exemplos dos relatórios enviados aos distribuidores informando a periodicidade de cada um.
89. Disponibilizar o material de vendas e os relatórios enviados aos clientes
90. Os gestores estão disponíveis para *conference calls* periodicos com a equipe da GAP Asset Managament?
91. Os gestores estão disponíveis para receber visitas periódicas da equipe da GAP Asset Managament?
92. Qual a periodicidade para abertura da carteira e qual a defasagem da mesma?

ANEXO 2**RESOLUCAO CMN 1.787**

AUTORIZA A CONSTITUIÇÃO DE FUNDOS DE APLICAÇÃO FINANCEIRA, NOS TERMOS DA REGULAMENTAÇÃO A SER BAIXADA PELO BANCO CENTRAL DO BRASIL.

O BANCO CENTRAL DO BRASIL, NA FORMA DO ART. 9º DA LEI Nº 4.595, DE 31.12.64, TORNA PÚBLICO QUE A PRESIDENTE DO CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL, POR ATO DE 01.02.91, COM BASE NO parágrafo 2º DO ART. 2º DA LEI Nº 8.056, DE 28.06.90, "AD REFERENDUM" DAQUELE CONSELHO, E TENDO EM VISTA AS DISPOSIÇÕES DA LEI Nº 4.728, DE 14.07.65, E DO ART. 3º, INCISO I, DA LEI Nº 6.385, DE 07.12.76,

R E S O L V E U:

ART. 1º. AUTORIZAR A CONSTITUIÇÃO, BEM COMO O FUNCIONAMENTO A PARTIR DE 01.03.91, DE FUNDOS DE APLICAÇÃO FINANCEIRA, QUE TERÃO POR OBJETIVO PRINCIPAL A APLICAÇÃO DE RECURSOS EM CARTEIRA DIVERSIFICADA DE TÍTULOS DE RENDA FIXA, NOS TERMOS DA REGULAMENTAÇÃO A SER BAIXADA PELO BANCO CENTRAL DO BRASIL.

ART. 2º. OS FUNDOS DE APLICAÇÕES DE CURTO PRAZO E OS FUNDOS MÚTUOS DE RENDA FIXA EM FUNCIONAMENTO DEVERÃO SER TRANSFORMADOS NOS FUNDOS DE QUE TRATA O ARTIGO ANTERIOR, INCORPORADOS AOS MESMOS OU LIQUIDADOS, NÃO PODENDO, SOB A ATUAL FORMA, REALIZAR OPERAÇÕES A PARTIR DE 01.03.91.

ART. 3º. AUTORIZAR A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS A BAIXAR AS NORMAS E ADOTAR AS MEDIDAS QUE ENTENDER NECESSÁRIAS RELATIVAMENTE À CONSTITUIÇÃO E AO FUNCIONAMENTO DOS FUNDOS MÚTUOS DE AÇÕES.

PARÁGRAFO 1º. O BANCO CENTRAL DO BRASIL DEVERÁ SER PREVIAMENTE OUVIDO QUANDO SE TRATAR DA INTRODUÇÃO DE LIMITES MÁXIMOS DE

APLICAÇÃO DE RECURSOS DOS FUNDOS REFERIDOS NESTE ARTIGO EM TÍTULOS DE CRÉDITO.

PARÁGRAFO 2º. ENQUANTO NÃO BAIXADAS AS NORMAS A QUE SE REFERE ESTE ARTIGO, PERMANECEM EM VIGOR AS DISPOSIÇÕES DA RESOLUÇÃO 1.280, DE 20.03.87, COM AS MODIFICAÇÕES INTRODUZIDAS PELAS RESOLUÇÕES NºS 1.365, DE 30.07.87, E 1.659, DE 26.10.89.

ART. 4º. O BANCO CENTRAL DO BRASIL PODERÁ BAIXAR AS NORMAS E ADOPTAR AS MEDIDAS JULGADAS NECESSÁRIAS À EXECUÇÃO DO DISPOSTO NESTA RESOLUÇÃO.

ART. 5º. ESTA RESOLUÇÃO ENTRA EM VIGOR NA DATA DE SUA PUBLICAÇÃO.

ART. 6º. FICAM REVOGADOS O ITEM III DA RESOLUÇÃO Nº 1.280, DE 20.03.87, E, A PARTIR DE 01.03.91:

I - AS RESOLUÇÕES NºS 1.199, DE 10.10.86, 1.286, DE 20.03.87, 1.589, DE 29.03.89, 1.711, DE 15.05.90, 1.729, DE 10.07.90, E 1.765, DE 31.10.90;

II - AS CIRCULARES NºS 1.215, DE 06.08.87, 1.411, DE 29.12.88, 1.614, DE 22.03.90, 1.619, DE 23.03.90, 1.747, DE 05.06.90, 1.752, DE 07.06.90, 1.774, DE 10.07.90, 1.779, DE 18.07.90, 1.838, DE 01.11.90, E 1.864, DE 14.12.90; E

III - AS CARTAS-CIRCULARES NºS 1.662, DE 06.07.87, 1.706, DE 31.08.87, 1.879, DE 04.01.89, E 2.116, DE 09.10.90.

BRASÍLIA (DF), 1º DE FEVEREIRO DE 1991

IBRAHIM ERIS
PRESIDENTE

ANEXO 3

RESOLUCAO CMN 2.183

Autoriza a constituição e o funcionamento de fundos de investimento financeiro e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e dispõe sobre os fundos de investimento que especifica.

O BANCO CENTRAL DO BRASIL, na forma do art. 9º da Lei nº 4.595, de 31.12.64, torna público que o CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL, em sessão realizada em 20.07.95, tendo em vista o disposto na Lei nº 4.728, de 14.07.65, e nos arts. 3º e 4º, alínea "c", do Decreto-Lei nº 1.290, de 03.12.73,

RESOLVEU:

Art. 1º Autorizar a constituição e o funcionamento, nos termos da regulamentação a ser baixada pelo Banco Central do Brasil:

I - de fundos de investimento financeiro, destinados à captação de recursos para aplicação em carteira diversificada de ativos financeiros e demais modalidades operacionais disponíveis no âmbito do mercado financeiro;

II - de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento, que devem ter por objetivo exclusivo a aplicação de recursos em quotas de fundos de investimento financeiro e demais fundos de investimento que vierem a ser especificados.

Parágrafo 1º A regulamentação referida neste artigo deve contemplar, no mínimo, o seguinte:

I - obrigatoriedade de designação de administrador tecnicamente qualificado, responsável, civil e criminalmente, pela gestão, supervisão, acompanhamento e prestação de informações relativas ao fundo;

II - obrigatoriedade da adoção do critério de avaliação dos ativos integrantes da carteira do fundo pelo seu valor de mercado;

III - requisitos de diversificação das aplicações do fundo;

IV - sistemática de crédito de rendimento e condições de resgate de quotas do fundo.

Parágrafo 2º Fica facultada a contratação de pessoa jurídica para administração da carteira do fundo, sem prejuízo da responsabilidade da instituição administradora e do administrador designado.

Art. 2º Vedar a emissão e colocação, a partir de 01.10.95, de quotas de fundos mútuos de renda fixa, fundos de investimento em "commodities", fundos de aplicação financeira, fundos de investimento em quotas de fundos de aplicação financeira, fundos de renda fixa - curto prazo e fundos de investimento em quotas de fundos de renda fixa - curto prazo.

Art. 3º Até 29.12.95, os fundos referidos no art. 2º devem:

I - ser transformados em fundos de investimento financeiro ou a esses incorporados, desde que os ativos financeiros e as modalidades operacionais integrantes das respectivas carteiras sejam objeto de avaliação a preços de mercado; ou

II - ser liquidados, com aprovação de suas contas pela assembléia geral de condôminos.

Parágrafo 1º O resgate das quotas emitidas pelos fundos objeto de transformação ou incorporação nos termos deste artigo deve ser realizado de conformidade com as condições previstas nos respectivos regulamentos, computados, para tal fim, os períodos de permanência verificados nos mesmos.

Parágrafo 2º Para fins do disposto no parágrafo 1º, as quotas do fundo objeto de transformação ou incorporação devem ser obrigatoriamente resgatadas previamente àquelas emitidas em nome do mesmo condômino pelo fundo de investimento financeiro.

Parágrafo 3º Os ativos financeiros e/ou modalidades operacionais integrantes da carteira do fundo objeto de transformação ou incorporação podem ser mantidos no fundo de investimento financeiro independentemente da observância de requisitos de diversificação até o vencimento respectivo ou 29.12.95, o que ocorrer primeiro.

Art. 4º O fundo de investimento constituído nos termos da Resolução nº 2.108, de 12.09.94, passa a ser regido, no que couber, pela regulamentação referida no art. 1º desta Resolução, admitido o resgate de quotas de sua emissão com rendimento a qualquer tempo.

Art. 5º Alterar o item II da Resolução nº 1.429, de 15.12.87, que passa a vigorar com a seguinte redação:

"II - Fica o Banco Central do Brasil autorizado a baixar normas regulamentando a custódia do ouro transacionado no mercado financeiro."

Art. 6º Esta Resolução entra em vigor na data de sua publicação, produzindo efeitos a partir de 01.08.95.

Art. 7º Ficam revogados:

I - a partir de 01.08.95, o inciso I do parágrafo 1º do art. 1º da Resolução nº 2.108, de 12.09.94;

II - a partir de 29.12.95:

a) as Resoluções nºs 1.286, de 20.03.87, 1.589, de 29.03.89, 1.729, de 10.07.90, 1.765, de 31.10.90, 1.791, de 26.02.91, 1.912, de 11.03.92, e 2.069, de 29.04.94, as Circulares nºs 1.160, de 22.04.87, 1.411, de 29.12.88, 1.482 e 1.483, de 16.05.89, 1.491, de 01.06.89, 1.721, de 09.05.90, 1.864, de 14.12.90, 1.904, de 26.02.91, 1.946, de 24.04.91, 2.008, de 08.08.91, 2.076, de 07.11.91, 2.124, de 24.01.92, 2.129, de 29.01.92, 2.176, de 20.05.92, 2.205, de 24.07.92, 2.209, de 05.08.92, 2.251 e 2.252, de 18.11.92, 2.265, de 14.01.93, 2.304, de 04.05.93, 2.325 e 2.326, de 30.06.93, 2.352, de 04.08.93, 2.357, de 12.08.93, 2.373, de 21.10.93, 2.391, de 22.12.93, 2.420, de 29.04.94, 2.432, de 29.06.94, 2.517, de 09.12.94, 2.519, de 15.12.94, e 2.542, de 01.02.95, as Cartas-Circulares nºs 2.335, de 12.11.92, 2.339, de 08.12.92, 2.407, de 23.09.93, 2.409, de 29.09.93, 2.492, de 08.09.94, e 2.536, de 20.04.95, e os Comunicados nºs 2.322, de 22.02.91, 2.529, de 09.09.91, 2.891, de 26.06.92, 2.968, de 11.08.92, 2.983, de 28.08.92, 3.130, de 22.12.92, 3.298, de 03.05.93, 3.471, de 23.08.93, 3.901, de 17.05.94, e 4.041, de 13.07.94;

b) o item III da Resolução nº 1.429, de 15.12.87, os arts. 1º e 2º da Resolução nº 1.787, de 01.02.91, o parágrafo único do art. 1º da Circular nº 1.890, de 01.02.91, o art. 2º da Circular nº 2.039, de 13.09.91, a alínea "a" do inciso II, do art. 1º da Circular nº 2.287, de 10.03.93, o art. 3º da Circular nº 2.301, de 04.05.93, o art. 2º da Circular nº 2.485, de 22.09.94, o art. 6º da Circular nº 2.511, de 02.12.94, e os incisos I e II do art. 3º da Circular nº 2.528, de 28.12.94.

Brasília, 21 de julho de 1995

Gustavo Jorge Laboissière Loyola

Presidente