

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
MBA AUDITORIA INTEGRAL

**FUNDOS DE INVESTIMENTOS: ALÉM DA REGULAÇÃO, ANÁLISE DO
ENQUADRAMENTO DE FUNDOS COMO FERRAMENTA DE GESTÃO**

CURITIBA
2012

MARCIA CRISTINA GABARDO

**FUNDOS DE INVESTIMENTOS: ALÉM DA REGULAÇÃO, ANÁLISE DO
ENQUADRAMENTO DE FUNDOS COMO FERRAMENTA DE GESTÃO**

**Monografia apresentada para
obtenção do certificado de Pós
Graduação, do curso de MBA em
Auditoria Integral da Universidade
Federal do Paraná – UFPR**

**Prof^a. Ana Paula Mussi Szabo
Cherobin**

CURITIBA

2012

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO
PARECER FINAL

NOME DO (A) ALUNO (A): MÁRCIA CRISTINA GABARDO

TÍTULO DO TRABALHO: FUNDOS DE INVESTIMENTOS: ALÉM DA REGULAÇÃO, ANÁLISE DO ENQUADRAMENTO DE FUNDOS COMO FERRAMENTA DE GESTÃO

NOME DO PROFESSOR ORIENTADOR: ANA PAULA MUSSI SZABO CHEROBIM

PARECER DO PROFESSOR ORIENTADOR:

O trabalho preenche os requisitos de monografia:
Originalidade ⇒ O tema "Enquadramento de Fundos" não tem sido estudado na academia.
Metodologia ⇒ Estudo de caso - foi bem escolhido, porquanto o banco de grande porte com diversidade de fundos.
Conclusões ⇒ Pertinência metodológica e seu "juízo de valor"

NOTA: 10 (Dez)

ASSINATURA:

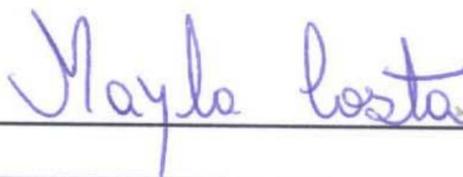


Ana Paula Mussi Szabo Cherobim
Siad 136611/1154581

NOME DO PROFESSOR DESIGNADO:

NOTA: 8,0 (Oito)

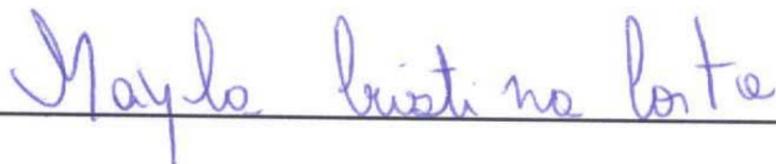
ASSINATURA:



CONCEITO FINAL: 9,0 (Nove)

COORDENADOR DO CURSO: MAYLA CRISTINA COSTA

ASSINATURA:



DATA:

15 / 10 / 2012

*Aprender é a única coisa que a mente
nunca se cansa, nunca tem medo e nunca
se arrepende. (Leonardo da Vinci)*

RESUMO

O grande dilema da economia: atender as necessidades ilimitadas do homem versus os recursos escassos da natureza. Necessidade de consumo requer uma dinâmica econômico-social, pois sem indústrias e comércios, não existem produção e oferta de produtos, nem a utilização de mão de obra para geração de emprego e renda. A partir do pressuposto de que parte da riqueza gerada deve ser poupada e investida para manutenção do ciclo de crescimento econômico há, portanto, uma demanda de que o capital deve ser trabalhado em benefício próprio, sintetizando, fazer com que o dinheiro seja aplicado para gerar mais dinheiro. Nesse sentido entram em cena as instituições financeiras ofertando seus produtos e serviços, produtos na forma de Fundos de Investimentos e ativos diversos a serem aplicados e serviços como gestão desses ativos para obter maior retorno aos investidores. Tais instituições são legitimadas por órgãos normativos e fiscalizadores, os quais garantem tanto a instituição financeira como prestadora desse serviço, quanto orienta aos investidores através de uma transparência de informações e credibilidade frente à sociedade. Este estudo faz uma análise partindo de uma Instrução normativa legal e adequando instrumentos que auxiliem os gestores no trabalho e manuseio dos recursos depositados pelos investidores, que neles têm confiabilidade e fidelidade obtida através de boa gestão financeira, que irá manter o investidor e atrair novos investidores para a sua instituição.

Palavras-chave: Fundos de Investimentos. Instrução Normativa. CVM. Ações de companhias abertas. Ativos financeiros.

LISTA DE ABREVIATURAS

- ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimentos
- ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais
- ANDIMA - Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro
- BC – BACEN - Banco Central
- BM&FBovespa - Bolsa de Mercadorias & Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo
- CDA – Composição da Diversificação das Aplicações
- CDB – Certificado de Depósito Bancário
- CDI – Certificado de Depósito Interbancário
- CMN - Conselho Monetário Nacional
- CRI – Certificados de Recebíveis Imobiliários
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários
- EQM – Erro Quadrático Médio
- FGC – Fundo Garantidor de Crédito
- FI – Fundo de Investimento
- FIA – Fundo de Investimento de Ações
- FIC – Fundo de Investimento em Cota
- FIDC – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
- FII – Fundo de Investimento Imobiliário
- IGP-M – Índice Geral de Preços do Mercado
- IN – Instrução Normativa
- LFT – Letra Financeira do Tesouro
- LTN – Letra do Tesouro Nacional
- NTN – Nota do Tesouro Nacional
- PL – Patrimônio Líquido
- TE – *Tracking Error*
- TVM – Títulos de Valores Mobiliários
- VaR – *Value at Risk*

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Composição da Carteira em 31/01/2012.....	27
Figura 2: Composição da Carteira em 29/02/2012.....	27
Figura 3: Composição da Carteira em 31/03/2012.....	27
Figura 4: Regra de enquadramento.....	28

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Variação Rentabilidade Mensal entre Valor da Cota e Benchmark	34
Gráfico 2: Variação Rentabilidade Acumulada entre Valor da Cota e Benchmark.....	35

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Composição da Carteira limites de aplicação de fundo de Dívida Externa.....	10
Quadro 2: Composição dos Ativos da Carteira.....	28
Quadro 3: Valor da Cota X Ibovespa.....	29
Quadro 4: Valor da Cota X Ibovespa – Desvio Padrão.....	32

SUMÁRIO

RESUMO.....	ii
LISTA DE ABREVIATURAS.....	iii
LISTA DE FIGURAS.....	iv
LISTA DE GRAFICOS.....	v
LISTA DE QUADROS.....	vi
1 INTRODUÇÃO.....	3
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA.....	3
1.2 OBJETIVOS.....	4
1.2.1 Objetivo Geral.....	4
1.2.2 Objetivos Específicos.....	4
1.3 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO.....	5
1.4 ORGANIZAÇÃO DO CONTEÚDO.....	5
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	6
2.1 DESCRIÇÃO DE ATIVOS FINANCEIROS EM CARTEIRAS DE INVESTIMENTO.....	6
2.1.1 Fundos de Renda Variável.....	8
2.1.2 Conceitos de Derivativos.....	11
2.2 ENTIDADES REGULADORAS, NORMATIVAS E FISCALIZADORAS	13
2.2.1 Caracterização da Instrução Normativa CVM 409.....	15
2.3 APRESENTAÇÃO DO FUNDO – ESTUDO DE CASO.....	16
2.3.1 <i>Benchmarking</i>	17
2.3.2 Ferramentas de Gestão.....	17
2.3.3 Índice Sharpe.....	18
2.3.4 <i>Tracking Error</i>	19
2.3.5 Erro Quadrático Médio.....	19
2.3.6 Conceito de <i>Value at Risk</i>	19
3 METODOLOGIA DA PESQUISA.....	21

3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA.....	21
3.2 DESCRIÇÃO DOS PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS.....	22
3.3 DESCRIÇÃO DOS PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE DE DADOS.....	22
4 DESENVOLVIMENTO DA ANÁLISE.....	24
4.1 FERRAMENTA DE CONTROLE E GESTÃO.....	24
4.2 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DO FUNDO.....	25
4.2.1 Fundo BNY Mellon ARX Fundo de Investimento de Ações.....	25
4.2.2 Análise de Enquadramento.....	28
4.2.3 Comparativo com o <i>Benchmark</i>	29
4.2.4 Risco Sistemático e Risco Não Sistemático.....	30
4.2.5 Índice Sharpe.....	31
4.2.6 <i>Tracking Error versus</i> Erro Quadrático Médio.....	32
4.2.7 <i>Value at Risk</i>	35
4.2.8 Precificação de Ativos.....	36
5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES.....	38
5.1 CONCLUSÕES.....	38
5.2 RECOMENDAÇÕES.....	40
REFERÊNCIAS.....	41

1 INTRODUÇÃO

Este capítulo apresenta os fundos de investimentos, suas características, especialmente ao que tange questões de enquadramento à normas do Bacen. Descreve o problema de pesquisa, o objetivo geral e os objetivos específicos. Em seguida, mostra justificativas para a realização do estudo. Por último, descreve como a monografia está organizada.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Segundo Amaral *et. al* (2004) a geração de poupança interna e a ampliação de investimento produtivo são condições para alavancar e manter taxas de crescimento econômico compatíveis com o desenvolvimento social. Fundos de investimentos como recursos para investir possibilitam alavancar o crescimento de um país na medida em que canalizam os recursos para o setor produtivo.

De acordo com Motta (2001), o mercado de capitais é um mecanismo fundamental para formação e alocação de capital de forma eficiente e no montante adequado para o financiamento do crescimento econômico. Um mercado de capitais forte traz benefícios diretos para a atividade econômica. Por um lado, aumenta as alternativas de investimento, reduz seu custo e, de forma combinada, significa mais crescimento efetivo. Por outro lado, eleva a competitividade da economia como um todo.

Por meio de conceituações acerca das várias modalidades de fundos de investimentos, de forma que um profissional, mesmo que iniciante, na área de investimentos possa compreender a complexidade do mercado financeiro e de capital, onde a sociedade está cada dia mais específica e devido a oportunidade de se negociar com ativos externos, se faz necessário a existência de instruções regulatórias, para trazer segurança ao investidor e mostrar transparência dos ativos por parte dos emissores de papéis.

A questão do enquadramento de ativos dentro de uma carteira de investimentos, se faz necessária para esclarecer a composição que agrega determinada carteira e propicia que o investidor aplique de acordo com seu perfil de investimento: conservador, moderado, arrojado e agressivo para iniciar ou galgar maiores possibilidade de investimentos.

Cumprir a norma de enquadramento é a ferramenta de fiscalização que a CVM mantém para regular as instituições financeiras, e buscar credibilidade do investidor tanto interno quanto externo. Neste sentido, o estudo busca responder a seguinte questão de pesquisa: **Qual (is) ferramenta (s) de controle auxiliam na gestão da carteira e identificam possíveis problemas no desenquadramento de Fundo de Ações de acordo com a Instrução Normativa CVM 409?**

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

Identificar qual(is) ferramenta(s) de controle auxiliam na gestão do Fundo e possíveis problemas no desenquadramento de Fundo de Ações de acordo com a Instrução Normativa CVM 409.

1.2.2 Objetivos Específicos

- a) Descrever os métodos de avaliação que constata o enquadramento dos ativos financeiros em uma carteira de investimentos;
- b) Desenvolver uma ferramenta de controle para auxiliar administradores e gestores na gestão da carteira de investimentos dentro dos normativos legais; e
- c) Abordar métodos de análise de gestão de ativos.

1.3 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

Identificadas as implicações para o agente financeiro de acordo com as regras da Comissão de Valores Mobiliários em caso de desenquadramento de ativos financeiros, com o auxílio da ferramenta de controle e métodos de gestão, mostrar as recomendações de reenquadramento dos ativos financeiros pertencentes a um fundo de investimento, e abordagem de métodos de análise.

1.4 ORGANIZAÇÃO DO CONTEÚDO

Este estudo está organizado em cinco capítulos, no primeiro, a introdução, a qual apresenta o tema, descreve o problema levantado, os objetivos geral e específicos, finalizando com a justificativa e a organização do trabalho.

O segundo capítulo traz a fundamentação teórica, que está dividida em descrição dos ativos financeiros em carteiras de investimentos, conceitos de tipos de fundos e derivativos, aborda as entidades reguladoras, normativas e fiscalizadoras, evidenciando a Instrução que rege o enquadramento de ativos, uma das bases deste estudo. Discorre sobre a apresentação do fundo para o estudo de caso e os conceitos de suporte para a análise de gestão, *benchmarking*, ferramentas de gestão como o Índice Sharpe, *Tracking Error*, Erro Quadrático Médio, *Value at Risk (VaR)*.

No terceiro capítulo descreve a metodologia aplicada a este estudo, dando enfoque ao delineamento da pesquisa, coleta e análise de dados.

O quarto capítulo evidencia o desenvolvimento da análise, o objetivo e a aplicação da ferramenta de controle de gestão, seguido da apresentação minuciosa e análise do Fundo, que serve de estudo de caso, utilizando-o como base para os cálculos dos métodos e índices propostos, como o índice Sharpe, comparativo com o benchmark, a importância do conhecimento sobre risco, metodologias comparativas tais como *Tracking Error versus* Erro Quadrático Médio e um apêndice sobre precificação de ativos.

O quinto e último capítulo está descrito as conclusões da pesquisa e as recomendações para estudos futuros.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Este capítulo contempla inicialmente os aspectos conceituais dos fundos de investimentos. Descreve-se a regulamentação da instrução CVM 409 sobre implementação de fundos de investimentos, entidades reguladoras e fiscalizadoras e apresentação do Fundo que servirá de base para o estudo de caso.

2.1 DESCRIÇÃO DE ATIVOS FINANCEIROS EM CARTEIRAS DE INVESTIMENTOS

A organização de fundos de investimentos é complexa, como se cada fundo fosse uma empresa e tendo o cotista como seu sócio ou dono, em caso de fundos exclusivos. Existe estatuto, CNPJ, contabilidade, pagamento de despesas e de tributos, tal atividade necessita de muito controle, organização e fiscalização, para isso órgão como o Conselho de Valores Mobiliários (CVM) elabora inúmeras Instruções, para que as entidades financeiras entrem em harmonia com a norma e gerem mais transparência frente à economia.

Segundo Toscano Junior (2004), os fundos de investimentos são formas de aplicações financeiras na qual o investidor aplica seu dinheiro em conjunto com outros investidores para obter um rendimento melhor do que se aplicasse sozinho. A administração desse fundo compete a uma entidade financeira autorizada pela CVM. A carteira que compreende este fundo pode ser composta por títulos de renda fixa, títulos de renda variável e derivativos, podendo ter critérios específicos na sua estrutura de ativos financeiros.

Fundos de Renda Fixa são aqueles que compram títulos no mercado primário ou secundário para formar uma carteira. São títulos de crédito que possuem baixa volatilidade, geralmente encabeçados por títulos públicos de emissão do Banco Central do Brasil e do Tesouro Nacional, os títulos públicos federais mais conhecidos são as Letras Financeiras do Tesouro (LFT), Notas do Tesouro Nacional (NTN) e Letras do Tesouro Nacional (LTN). Há títulos privados, os quais também são classificados como renda fixa, os mais comuns são: Certificados de Depósitos Bancários, Debêntures, Notas Promissórias, Letras Financeiras e outras tantas.

Há também uma classificação nos fundos de Renda Fixa, que são os Fundos de Investimentos em Cotas de Fundos de Investimentos, aqueles que compõem a sua carteira comprando cotas de outros fundos, essa modalidade surgiu para reduzir o custo com administração da carteira e diminuir o risco do patrimônio.

Fundos cambiais possuem títulos de renda fixa corrigidos por uma moeda estrangeira, mais uma taxa prefixada conhecida como “cupom cambial”. São utilizados por investidores que possuem empréstimos em outras moedas, mas não é um *hedge* perfeito, pois não garante toda a variação cambial devido a incidência do imposto de renda – 20% sobre a variação cambial no período de aplicação. (Toscano Junior, 2004).

Fundos não referenciados são fundos de risco médio, sua carteira é composta por um mínimo de 80% de títulos de renda fixa (ativos públicos e privados), podendo ter até 20% de outros ativos, como ações. Por ter um risco moderado, as operações no mercado de derivativos são realizadas para proteção da carteira contra flutuações de taxas e moedas. (Toscano Junior, 2004).

Fundos referenciados são fundos de renda fixa ou aqueles que aplicam em cotas de fundos de investimentos e tem a característica de serem baixo risco. Tem identificado em sua denominação o indicador de desempenho (*Benchmark*). Devem manter em sua carteira uma quantidade mínima de 80% de títulos públicos federais ou títulos privados de baixo risco, e que acompanhem um determinado referencial (*Benchmark*) DI ou cambio, ou seja, uma taxa, índice ou moeda. Portanto o gestor do fundo procura papéis que acompanham o índice escolhido, são direcionados aos investidores com perfis conservadores, as operações em mercado de derivativos se forem realizadas, será apenas para proteção da carteira contra as flutuações de taxas ou moedas estrangeiras. (Toscano Junior, 2004).

O indicador de desempenho de um fundo referenciado deve estar explícito na denominação social do Fundo, se o fundo tiver como referencia a taxa de cambio Real X Dólar, se a referencia foi um variação o IGP-M ou CDI, exemplos de fundos referenciados: Alfa Investor - Fundo de Investimento Referenciado DI Longo Prazo, Icatu Vanguarda Referenciado Selic Fundo de Investimento, BB Prev Publico IGP-M I Fundo de Investimento Renda Fixa

Na instrução normativa CVM 409, as classificações dos fundos como Renda Fixa, Referenciado, Cambial, etc., são definidas pelo principal fator de risco envolvido.

Os fundos de Renda Fixa e Cambial devem possuir no mínimo 80% da sua carteira composta por ativos diretos ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco da sua classe. Esses fatores de risco são representados pela variação da taxa de juros doméstica ou índice de preços, podendo ser ambos. Para os fundos cambiais o fator de risco é representado pela variação de preço da moeda estrangeira ou a variação do cupom cambial.

2.1.1 Fundos de Renda Variável

O fundo é considerado de renda variável se na sua composição possui no mínimo 67% em ações, as quais representadas por *units* (recibos de ações), bônus ou recibos de subscrição de ações, certificados de depósitos de ações, cotas de Fundos de ações e cotas de Fundos de índice de ações (Eduardo Fortuna, 2011).

Fundos de ações, que aplicam em renda variável, são mais sensíveis aos cenários econômicos, e possuem maior risco, mas tendem a proporcionar uma melhor rentabilidade. Normalmente a carteira desses fundos são compostas por ações, que são títulos com alta volatilidade com uma política de investimento especulativa em ouro, commodities, mercados de derivativos para alavancagem de posição patrimonial da carteira do fundo.

Os fundos de ações são tomados como base desse estudo, porquanto representam a maior possibilidade de desenquadramento, justamente por serem de renda variável e sofrerem variações em seu valor de mercado com maior frequência, exigindo maior controle e gestão de ativos por parte do Gestor.

O patrimônio líquido de um Fundo de Ações que exceder ao percentual mínimo de 67% pode ser aplicado em outras modalidades de ativos financeiros, que façam parte da estratégia de investimento do gestor, porém há de se respeitar os limites de concentração de modalidade de ativos financeiros determinados pela IN CVM 409 e também pelo regulamento do Fundo.

Dentro de Fundos de ações existem “sub-níveis” que seguem uma especificidade na sua estratégia mercadológica, como os fundos de Ações de governança e Fundos de Ações de responsabilidade social, outra modalidade são dos Fundos de Ações de Dividendos, os quais possuem a peculiaridade de adquirir ações de

empresas renomadas, que não exigem investimentos de curto prazo, e que oferecem uma boa distribuição de lucros aos seus acionistas. Isso é importante considerar na hora da compra de papéis, pois essas ações não sofrem tanta oscilação no pregão.

Alguns gestores tendem a aplicar em fundos de ações ditas de segunda linha, conhecidas como *small cap*, empresas de baixa capitalização no mercado. Devido à massiva aplicação nesta modalidade, a Anbima definiu o critério de um Fundo de Ações Small Cap, os quais devem aplicar no mínimo 90% dos recursos nas 75 ações menos líquidas do índice IBrX-100 da Bovespa, essas ações são formadas pelos 100 papéis selecionados a partir do critério de presença no mercado. Nos 10% restantes, o gestor poderá comprar qualquer ação do IBrX-100, exceto àquelas 10 mais líquidas, o gestor, também pode optar por ações que não compõem este índice, para que possa se respaldar com um pouco mais de liquidez em caso de saques mais elevados.

Para os Fundos de ações, conforme a IN 409 Art. 95 § 2º, estes devem possuir no mínimo 67% da sua carteira, em ações de companhias abertas negociadas à vista em bolsa de valores, ou balcão organizado. E no § 3º, o fator de risco associado a um Fundo de ações é a variação de preços de ações negociadas em bolsa de valores ou balcões organizados, devido a volatilidade desses ativos e a grande especulação em torno dos mesmos.

Fundos multimercados são aqueles que permitem ao investidor diversificar seus investimentos em mercados de renda fixa, moedas estrangeiras, títulos referenciados em dólar norte-americano e renda variável (índices e ações), tudo em uma única carteira de ativos, é necessário um gestor profissional que faça o acompanhamento constante do mercado. São fundos que foram desenvolvidos para atuar com flexibilidade em vários mercados, aproveitando as melhores oportunidades. Apresentam um modelo requintado na aquisição de ativos, que define limites de atuação de acordo com os diversos perfis do risco do investidor, que pode ser moderado, arrojado e agressivo. A aquisição dos títulos em cada mercado deverá ser realizada a partir de uma estratégia adotada pelo gestor, que está acompanhando tanto o cenário nacional quanto o internacional. Devido à oscilação dos mercados financeiros e de capitais, a diversificação dos ativos e o constante monitoramento dos acontecimentos políticos e econômicos, a estratégia do gestor deve ser muito bem pautada. (Toscano Junior, 2004).

Evitar a concentração em determinado ativo reduz o impacto de eventuais quedas de rentabilidade esperada, a aplicação em diversos ativos, os quais se comportam de maneiras diferentes frente a economia e mudanças no mercado, com isso o baixo desempenho em algum ativo é compensada pelo alto desempenho em outros.

Os fundos de Dívida Externa têm por objetivos buscar oportunidades de títulos de dívida externa de responsabilidade da União negociados no mercado internacional. O enquadramento deste Fundo é bem específico, pois no mínimo 80% devem ser compostos por esses títulos da dívida externa e no máximo 20% do patrimônio líquido seja integrado com títulos de crédito transacionados no mercado internacional, tendo o cuidado de que esses títulos sejam custodiados em instituições habilitadas a prestar esse serviço em nome de uma autoridade local competente.

Para esta modalidade de Fundo torna-se interessante exemplificar, através do Fundo: BB Dívida Externa Mil Fundo de Investimento (00.360.293/0001-18), obtido através do site CVM, a política de investimento está de acordo com a IN 409 da CVM, conforme extraído de seu regulamento a seguir:

“CAPÍTULO III - DA POLÍTICA DE INVESTIMENTO

Art. 9º - Para alcançar seus objetivos o FUNDO deverá compor uma carteira de ativos, podendo se utilizar dos instrumentos abaixo, em relação ao seu patrimônio líquido”.

Quadro 1 – Composição da carteira limites de aplicação de um Fundo de Dívida Externa

Composição da Carteira	Mínimo	Máximo
1) Títulos da dívida externa de responsabilidade da União	80%	100%
2) Títulos de crédito transacionados no mercado internacional	0%	20%
Outros Limites Observados em Relação ao Patrimônio Líquido		
1) Podem ser direcionados à realização de operações em mercados organizados de derivativos no exterior, exclusivamente para fins de "hedge" dos títulos integrantes da carteira respectiva, ou ser mantidos em conta de depósito em nome do fundo, no exterior.	0%	10%
2) Podem ser direcionados à realização de operações em mercados organizados de derivativos no País, exclusivamente para fins de hedge dos títulos integrantes da carteira respectiva, e desde que referenciadas em títulos representativos de dívida externa de responsabilidade da União, ou ser mantidos em conta de depósito à vista em nome do fundo, no País, observado no conjunto.	0%	10%

Fonte: CVM

E neste mesmo artigo 9º § 4º do regulamento do fundo:

“Os títulos representativos da Dívida Externa de responsabilidade da União devem ser mantidos, no exterior, em conta de custódia no Sistema EUROCLEAR ou na LuxClear - Central Securities Depository of Luxembourg (CEDEL)”.

Esse exemplo abrange a totalidade do Artigo 96 da IN 409, que dita o seguinte:

“Os fundos classificados como “Dívida Externa” deverão aplicar, no mínimo, 80% (oitenta por cento) de seu patrimônio líquido em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União, sendo permitida a aplicação de até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido em outros títulos de crédito transacionados no mercado internacional”.

Há uma série de modalidades de fundos, que não é objeto deste estudo discorrer, mas vale ressaltar a título de classificação e de conhecimento, pois todas as modalidades de fundo possuem um enquadramento específico, são eles: Fundo de Investimento para Investidores Qualificados, Pessoas Físicas e/ou Jurídicas, que façam um aporte inicial de R\$ 300 mil; Fundos Exclusivos, possuem apenas um cotista; fundos de Investimentos Previdenciários, seus investidores são previdências complementares abertas e fechadas; Fundos de Fundos – Multimercado Multigestor, esses fundos aplicam em vários outros fundos com maior valor agregado; Fundo Setorial de Investimento em Ações, quando aplica em empresas de setores específicos; Fundos de Capital Garantido (FCG), garante ao investidor o retorno do capital investido, em caso de queda acentuada; Fundos de *Hedge*, no Brasil são classificados como multimercados, pois a idéia de *hedge* é de um seguro de um ativo devido algum sinistro ocorrido; Fundos *Off Shore* que são fundos com sede no exterior, preferencialmente em paraísos fiscais em que a regulamentação é mais liberal, a utilização destes fundos no Brasil não é ilegal, porém é necessário que as aplicações sejam declaradas na Receita Federal.

A grande vantagem dos Fundos de Investimentos é a ideia de condomínio, pois cada investidor possui suas cotas que, quando agrupadas gera uma rentabilidade melhor, do que se investisse sozinho, é como uma poupança em grupo onde cada condômino possui suas cotas que podem ser resgatadas a qualquer momento e com rendimento.

2.1.2 Conceitos de derivativos

De acordo com o regulamento de alguns tipos de fundos de investimentos existe a possibilidade de se investir em ativos denominados “derivativos”, que faz parte da estratégia de um gestor e também uma ferramenta em caso de desenquadramento.

Os derivativos são instrumentos financeiros sem valor próprio, e como conceito apresentado pelo Grupo dos 30 (“*Global Derivatives Study Group*”) utilizado pela

Anbima: Um contrato cujo valor depende (ou deriva) do valor de um bem básico, taxa de referencia ou índice. Eles têm esse nome por derivarem seu valor do valor de algum outro ativo, servindo para limitar o risco de volatilidade de preços.

Em suma esses papéis denominados derivativos dependem da existência de outro ativo de referencia, denominado ativo-objeto. O exemplo das *commodities* (mercadorias), que podem ser ouro, produtos agropecuários, índices e taxas, se essas mercadorias deixarem de existir ou de serem negociadas, o derivativo perde a sua natureza.

O derivativo mais antigo data do início da década de 70 quando surgiu o *swap*, que foi uma operação utilizada inicialmente para proteção contra o risco de oscilação de moedas estrangeiras.

Os derivativos dividem-se em financeiros, representados por taxas de juros, moedas e índices de bolsas e não financeiros compostos por petróleo e ativos agropecuários (soja, café, boi gordo, etc).

Conforme publicação feita pela Anbima, na oferta de derivativos os principais produtos são:

- Contratos futuros: contratos realizados entre duas contrapartes com vencimento futuro, onde são fixados os montantes e valores de compra e venda de um ativo específico, obedecendo a ajustes diários de posições e de margens;
- Opções: instrumento que permite ao investidor adquirir o direito de comprar ou vender um ativo e uma data preestabelecida por um outro investidor;
- Contrato a termo: contratos de compra e venda de um ativo com preços e prazos definidos, diferenciando-se dos contratos futuros por não apresentarem ajustes diários. A liquidação física e financeira ocorre na data determinada no contrato a termo;
- *Swaps*: troca de índices entre dois investidores, sem a troca do principal, com o objetivo de evitar riscos, muito utilizado em operações de *hedge*, na expectativa de reduzir a incerteza, principalmente a de oscilação cambial.

Os derivativos são ativos que o gestor pode utilizar para auxiliar no reenquadramento de fundos, isso quando o regulamento permite, mas esses mesmos derivativos operam como instrumentos de gestão no mercado financeiro e de capitais.

2.2 ENTIDADES REGULADORAS, NORMATIVAS E FISCALIZADORAS

A CVM é um órgão normativo do sistema financeiro, que tem por finalidade o desenvolvimento, a disciplina e a fiscalização do mercado de valores mobiliários. Para Fortuna (2011, p.24) a CVM é uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprio, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária. Seus objetivos fundamentais são: (i) Estímulo a aplicação de poupança no mercado acionário; (ii) Garantia do funcionamento eficiente e regular das bolsas de valores e instituições auxiliares que operem neste mercado; (iii) Proteção aos titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e outros tipos de atos ilegais que manipulem preços de valores mobiliários nos mercados primários e secundários de ações; e (iv) Fiscalização da emissão, o registro, a distribuição e a negociação de títulos emitidos pelas sociedades anônimas de capital aberto.

A CVM é um órgão regulador que tem a finalidade disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários, entendendo-se como tal aquele em que são negociados títulos emitidos pelas empresas para captar, junto ao público, recursos destinados ao financiamento de suas atividades. No site www.cvm.gov.br podem ser encontrados os regulamentos dos fundos de investimentos, bem como os CDA's (composição da diversificação das aplicações), cotas, PL's e demais informações relevantes. A CVM tem como principal objetivo, proteger os investidores, manter a eficiência e a ordem dos mercados e facilitar a formação de capital por parte das empresas.

O Conselho Monetário Nacional (CMN) é um órgão normativo por excelência, não possui funções executivas e é responsável pela fixação de diretrizes das políticas monetária, creditícia e cambial do País, por essas atuações o CMN é um conselho de política econômica.

É da sua competência, conforme (Fortuna, 2011), adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia nacional e o processo de desenvolvimento; regular o valor interno da moeda, prevenindo ou corrigindo os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa; regular o valor externo da moeda e o equilíbrio do balanço de pagamentos do País; zelar pela liquidez e pela solvência das instituições financeiras; entre outras.

É um órgão que deve ser criteriosamente acompanhado, quando da gestão de fundos de investimentos, pois toda e qualquer medida anunciada por este órgão irá afetar diretamente a rentabilidade e o *benchmark* do fundo.

O CMN por ser um órgão normativo criou-se a necessidade de um órgão executivo, que está representado pelo Banco Central (BC ou BACEN), o qual é responsável por cumprir e fazer cumprir as diretrizes reguladoras expedidas pelo CMN.

Dentre as principais atribuições do BACEN, destaca-se a emissão de títulos do governo; exercer a fiscalização das instituições financeiras, punindo-as quando necessário; autorizar o funcionamento e estabelecer a dinâmica operacional dessas instituições financeiras; controlar o fluxo de capitais estrangeiros, para garantir o correto funcionamento do mercado cambial, operando via, ouro, moeda ou operações de crédito no exterior; determinar via Copom, a taxa de juros de referencia para as operações de um dia, a conhecida taxa Selic. (Fortuna, 2011)

A ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades de Mercados Financeiro e de Capitais), em 2009 a ANBIMA fundiu a ANBID e a ANDIMA, formando uma só entidade, é o principal representante das instituições que atuam no mercado de capitais brasileiro, e tem por objetivo buscar o fortalecimento como instrumento fomentador do desenvolvimento do país. Ela auto-regula atividades, como a adoção de normas geralmente mais rígidas do que as impostas pela legislação, é também a principal provedora de informações do mercado de capitais do Brasil.

Para criar uma maior transparência e confiabilidade nas informações financeiras a ANBIMA elaborou um sistema de transferência de informações do mercado padronizada, ágil e segura denominado “Sistema Galgo”, essa ação inovadora foi desenvolvida junto com as instituições financeiras participantes dos mercados financeiros e de capitais. Esse sistema padronizou e centralizou a transferência de informações de fundos de investimentos de maneira ágil e confiável.

A BM&FBOVESPA é uma companhia de capital brasileiro formada em 2008, a partir da integração das operações da Bolsa de Valores de São Paulo e da Bolsa de Mercadorias & Futuros. Como principal instituição brasileira de intermediação para operações do mercado de capitais, a companhia desenvolve, implanta e provê sistemas para a negociação de ações, derivativos de ações, títulos de renda fixa, títulos públicos federais, derivativos financeiros, moedas à vista e commodities agropecuárias.

A Bolsa brasileira desempenha também atividades de gerenciamento de riscos das operações realizadas por meio de seus sistemas. Para tanto, possui uma robusta

estrutura de *clearings* de ações, derivativos, câmbio e ativos, que atua de forma integrada, com o Banco BM&F, de maneira a assegurar o funcionamento eficiente de seus mercados e a consolidação adequada das operações.

2.2.1 Caracterização da Instrução Normativa CVM 409

A Instrução Normativa 409 de 18 de agosto de 2004, dispõe sobre as normas gerais que regem a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimentos.

Conforme a norma, desenquadramento é o descumprimento dos limites de concentração, diversificação e riscos, os quais são definidos em regulamentação própria de cada fundo os quais seguem a Instrução Normativa 409.

No capítulo VIII da IN 409– que versa sobre a carteira do fundo, a partir do Artigo 85 há uma série de normas que tratam sobre enquadramento de ativos, mas os artigos que serão transcritos abaixo servirão de base para este estudo, pois a instrução determina procedimentos aplicáveis ao descumprimento das normas quanto ao desenquadramento.

Art. 89. O administrador e o gestor não estão sujeitos às penalidades aplicáveis pelo descumprimento dos limites de concentração e diversificação de carteira, e concentração de risco, definidos no regulamento de investimento e na legislação vigente, quando o descumprimento for causado por desenquadramento passivo, decorrente de fatos exógenos e alheios à sua vontade, que causem alterações imprevisíveis e significativas no patrimônio líquido do fundo ou nas condições gerais do mercado de capitais, desde que tal desenquadramento não ultrapasse o prazo máximo de 15 (quinze) dias consecutivos e não implique alteração do tratamento tributário conferido ao fundo ou aos cotistas do fundo.

Parágrafo único. O administrador deve comunicar à CVM, depois de ultrapassado o prazo de 15 (quinze) dias referido no caput, a ocorrência de desenquadramento, com as devidas justificativas, informando ainda o reenquadramento da carteira, no momento em que ocorrer.

Art. 90. Caso a CVM constate que o descumprimento dos limites de composição, diversificação de carteira e concentração de risco definidos nas diferentes classes de fundos de investimento, estendeu-se por período superior ao do prazo previsto no art. 89, poderá determinar ao administrador, sem prejuízo das penalidades cabíveis, a convocação de assembléia geral de cotistas para decidir sobre uma das seguintes alternativas:

I – transferência da administração ou da gestão do fundo, ou de ambas;

II – incorporação a outro fundo, ou

III – liquidação do fundo.

No Artigo 95 § 2º a Instrução Normativa classifica fundos de ações, da seguinte forma: os Fundos de ações devem possuir no mínimo 67% da sua carteira, em ações de companhias abertas negociadas à vista em bolsa de valores, ou balcão organizado. E no § 5º do mesmo Artigo, o fator de risco associado a um Fundo de Ações é a variação de preços de ações negociadas em bolsa de valores ou balcões organizados, devido a volatilidade desses ativos e grande especulação em torno dos mesmos.

No Artigo 95 § 3º a Instrução Normativa explana sobre o entendimento de fator de risco para um fundo de investimento, tais como: índice de preço, taxas de juros, índice de ações, preço do ativo em a sua variação impacte sobre o valor de mercado.

2.3 APRESENTAÇÃO DO FUNDO – ESTUDO DE CASO

Este estudo de caso será baseado no regulamento e prospecto do fundo: BNY Mellon ARX Fundo de Investimento de Ações, inscrito no CNPJ nº 05.515.848/0001-04, a documentação está disponível para consulta tanto no site da CVM (www.cvm.gov.br), quanto no site da BNY Mellon (www.bnymellon.com.br/), com o CNPJ do fundo fica mais ágil localizá-lo junto a CVM.

No regulamento e prospecto do fundo constam informações como o tipo de condomínio, se aberto, onde todos os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas a qualquer tempo e com rendimento, ou fechado, aquele em que as cotas só podem ser resgatadas no término do prazo de duração do fundo.

A divulgação do Fundo trás informações relevantes, tais como: o objetivo do fundo, sua meta, público alvo, política de investimento, faixas de alocação de ativos, as quais são importantes para análises de enquadramento, administrador e prestadores de serviço do fundo, bem como as taxas que serão cobradas, política do direito de voto em assembleias.

A cota de um fundo é a menor fração do Patrimônio Líquido do Fundo, o valor é atualizado diariamente tendo por base a avaliação patrimonial que considere o valor de mercado dos ativos financeiros.

Os valores captados pelos fundos de investimentos, através das vendas de cotas, são utilizados pelos administradores e ou gestores do fundo para compra de outros ativos, os quais seguem a política de investimento, objetivos do fundo e seu público-

alvo. O investidor que adquire essas cotas é denominado cotista, que pode ser exclusivo, o que detém toda a carteira de ativos, ou massificado, vários cotistas que aplicam no mesmo fundo, cada qual com sua fração de cotas do patrimônio líquido.

O administrador e/ou gestor do fundo é responsável pela gestão, supervisão, acompanhamento e prestação de informações relativas ao fundo, tem como principal atribuição o gerenciamento dos ativos na carteira, atentando para a regulamentação específica do fundo e instruções normativas, busca obter a melhor relação risco/rentabilidade. É esse prestador de serviço quem decide onde investir os recursos dos cotistas ou condôminos, comprando os ativos financeiros (ações, títulos públicos e privados, commodities, etc.), para isso ele utiliza métodos de análises para obter a melhor oportunidade de investimento.

2.3.1 *Benchmarking*

O *Benchmarking* é um dos mais úteis instrumentos de gestão para melhorar o desempenho das empresas e conquistar a superioridade em relação à concorrência (Camp, 1993). Em mercado financeiro são índices que permitem a comparação dos resultados alcançados pelo agente financeiro, com os padrões de mercado, *Benchmark* é um indicador que dá a referência de *performance* que cada fundo busca acompanhar.

No regulamento do fundo estudado o *benchmark* determinado pelo administrador é o Ibovespa.

O Índice Bovespa (Ibovespa) é o mais importante indicador de desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro, porque retrata o comportamento dos principais papéis negociados na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) (Fortuna, 2011).

2.3.2 Ferramentas de Gestão

Instrumentos que permitem acompanhar e identificar se os objetivos do fundo estão sendo cumpridos ou não, disponibiliza informações de forma tempestiva e padronizada, através de análises estatísticas e financeiras, segue determinadas

metodologias de análise de dados históricos e de tendências que possibilitem comparar os resultados atuais planejados com os resultados obtidos no passado.

É um mecanismo de monitoramento e de reporte de informações do Fundo que podem sinalizar situações não enquadráveis nos limites aceitáveis, bem como direcionamento de aplicações financeiras a serem feitas, seja para reenquadramento, ou para buscar melhores oportunidades de crescimento de capital aplicado.

2.3.3 Índice Sharpe

O Índice Sharpe, criado por William Sharpe, é um dos métodos mais utilizados em fundos de investimento, pois expressa a relação retorno/risco e informa se o fundo oferece rentabilidade compatível com o risco a que se expõe. No *raking* da carteira com base no Índice Sharpe, quanto maior o Sharpe do fundo, desde que positivo, melhor sua classificação.

Conforme Fortuna (2011), o Índice Sharpe (IS), é conhecido como índice de eficiência, que indica ao investidor se os riscos assumidos pelo Fundo foram bem remunerados. O cálculo deste índice leva em conta a volatilidade e a rentabilidade ajustadas, isto é, após a subtração de um *benchmark*, entendido como a melhor referencia desejável, neste estudo o Ibovespa é o *benchmark* adotado.

O Índice de Sharpe (IS) –mede a relação retorno x risco de cada ativo – ou seja, quanto de retorno um ativo está gerando para cada unidade de risco assumida.

Veja a fórmula:

$$\text{Índice Sharpe} = \frac{\text{retorno do fundo} - \text{retorno do benchmark}}{\text{Volatilidade do fundo}}$$

A volatilidade do fundo, segundo dicionário de finanças da BM&FBovespa, é a intensidade e frequência das variações bruscas da cotação de um ativo, índice, título ou valor mobiliário, é também uma medida de risco que um fundo apresenta com relação às cotas diárias. O valor mensurado para a volatilidade é obtido através do cálculo do desvio padrão, em um determinado período.

2.3.4 Tracking Error

O *Tracking Error* é uma mensuração de quão próxima a *performance* de uma carteira está do seu *benchmark*. Muitos fundos ou carteiras de investimento são geridas visando acompanhar um *benchmark* - os chamados fundos de gestão passiva. Nestes fundos é esperado que o rendimento seja muito próximo ao rendimento do *benchmark*. Já nos fundos de gestão ativa, espera-se uma *performance* superior ao *benchmark*.

O cálculo do *Tracking Error* observa valores históricos, já ocorridos, por esta razão é uma medida de *performance ex-post* (do que já aconteceu).

A fórmula é a seguinte:

$$\text{Tracking Error} = \sigma(\text{Retorno do Fundo} - \text{Retorno do Benchmark})$$

2.3.5 Erro Quadrático Médio

Existe outra ferramenta de análise de performance de fundos de gestão passiva, o Erro Quadrático Médio (EQM). Veja a fórmula:

$$EQM = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (ret_{fundo_i} - ret_{benchmark_i})^2}{n}}$$

Onde n é o nº de período analisado.

2.3.6 O Conceito de Value at Risk - VaR

A principal vantagem do *Value at Risk* é que ele resume o risco de uma instituição financeira devido a variáveis do mercado financeiro em uma única medida fácil de entender. Esta é a razão pela qual o VaR se tornou uma ferramenta essencial na comunicação dos riscos para a alta administração, diretores e acionistas.

Definido formalmente segundo Jorion (2003), o VaR sintetiza a maior perda esperada em um determinado período de tempo e em um intervalo de confiança. O primeiro passo para medir o VaR é a escolha do horizonte temporal e do nível de

confiança. Estes dois fatores são, de certa forma, arbitrários e devem ser orientados de acordo com o objetivo do VaR.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Descrevem-se, neste capítulo, os procedimentos metodológicos adotados no estudo. Primeiro, apresenta-se a caracterização da pesquisa. Após, delimita-se a amostra de pesquisa. Na sequência, descrevem-se os procedimentos de coleta de dados e desenvolvimento da análise.

3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

Para Gil (1999, p.42), a pesquisa tem um caráter pragmático, é um “processo formal e sistemático de desenvolvimento do método científico. O objetivo fundamental da pesquisa é descobrir respostas para problemas mediante o emprego de procedimentos científicos”.

Pesquisa é um conjunto de ações, propostas para encontrar a solução para um problema, que têm por base procedimentos racionais e sistemáticos. A pesquisa é realizada quando se tem um problema e não se tem informações para solucioná-lo.

Quanto aos objetivos da pesquisa a mesma se caracteriza como exploratória, a qual visa um procedimento metodológico que busca conhecer com maior profundidade sobre o tema deste estudo, de modo a esclarecer certos conceitos e construir uma ferramenta que auxilie no trabalho do setor financeiro, para propiciar uma visão geral de fundos de Investimentos e suas concentrações e implicações conforme rege a instrução específica.

O Estudo de Caso que será apresentado é um caso típico, a maioria das instituições financeiras possui carteiras com fundos de ações para seus clientes, conforme Yin (2005) “parte-se do princípio de que as lições que se aprendem desses casos fornecem muitas informações que sevem de apoio para os demais casos afins”.

3.2 DESCRIÇÃO DOS PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS

Quanto aos procedimentos, a pesquisa é, em um primeiro momento, documental. De acordo com Silva e Grigolo (2002) a pesquisa documental vale-se de materiais que ainda não receberam nenhuma análise aprofundada.

A coleta de dados será feita através de conteúdos disponibilizados em sites da CVM, Banco Central, Anbima, BMF & Bovespa e afins.

Richardson (1999, p. 80) descreve que “os estudos que empregam uma metodologia qualitativa descrevem uma complexidade de determinado problema, analisa a interação de certas variáveis, compreende e classifica processos dinâmicos existentes em determinados setores”.

A principal diferença entre uma abordagem qualitativa e quantitativa está no fato de que a qualitativa não emprega um instrumento estatístico como base do processo de análise, não se pretende numerar ou medir unidades ou categorias homogêneas, abordar de forma qualitativa é uma forma adequada de conhecer a natureza de um assunto específico.

O estudo de caso, que será abordado neste conteúdo, se faz necessário para exemplificar as análises, a partir de uma fundamentação teórica para conduzir a um estudo exploratório

Para Yin (2005), o estudo de caso conta com muitas técnicas utilizadas pelas pesquisas históricas a observação direta de um tema pode lidar com uma ampla variedade de evidências. Essas evidências podem vir de fontes distintas, como documentos, registros em arquivos, entrevistas, etc.

Este estudo está embasado em registro de arquivos principalmente em sites da internet, os quais abrangem um período de tempo que serve de subsídio para o estudo proposto.

3.3 DESCRIÇÃO DOS PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE DE DADOS

A partir da coleta dos dados nos sites de interesse pesquisados, faz-se necessário analisá-los visando atender aos objetivos propostos. A técnica de investigação utilizada consiste na análise de conteúdo, definida por Bardin (2004)

como um conjunto de técnicas de análise das comunicações que, através da descrição do conteúdo das mensagens, obtém indicadores qualitativos ou não que permitem a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/recepção das mensagens.

Badin acrescenta ainda que enquanto esforço de interpretação, a análise de conteúdo oscila entre os dois pólos do rigor da objetividade e da fecundidade da subjetividade, bem como absorve e cauciona o investigador por esta atração pelo escondido, o latente, o não aparente, o potencial de inédito (do não dito), retido por qualquer mensagem.

Através de um delineamento de uma ferramenta de gestão será possível fazer uma análise em tempo real para alçar os níveis de adequação dentro do regimento interno de determinado Fundo e normativo da CVM.

O processo de análise de dados consiste em extrair sentido dos dados coletados. Envolve preparar os dados para a análise, conduzir análises diferentes, aprofundar-se no entendimento dos dados e fazer uma interpretação do significado mais amplo dos dados. (Creswell, 2007).

4 DESENVOLVIMENTO DA ANÁLISE

Neste capítulo será apresentada uma ferramenta de controle que é utilizada por diversos agentes financeiros no acompanhamento diário dos Fundos de Investimentos. O objetivo é a análise e reenquadramento antes da notificação do órgão regulador e fiscalizador, e métodos de controle de gestão que auxiliam na administração de Fundos de Investimentos.

4.1 FERRAMENTA DE CONTROLE E GESTÃO

O objetivo de uma ferramenta de controle é visar o conhecimento do procedimento operacional quando o fundo de investimento apresentar desenquadramento em alguma de suas regras, tanto de legislação quanto de regulamentação específica.

Enquadramento é um processo aplicado aos fundos de investimento e se refere a validação de todas as regras legais e operacionais, que devem ser aplicadas a uma determinada classificação de fundo de investimento. Se todas as regras estão sendo aplicadas corretamente, o fundo está enquadrado e, caso contrário, está desenquadrado.

A ferramenta de controle deve monitorar as exposições de um fundo para o cumprimento das especificações de seu regulamento, legislações, mandatos de clientes, políticas de produtos entre outros.

Deve ser constituída partindo da verificação da carteira do fundo dia a dia e, refazendo o cálculo da regra onde está mostrando o desenquadramento.

Caso o desenquadramento seja confirmado, deve-se rever o regulamento do fundo no site da CVM para certificar de que não ocorreu alguma alteração na composição de ativos, na política de investimento e na regulamentação do Fundo e certificar que a regra continua válida e está parametrizada de forma correta.

Após todas as confirmações legais e regulamentatórias se faz necessário definir se o desenquadramento é ATIVO, causado por uma operação realizada pelo Gestor do

Fundo ou PASSIVO, ou seja, aquele causado pelo efeito do mercado sobre os ativos da carteira.

De qualquer forma, a área operacional deve informar o desenquadramento à área de negócios, a qual responde pelo gestor do fundo e monitorar diariamente se o fundo reenquadrou.

A planilha Excel é muito eficiente para utilização desta ferramenta, fazendo um perfil de cada fundo de investimento, pois ela poderá extrair as informações já parametrizadas contendo o nome do fundo, a descrição da regra, a classificação do fundo, limites máximos e mínimos para concentração de ativos específicos e o valor da exposição.

4.2 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DO FUNDO

4.2.1 Fundo BNY Mellon ARX Fundo de Investimento de Ações

O Fundo BNY Mellon ARX Fundo de Investimento de Ações foi constituído e iniciou suas atividades em 18 de julho de 2001, tendo uma forma de condomínio aberta, com prazo de duração indeterminado, classificado como um fundo de ações não exclusivo, em 31 de março de 2012 possuía 422 cotistas.

Seguindo o regulamento do fundo, postado na CVM em 16 de janeiro de 2012, e apresentando a composição da carteira de ativos. A política de investimento deste Fundo no seu Artigo 7º do regulamento determina que “o Fundo busca superar o Ibovespa” que é o *benchmark* do fundo. No Artigo 8º, traz a classificação do fundo, como sendo de ações, e que o Fundo aplicará no mínimo 67% do seu patrimônio líquido em ações, bem como suas vedações de ativos.

No Artigo 9º traz os limites de concentração por emissor e por modalidade de ativos financeiros, segue o trecho deste artigo:

Artigo 9º

O FUNDO obedecerá aos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativos financeiros constantes dos parágrafos abaixo.

Parágrafo Primeiro

Os ativos listados nos incisos I a III do Artigo 8º deste Regulamento não estão sujeitos a limites de concentração por emissor. No caso dos demais ativos, o FUNDO obedecerá aos limites de concentração por emissor constantes da tabela abaixo:

Instituições Financeiras	20%
Companhias Abertas	10%
Fundos de Investimento	10%
Pessoas Físicas	0%
Outras Pessoas Jurídicas de Direito Privado	0%
União Federal	33%

Parágrafo Segundo

Os ativos listados nos incisos I e II do Artigo 8º deste Regulamento estão sujeitos ao limite previsto no *caput* daquele. No caso dos demais ativos, o FUNDO obedecerá aos limites de concentração por modalidade de ativo financeiro constantes da tabela abaixo:

GRUPO A	Cotas de FI Instrução CVM 409 [exceto aquelas previstas no item III do Artigo 8º]	33%	
	Cotas de FIC Instrução CVM 409 [exceto aquelas previstas no item III do Artigo 8º]	33%	
	Cotas de Fundos de Índice, observado o disposto no Art. 8º, III e no Parágrafo Primeiro do referido Artigo.	100%	
	Conjunto dos seguintes Ativos Financeiros:	Cotas de FI Imobiliário	0%
		Cotas de FIDC	
Cotas de FIC FIDC			
CRI			
	Outros Ativos Financeiros (exceto os do Grupo B)		
GRUPO B	Títulos Públicos Federais de emissão do Tesouro Nacional e Operações Compromissadas lastreadas nestes títulos	33%	
	Ouro adquirido ou alienado em Bolsa de Mercadorias e Futuros	0%	
	Títulos de emissão ou co-obrigação de Instituição Financeira	33%	
	Outros Valores Mobiliários objeto de Oferta Pública	33%	

Parágrafo Terceiro

O Fundo não pode deter mais de 20% (vinte por cento) de seu patrimônio líquido em títulos ou valores mobiliários de emissão da Administradora, da Gestora ou de empresas a elas ligadas, vedada a aquisição de ações de emissão da Administradora.

Parágrafo Quarto

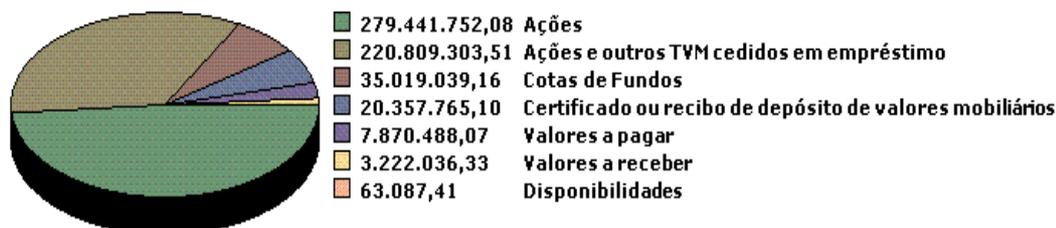
O percentual máximo de aplicação em cotas de fundos de investimento administrados pela Administradora, pela Gestora ou empresas a elas ligadas não excederá a 33% (trinta e três por cento).

As posições das carteiras, com dados extraídos do site da CVM.

Figura 1: Composição da Carteira em 31/01/2012

Nome do Fundo: BNY MELLON ARX FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES **CNPJ:** 04.515.848/0001-04

Administrador: BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. **CNPJ:** 02.201.501/0001-61



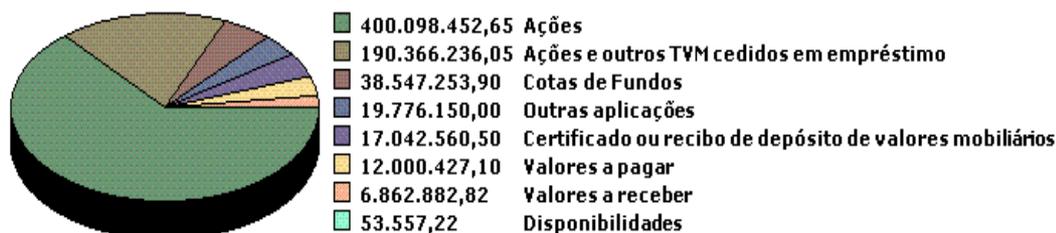
Patrimônio Líquido do Fundo: R\$ 551.042.495,52

Fonte: CVM

Figura 2: Composição da Carteira em 29/02/2012

Nome do Fundo: BNY MELLON ARX FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES **CNPJ:** 04.515.848/0001-04

Administrador: BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. **CNPJ:** 02.201.501/0001-61



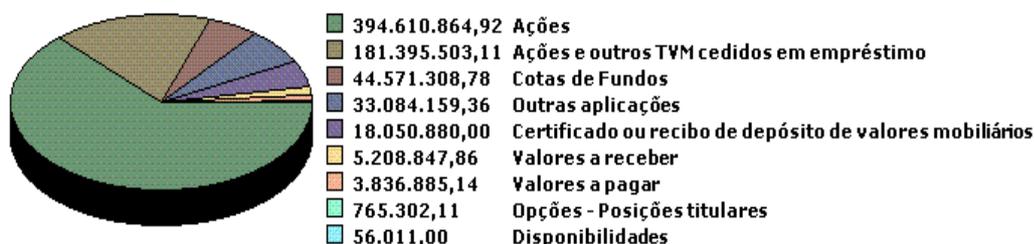
Patrimônio Líquido do Fundo: R\$ 660.746.666,04

Fonte: CVM

Figura 3: Composição da Carteira em 31/03/2012

Nome do Fundo: BNY MELLON ARX FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES **CNPJ:** 04.515.848/0001-04

Administrador: BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM S.A. **CNPJ:** 02.201.501/0001-61



Patrimônio Líquido do Fundo: R\$ 673.905.992,00

Fonte: CVM

4.2.2 Análise de enquadramento

A partir do exemplo das posições das carteiras do fundo BNY Mellon ARX FIA, extraído da CVM, podemos analisar os dados, para fins da aplicação da regra de enquadramento, da seguinte forma:

Quadro 2: Composição dos Ativos da Carteira

Composição	Janeiro - 2012		Fevereiro - 2012		Março - 2012	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Ações	279.441.752,08	50,71	400.098.452,65	60,55	394.610.864,92	58,56
Ações e outros TVM cedidos em empréstimo	220.809.303,51	40,07	190.366.236,05	28,81	181.395.503,11	26,92
Cotas de fundos	35.019.039,16	6,36	38.547.253,90	5,83	44.571.308,78	6,61
Outras aplicações	-	-	19.776.150,00	2,99	33.084.159,36	4,91
Certificado ou recibo de depósito de VM	20.357.765,10	3,69	17.042.560,50	2,58	18.050.880,00	2,68
Valores a pagar	(7.870.488,07)	(1,43)	(12.000.427,10)	(1,82)	(3.836.885,14)	(0,57)
Valores a receber	3.222.036,33	0,58	6.862.882,82	1,04	5.208.847,86	0,77
Opções - posições titulares	-	-	-	-	765.302,11	0,11
Disponibilidades	63.087,41	0,01	53.557,22	0,01	56.011,00	0,01
Patrimônio Líquido do Fundo	551.042.495,52	100,00	660.746.666,04	100,00	673.905.992,00	100,00

Fonte: Adaptada CVM

Figura 4: Regra de enquadramento

The screenshot shows an Excel spreadsheet with the following data and formula:

	A	B	C	D
3	janeiro-12			
4	Composição	Valor	%	
5	Ações	279.441.752,08	50,71	=SE((B5+B6)>(67/100)*\$B\$11;"ok";"desenquadrado")
6	Ações e outros TVM cedidos em empréstimo	220.809.303,51	40,07	
7	Cotas de fundos	35.019.039,16	6,36	
8	Certificado ou recibo de depósito de VM	20.357.765,10	3,69	
9	Valores a pagar	(7.870.488,07)	(1,43)	
10	Valores a receber	3.222.036,33	0,58	
11	Disponibilidades	63.087,41	0,01	
12	Patrimônio Líquido do Fundo	551.042.495,52	100,00	

Fonte: Autor

A Ferramenta de Controle para enquadramento, pode ser utilizada em uma planilha excel criando regras, como por exemplo:

=se (va>(67/100) X PLFd; “ok”;“desenquadrado”)

Onde:

Va = valor das ações

PLFd = Patrimônio Líquido do fundo

Somada as posições dos ativos em ações com as ações cedidas em empréstimos, nos três meses mostrados, observa-se que o fundo encontra-se enquadrado, dentro dos limites especificados tanto pela Instrução Normativa, quanto do regulamento que expõem os limites de concentração, no mínimo 67% em ações e no máximo 33% em ativos que compõem o Grupo A e B do regulamento.

Na mesma planilha excel podem-se criar diversas regras, como a que foi apresentada, inclusive parametrizar todos os enquadramentos legais e regulamentados a serem seguidos e adotados.

A regra citada para fins de desenquadramento deve ser utilizada diariamente, pelas entidades financeiras e controladoria de fundos de investimentos, pois os ativos podem desenquadrar devido à compra de determinados ativos, ou pela valorização desses ativos, o que causaria um desenquadramento passivo.

É através de uma ferramenta de controle, que fornece aos gestores do Fundo dados que atestam ao gestor, que o Fundo está condizente aos objetivos do regulamento e dentro das normas legais.

4.2.3 Comparativo com o *Benchmark*

A rentabilidade do fundo calculada com base na variação da cota, comparada com a variação do Ibovespa, calculada para um período de 12 meses

Quadro 3: Valor da Cota X Ibovespa

	VI Cota			Ibovespa		
31/03/2011	11,0710504	-	-	68.586,70	-	-
29/04/2011	10,9884271	(0,75)	(0,75)	66.132,86	(3,58)	(3,58)
31/05/2011	11,0041404	0,14	(0,60)	52.324,42	(20,88)	(23,71)
30/06/2011	10,7603489	(2,22)	(2,81)	62.403,64	19,26	(9,01)

continuação

29/07/2011	10,3378099	(3,93)	(6,62)	58.823,45	(5,74)	(14,23)
31/08/2011	9,8214321	(5,00)	(11,29)	56.495,12	(3,96)	(17,63)
30/09/2011	9,3747379	(4,55)	(15,32)	52.324,42	(7,38)	(23,71)
31/10/2011	10,2043584	8,85	(7,83)	58.338,39	11,49	(14,94)
30/11/2011	9,9818537	(2,18)	(9,84)	56.874,98	(2,51)	(17,08)
30/12/2011	10,1987476	2,17	(7,88)	56.754,08	(0,21)	(17,25)
31/01/2012	11,0647776	8,49	(0,06)	63.072,31	11,13	(8,04)
29/02/2012	11,7519053	6,21	6,15	65.811,73	4,34	(4,05)
30/03/2012	11,7362885	(0,13)	6,01	64.510,97	(1,98)	(5,94)

Fonte: Adaptado CVM e BM&FBovespa

Se o exercício social deste fundo fosse em março, chegaríamos à conclusão de que a rentabilidade acumulada do fundo em doze meses, seria positiva em 6,01%, enquanto que seu *Benchmark*, para o mesmo período fechou negativamente em (5,94), demonstrando uma alta volatilidade dos papéis negociados na Bolsa de Valores durante o período.

Este fato demonstra, principalmente, o conservadorismo do gestor ao aplicar parte dos recursos em títulos de renda fixa, reduzindo assim, um percentual de perdas.

4.2.4 Risco Sistemático e Risco Não Sistemático

Para compreender a dinâmica de um controle de gestão é importante o entendimento de diversificação de carteiras.

Existem dois tipos de riscos que afetam uma carteira de ações: risco sistemático ou não diversificável, e risco não sistemático ou diversificável.

Risco sistemático é o risco que é afetado por vários fatores macroeconômicos como taxa de juros, cambio e demais variáveis que afetem a economia e portanto afeta todas as ações do mercado.

O risco não sistemático é a parcela do risco total que não depende das variáveis econômicas, e sim de fatores específicos de uma empresa ou setor econômico.

Somando-se esses dois riscos temos o risco total da carteira. Para isso é necessário diversificar, mas o simples fato de colocar várias ações para obter uma boa diversificação não basta, é preciso escolher ações (ativos) com comportamentos

opostos, quando um apresenta rentabilidade negativa o outro compensa, apresentando uma rentabilidade positiva.

4.2.5 Índice Sharpe

O Índice Sharpe é o resultado de uma divisão, em que o numerador é a média aritmética dos retornos excedentes oferecidos pelo fundo, durante certo período de tempo. O denominador é o desvio padrão desses retornos. O retorno excedente é a parcela do rendimento oferecido pelo fundo que ficou, no nosso exemplo, acima da rentabilidade do *benchmark* adotado. A volatilidade, calculada pelo desvio padrão, é o padrão de oscilação desses retornos.

O Fundo BNY Mellon ARX FIA apresentou no período de 31 de março de 2011 a 31 de março de 2012 a seguinte rentabilidade mensal e acumulada, de cota de fundo e do *benchmark* (Ibovespa):

Cota do Fundo		Ibovespa	
Mensal	Acumulada	Mensal	Acumulada
(0,13)	6,01	(1,98)	(5,94)

Seguindo a fórmula do Índice Sharpe temos:

$$IS = \frac{\text{Retorno do fundo} - \text{Retorno do benchmark}}{\text{Volatilidade do fundo}}$$

O desvio padrão, obtido pelo valor da cota no período analisado é de 0,74160, valor medido para a volatilidade do fundo;

$$IS = \frac{6,01 - (-5,94)}{0,74160} = 16,11381$$

Esse índice mede o desempenho do fundo, sob a ótica da rentabilidade e do risco. Não necessariamente o Fundo mais rentável é o melhor, mas sim, a rentabilidade, medida pelo seu retorno, classificada pelo risco (menos volatilidade) a ela associado. O conceito é que todo retorno tem seu preço e quanto maior o Índice de Sharpe melhor. Um investidor não deveria aceitar aplicar em uma carteira com o IS negativo, pois essa

carteira teria um retorno abaixo do seu *benchmark*, e assim, teria sido melhor ter investido diretamente no *benchmark*.

Em suma o fundo apresentado obteve um IS de 16, o que significa dizer que essa carteira oferece 16 unidades de retorno adicional para cada unidade adicional de risco.

4.2.6 Tracking Error Versus Erro Quadrático Médio

O *tracking error* é dado pelo desvio padrão das diferenças entre os retornos do Fundo e do seu *benchmark* em um determinado período. Quanto mais “volátil” forem estas diferenças, maior será o *tracking error*.

O erro quadrático médio é calculado pela média das diferenças ao quadrado entre os retornos de um fundo e os retornos de seu *benchmark*.

O *tracking error* e o erro quadrático médio são duas medidas de deslocamento dos retornos de um fundo em relação a um *benchmark* ou parâmetro de performance.

Essas medidas mensuram o comportamento de um fundo, em relação a um índice de referência (*benchmark*), em nosso estudo o Ibovespa.

Quanto menor o índice, maior aderência do Fundo em relação ao seu *benchmark*, fundos passivos tendem a apresentar menor *tracking error* e erro quadrático médio em relação aos fundos ativos.

Calculados os desvios padrões, segue a análise, após a aplicação das formulas demonstradas nos capítulos 2.3.3 e 2.3.4.

Quadro 4: Valor da Cota X Ibovespa e Desvio Padrão

VI Cota				Ibovespa		
		Mensal	Acumulada		Mensal	Acumulada
31/03/2011	11,0710504			68.586,70		
29/04/2011	10,9884271	(0,75)	(0,75)	66.132,86	(3,58)	(3,58)
31/05/2011	11,0041404	0,14	(0,60)	52.324,42	(20,88)	(23,71)
30/06/2011	10,7603489	(2,22)	(2,81)	62.403,64	19,26	(9,01)
29/07/2011	10,3378099	(3,93)	(6,62)	58.823,45	(5,74)	(14,23)
31/08/2011	9,8214321	(5,00)	(11,29)	56.495,12	(3,96)	(17,63)
30/09/2011	9,3747379	(4,55)	(15,32)	52.324,42	(7,38)	(23,71)
31/10/2011	10,2043584	8,85	(7,83)	58.338,39	11,49	(14,94)
30/11/2011	9,9818537	(2,18)	(9,84)	56.874,98	(2,51)	(17,08)

Continuação

30/12/2011	10,1987476	2,17	(7,88)	56.754,08	(0,21)	(17,25)
31/01/2012	11,0647776	8,49	(0,06)	63.072,31	11,13	(8,04)
29/02/2012	11,7519053	6,21	6,15	65.811,73	4,34	(4,05)
30/03/2012	11,7362885	(0,13)	6,01	64.510,97	(1,98)	(5,94)
Σ			(50,83)			(159,18)
Desvio padrão	0,74160		14,42756			7,06630

Fonte: Adaptado CVM e BM&FBovespa

Para o *tracking error* chega-se ao seguinte resultado:

$$TE = \sigma(\text{Retorno do Fundo} - \text{Retorno do } Benchmark)$$

$$TE = 6,69859 - 7,06630 = -0,36771$$

Na Fórmula do Erro Quadrático Médio:

$$EQM = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (ret_{fundo_i} - ret_{benchmark_i})^2}{n}}$$

Colocando o comando abaixo no excel chega-se ao resultado:

$$=RAIZ((((50,83)-(159,18)^2)/12) = 31,27605$$

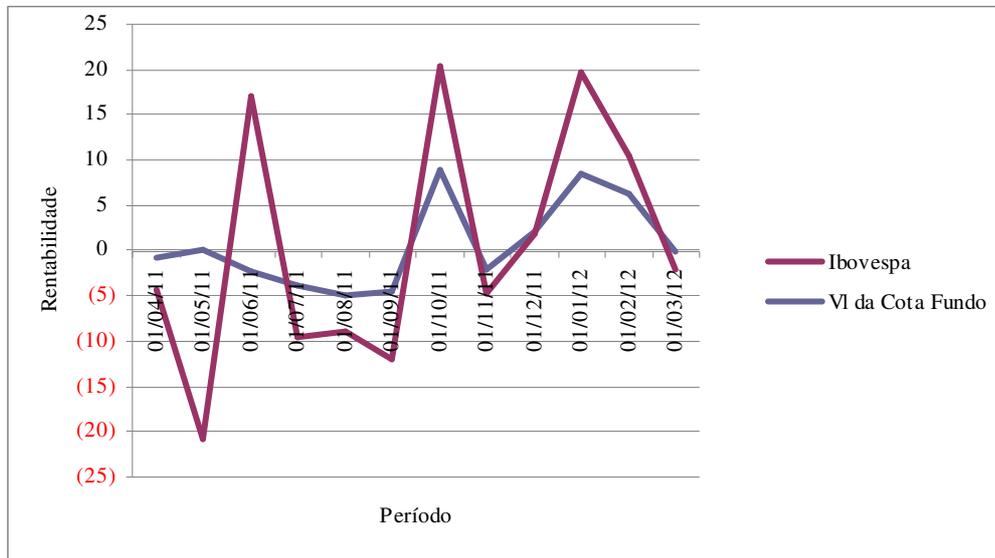
Esse método mede o desvio da rentabilidade do fundo comparado ao seu *benchmark*. Para fundos de gestão passiva, o *tracking error* deve ser próximo a zero. Essa metodologia penaliza qualquer desvio em relação ao *benchmark*, seja ela positiva ou negativa. Portanto se, uma carteira apresentar um retorno constante de 1% abaixo do seu *benchmark* tenderá a apresentar um *tracking error* muito pequeno. Da mesma forma, retornos negativos tenderiam a anular retornos positivos e vice-versa.

O erro quadrático médio é calculado pela média das diferenças ao quadrado entre os retornos de um fundo e os retornos de seu *benchmark*. Neste caso, o que vale é a “distância” entre o retorno do fundo e do *benchmark*, mais do que a “volatilidade”, como no caso do *tracking error*.

Vamos chamar de alfas diários as diferenças de retorno diário entre o fundo e seu *benchmark*. Se o fundo rende mais do que o *benchmark*, o alfa será positivo. Se rende menos, será negativo. Pois bem: o *tracking error* mede a volatilidade dos alfas diários, ao passo que o erro quadrático médio mede o alfa médio diário.

Neste caso em análise observa-se uma grande dispersão entre o *benchmark* adotado com a rentabilidade do fundo.

Gráfico1: Variação Rentabilidade Mensal entre Valor da Cota e Benchmark



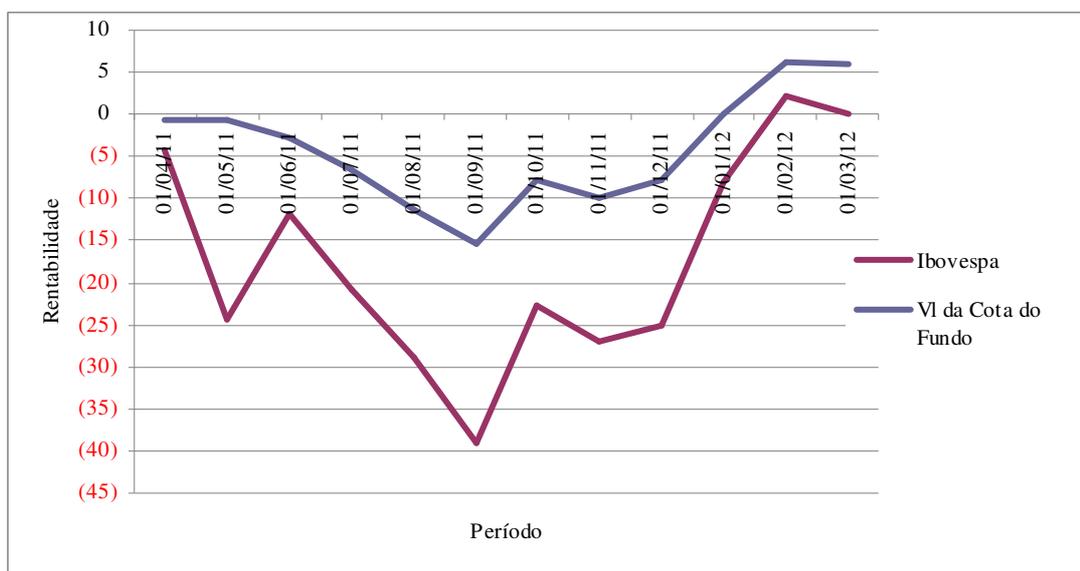
Fonte: Adaptado CVM e BM&FBovespa

Neste gráfico observa-se que o fundo foi mais rentável que o seu *Benchmark*, apesar de que em muitos meses a rentabilidade ficou negativa. No período compreendido entre maio a julho de 2011, é muito provável que tenha ocorrido um desenquadramento, em virtude de não ter acompanhado o *benchmark* - Ibovespa, porém essa análise apenas se faz uma suposição, pois os dados disponíveis na CVM são apresentados no último dia útil de cada mês, e nestas datas em questão, o Fundo está enquadrado, se tivéssemos a oportunidade de fazer uma análise diária, neste período à conclusão de que houve um desenquadramento seria mais fundamentada.

No período de setembro a novembro de 2011, nota-se que o fundo acompanhou o Ibovespa, e a gestão foi atuante, pois no período o Fundo apresentou melhor rentabilidade que o Ibovespa, no mês de outubro, o fundo rendeu 8,85 contra 11,49 do Ibovespa, mas está vindo de um período de queda do Ibovespa, no mês anterior, setembro, o Fundo rendeu (4,55), e o *Benchmark* (7,38), apesar de negativos as rentabilidades, o fundo perdeu menos que se a aplicação fosse efetuada diretamente no Ibovespa.

No período de janeiro a março de 2012 pode-se supor que novamente houve um desenquadramento, pois a rentabilidade do valor da cota do Fundo com o Ibovespa apresentou uma significativa disparidade.

Gráfico 2: Variação Rentabilidade Acumulada entre Valor da Cota e Benchmark



Fonte: Adaptado CVM e BM&FBovespa

No comparativo com a variação da rentabilidade acumulada, tanto do Valor da cota do Fundo quanto do *Benchmark* Ibovespa, evidencia-se de que o Fundo obteve uma melhor rentabilidade que o Ibovespa, no período de março de 2011 a março de 2012.

Sendo um fundo de ação, que no seu objetivo e meta é acompanhar o índice Ibovespa, a compra de ativos, ações de companhias abertas, segue o perfil das ações que compõe o índice da bolsa – Ibovespa, por essa razão o fundo teve quedas e elevações demonstrando que segue a política de investimento do Fundo, e o Gestor teve a habilidade necessária de comprar outros ativos para compensar as quedas acentuadas dos papéis que compõem o Ibovespa.

4.2.7 Value at Risk

O Value at Risk é um instrumento de gestão para avaliar o risco do fundo e prever a maior perda esperada durante um determinado período.

No fundo em análise, o regulamento do mesmo, descreve a política de administração do risco, esse capítulo do regulamento deve ser seguido à risca para obter uma boa gestão de fundo.

No Capítulo IX o regulamento do Fundo em análise, discorre sobre a Administração de Risco, a saber:

Artigo 36

A política de administração de risco da ADMINISTRADORA baseia-se em duas metodologias: *Value at Risk (VaR)* e *Stress Testing*.

Parágrafo Primeiro

O *Value at Risk (VaR)* fornece uma medida da pior perda esperada em ativo ou carteira para um determinado período de tempo e um intervalo de confiança previamente especificado. A metodologia da ADMINISTRADORA realiza o cálculo do VaR de forma paramétrica, especificando um nível de confiança de 97,5% (noventa e sete vírgula cinco por cento) em um horizonte de tempo de um dia.

Parágrafo Segundo

O *Stress Testing* é um processo que visa identificar e gerenciar situações que podem causar perdas extraordinárias, com quebra de relações históricas, sejam temporárias ou permanentes. Este teste consiste na avaliação do impacto financeiro e consequente determinação das potenciais perdas/ganhos a que o FUNDO pode estar sujeito, sob cenários extremos, considerando as variáveis macroeconômicas, nos quais os preços dos ativos tenderiam a ser substancialmente diferentes dos atuais. A análise de cenários consiste na avaliação da carteira sob vários estados da natureza, envolvendo amplos movimentos de variáveis-chave, o que gera a necessidade de uso de métodos de avaliação plena (reprecificação). Os cenários fornecem a descrição dos movimentos conjuntos de variáveis financeiras, que podem ser tirados de eventos históricos (cenários históricos) ou de plausíveis desenvolvimentos econômicos ou políticos (cenários prospectivos). Para a realização do *Stress Testing*, a ADMINISTRADORA gera diariamente cenários extremos baseados nos cenários hipotéticos disponibilizados pela Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), que são revistos periodicamente pela ADMINISTRADORA, de forma a manter a consistência e atualidade dos mesmos.

4.2.8 Precificação de Ativos

O processo decisório executivo de precificação de ativos baseia-se na utilização de comitês para a tomada de decisão sobre a utilização de fontes, metodologias e processos operacionais. A Marcação a Mercado (MAM) consiste em registrar todos os ativos, para efeito de valorização e cálculo de cotas dos fundos de investimento, pelos preços transacionados no mercado em casos de ativos líquidos ou, quando este preço não é observável, pela melhor estimativa de preço que o ativo teria em uma eventual transação feita no mercado, e evitar a transferência de riqueza.

A precificação é importante acompanhar, pois se houver falha nos métodos adotados, toda a gestão de riscos dos ativos pode ser comprometida. É de grande responsabilidade essa área, pois podem ocorrer ativos que sejam supervalorizados e por esse fato possam distorcer a realidade econômica.

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Este capítulo apresenta a conclusão deste assunto e a recomendação para dar prosseguimento e completar esta análise.

5.1 CONCLUSÃO

Este tema buscou analisar, através de um estudo de caso, métodos de controle de gestão de um fundo de investimento de ação, os quais podem ser expandidos para os demais tipos de fundos de investimentos.

Os objetivos a que se propôs esta pesquisa foram descritos e desenvolvidos. Em um primeiro instante foram descritos e conceituados a grande parte de tipos de fundos e de ativos financeiros, porém devido à limitação do estudo de caso, observou-se apenas fundos de ações.

A metodologia apresentada para gestores de fundos de investimentos pode ser adotada para os diversos tipos de fundos, como os multimercados e também aqueles destinados aos investidores com perfis de moderados a agressivos.

Conclui-se que a regulamentação, descrita através da Instrução Normativa CVM 409, é a primeira medida a ser adotada e seguida pelas instituições financeiras como prestadores de serviço de gestão e que as análises de risco e acompanhamento diário de uma carteira de ativos devem ser observadas para conseguir um bom controle de Fundos de Investimento e conseqüentemente, a Instituição Financeira obtenha uma boa reputação no mercado e assim atrair mais clientes para seus produtos, no caso investidores para seus Fundos.

O Estudo de caso apresentado através do Fundo BNY Mellon ARX Fundo de Investimento de Ações foi útil para exemplificar as ferramentas de controle de enquadramento e de gestão, mas também incorreu no fato da dificuldade da obtenção de dados mais específicos, esse Fundo, no site da CVM, não apresentou qualquer fato relevante, o qual seria muito útil, principalmente na questão de desenquadramento, como nota mencionada na análise dos gráficos de rentabilidade. Fato relevante é uma área dentro do site da CVM, para que o administrador possa esclarecer determinados

pontos, como precificação e desenquadramento à CVM e onde seus investidores possam acompanhar a gestão do Fundo em que investem.

A economia é muito dinâmica, produtos e serviços surgem e desaparecem freqüentemente e todo mundo faz parte dessa dinâmica, seja na figura do produtor de bens, do consumidor, do investidor ou do especulador e todos querem uma fatia deste mercado, seja na forma de ofertar os bens no mercado acionário.

Conselhos e políticas monetárias devem ser acompanhados concomitantemente, pois a cada pronunciamento ocorre um efeito no mercado, por exemplo, toda crise de petróleo, afeta a economia, e as bolsas de valores no mundo são impactadas fortemente, quase que na mesma hora, apenas difere o fuso horário, essa é a dinâmica da economia.

A regulamentação se faz necessária tanto para padronizar normas quanto para proteger os usuários dos serviços ofertados. O estudo fez menção à regulamentação IN CVM 409 para embasar e nortear um setor da economia que faz parte da rotina diária de todos os investidores mundo afora. Se a CVM autoriza e certifica uma instituição financeira, como por exemplo bancos, para que possam vender produtos como fundos de investimentos, essa mesma CVM irá garantir a transparência desses produtos, para que nem o investidor seja lesado e nem o governo fique sem ganhar uma parte.

Atualmente se fala muito em poupança, pois é a partir dela que se fazem os investimentos e cresce a economia. Educação Financeira deveria ser disciplina obrigatória nas escolas, pois só assim teremos uma economia forte e com crescimento constante. Fundos de investimentos são formas de poupanças, os quais devem ser regulamentados para adequação de limites e suporte técnico para investidores.

Gestores e administradores de fundos têm o dever e a obrigação de cumprir as normas, caso não as cumpra pode ser penalizado e até mesmo serem banidos do setor em que atuam. Para isso criam-se áreas dentro das instituições financeiras que acompanham a economia e fornecem informações aos órgãos reguladores e fiscalizadores, a manutenção dessas áreas demanda em custos, por isso, uma boa gestão de ativos para os investidores é interessante para atrair maiores receitas, e assim, cobrir seus custos e ainda obter uma boa margem de lucro.

Os controles apresentados também são úteis e eficazes em evidências para as auditorias, a IN CVM 409, determina que os Fundos de Investimentos são como “empresas” dotados de CNPJ e portanto devem apresentar demonstrações financeiras

de seus resultados, a cada exercício social. Essas demonstrações devem ser auditadas por auditores independentes e externos, os quais se baseiam nos controles internos da instituição para análise dos seus controles de auditorias. Se a instituição financeira faz uso de uma série de controles para gerir seus fundos de investimentos, com certeza a auditoria atestará um parecer favorável tanto para o Fundo em análise ora auditado, quanto da instituição que o administra.

Investidores qualificados ou não, sempre buscam informações dos produtos a que estão dispostos a investir e também a empresa que o fornece, e uma instituição que está bem cotada no *ranking* elaborado pelo BACEN já é uma propaganda positiva para a fidelização do cliente investidor e atrair novos clientes e potenciais investidores.

5.2 RECOMENDAÇÃO

Gestão de fundos de investimentos é um tema amplo, devido a limitação do tema proposto, além do regulamento discorrer sobre métodos de controle de gestão. Este assunto ficará mais completo se abordar os controles na área de precificação de ativos.

Abordar como é feita a precificação e a sua valorização é um tema muito complexo e merece um estudo a parte, pois terá que ser tratado toda uma metodologia estatística e sistemas operacionais de *softwares* neste segmento.

É um tema crítico, pois engloba falhas e fraudes, muitas companhias abertas conhecidas como sociedades anônimas, abrem seu capital através da emissão de ações em bolsa de valores, e se ocorrer alguma notícia negativa ou escândalos essas ações são impactadas em mercados financeiros e de capitais.

Muitas empresas tem se preocupado com a área de *controllers*, pois é nessas áreas que foram feitas muitas fraudes as quais foram noticiadas pela imprensa incansavelmente. Nos Estados Unidos ocorreu o caso mais conhecido e didático, o da *Enron*, uma empresa do ramo energético que fraudou o valor de seus ativos na bolsa de valores e houve um escândalo de proporções mundiais, com efeito dominó, que a partir disso a regulamentação governamental ficou mais intensa e atuante, não só nos Estados Unidos, como em todos os mercados acionários existentes na face da terra.

REFERENCIAS

AMARAL, Hudson Fernandes et al . Fundos de pensão como formadores de poupança interna: uma alternativa para o financiamento da atividade econômica. **Rev. adm. contemp.**, Curitiba, v. 8, n. 2, jun. 2004 .

Disponível em <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-65552004000200008&lng=pt&nrm=iso>. acessos em 28 nov. 2011.

<http://dx.doi.org/10.1590/S1415-65552004000200008>.

SILVA, M. B.; GRIGOLO, T. M. *Metodologia para iniciação científica à prática da pesquisa e da extensão II*. Caderno Pedagógico. Florianópolis: Udesc, 2002.

BARDIN, L. *Análise de conteúdo*. 3 ed. Lisboa: Edições 70, 2004.

FORTUNA, Eduardo, *Mercado Financeiro: produtos e serviços*. 18ª ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 2011.

TOSCANO Junior, Luis Carlos, *Guia de referencia para o mercado financeiro*. São Paulo: EI-Edições Inteligentes, 2004.

SILVA, Edna Lúcia da e MENEZES, Estera Muszkat., *Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação*. 3ª ed. Florianópolis: Laboratório de Ensino a Distância da UFSC, 2001.

RICHARDSON, Robert Jarry, *Pesquisa Social: métodos e técnicas*. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 1999.

CAMP, Robert C., *Benchmarking O caminho da Qualidade*, São Paulo Pioneira, 1993.

JORION, PHILLIPE, *Value at Risk: a Nova Fonte de Referencia para Gestão do Risco Financeiro*. 2ª Ed. São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros, 2003.

YIN, Robert K, *Estudo de caso*. 3ª Ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

GIL, Antonio Carlos, Como elaborar projetos de pesquisa. 3ª Ed. São Paulo: Atlas, 1991.

CRESWELL, John W, Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto. 2ª Ed. Porto Alegre: Artmed, 2007.

Sistema Galgo: a transferência de informações do mercado padronizada, ágil e segura. Disponível em: <http://www.sistemagalgo.com.br/>. Último acesso em 05/05/2012.

Regulamento do Fundo BNY Mellon ARX Fundo de Investimento de Ações no site da CVM. Disponível em: <http://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/defaultCPublica.asp>. Último Acesso em 30/05/2012.

Prospecto e regulamento do Fundo BNY Mellon ARX Fundo de Investimento de Ações no site do Administrador. Disponível em: <http://www.bnymellonarx.com.br/AppPages/InvestmentFunds/FundCharacteristics.aspx?ID=10>. Último Acesso em 30/05/2012.

Instrução Normativa CVM nº 409 de 18 de agosto de 2004. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=%5Cinst%5Cinst409.htm>. Último Acesso em 30/05/2012.