

FERNANDO PORTO FLOR

**ANÁLISE DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO DO
BANCO DO BRASIL S.A. EM 2002**

Florianópolis

2002

FERNANDO PORTO FLOR

**ANÁLISE DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO DO
BANCO DO BRASIL S.A. EM 2002**

Trabalho de Conclusão de Estágio apresentado à disciplina Estágio Supervisionado – CAD 5236, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Administração da Universidade Federal de Santa Catarina, área de concentração em administração financeira.

Professor Orientador: Dr. Valter Saurin.

Florianópolis

2002

FERNANDO PORTO FLOR

ANÁLISE DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO DO BANCO DO BRASIL S.A. EM 2002

Este Trabalho de Conclusão de Estágio foi julgado adequado e aprovado em sua forma final pela Coordenadoria de Estágios do Departamento de Ciências da Administração da Universidade Federal de Santa Catarina, em 18 de dezembro de 2002.

Prof. Sinesio Stefano Dubiela Ostroski
Coordenador de Estágios

Apresentado à Banca Examinadora integrada pelos professores:



Prof. Dr. Valter Saurin



Prof. Dr. Antônio Alves Filho



Prof. Pedro Moreira Filho, MSc

AGRADECIMENTOS

**Agradeço a Adriana, minha esposa,
pela compreensão e apoio durante a
elaboração deste trabalho.**

RESUMO

FLOR, Fernando Porto. **Análise dos fundos de investimento do Banco do Brasil S.A. em 2002.** 2003. (59f.). Trabalho de Conclusão de Estágio (Graduação em Administração). Curso de Administração, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis.

Este estudo objetivou apresentar as principais características da marcação a mercado nos títulos públicos ocorrida em maio de 2002, imposta a partir de normativos do Banco Central, cujos resultados agravaram o cenário no mercado financeiro esse ano. Os objetivos compreendem a avaliação do impacto das medidas impostas pela marcação, nos fundos de investimento do Banco do Brasil, destacando suas perdas compreendidas no período e novas alternativas de investimento. Após a imposição da nova metodologia de marcação dos títulos, os fundos de investimento, principalmente de renda fixa, sofreram uma desvalorização entre 0,5% e 4%, haja vista a concentração de títulos públicos em sua carteira. A Administradora de Ativos do Banco do Brasil S.A - BBDTVM, representante de 17% da parcela de mercado, foi a mais prejudicada com a marcação, contabilizando uma perda aproximada de 15% do seu patrimônio líquido. Esta desvalorização gerou uma perda patrimonial de R\$ 11 bilhões para a BBDTVM, cujos valores atingiram R\$ 36 bilhões no mercado de fundos de investimento no país, em função dos resgates efetuados. Entretanto, esta variação de saldo não abandonou o sistema financeiro, migrando conforme comparativos ao longo do trabalho, para aplicações mais conservadoras, como a poupança e depósito a prazo. Contudo, a grande perda para as administradoras de fundos de investimento foi o desgaste em relação à imagem dos fundos. Os fundos de renda fixa, considerados isentos de risco pelos investidores, num momento distinto, apresentaram rentabilidade negativa, gerando insatisfação e desconfiança em relação a esse tipo de aplicação no mercado.

Palavras-chave: marcação a mercado; desvalorização; insatisfação.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	09
2. OBJETIVOS.....	11
2.1. Objetivo Geral.....	11
2.2. Objetivos Específicos.....	11
3. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	12
3.1. Mercados Financeiros.....	12
3.2. Títulos de Crédito.....	14
3.3. Títulos Públicos.....	16
3.3.1. Títulos do Tesouro Nacional.....	18
3.3.2. Títulos do Banco Central.....	18
3.4. Fundos de Investimento.....	19
3.4.1. Aplicação em fundos.....	21
3.4.2. Vantagens e Desvantagens da Aplicação.....	22
4. METODOLOGIA.....	24
5. A INDÚSTRIA DE FUNDOS.....	26
5.1. Cenário Atual.....	26
5.2. Marcação a Mercado.....	27
5.2.1. Marcação Antiga.....	28
5.2.2. Marcação Atual.....	30
5.3. Contradições da Marcação.....	34
6. O BANCO DO BRASIL S.A.....	36
6.1. A Posição de Mercado da BBDTVM.....	36
6.1.1. Período Pré - Marcação.....	38
6.1.2. Período Pós - Marcação.....	39
6.2. Migração de Recursos.....	42
6.3. Novas Diretrizes e Investimentos para a Indústria de Fundos.....	44
7. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	46
REFERÊNCIAS.....	49
ANEXOS.....	50

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 1.0 – Evolução da BBDTVM.....	37
FIGURA 2.0 – Indústria de Fundos.....	37
FIGURA 3.0 – Pré-Marcação / BBDTVM.....	38
TABELA 1.0 – Desempenho dos fundos / Maio 2002.....	39
FIGURA 4.0 – Pós-Marcação / BBDTVM.....	41
FIGURA 5.0 – Marcação a Mercado – Análise Comparativa.....	41
FIGURA 6.0 – Migração dos Recursos.....	43

LISTA DE SIGLAS

ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimentos
ANDIMA – Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto
BACEN – Banco Central do Brasil
BB – Banco do Brasil
BBC – Bônus do Banco Central
BBDTVM – Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários
CDB – Certificado de Depósito Bancário
CDI – Certificado de Depósito Interfinanceiro
CVM – Comissão de Valores Mobiliários
CPMF – Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras
FAC - Fundos de Aplicação em Cotas
FAPI – Fundos de Aposentadoria Programada Individual

FIEX – Fundos de Investimento no Exterior

FIF - Fundos de Investimento Financeiro

FIFe's – Fundos de Investimento Financeiro Exclusivos;

FINOR – Fundo para Investimento no Nordeste

FMI – Fundo Monetário Internacional

IBOVESPA – Índice da Bolsa de Valores do Estado de São Paulo

IGP-M – Índice Geral de Preços – Mercado

IOF – Imposto sobre Operações Financeiras

IR – Imposto de Renda

LBC – Letras do Banco Central

LFT – Letras Financeiras do Tesouro

LTN – Letras do Tesouro Nacional

NBC – Notas do Banco Central

NTN – Notas do Tesouro Nacional

RDB – Registro de Depósito Bancário

TR – Taxa Referencial

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia

SISBB – Sistemas de Informações do Banco do Brasil

1 INTRODUÇÃO

O ano de 2002 está sendo marcado por uma turbulência enorme no mercado financeiro do país. Vários são os agravantes dessa situação, destacando-se principalmente a incerteza das eleições, a crise nos mercados internacionais, a implantação do novo Sistema de Pagamento Brasileiro, e, por fim, a “marcação a mercado” dos títulos públicos federais. Estes fatores contribuem fundamentalmente para a geração de dúvidas e incertezas quanto ao destino dos investimentos no país, afastando principalmente o capital estrangeiro. Soma-se, ainda, a esta situação, a atitude do governo em adotar um novo modelo de compensação e liquidação bancária, incluso no Sistema de Pagamento Brasileiro, cuja operacionalização está demandando liquidez monetária não esperada pelas instituições bancárias. A iniciativa do Banco Central de impor a citada “marcação a mercado”, em maio deste ano, agravou também este cenário, gerando queda e instabilidade nas quotas dos fundos de investimentos atrelados a esses papéis.

As grandes instituições financeiras do país estão sendo atingidas pela incerteza no mercado monetário e de capitais, pois o problema em questão aborda um dos principais produtos de captação dessas instituições, cujo patrimônio líquido atingiu aproximadamente 360 bilhões de reais em maio de 2002. Os fundos de renda fixa no Brasil, outrora caracterizados por inabaláveis e sem volatilidade, assumiram na atualidade um perfil de risco, devido à degradação de sua imagem acarretada pela marcação dos papéis a mercado compostos em sua carteira.

Diante destes acontecimentos, torna-se clara a necessidade de mensurar e avaliar o impacto destas medidas na composição dos fundos de investimentos do país. O presente estudo detém este objetivo, analisando a instituição que administra a maior parcela da indústria de fundos de investimentos no país, o Banco do Brasil S.A. Além deste enfoque

específico, viabilizado por aspectos profissionais e de mercado, o estudo visa à identificação de novos investimentos e aplicações alternativas, assim como à quantificação dos recursos migrados para os mesmos, cuja importância poderá resultar em novas diretrizes para o mercado financeiro.

Desde a regulamentação dos novos fundos de investimentos, em 1995, os fundos de renda fixa passaram por alguns reveses, devido à alta dos juros no país, decorrente da crise asiática em 1997 e da crise da Rússia em 1999. Contudo, comparativamente à marcação a mercado, cujas medidas geraram declínios e oscilações negativas, aliados à desconfiança e degradação de imagem no mercado, as crises citadas tornam-se uma pequena lembrança diante do impacto na indústria atual, no qual os administradores não imaginavam sofrer.

A contribuição mais importante deste estudo é a capacidade de avaliar e “fotografar” o ambiente atual em face do ocorrido em 31 de maio de 2002, **a marcação a mercado dos títulos públicos**, cuja medida ocasionou perdas a pequenos e grandes investidores que, perplexos, constataram a redução de seus saldos no dia seguinte.

2 OBJETIVOS

2.1 OBJETIVO GERAL

- Avaliar o impacto da “marcação a mercado” dos títulos públicos, ocorrido no período entre maio e junho de 2002, nos fundos de investimento do Banco do Brasil.

2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Quantificar a perda no patrimônio líquido dos fundos de investimento do Banco do Brasil;
- Mensurar a quantidade de recursos migrados para outros investimentos;
- Identificar as novas diretrizes e investimentos na indústria de fundos.

3 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O contexto compreendido nos objetivos propostos neste trabalho é extremamente atual, ressaltando-se de imediata importância à compreensão dos fundamentos financeiros que fornecem a base para o entendimento da marcação a mercado dos títulos públicos. O presente capítulo propõe-se ao esclarecimento dos mercados que compõem o Sistema Financeiro Nacional, apresentando os principais processos e regras que norteiam a emissão dos títulos públicos no país, assim como seus tipos e classificações que os diferenciam.

O enfoque principal refere-se aos fundos de investimentos financeiros, poderosos meios de captação de recursos, cujos valores, segundo a Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto (ANDIMA), em 1995 eram cerca de 62,4 bilhões de reais, atingindo em maio de 2002 aproximadamente 360 bilhões de reais na indústria de fundos. O termo indústria de fundos é utilizado no mercado financeiro, referindo-se a todos os tipos de recursos aplicados em fundos, diretamente ou não, sejam os próprios fundos de captação no país e no exterior, sejam carteiras administradas e os Clubes de Investimentos fechados.

3.1 MERCADOS FINANCEIROS

O mercado financeiro apresenta quatro subdivisões segmentadas visando à execução da intermediação financeira. Na prática, esses segmentos muitas vezes se confundem, servindo apenas como referência para as variadas operações realizadas no âmbito financeiro.

Os objetivos fundamentais do mercado financeiro, guiado pela política econômica do Governo, segundo Fortuna (1997), consistem em promover o desenvolvimento econômico, garantir o pleno emprego e sua estabilidade, equilibrar o volume financeiro das transações econômicas com o exterior e promover a distribuição da riqueza e da renda. Esses mercados

interagem por meio de um amplo sistema de comunicação, possuindo características singulares que o distinguem, cujos conceitos, segundo Assaf Neto (2001), podem ser assim descritos:

- a) Mercado Monetário – Envolve as operações de curto prazo, proporcionando um controle ágil e rápido da liquidez da economia e das taxas de juros básicas pretendidas pela política econômica das autoridades monetárias.
- b) Mercado de Crédito – Engloba as operações de financiamento de curto e médio prazo, direcionadas aos ativos permanentes e capitais de giro das empresas. Esse mercado é constituído, basicamente, pelos Bancos Comerciais e Sociedades Financeiras.
- c) Mercado de Capitais – Contempla as operações financeiras de médios e longos prazos, e de prazo indeterminado, como as operações com ações.
- d) Mercado Cambial – Inclui as operações de conversão de moeda de um país para de outro, determinada pela necessidade da prática do comércio internacional.

O mercado objeto deste estudo é o monetário, pois sua política abrange as operações de mercado aberto (*open market*), cuja função aliada ao depósito compulsório, redesconto e empréstimo bancário visa ao controle de liquidez da economia. O *open market* atualmente caracteriza-se por ser o principal instrumento da política monetária devido a sua agilidade na execução das transações, sendo que nele, conforme Fortuna (1997, p. 34), “as operações de mercado aberto são o mais ágil instrumento da política monetária de que dispõe o Banco Central”, no qual, segundo Lamy (1987, p. 1), “através da compra e venda de títulos federais, o Governo torna-se capaz de administrar a oferta de moeda da economia com bastante flexibilidade”. A importância do mercado aberto também é descrita por Assaf Neto (2002, p. 44): “em termos de política monetária, a grande contribuição das operações de mercado

aberto centra-se em seu maior dinamismo e flexibilidade, podendo com isso produzir, de forma mais eficiente e rápida, os resultados almejados”.

No Brasil, as operações de mercado aberto foram iniciadas em 1968, permitindo o controle do volume de moeda ofertada ao mercado, manipulação das taxas de juros de curto prazo, aplicações de curto prazo das instituições financeiras através de suas reservas bancárias e garantia de liquidez dos títulos públicos. Além dos títulos públicos, são negociados no mercado aberto os certificados de depósitos interfinanceiros (CDI) e títulos de emissão privada, como o certificado de depósito bancário (CDB) e debêntures.

3.2 TÍTULOS DE CRÉDITO

Título de crédito é a forma mais comum de exemplificar vários tipos de documentos que circulam no mercado financeiro. De acordo com Bulgarelli (1996), são caracterizados por apresentarem três requisitos essenciais: cartularidade, literalidade e autonomia. A cartularidade está ligada à legitimação do título, no qual o detentor do título pode exigir a prestação. Da mesma forma sem o documento, o devedor não está obrigado, em princípio, a cumprir a obrigação.

A segunda característica, conforme Ascarelli apud Bulgarelli (1996, p. 59), “atua tanto em favor do credor, que pode exigir o que nele está mencionado, como também em favor do devedor, pois o credor não poderá pedir mais do que está estabelecido no título”, ou seja, é a literalidade, explícita pela medida do direito contido no título. A última característica ou requisito do título de crédito é a autonomia, cuja função está ligada à circulação destes títulos no mercado. Através da autonomia o adquirente do título passa a ser titular de direito autônomo, independente da relação anterior entre os possuidores, conforme Bulgarelli (1996).

A criação do título de crédito, segundo Bulgarelli (1996, p. 57), “gera obrigação à bem dizer objetiva, desde que circule, isto é, seja transferido pelo beneficiário original”. O título de crédito nada mais é que um direito corporificado em um documento. Segundo Vivante apud Bulgarelli (1996, p. 57), “título de crédito é o documento necessário para o exercício do direito literal e autônomo nele mencionado”. Os títulos de crédito podem ser classificados segundo o seu conteúdo em quatro grupos, conforme Vivante apud Bulgarelli (1996, p. 79):

- títulos de crédito propriamente ditos – que dão direitos a uma prestação de coisa fungível em mercadoria ou em dinheiro (letra de câmbio);
- títulos que servem para adquirir direito real sobre coisa determinada (cédula pignoratícia);
- títulos que atribuem a qualidade de sócio (ação);
- títulos que dão direitos a serviços (bilhete de passagem).

Existem vários tipos de títulos de crédito ativos no Brasil, descritos resumidamente a seguir, conforme Bulgarelli (1996):

- Cambiais: letra de câmbio e nota promissória;
- Bancários: certificado de depósito bancário (CDB) e cheque;
- Imobiliários: letra hipotecária, cédula hipotecária e letra imobiliária;
- Rurais: cédula rural pignoratícia, cédula rural hipotecária, nota de crédito rural, nota promissória rural, duplicata rural, bilhete de mercadoria, etc.;
- Cooperativos: *warrants* cooperativos e conhecimento de depósito cooperativo;
- Exportação: cédulas de crédito à exportação e nota de crédito à exportação;
- Contrato de Compra e Venda de Serviços: duplicata;
- Penhor: *warrants*;
- Industriais: cédula de crédito industrial e nota de crédito industrial;
- Comerciais: cédula de crédito comercial e nota de crédito comercial;
- Sociedades por Ações: ações, certificados de depósitos de ações, debênture, bônus de subscrição de ações, etc.;
- Públicos: federais, estaduais e municipais.

3.3 TÍTULOS PÚBLICOS

Títulos públicos são títulos de crédito emitidos pelo Governo para as instituições financeiras credenciadas no mercado. No Brasil, podem ser negociados pelos três níveis do Poder Executivo: Federal, Estadual e Municipal. Segundo Assaf Neto (2001, p. 84), “os títulos estaduais e municipais possuem circulação restrita”, devido à baixa liquidez no mercado. Contrariamente, os títulos públicos federais têm maior aceitação e liquidez, devido a um consenso de isenção de risco quanto aos títulos públicos federais. Este consenso, conforme Mayer, Duesenberry, Aliber (1993, p. 31), “deve-se em parte à capacidade do governo de criar moeda e aumentar impostos, e em parte à crença de que se ele renegasse suas dívidas, todo o sistema financeiro sofreria um colapso”. Desta forma, os títulos públicos originários do Governo Federal geram um volume de negociação muito mais expressivo, ocupando uma posição especial como tomador de empréstimos.

A principal função da emissão desses títulos é a captação de recursos no mercado, visando atender principalmente a consecução da política monetária, exclusiva dos títulos federais emitidos pelo Banco Central, como o financiamento do déficit orçamentário e a provisão de fundos para a realização dos investimentos públicos necessários na economia.

A aquisição dos títulos públicos federais é realizada, inicialmente, no mercado primário, através de leilões periódicos coordenados pelo Banco Central, nos quais são estabelecidas as principais características da oferta. Estes leilões podem ser do tipo formal, cuja participação é aberta a todas instituições financeiras interessadas, ou informal (*go around*), em que os negócios são realizados com os *dealers*, e posteriormente repassados às instituições financeiras. *Dealers*, segundo Lopes & Rosseti (1995, p. 205), são “instituições financeiras especializadas e credenciadas, pelo Banco Central, para agir em seu nome no

mercado aberto”. Após a colocação no mercado primário, os títulos podem ser renegociados no mercado secundário, entre os demais agentes do mercado.

A formalização dessas operações é realizada por um grande sistema computadorizado *on-line* chamado SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia, desenvolvido em 1979 pelo Banco Central, e a Andima (Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto). O acesso a este sistema é permitido somente às instituições credenciadas no Mercado Financeiro. Os operadores das instituições envolvidas, após negociarem os títulos públicos, transferem as operações, via terminal, ao SELIC. O computador imediatamente transfere o registro do título para o banco comprador do mesmo e faz o crédito na conta do banco devedor. Por meio do SELIC, as instituições credenciadas podem realizar operações diariamente, criando uma taxa diária conhecida por *overnight* (taxa SELIC), no qual, segundo Assaf Neto (2001, p. 96), “a taxa definida no âmbito desse sistema é aceita como uma taxa livre de risco da economia, servindo de importante referencial para a formação dos juros no mercado”.

A taxa SELIC é a taxa primária da economia, ou taxa “prime” do mercado, pois é o início de uma espécie de “cadeia” de juros. A partir dela é formada a taxa de juros do mercado interbancário (CDI). No mercado interbancário, surgem expectativas quanto ao valor dos juros nos negócios atrelados ao CDI de longos e médios prazos, que por sua vez vão servir de referência para as aplicações de poupança, TR, fundos de investimentos, CDBs e, por fim, as taxas de juros dos empréstimos bancários. Por isto, uma vez alterada a SELIC no mercado financeiro, todas as demais taxas do mercado refletirão a alteração ocorrida.

Os principais títulos públicos do Governo Federal são identificados no mercado de acordo com suas condições de prazo e forma de remuneração, classificados pela natureza de suas emissões, evidenciada a seguir:

3.3.1 Títulos do Tesouro Nacional

a) LTN – Letras do Tesouro Nacional: são negociados com deságio (desconto), pagando o investidor uma quantia inferior a seu valor de face. São emitidos com um prazo mínimo de 28 dias.

b) LFT – Letras Financeiras do Tesouro: têm seus rendimentos definidos pela média da taxa SELIC (overnight), garantindo uma rentabilidade de mercado ao investidor. São papéis atraentes, e seus prazos de emissão são definidos pelo Tesouro Nacional.

c) NTN – Notas do Tesouro Nacional: oferecem rendimentos pós-fixados e atrelados a um indexador da economia. Os juros são pagos periodicamente, e o prazo mínimo de emissão é de três meses.

3.3.2 Títulos do Banco Central

a) BBC – Bônus do Banco Central: caracteristicamente de curto prazo e utilizados nos leilões de títulos públicos do Banco Central. Apresentam rendimento prefixados na forma de desconto.

b) LBC – Letra do Banco Central: são títulos bastante semelhantes às Letras Financeiras do Tesouro, tendo sua remuneração definida pela taxa SELIC. São ativos de grande atratividade para os investidores.

c) NBC – Notas do Banco Central: oferecem rendimentos postecipados e atrelados a um indexador da economia. Os juros costumam ser pago periodicamente, e seu prazo de emissão mínimo é de três meses.

3.4 FUNDOS DE INVESTIMENTO

Fundo de investimento é uma reunião de recursos com o objetivo de investir o dinheiro e dividir os resultados proporcionalmente entre todos os cotistas. No Brasil, segundo Mellagi Filho (1995, p. 33), os fundos de investimento:

são constituídos sob a forma de condomínio aberto e representam a reunião de recursos de poupança, destinados à aplicação em carteira diversificada de títulos e valores mobiliários, com o objetivo de propiciar a seus condôminos valorização de quotas a um custo global mais baixo, ao mesmo tempo em que tais recursos se constituem em fonte de recursos para investimento em capital permanente das empresas.

Os fundos são estruturados de acordo com algumas variáveis determinadas pelo BACEN e a CVM, cujas características evidenciam, de acordo com Fortuna (1997), os limites de composição da carteira de cada tipo de fundo, perfil de liquidez e composição de risco, e rentabilidade desejada pelo investidor. Em 1995, através da Circular 2.594 e da Resolução 2.183, o BACEN autorizou e regulamentou a constituição e o funcionamento dos fundos vigentes até a presente data, classificando-os da seguinte forma:

- a) FIF – Fundos de Investimento Financeiro;
- b) FAC – Fundos de Aplicação em Cotas;
- c) FIEEX – Fundos de Investimento no Exterior;
- d) Fife's – Fundos Exclusivos;
- e) FAPI – Fundos de Aposentadoria Programada Individual.

Geralmente as instituições financeiras adquirem somente dois ou três tipos de FIFs e, ao mesmo tempo, criam inúmeros FACs que visam atender a todos os perfis de investidores, através da aplicação em cotas (FAC) dos próprios FIFs de sua propriedade, conforme destaca o Relatório Financeiro (ANDIMA, 1995); a legislação prevê, ainda, a constituição de Fundos de Aplicação em cotas (FAC), exclusivamente, de outros FIF e de Fundos de Investimento no

exterior. Esta terminologia é utilizada somente no mercado interno de fundos de investimento, entre as instituições financeiras e as próprias administradoras dos fundos.

Tradicionalmente, os fundos de investimento disponíveis para aplicação estão classificados no mercado de acordo com o seu portfólio de investimento, ou seja, com os ativos que compõem a sua carteira, sendo assim descritos:

- a) Fundos de Renda Fixa – Constituídos por instrumento de dívidas, como, por exemplo, debêntures, LFT, NTN, e, preferencialmente, por títulos de baixo risco. As taxas que corrigem os títulos que compõem os fundos de renda fixa podem ser prefixadas, ou seja, há o conhecimento das taxas no momento da aquisição do papel, ou pós-fixadas, onde as taxas somente serão conhecidas no resgate, sendo que elas oscilam diariamente. Estes fundos são regulamentados pelo Banco Central.
- b) Fundos de Renda Variável – Constituídos por ativos reais, como, por exemplo, ações, ouro e commodities. São regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários.
- c) Fundos Multicarteiras ou Mistos – São aqueles que alternam em seu portfólio entre ativos reais, derivativos e dívidas. São regulamentados pelo Banco Central.
- d) Fundos Cambiais – São aqueles cuja carteira é composta por títulos indexados pelo dólar ou euro. São regulamentados pelo Banco Central.

As administradoras dos fundos de investimento têm poderes para exercer todos os direitos inerentes aos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira, praticando quaisquer atos que julguem necessários. Entretanto, têm o dever de dispor, de forma atualizada, a documentação relativa às operações, ao registro de condôminos, ao parecer de auditorias independentes e a quaisquer outros fatos contábeis, responsabilizando-se pela publicação e

divulgação de tais fatos aos condôminos, a fim de que estes possam decidir sobre a sua permanência no fundo.

3.4.1 Aplicação em Fundos

Os investidores dos fundos de investimentos geralmente possuem outras aplicações financeiras, grau de instrução mais elevado e recursos disponíveis em longo prazo. Esse perfil foi baseado num projeto de segmentação do Banco do Brasil sob sua base de clientes. O objetivo ao aplicar-se em um fundo é a terceirização do dinheiro a um gestor ou administradora de recursos. Há duas vantagens explícitas nesse mecanismo de terceirização, conforme Gradilone (2002, p. 17), “a primeira é que o dinheiro vai para as mãos de um profissional especializado, que, dentro de algumas regras bem definidas, vai procurar seguir um indicador de mercado e obter o maior retorno possível” e a “segunda é que o administrador reúne uma grande quantia e a administra de uma só vez, o que permite ao investidor obter ganhos de escala”.

O papel do administrador é de acordo com o perfil do fundo, podendo investir os recursos tanto em ações como em títulos públicos. Para prestar seus serviços, o gestor efetua uma cobrança denominada de taxa de administração. Principalmente nos fundos DI e Renda Fixa, a taxa de administração é um importante diferencial na rentabilidade, pois os desempenhos dos fundos são muito semelhantes entre as administradoras. Há outra taxa, geralmente cobrada em fundos de renda variável, cujo indicador referencial é algum índice de mercado (TR, IBOVESPA, CDI, IGP-M). Esta taxa, denominada taxa de *performance*, é cobrada sempre que o administrador superar o indicador. Além dessas taxas, há ainda dois fatores relevantes que impactam a rentabilidade dos fundos:

- Recolhimento Compulsório – Por determinação legal alguns fundos são obrigados a recolher um percentual de suas carteiras ao Banco Central, impactando diretamente a rentabilidade, pois o percentual recolhido não remunera o fundo;

- Encargos Tributários – A tributação imposta pelo governo impacta também a rentabilidade do fundo. Pois são cobrados o IOF (Imposto sobre Operações Financeiras), a CPMF (Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras) e o IR (Imposto de Renda). Estes tributos impactam conjuntamente em mais de 20% a rentabilidade dos fundos de investimentos.

Existem outros fatores menos perceptivos, mas que estão intrínsecos no processo de escolha na decisão do investimento, como a transparência da gestão do fundo, a estratégia que define a política de investimentos, os riscos envolvidos nas transações, o tamanho do patrimônio líquido e os prazos e taxas de corretagem.

3.4.2 Vantagens e Desvantagens da Aplicação

A aplicação em fundos de investimento atrai os investidores que buscam uma rentabilidade superior a aplicações conservadoras, atreladas a TR e ao CDI, como a poupança. Nos fundos de investimento, o pequeno investidor tem acesso a diversas alternativas de aplicações com perspectivas de ganhos superiores com recursos limitados. Obviamente há um custo para tal operação, tornando relevante o destaque das vantagens e desvantagens deste investimento.

a) Vantagens:

- acesso a modalidades de investimento não acessíveis a investidores individuais, especialmente no que tange à capacidade financeira, aumentando, desta forma, a quantidade de alternativas de investimentos disponíveis;

- comodidade de o investimento ser administrado profissionalmente, sem a necessidade de obtenção particularizada de toda a gama de informações necessárias para obter-se sucesso neste mercado;

- redução dos custos de administração da carteira, especialmente aqueles relacionados à seleção de ativos, não disponíveis para o investidor particular.

b) Desvantagens:

- custos associados à prestação de serviços pelo administrador e à contratação de auditores independentes;

- relacionamento mais distante do investidor com seus recursos, requerendo um prazo preestabelecido para o resgate.

4 METODOLOGIA

A metodologia adotada nesta pesquisa caracteriza-se do tipo bibliográfica com estudos exploratórios. Cervo e Bervian (1983) afirmam que existem vários tipos de estudos: exploratórios, descritivos, de opinião, de caso e documental. Quando uma questão ainda não possui seus contornos claramente definidos, ou quando um problema é pouco conhecido, a pesquisa a respeito é denominada como exploratória. Por tratar-se de um assunto relacionado com fundos de investimentos, sem muitas publicações científicas, bibliografia escassa e restrita a um pequeno número de autores, a pesquisa exploratória inicialmente foi a mais adequada, para uma compreensão mais abrangente do tema.

A caracterização do problema e sua definição se realizaram com base na consulta bibliográfica relacionada principalmente com mercados financeiros, avaliação de investimentos, política monetária e outros meios de retenção de informação e conhecimento, visando criar idéias e pensamentos relacionados com o problema objeto da pesquisa. Outra fonte relevante contribuinte para a caracterização do problema foi a pesquisa documental, sobre as normas, circulares e instruções que regulamentam os fundos de investimentos no Brasil, editadas pelo Banco Central (BACEN) e Comissão de Valores Mobiliários (CVM) durante este ano, cujos conteúdos impuseram a marcação a mercado dos títulos públicos no mês de maio.

O desenvolvimento da pesquisa se fundamentou nas informações percebidas nos meios de veiculação virtuais do Banco do Brasil, no Sistema de Informações do Banco do Brasil (SISBB) e na Intranet Corporativa (Rede Interna de Informações).

Para o alcance dos objetivos propostos, desenvolveu-se uma análise comparativa através de gráficos, expondo o patrimônio líquido dos fundos administrados pelo Banco do Brasil antes da marcação a mercado, no período de fevereiro a maio de 2002, e após a

marcação, no mês de junho do referido ano. Esta comparação objetivou a avaliação do impacto monetário nos fundos, permitindo, também, a mensuração dos valores em resgates efetuados no mês subsequente. Além das informações pertinentes ao Banco do Brasil, os dados coletados na Intranet Corporativa, por onde veiculam diariamente informações adicionais sobre a concorrência no capítulo denominado “Inteligência Competitiva”, possibilitaram expandir a pesquisa a outras instituições financeiras, enriquecendo assim o conteúdo apresentado, por meio de comparações aos fundos concorrentes.

Foi detectado, após a marcação, um aumento de recursos no mercado em outros investimentos financeiros, como poupança e CDB (Certificado de Depósito Bancário), provenientes de migração dos fundos, visto que os investimentos citados são praticamente isentos de risco. Esta análise explicitou-se no trabalho através de gráficos comparativos, divulgados e coletados em sites especializados do Banco Central e da Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID).

Por fim, a pesquisa possibilitou a identificação de novas diretrizes no mercado de investimentos, assim como o aparecimento de novos fundos de renda fixa implantados logo após a marcação. Alguns aspectos relativos ao impacto psicológico, junto aos investidores dos fundos, foram detectados por meio de observação informal nas agências do Banco do Brasil da Grande Florianópolis.

5 A INDÚSTRIA DE FUNDOS

Este capítulo apresenta as características da indústria de fundos no Brasil, enfatizando as principais mudanças ocorridas no ano de 2002. As alterações editadas contemplaram não somente as terminologias utilizadas no mercado, mas também a metodologia de registro e contabilização dos ativos dos fundos de investimentos, obrigatória a partir das Resoluções 3086 e 3089, divulgadas em fevereiro deste ano, cujos principais tópicos estão descritos no capítulo e suas redações originais encontram-se em anexo.

Ressalta-se a importância do enfoque nos fundos de renda fixa, visto que compõem 75% da indústria total de fundos no país. Da mesma forma, entre todos os demais tipos de fundos de investimento, o segmento de renda fixa apresentou o maior impacto da marcação a mercado, pois suas carteiras de investimento são compostas em sua maioria por títulos públicos federais.

5.1 CENÁRIO

Os fundos de investimento, desde a regulamentação em 1995, criaram imensas expectativas positivas na indústria financeira. Entre os profissionais da área fluía um otimismo generalizado. Segundo Gradilone (2002, p.12), “as perspectivas de crescimento dos negócios pareciam ilimitadas, o patrimônio dos fundos iria crescer indefinidamente e financiar o desenvolvimento do país”. A idéia dos fundos era compensar as ineficiências do sistema bancário como fornecedor de capital em longo prazo.

Atualmente essa euforia a respeito dos fundos desapareceu. Nos últimos dois anos o crescimento do setor ficou aquém do esperado e as companhias administradoras vêm passando por um processo de consolidação, através de fusões, aquisições e encerramento de

atividades. De acordo com Gradilone (2002, p.12), existem duas justificativas para esse desencanto com os fundos: a primeira seria que “a economia brasileira vem mantendo um ritmo fraco desde a desvalorização do real em 1999”, e a segunda que “no Brasil os fundos acabaram assumindo um papel distorcido”, cujo papel atual é canalizar a poupança para financiar o governo, sobrando pouco para o setor privado. Esses motivos, aliados às crises Asiática e Russa em 1997/1999, já vinham alterando o cenário da indústria dos fundos substancialmente. No entanto, esse ano foi marcado por uma mudança histórica, que refletirá no desenvolvimento dos fundos hoje e futuramente, como enfatiza Gradilone (2002, p.12), quando diz que “o ano de 2002 será lembrado como um ano de significativas mudanças institucionais e legais”, referindo-se à indústria de fundos. Em entrevista à Revista Exame de agosto/2002, Roberto Apelfeld, responsável pela empresa de administração de recursos do Citibank no Brasil, enfatiza a importância do acontecimento, declarando: “Sempre será o ano da marcação a mercado.”

5.2 MARCAÇÃO A MERCADO

A marcação a mercado é usualmente utilizada em todos os países do mundo com mercado desenvolvidos e transparentes, cuja obrigatoriedade é rigorosamente seguida. No mercado financeiro chama-se a essa função de “marcação a mercado” do inglês “mark to market – MtM”. Segundo Fortuna (2002), este conceito está associado ao princípio de que quem determina o preço de um ativo é o mercado no qual este ativo é negociado; da mesma forma os ativos financeiros são determinados pelo preço de negociação.

Inicialmente ressalta-se a importância do entendimento do princípio contábil que norteia a marcação a mercado, para posterior analogia com o mercado financeiro. Ao adquirir um bem, genericamente designado como um ativo, paga-se por ele um determinado preço

que, em tese, reflete o seu valor de venda, registrando-o contabilmente por esse valor negociado. Com o passar do tempo há uma valorização ou desvalorização desse ativo, de acordo com a saudável lei da oferta e da procura. Por essa razão deve-se manter o seu valor permanentemente atualizado à sua realidade de mercado para, dessa forma, refletir o correto valor do patrimônio em questão, caso haja uma necessidade de venda ou troca desse ativo. A relevância dessa atualização de valores é destacada por Franco (1997, p. 202-203), enfatizando o princípio contábil em questão:

sempre que um registro contábil é procedido, o valor da operação deverá ser aquele constante do comprovante original que o suporta. Fatores advindos de ocorrências futuras, que possam determinar ajustes desse valor, tais como desgastes do bem pelo uso, reavaliação do ativo e ajustes decorrentes de perda de poder aquisitivo da moeda devem ser registrados por ocasião da elaboração das demonstrações contábeis. Esses ajustes serão legitimados pela aceitação do **Princípio da Atualização Monetária do Valor Original**.

No mercado financeiro, o registro e avaliação contábil dos títulos e valores mobiliários deveriam obedecer ao mesmo princípio contábil exposto, a fim de assegurar-se o capital investido de acordo com sua negociação no mercado secundário. Desde 1995, com a criação dos novos fundos de investimentos financeiros, essa metodologia não vinha sendo aplicada pelas principais administradoras de fundos do país, comprometendo as informações de rentabilidade divulgadas e o próprio patrimônio líquido dos fundos. O grande motivo era o risco de divulgação das informações de negociação no mercado secundário e a má interpretação dos investidores, causando euforia na indústria de fundos, muitas vezes inadequada.

5.2.1 Marcação antiga

Resumidamente será apresentado a antiga forma de registro e avaliação contábil de títulos, valores mobiliários e instrumentos financeiros derivativos pelos fundos de investimento financeiro.

Em hipótese, um determinado administrador comprava títulos de renda fixa pós-fixada, compondo sua carteira principalmente com Letras Financeiras do Tesouro. A princípio na compra, a LFT sofria um deságio de acordo com as taxas estabelecidas pelo mercado financeiro, surgindo uma rentabilidade média esperada para a data de vencimento. Como geralmente esse tipo de papel era de longo prazo, em média cinco ou seis anos, a taxa de juros obrigatoriamente variava nesse período, criando ágios ou deságios diferentes dos negociados na aquisição do papel. Como o administrador negociava um volume enorme de recursos, essas variações eram facilmente administradas, pois se trocavam os papéis no mercado secundário com frequência, repassando eventuais perdas de maneira diluída nas rentabilidades divulgadas.

A grande falha em marcar os títulos dessa maneira é a não representação fiel do patrimônio líquido do fundo e, conseqüentemente, das cotas dos investidores, conforme exposto no exemplo a seguir:

Supondo que na data de compra da LFT por R\$ 10.000,00, um investidor aplicara R\$ 1.000,00 no referido fundo, adquirindo 100 cotas de R\$ 10,00. No dia seguinte, a mesma LFT é negociada no mercado primário, em função da taxa de juros, por R\$ 9.000,00. Conseqüentemente, no mercado o patrimônio do fundo que o investidor aplicou naquele dia estaria 10% menor, valendo cada cota somente R\$ 9,00. Caso o administrador não repasse a desvalorização para as cotas, os valores demonstrados nos extratos não exprimirão a realidade financeira do fundo em questão.

Desta forma, fica claro que o modelo de registro e avaliação de títulos, utilizado anteriormente, não representava corretamente o valor do patrimônio líquido dos fundos, pondo em risco todo o investimento no caso de resgates contínuos com o papel desvalorizado.

5.2.2 Marcação atual

A atual metodologia de registro e avaliação de títulos e valores mobiliários é obrigatória desde a regulamentação dos novos fundos de investimento, evidenciada pela Circular nº 2.654 de 1996, abordada por Fortuna (1998, p. 246) da seguinte forma:

No que tange ao cálculo do valor da cota de um fundo, pelo art. 2º da Circular nº 2.654, de janeiro de 1996, os papéis de renda fixa da carteira devem ser contabilizados pelo seu valor de mercado. Assim, o valor de resgate do papel deve ser trazido diariamente ao seu presente de acordo com a taxa de juros futura prevista. Tal fato, no caso de juros em alta, pelo fato de aumentarem a taxa de desconto e, portanto, diminuir o valor presente, vai representar uma diminuição da rentabilidade da cota do fundo que, na realidade, só se efetiva se o investidor resgatar sua aplicação. O inverso acontece (ganho na cota) no caso de baixa nos juros.

Apoiados numa fiscalização ineficaz, as administradoras dos fundos não seguiam as regras de marcação, seja por isenção de risco nos investimentos (renda fixa), ou por temerem a reação dos investidores quanto às oscilações diárias nos papéis compostos em carteira. Porém, no início do ano de 2002, a equipe econômica do governo notou uma especulação enorme nos títulos públicos em função das eleições e das crises mundiais tangentes à economia brasileira, apurando valores dos títulos negociados muito distantes dos valores dos títulos em carteira dos fundos de renda fixa. A equipe decidiu, então, acabar com a marcação própria das administradoras. Desta forma, em 15 de fevereiro de 2002, foi editada a Circular nº 3.086, impondo a metodologia correta com suprema obrigatoriedade, descrita a seguir:

Circular 3.086

Art. 1. Estabelecer que os títulos e valores mobiliários integrantes das carteiras dos fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento, fundos de aposentadoria programada individual e fundos de investimento no exterior devem ser registrados pelo valor efetivamente pago, inclusive corretagens e emolumentos, e classificados nas seguintes categorias:

- I – títulos para negociação;
- II – títulos mantidos até o vencimento.

Art. 3. Os títulos e valores mobiliários classificados na categoria referida no art. 1., inciso I, bem como os instrumentos financeiros derivativos de que trata o art. 2., **devem ser ajustados, diariamente, pelo valor de mercado**, computando-se a

valorização ou a desvalorização em contrapartida à adequada conta de receita ou despesa, no resultado do período.

Art.4. Os títulos e valores mobiliários classificados na categoria referida no art. 1., inciso II, devem ser avaliados, diariamente, pelos respectivos custos de aquisição, acrescidos dos rendimentos auferidos, computando-se a valorização em contrapartida à adequada conta de receita ou despesa, no resultado do período.

Parágrafo 1. O ágio ou deságio apurado nas operações de aquisição de títulos de renda fixa, inclusive os representativos da dívida externa de responsabilidade da União e quaisquer outros transacionais no mercado internacional, deve ser reconhecido em razão da fluência do prazo de vencimento dos papéis.

Art. 12. Esta circular entra em vigor na data de sua publicação, admitindo-se que o enquadramento às suas disposições seja efetuado até 30 de junho de 2002.

Após a emissão dessa circular as principais administradoras de fundos de investimento reagiram imediatamente, alegando ser um prazo muito curto para o enquadramento das medidas divulgadas, pondo em risco a rentabilidade dos investidores. A pressão por parte do mercado obteve êxito, conseguindo uma prorrogação do prazo para 30 de setembro de 2002, conforme divulgada pela Circular 3.096, descrita a seguir:

CIRCULAR 3.096

Art. 1. Alterar os arts. 1 e 12 da Circular 3.086, de 15 de fevereiro de 2002, que passam a vigorar com a seguinte redação:

“Art.1.....”

Parágrafo 3º. O registro e avaliação dos títulos e valores mobiliários e dos instrumentos financeiros derivativos integrantes das carteiras dos fundos de investimento exclusivos de que trata o parágrafo 2º, inciso I, cujo investidor seja instituição financeira, instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil ou entidade fechada de previdência complementar, deve observar as condições, exigências e prazos estabelecidos nas Circulares 3.068, de 8 de novembro de 2001, e 3.082, de 30 de janeiro de 2002, e na Resolução 4, de 30 de janeiro de 2002, do Conselho de Gestão da Previdência Complementar – CGPC, respectivamente.”

“Art.12. Esta circular entra em vigor na data de sua publicação, admitindo-se que o enquadramento às suas disposições seja efetuado até 30 de setembro de 2002”.

Art.2. Esta circular entra em vigor na data de sua publicação.

A partir de março de 2002, analistas de mercado preocupados com as medidas impostas pela marcação que estariam por vir, alertaram os grandes investidores do risco inerente às aplicações de renda fixa, pois os títulos negociados no mercado não refletiam os valores em carteira. Desta maneira, influenciados por seus consultores financeiros, esses

grandes investidores, formados em sua maioria por empresas de grande porte nacionais e estrangeiras, iniciaram inúmeros resgates dos fundos de renda fixa no país.

A situação ficou caótica. Os administradores dos fundos não tinham tomado as devidas providências de marcação, tendo que saldar os resgates efetuados pelos valores das cotas originais.

Devido à gravidade da situação, torna-se interessante a exemplificação descrita a seguir:

Fundo X: Renda Fixa

Carteira: 32 títulos Y (públicos)

Valor de Compra e Registro (Y): R\$ 1.000,00

Patrimônio Líquido do fundo: R\$ 32.000,00

Quantidade de cotas: 10.000

Valor da cota: R\$ 3,20

Valor atual negociado no mercado (Y): R\$ 800,00

Situação hipotética: Com a notícia da marcação a mercado, os grandes investidores do fundo X, detentores de 50% do capital, anteciparam-se às medidas e decidiram resgatar suas aplicações. Para saldar os resgates, o administrador do fundo teve de vender seus títulos no mercado, negociando-os pelo valor de mercado. Foi necessário vender 20 títulos Y (R\$ 800,00), a fim de saldar o resgate de R\$ 16.000,00 (50%). Desta forma, o patrimônio líquido restante era de apenas R\$ 12.000,00, pois os 12 títulos Y restantes estavam ainda marcados pelo seu valor original – R\$ 1.000,00.

Realizada a marcação, os títulos foram marcados em R\$ 800,00, registrando no fundo X um prejuízo de 40%, pois o patrimônio líquido passou de R\$ 16.000,00 (valor original de direito / 50% do patrimônio restante) para R\$ 9.600,00 contabilizados pós-marcação. Os grandes prejudicados nesta situação foram os investidores remanescentes do fundo, que tiveram uma desvalorização de suas cotas de R\$ 3,20 para R\$ 1,92.

Vale ressaltar que caso os resgates não cessassem antes da marcação, o fundo X correria um sério risco de inadimplência quanto aos investidores remanescentes, pois não conseguiriam saldar o valor original de suas cotas vendendo seus títulos de acordo com o valor de mercado.

Esta situação hipotética ilustra a realidade ocorrida no período após a edição e divulgação das circulares 3.086 e 3.096 em março de 2002. Portanto, após uma análise breve dos fatos ocorridos e temendo um maior descontentamento por parte dos investidores em fundos de renda fixa, o Banco Central e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) reuniram-se e decidiram conjuntamente pela edição da Instrução CVM 365, que reduzia drasticamente o prazo da marcação a mercado para dois dias após a data de publicação, conforme segue:

INSTRUÇÃO CVM Nº 365

O PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM torna público que o Colegiado, em reunião realizada nesta data, tendo em vista o disposto nos arts. 2, inciso IX, e 8, inciso I, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, com a redação dada pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, e na Decisão-Conjunta nº 10, de 2 de maio de 2002, do Banco Central do Brasil e da CVM, RESOLVEU baixar a seguinte Instrução:

Art. 1 Os procedimentos para registro e avaliação de títulos e valores mobiliários e dos instrumentos financeiros derivativos, integrantes das carteiras dos fundos de investimento financeiro, dos fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e dos fundos de investimento no exterior, estabelecidos na Circular 3.086, de 15 de fevereiro de 2002, com as alterações introduzidas pela Circular 3.096, de 6 de março de 2002, ambas do Banco Central do Brasil, **devem ser observados a partir de 31 maio de 2002, inclusive.**

Parágrafo único. A adoção dos procedimentos referidos neste artigo deve produzir efeitos imediatos no valor da quota do fundo, calculada na forma da regulamentação em vigor e observadas as demais condições previstas no seu regulamento.

Art. 4 Os ajustes decorrentes da aplicação dos critérios estabelecidos nesta Instrução devem ser imediatamente registrados em contrapartida à adequada conta de despesa ou receita no resultado do período.

Parágrafo único. Os ajustes decorrentes da aplicação dos critérios estabelecidos nesta Instrução comparativamente àqueles exigidos na regulamentação até então vigente devem ser objeto de divulgação em notas explicativas às demonstrações financeiras, evidenciados, de forma comparativa, o seu montante e os efeitos no resultado.

Art. 5 Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação no Diário Oficial da União, mantidas as regras não conflitantes expedidas pelo Banco Central do Brasil, por intermédio da Circular 3.086, de 15 de fevereiro de 2002, com as alterações introduzidas pela Circular 3.096, de 6 de março de 2002.

Conforme destacado no artigo 1 da Instrução CVM 365, as medidas impostas pelas circulares anteriores teriam de ser providenciadas até o dia 31 de maio de 2002. Desta forma, passado esta data, todos os fundos de investimento no país iniciaram a marcação a mercado dos seus títulos em carteira, reduzindo na grande maioria dos fundos os valores das cotas dos investidores. Esta desvalorização, conforme divulgado na Edição Especial da Revista Exame Ago/02 sobre o desempenho dos fundos, chegou a 5% em alguns casos. Os mais atingidos, conforme já exposto, foram os fundos de renda fixa, justamente por possuírem um maior número de títulos públicos federais em carteira, cujos valores estavam sendo negociados no mercado de maneira especulativa, em função das inúmeras variáveis que abalaram o sistema financeiro no ano. Dentre os títulos públicos federais, alguns sofreram maior desvalorização, principalmente os títulos de longo prazo, cujas oscilações na taxa de juros provocam maiores variâncias nos seus valores de compra e venda, influenciando conseqüentemente seus valores de registro. Os títulos mais visados foram as Letras Financeiras do Tesouro – LFT, por apresentarem prazos médios de 4 a 6 anos de expectativa de liquidação.

Outro fator relevante na Instrução CVM 365 está descrito no Parágrafo único do art. 4, no qual as administradoras dos fundos impõem medidas de divulgação através de notas explicativas às demonstrações financeiras, assim como os efeitos da referida marcação no patrimônio do fundo.

5.3 CONTRADIÇÕES DA MARCAÇÃO

A marcação a mercado envolveu questões financeiras, políticas, eleitorais e econômicas, cujo teor e cuja dificuldade dos temas seria muita pretensão envolvê-los nos objetivos desta pesquisa. Entretanto, a simples abordagem destes tópicos é necessária para a compreensão geral dos objetivos propostos.

No ano de 2001, os títulos públicos, segundo analistas de mercado, não estavam refletindo o risco das eleições, e a partir da observação das condições de mercado podia-se concluir que seus valores não eram condizentes com a realidade, visto as turbulências e especulações das crises internacionais, como afirmou o Diretor da BBA Investimentos em entrevista para a Revista Exame. Sob esta ótica, o governo, a fim de impedir que os grandes investidores, mais experientes e atualizados com as condições de mercado, resgatassem suas aplicações atreladas a esses títulos e causassem um colapso no Sistema Financeiro Nacional, emitiu através do BACEN as circulares impondo a precificação dos títulos a mercado até setembro. Como já exposto, alguns investidores iniciaram os resgates após a edição destas medidas, até que em maio o BACEN impôs a marcação imediata, gerando a desvalorização nos fundos apresentados.

A análise dos fatos sugere duas explicações contraditórias: uma a favor e uma contra o governo. A primeira seria o acolhimento ou a proteção do governo em relação aos grandes investidores do país, política nítida no governo de Fernando Henrique Cardoso. Sua explicação é óbvia na medida em que o BACEN emitira as circulares com prazos longos de imposição das novas normas, alertando os grandes investidores que os títulos desvalorizariam em setembro.

A segunda explicação estaria no fato de que as medidas impostas em fevereiro foram um erro do governo, não editando de maneira imediata a marcação, causando prejuízos para uma grande parcela de investidores. Este erro é explicado na medida que, para o governo em um ano de eleição, não seria plausível um descontentamento público conforme o ocorrido. Num artigo para o Banco do Brasil intitulado "A Marcação a Mercado e os fundos de investimentos", Eduardo Fortuna salienta esta questão da seguinte forma:

Aos que criticam a decisão do Banco Central, é bom lembrar que a prova de sua ética e de sua prevalência no interesse permanente dos investidores é que, em um ano eleitoral, qualquer medida de governo, aparentemente antipática, representa um tiro no pé de seu candidato que, como sabemos, vive dificuldades no pau de sebo da campanha eleitoral.

6 O BANCO DO BRASIL S. A.

Este capítulo expõe as principais características do portfólio de fundos de investimento do Banco do Brasil, apresentando primeiramente sua Administradora de Ativos, conhecida no mercado como Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários – BBDTVM, cuja função é gerir o mercado de fundos, carteiras de investimento, ações e títulos financeiros em geral.

O enfoque, conforme já esclarecido, será sobre os fundos de renda fixa, suas oscilações pós- marcação, mudanças de carteiras, migração de recursos, destacando por fim o surgimento de novas aplicações na indústria de fundos.

6.1 A POSIÇÃO DE MERCADO DA BBDTVM

A BBDTVM foi criada em 1986 como uma subsidiária do Banco do Brasil, voltada exclusivamente para o desenvolvimento e gestão de soluções em administração de recursos de terceiros.

No ano seguinte após sua criação, já obtinha resultado positivo, sendo apontada como a primeira em patrimônio líquido no ranking dos fundos de curto prazo, e a sexta nos fundos de renda fixa. Após a regulamentação dos novos fundos de investimento, em 1995, a BBDTVM consolidou sua marca no mercado financeiro de uma maneira impressionante, atingindo, em 2001, um patrimônio líquido no montante de R\$ 60,86 bilhões, distribuídos em 162 fundos captados no país, 38 carteiras administradas, 3 fundos captados no exterior e 1 Clube de investimento. Esta evolução está apresentada na Figura 1.0:

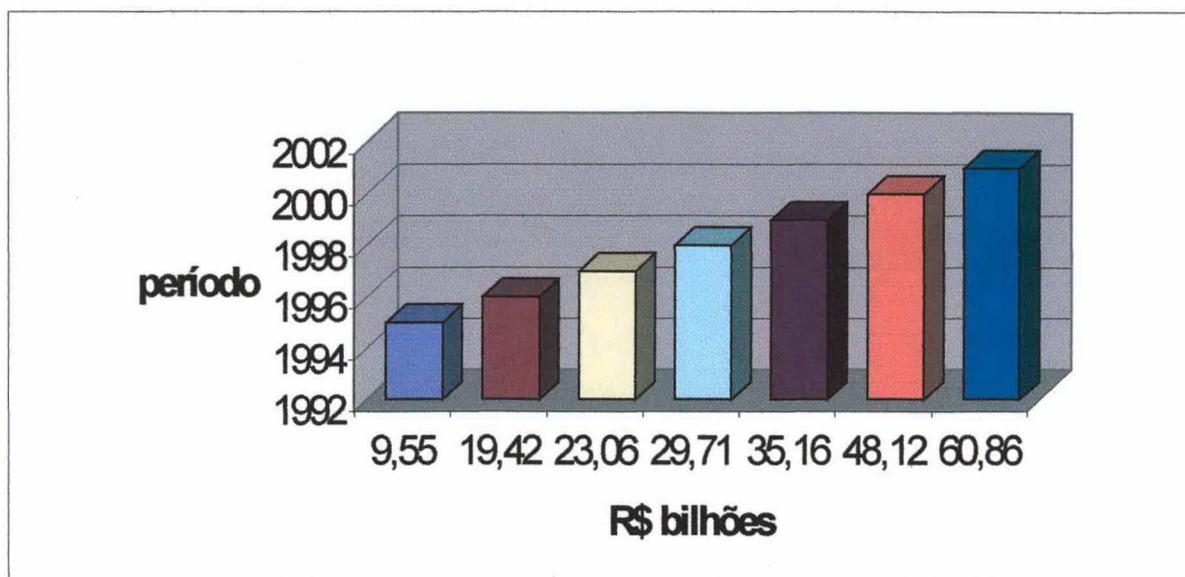


Figura 1.0 - Evolução da BBDTVM

Fonte – Intranet Corporativa do Banco do Brasil

Em janeiro de 2002, a BBDTVM já era considerada a maior Administradora de Recursos de Terceiros do país, com participação equivalente a 17,12% do mercado (Fonte – ANBID), conforme exposto na Figura 2.0, através de comparação com os concorrentes de mercado¹:

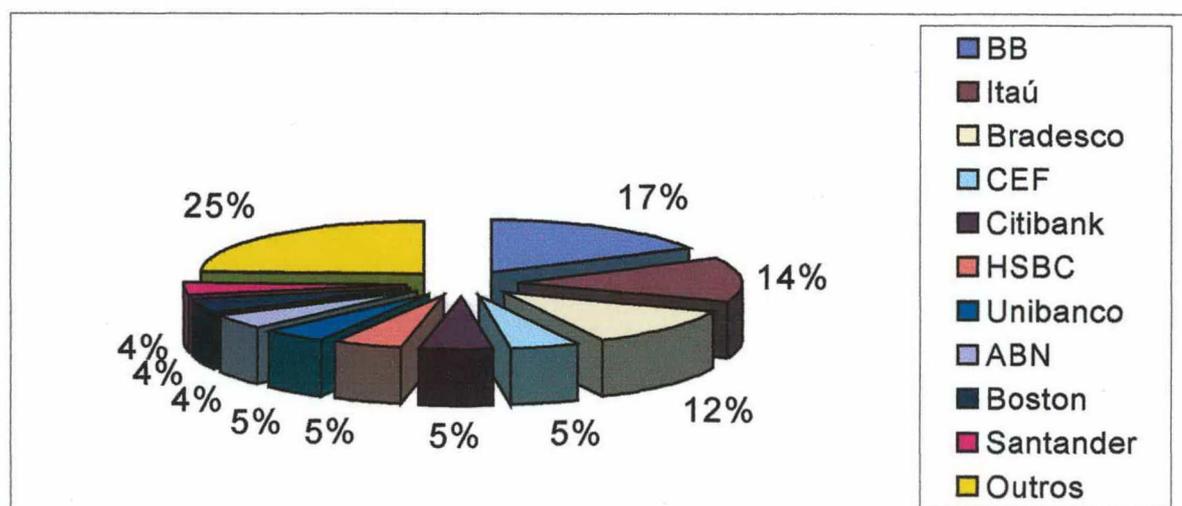


Figura 2.0 - Indústria de Fundos

Fonte – Intranet Corporativa do Banco do Brasil

¹ Os concorrentes de mercado estão descritos pelo próprio nome da instituição financeira.

6.1.1 Período Pré-Marcação

No período compreendido entre fevereiro e maio de 2002, conforme visto no capítulo anterior, ocorreram resgates nos fundos de renda fixa atrelados aos títulos públicos, em decorrência das circulares emitidas no início do mês de fevereiro. Na BBDTVM o total dos recursos administrados (fundos e carteiras) sofreu um déficit mensal em seu crescimento patrimonial até o mês de maio, isto é, a cada mês o crescimento patrimonial foi menor. Entretanto, esta variação não resultou em perda real de patrimônio líquido, conforme exposto na Figura 3.0:

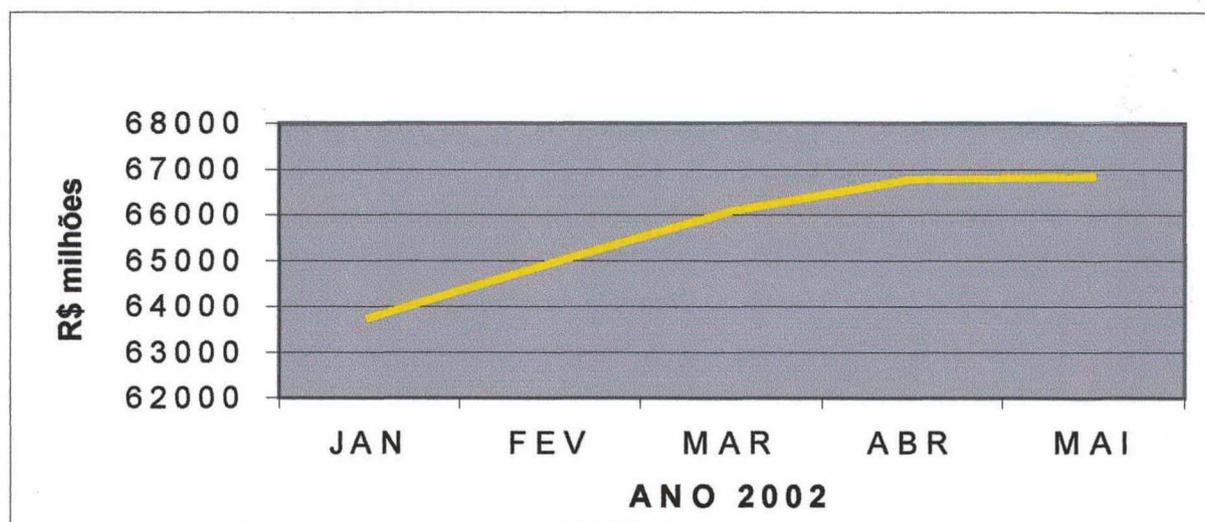


Figura 3.0 - Pré-Marcação / BBDTVM

Fonte – Intranet Corporativa do Banco do Brasil

Outros bancos, diferentemente do Banco do Brasil, sofreram consideráveis perdas neste período anterior à marcação a mercado, devido aos resgates efetuados pelos grandes investidores, informados quanto às medidas que seriam implantadas em maio. Estes resgates totalizaram um valor de R\$ 675 milhões (Fonte – ANBID).

6.1.2 Período Pós-Marcação

O período pós-marcação foi caracterizado por uma euforia geral na indústria de fundos. As medidas impostas ajustaram os valores dos títulos públicos em carteira, a valor de mercado. Este ajuste causou diminuição no valor integral dos títulos e, conseqüentemente, no valor das cotas dos fundos atrelados a esses títulos. Após o dia 31 de maio (data da marcação), os fundos de renda fixa apresentaram rentabilidade negativa que variou de 0,5% a 4,0%, em função da desvalorização dos títulos e dos resgates efetuados anterior à marcação a mercado.

Na Tabela 1.0 abaixo, pode-se verificar o desempenho de alguns fundos de investimento da BBDTVM e suas respectivas rentabilidades divulgadas no mês de maio através do Sistema de Informações do Banco do Brasil:

TABELA 1.0 Desempenho dos fundos / Maio 2002

FUNDO	RENTABILIDADE / MAIO 2002 (em %)
BB FIX PREFERENCIAL	- 1,4529
BB FIX ESPECIAL	- 1,4122
BB FIX BASICO	- 1,6577
BB FIX ESPECIAL PLUS	- 1,4295

Fonte – Sistema de Informações do Banco do Brasil

Os fundos destacados acima são todos fundos de renda fixa (BB FIX), possuindo uma composição, em carteira semelhante, de 90% a 98% de títulos públicos federais, o que levou a uma desvalorização praticamente padrão entre os fundos. Estas composições de carteiras dos fundos podem ser observadas no ANEXO D, no final do trabalho.

Dentre os títulos mais afetados no mercado estavam, principalmente, os títulos de longo prazo, caracterizados por prazos de vencimentos de 4 a 6 anos. Conseqüentemente

quanto maior era o prazo do título, maior era a exposição às oscilações das taxas de juros do mercado, influenciando diretamente no valor do título em carteira.

O título público mais desvalorizado com a marcação a mercado foi a LFT (Letra Financeira do Tesouro), por apresentar maior prazo de vencimento. Portanto, os fundos mais desvalorizados no mercado foram justamente os que tinham maior número de LFT em carteira e outros títulos de longo prazo.

As rentabilidades divulgadas no dia 03 de junho de 2002 (primeiro dia útil após a marcação) causaram um grande impacto no mercado, cujos valores, desde a reformulação dos fundos em 1995, não tinham apresentado quedas nestas proporções, fazendo com que os fundos de renda fixa, outrora tidos como inabaláveis, perdessem muita credibilidade devido às circunstâncias apresentadas e à incerteza em relação ao futuro dos fundos.

A insatisfação dos investidores foi geral, pois além da perda de dinheiro informada no extrato, a sensação generalizada foi de “engano” ou omissão por parte do sistema bancário. Estes sentimentos, aliados à incerteza no mercado, geraram resgates em proporções gigantescas, totalizando somente no primeiro mês após a divulgação das informações um decréscimo patrimonial de R\$ 21 bilhões (Fonte – ANBID) na indústria de fundos. Meses depois, este valor contabilizado atingiu o seu ponto máximo, cerca de R\$ 36 bilhões, ou seja, quase 10% do valor total da indústria. Esta perda, a princípio, era contábil, pois o patrimônio diminuía em função da desvalorização dos títulos, porém ao iniciarem-se os resgates, gerando a venda efetiva dos títulos, a perda passou a ser real.

A BBDTVM, maior participante do mercado, sofreu um decréscimo no patrimônio líquido em proporções maiores que sua participação – cerca de R\$ 11 bilhões. Este valor corresponde a 1/3 da perda sofrida pela indústria de fundos. Talvez a razão da desproporção entre os resgates esteja no fato de que não houve na BBDTVM tantos resgates anteriores à

marcação, quanto os ocorridos nos fundos concorrentes. A Figura 4.0 caracteriza claramente o impacto no patrimônio líquido da BBDTVM, auferido entre os meses de maio e setembro:

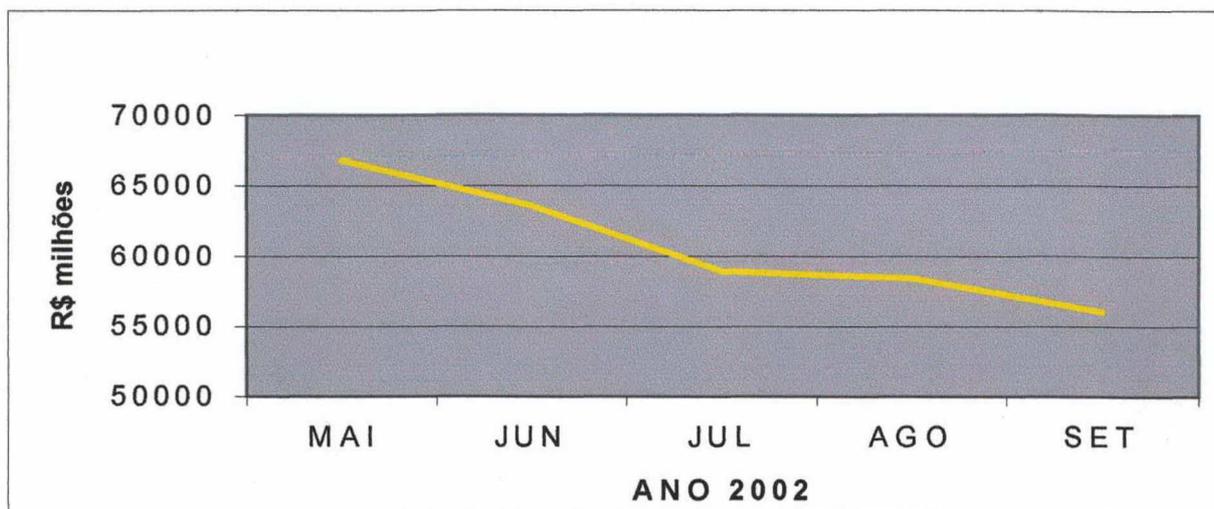


Figura 4.0 - Pós-Marcação / BBDTVM

Fonte – Intranet Corporativa do Banco do Brasil

Objetivando ratificar a gravidade da situação, é relevante o destaque comparativo das três maiores administradoras de recursos de terceiros do país, que apresentaram declínios e oscilações de forma semelhantes no período, conforme exposto na Figura 5.0:

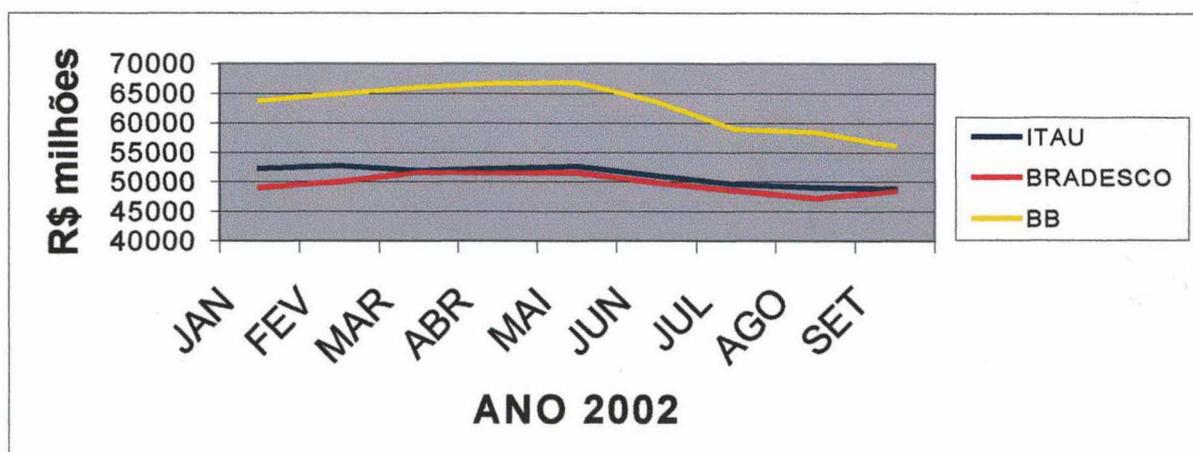


Figura 5.0 - Análise Comparativa

Fonte – Revista Exame – agosto/2002

A situação nos meses subsequentes à marcação, conforme demonstram as Figuras 4.0 e 5.0, era incerta, pois se somava, além das perdas apresentadas, a perspectiva de queda para os

próximos períodos devido à desvalorização dos títulos que não cessava. Desta forma, os resgates tenderiam a crescer, gerando danos irreversíveis para as administradoras menos estáveis no mercado.

A fim de amenizar a situação, no mês de agosto, o Banco Central e a CVM, em decisão conjunta, emitiram uma nova circular regulamentando que os títulos de curto prazo, com vencimento de no máximo 2 anos, não precisariam necessariamente ser marcados a mercado, pois o curto prazo tenderia à marcação real do título ao mercado, em função da curta exposição à taxa de juros, ou seja, a diferença entre marcar a mercado e marcar pela expectativa de vencimento do título seria mínima. Na mesma época, o Banco Central iniciou um processo de troca de títulos de longo prazo por títulos de curto prazo com o mercado, amenizando, desta forma, as conseqüências da desvalorização dos títulos de longo prazo.

No mês seguinte à emissão dessa circular, o mercado reagiu positivamente, diminuindo os resgates dos fundos, e dando a possibilidade de as administradoras voltarem a obter rentabilidades positivas nos mais diversos fundos. Esta reação do mercado pode ser verificada na Figura 5.0, onde vê que, no mês de setembro, a administradora do Bradesco já reagia positivamente, crescendo cerca de R\$ 1,2 bilhões em seu patrimônio líquido. A partir de outubro, o mercado de fundos retornou a estabilizar-se com moderação.

6.2 MIGRAÇÃO DOS RECURSOS

A perda de credibilidade, aliada à incerteza quanto aos fundos de investimentos, gerou no mercado resgates nas dimensões apresentadas, diluindo os recursos nas mais variadas alternativas de investimento. Como os fundos abalados foram de renda fixa, o perfil dos investidores lesados era praticamente conservador. Portanto, as alternativas de investimento escolhidas para a migração dos recursos foram as mais tradicionais e conservadoras possíveis,

visto o impacto psicológico sofrido pelos investidores nos fundos de investimento, considerados, pela maioria, isentos de risco.

Obviamente não há certeza absoluta nos valores migrados para cada investimento, mas através de comparações de saldos de aplicações anteriores e posteriores à marcação, pode-se estabelecer uma variação dos recursos migrados entre as aplicações. As principais alternativas de investimento receptor dos recursos oriundos dos fundos foram a poupança e o depósito a prazo (CDB /RDB).

Segundos os dados apresentados no tópico anterior, a indústria de fundos contabilizou perda de R\$ 36 bilhões entre maio e setembro. Neste mesmo período, a captação em poupança cresceu R\$ 17,7 bilhões, e depósito a prazo R\$ 21,2 bilhões, totalizando um aumento de R\$ 38,9 bilhões em aplicações tradicionais, segundo dados do Banco Central, apresentados na Figura 6.0:

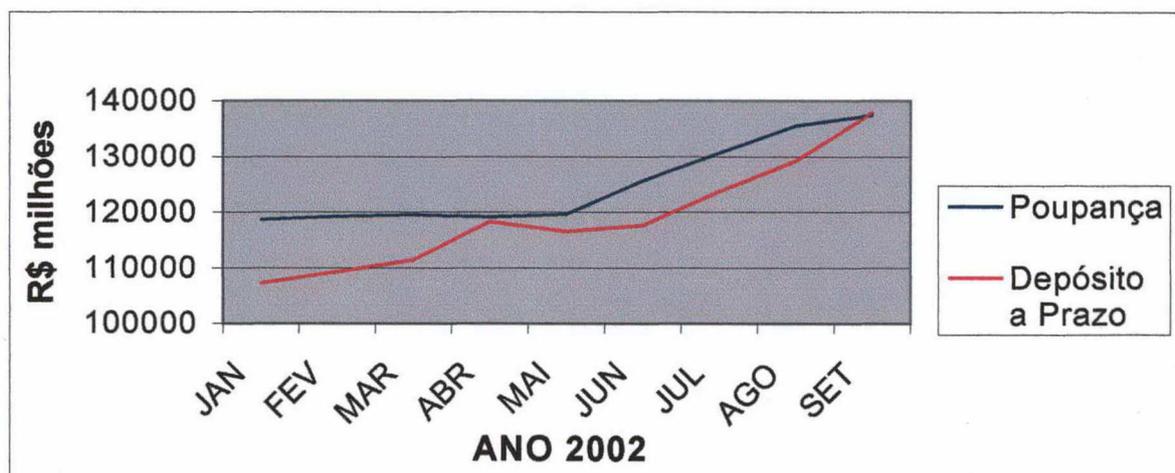


Figura 6.0 - Migração dos Recursos
Fonte – Banco Central do Brasil

A partir de maio, mês da marcação, pode-se notar na Figura 6.0 acima, um crescimento acelerado em ambas as aplicações, passando da faixa de R\$ 120 bilhões para quase R\$ 140 bilhões em setembro. Comparativamente ao saldo resgatado nos fundos, o

acrécimo nessas aplicações estabelece um bom referencial de aporte dos recursos resgatados, caracterizando a migração dos recursos entre as aplicações.

Como já exposto, não se podem generalizar as quantias apresentadas, e focar apenas a migração para poupança e depósito a prazo. Segundo dados informais, como rádio, televisão, jornais e revistas, houve nesta mesma época um “boom” imobiliário em todo o país, caracterizando mais um tipo de investimento conservador, possível receptor dos recursos dos fundos.

6.3 NOVAS DIRETRIZES E INVESTIMENTOS NA INDÚSTRIA DE FUNDOS

A indústria de fundos mobilizou-se após os acontecimentos da marcação e suas conseqüências avassaladoras. Está passando por uma fase de adaptação à nova metodologia de marcação, cuja circular emitida em agosto alterou novamente a marcação, apenas para os títulos de curto prazo. Desta forma, a marcação atual está definida pelo prazo dos títulos em carteira, ou seja, fundos com títulos de longo prazo serão marcados a mercado, e fundos com títulos de curto prazo (máximo de 2 anos) poderão ser marcados pela expectativa de vencimento.

Portanto, a partir dessas alterações, a BBDTVM a fim de recuperar os recursos migrados através da estabilização com fundos de curto prazo, não sujeitos às oscilações de mercado, lançou em seu portfólio dois novos fundos: o BB FIX Curto Prazo Singular e o BB FIX Curto Prazo Empresarial. Esses fundos, por apresentarem em carteira uma grande quantidade de títulos de curto prazo, não apresentaram rentabilidade negativa até o presente, atraindo cerca de R\$ 200 milhões, segundo dados divulgados pelo Banco do Brasil em informativos próprios.

Outros fundos foram alterados pela BBDTVM, como os fundos atrelados aos índices de inflação (IGP-M). Esses fundos têm apresentado no mercado de 3% a 4% de rentabilidades mensais, devidos principalmente à alta do dólar e do crescimento patrimonial em função do êxodo nos fundos de renda fixa. Somente após julho, um único fundo da BBDTVM atrelado ao IGP-M captou cerca de R\$ 229 milhões, representando um crescimento de 800% no patrimônio líquido do fundo.

Além da mudança nos portfólios de investimento, as administradoras restringiram o acesso aos fundos mais rentáveis com faixas de limite para ingresso e movimentação. Os fundos atrelados à inflação, por exemplo, necessitam de um aporte inicial entre R\$ 50 mil e R\$ 100 mil, além dos valores para resgates e manutenção do fundo. Diretrizes como essas estão sendo traçadas a fim de manter um número X de quotistas nos fundos, diminuindo o número de negociação dos títulos em carteira no mercado secundário. Já os fundos de curto prazo, modificados em razão da marcação, necessitam de um aporte inicial baixo, cerca de R\$ 200,00, mas rendem em média 1% ao mês, além de terem as taxas de administração anuais mais altas que os demais.

Os dados apresentados neste tópico referente à BBDTVM foram coletados por intermédio do SISBB, sendo que a análise comparativa com o mercado foi extraída da Revista Exame, Edição Especial de agosto de 2002.

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Uma das primeiras matérias divulgadas sobre a marcação a mercado na mídia trazia em seu título a seguinte expressão: **“O ano de 2002 será um divisor de águas na indústria de fundos”**. Considerando os objetivos comerciais da Revista Exame, a edição “Os melhores fundos de investimento de 2002” obteve um excelente resultado, atraindo a atenção do público, através da divulgação das perdas e dos destaques entre os fundos administrados no país. Obviamente, após a marcação a mercado, uma edição desse cunho poderia ter sido encarada no mínimo com sarcasmo perante os investidores. Entretanto, a análise da edição não envolvia somente o prejuízo envolvido, amplamente divulgado por diversos meios na mídia desde maio, mas a transparência que a indústria estava adquirindo a partir da marcação a mercado e a maior conscientização em relação ao funcionamento dos fundos comercializados.

Sem dúvida alguma, a marcação imposta em 2002 mudará a relação dos investidores com os fundos de investimento, não nas proporções sugeridas conforme o apelo comercial exposto acima, mas através dos aspectos positivos e negativos gerados na indústria, cujos detalhes serão apresentados conforme os objetivos propostos.

Dentre os objetivos específicos do trabalho, a quantificação da perda patrimonial está clara, atingindo um total de aproximadamente R\$ 36 bilhões em apenas 4 meses. Ressalta-se que a indústria de fundos levou cerca de 1 ano e 2 meses para captar essa quantia. O importante atualmente é avaliar quanto tempo a indústria levará para recuperar a perda ocorrida, visto a incerteza agregada aos fundos de investimento neste ano.

A quantidade de recursos migrados foi destacada através de comparações contábeis entre os saldos do patrimônio líquido da indústria, nos períodos afetados pela marcação, e o saldo dos investimentos tradicionais, haja vista possuírem o mesmo perfil entre os

aplicadores. Como foi exposto, a grande maioria dos recursos não abandonou o sistema financeiro, migrando para poupança e depósito a prazo, no qual gerou um crescimento de R\$ 38 bilhões até setembro. Espera-se que após a estabilização dos fundos, os recursos retornem para a indústria de fundos, afim de o investidor voltar a obter uma rentabilidade maior.

Em relação às novas diretrizes e aos investimentos na indústria, é de extrema relevância o destaque da agilidade da BBDTVM na mudança de seu portfólio de investimentos, a fim de adequar-se à nova realidade, criando em apenas dois meses um portfólio novo, com opções variadas de adequação às necessidades dos clientes. Assim como a BBDTVM, o mercado concorrente reagiu de forma semelhante, criando fundos atrelados a papéis de curto prazo, menos voláteis às oscilações das taxas de juros. Esta característica de adaptação ao meio deve estar presente em todas as empresas dos mais variados ramos de atuação, visto a economia globalizada e volátil vigente em nossa época. Através deste trabalho, pode-se verificar que as maiores instituições financeiras têm demonstrado eficiência e agilidade nas decisões da alta administração, sendo flexíveis às mudanças de maneira ágil. Talvez seja esta uma das razões do sucesso empresarial dessas instituições em nosso país.

O impacto na Administradora de Ativos do Banco do Brasil S. A. – BBDTVM foi proporcionalmente maior que o do mercado, cerca de R\$ 11 bilhões, ou seja, 15% de seu patrimônio líquido, sendo que a indústria total sofreu uma perda de aproximadamente 10% do total de ativos patrimoniais.

O impacto financeiro registrado na indústria de fundos atingiu uma perda patrimonial considerável, contudo os recursos não abandonaram o sistema financeiro, impedindo maiores danos. Um dos principais impactos intrínsecos à marcação a mercado foi o impacto psicológico, principalmente para os investidores de menor porte, que, perplexos diante do acontecimento, resgataram suas cotas, contabilizando prejuízo próprio. O primeiro fator agregado ao impacto psicológico é o desconhecimento da marcação, ou seja, a falta de

capacidade intelectual para a concepção do ocorrido e suas conseqüências. O segundo fator é a falta de clareza e transparência por parte das instituições, criando um sentimento mútuo de engano. Mediante estes fatores, espera-se que muitos desses investidores não voltem a aplicar seus recursos nos próximos anos, representando uma perda imensurável para as administradoras, visto que apesar de serem investidores de pequeno porte, representam, em somatória, a maior parcela de patrimônio para os fundos.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. São Paulo: Editora Atlas, 2001.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Circular 3086**. Estabelece critérios para registro e avaliação contábil de títulos e valores mobiliários e de instrumentos financeiros derivativos pelos fundos de investimento financeiro. Brasília, 15 fev. 2002.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Circular 3096**. Dispõe sobre o registro e avaliação contábil de títulos e valores mobiliários e de instrumentos financeiros derivativos pelos fundos de investimento destinado a um único investidor. Brasília, 06 mar. 2002.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 365**. Dispõe sobre os critérios para registro e avaliação contábil de títulos e valores mobiliários e de instrumentos financeiros derivativos pelos fundos de investimento financeiro. Brasília, 29 mai. 2002.

BULGARELLI, Waldirio. **Títulos de crédito**. São Paulo: Editora Atlas, 1996.

CERVO, Armando Luiz; BERVIAN, Pedro Alcino. **Metodologia científica**. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1983.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro : Produtos e Serviços**. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 1997.

_____. **Mercado financeiro : Produtos e Serviços**. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 1998.

_____. **A Marcação a mercado e os fundos de investimento**. Disponível em: <<http://www.bb.com.br/inv/AnteriorFortuna210802.jsp>>. Acesso em 21/08/2002.

FRANCO, Hilário. **Contabilidade geral**. São Paulo: Editora Atlas, 1997.

GRADILONE, C. O Caminho da Maturidade. Os melhores fundos de investimento de 2002. **Revista Exame**, São Paulo, n.773, p. 11-17, agosto 2002.

LAMY, José Alfredo. **Mercado aberto e política monetária: A Experiência Brasileira Recente**. Rio de Janeiro: Editora Fundação Getúlio Vargas, 1987.

LOPES, João do Carmo; ROSSETI, José Paschoal. **Economia monetária**. São Paulo: Editora Atlas, 1998.

MAYER, Thomas; DUESENBERY, James; ALIBER, Robert. **Moedas, bancos e a economia**. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1993.

MELLAGI FILHO, Armando. **Mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Atlas, 1995.

SANDRONI, Paulo. **Novíssimo dicionário de economia**. São Paulo: Editora Best Seller, 1999.

ANEXO A

CIRCULAR 3.086

Estabelece critérios para registro e avaliação contábil de títulos e valores mobiliários e de instrumentos financeiros derivativos pelos fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento, fundos de aposentadoria programada individual e fundos de investimento no exterior.

A Diretoria Colegiada do Banco Central do Brasil, em sessão realizada em 15 de fevereiro de 2002, com fundamento no art. 4., inciso XII, da Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, por competência delegada pelo Conselho Monetário Nacional, por ato de 19 de julho de 1978, e tendo em vista o disposto nas Resoluções 2.111, de 22 de setembro de 1994, 2.183, de 21 de julho de 1995, com a redação dada pela Resolução 2.931, de 14 de fevereiro de 2002, e 2.424, de 1. de outubro de 1997, DECIDIU:

Art. 1. Estabelecer que os títulos e valores mobiliários integrantes das carteiras dos fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento, fundos de aposentadoria programada individual e fundos de investimento no exterior devem ser registrados pelo valor efetivamente pago, inclusive corretagens e emolumentos, e classificados nas seguintes categorias:

I - títulos para negociação;

II - títulos mantidos até o vencimento.

Parágrafo 1. Na categoria títulos para negociação, devem ser registrados os títulos e valores mobiliários adquiridos com o propósito de serem ativa e freqüentemente negociados.

Parágrafo 2. Na categoria títulos mantidos até o vencimento, podem ser registrados títulos e valores mobiliários, exceto ações não resgatáveis, para os quais haja intenção e capacidade financeira de mantê-los em carteira até o vencimento, desde que sejam observadas, cumulativamente, as seguintes condições:

I - o fundo de investimento seja destinado a um único investidor;

II - o investidor, ou seu representante legal, declare formalmente, através do termo de adesão ao fundo, que possui a condição financeira para levar ao vencimento os títulos e valores mobiliários constantes da carteira do fundo classificados na categoria prevista no caput, inciso II;

III - no caso de o investidor ser fundo de investimento, seja o mesmo destinado a um único condômino.

Art. 2. As operações com instrumentos financeiros derivativos realizadas pelos fundos referidos no art. 1. devem ser registradas com observância dos seguintes procedimentos:

I - na data da operação:

a) nas operações a termo registrar o valor final contratado deduzido da diferença entre esse valor e o preço à vista do bem ou direito em subtítulo retificador de uso interno da adequada conta de

ativo ou passivo;

b) nas operações com opções registrar, na data da operação, o valor dos prêmios pagos ou recebidos na adequada conta de ativo ou passivo, respectivamente, nela permanecendo até o

efetivo exercício da opção, se for o caso, quando então deve ser baixado como redução ou aumento do custo do bem ou direito, pelo efetivo exercício, ou como receita ou despesa, no caso de não exercício, conforme o caso;

c) nas operações com outros instrumentos financeiros derivativos, registrar em contas de ativo ou passivo de acordo com as características do contrato;

II - diariamente: avaliar pelo valor de mercado, observados os critérios estabelecidos no art. 3..

Parágrafo 1. Entende-se por instrumentos financeiros derivativos aqueles cujo valor varia em decorrência de mudanças em taxa de juros, preço de título ou valor mobiliário, preço de mercadoria, taxa de câmbio, índice de bolsa de valores, índice de preço, índice ou classificação de crédito, ou qualquer outra variável similar específica, cujo investimento inicial seja inexistente ou pequeno em relação ao valor do contrato, e que sejam liquidados em data futura.

Parágrafo 2. O valor de referência das operações citadas no caput deve ser registrado em contas de compensação.

Parágrafo 3. O registro do resultado apurado nas operações de que trata este artigo deve ser realizado individualmente, sendo vedada a compensação de receitas com despesas em contratos distintos.

Parágrafo 4. Nas operações a termo, os títulos e valores mobiliários adquiridos devem ser classificados, na data do recebimento do ativo objeto da operação, em uma das categorias previstas no art. 1..

Art. 3. Os títulos e valores mobiliários classificados na categoria referida no art. 1., inciso I, bem como os instrumentos financeiros derivativos de que trata o art. 2., devem ser ajustados, diariamente, pelo valor de mercado, computando-se a valorização ou a desvalorização em contrapartida à adequada conta de receita ou despesa, no resultado do período.

Parágrafo 1. Para fins do ajuste previsto no caput, a metodologia de apuração do valor de mercado é de responsabilidade da instituição administradora e deve ser estabelecida com base em critérios consistentes e passíveis de verificação, que levem em consideração a independência na coleta de dados em relação às taxas praticadas em suas mesas de operação, podendo ser utilizado como parâmetro:

I - o preço médio de negociação no dia da apuração ou, quando não disponível, o preço médio de negociação no dia útil anterior;

II - o valor líquido provável de realização obtido mediante adoção de técnica ou modelo de precificação;

III - o preço de instrumento financeiro semelhante, levados em consideração, no mínimo, os prazos de pagamento e vencimento, o risco de crédito e a moeda ou indexador;

IV - o valor do ajuste diário no caso das operações realizadas no mercado futuro.

Parágrafo 2. A apropriação dos rendimentos deve ser efetuada considerando os dias úteis entre a data da contratação e a do vencimento da operação, excluído o dia da operação e incluído o dia do vencimento.

Parágrafo 3. Na avaliação diária dos ativos e passivos que compõem a carteira do fundo de investimento no exterior, a conversão da moeda estrangeira para a moeda nacional deve ser efetuada utilizando-se a taxa de câmbio de venda disponível no Sistema de Informações do Banco Central - Sisbacen, transação PTAX800, Opção 5 - Cotação para Contabilidade, relativa ao segmento de câmbio de taxas livres.

Art. 4. Os títulos e valores mobiliários classificados na categoria referida no art. 1., inciso II, devem ser avaliados, diariamente, pelos respectivos custos de aquisição, acrescidos dos rendimentos auferidos, computando-se a valorização em contrapartida à adequada conta de receita ou despesa, no resultado do período.

Parágrafo 1. O ágio ou deságio apurado nas operações de aquisição de títulos de renda fixa, inclusive os representativos de dívida externa de responsabilidade da União e quaisquer outros transacionados no mercado internacional, deve ser reconhecido em razão da fluência do prazo de vencimento dos papéis.

Parágrafo 2. O rendimento auferido com os títulos representativos de dívida externa de responsabilidade da União e demais títulos transacionados no mercado internacional deve ser apropriado considerando o valor líquido de impostos e as contribuições incidentes na fonte ou na remessa.

Parágrafo 3. Nas operações de renda fixa e naquelas realizadas no mercado de renda variável de que resultem rendimentos predeterminados, em que a liquidação financeira ocorra em data posterior à da contratação ou à do vencimento, a apropriação dos rendimentos deve considerar como dia da contratação e dia do vencimento da operação as datas da liquidação financeira.

Art. 5. Nas operações de hedge e naquelas que possibilitem a prefixação das rendas, a apropriação de seus resultados, tomados os contratos em conjunto, pode ser efetuada pro rata dia útil.

Parágrafo 1. Para fins do disposto neste artigo, entende-se por hedge a designação de um ou mais instrumentos financeiros derivativos com o objetivo de compensar, no todo ou em parte, os riscos decorrentes da exposição às variações no valor de mercado ou no fluxo de caixa de qualquer ativo, passivo, compromisso ou transação futura prevista, registrado contabilmente ou não, ou ainda grupos ou partes desses itens com características similares e cuja resposta ao risco objeto de hedge ocorra de modo semelhante.

Parágrafo 2. Os títulos e valores mobiliários classificados na categoria mantidos até o vencimento, na forma prevista no art. 1., inciso II, podem ser objeto de hedge para fins de registro e avaliação contábil, desde que o objetivo seja o de atingir o indicador de desempenho previsto no regulamento do fundo.

Art. 6. As operações com instrumentos financeiros derivativos destinadas a hedge nos termos do art. 5. devem atender, cumulativamente, às seguintes condições:

I - possuir identificação documental do risco objeto de hedge, com informação detalhada sobre a operação, destacados o processo de gerenciamento de risco e a metodologia utilizada na avaliação da efetividade do hedge desde a concepção da operação;

II - comprovar a efetividade do hedge desde a concepção e no decorrer da operação, com indicação de que as variações no valor de mercado ou no fluxo de caixa do instrumento de hedge compensam as variações no valor de mercado ou no fluxo de caixa do item objeto de hedge num intervalo entre 80% (oitenta por cento) e 125% (cento e vinte e cinco por cento);

III - prever a necessidade de renovação ou de contratação de nova operação no caso daquelas em que o instrumento financeiro derivativo apresente vencimento anterior ao do item objeto de hedge;

IV - demonstrar, no caso dos compromissos ou transações futuras objeto de hedge de fluxo de caixa, elevada probabilidade de ocorrência e comprovar que tal exposição a variações no fluxo de caixa pode afetar o resultado do fundo.

Parágrafo único. O não atendimento das exigências previstas neste artigo implica observância dos critérios previstos no art. 3..

Art. 7. A reavaliação quanto à classificação dos títulos e valores mobiliários, de acordo com os critérios previstos no art. 1., deve ser efetuada imediatamente, caso constatada alteração nos

parâmetros constantes no art. 1., Parágrafo 2., devendo ser observados os seguintes procedimentos:

I - na transferência da categoria títulos para negociação para a categoria títulos mantidos até o vencimento, não será admitido o estorno dos valores já computados no resultado decorrentes de ganhos ou perdas não realizados;

II - na transferência da categoria títulos mantidos até o vencimento para a categoria títulos para negociação, os ganhos e perdas não realizados devem ser reconhecidos imediatamente no resultado do período.

Parágrafo 1. A transferência da categoria títulos mantidos até o vencimento para a categoria títulos para negociação somente poderá ocorrer por motivo não previsto, ocorrido após a data da classificação, de modo a não descaracterizar a intenção e capacidade financeira evidenciada nos termos do art. 1., Parágrafo 2., quando da classificação nessa categoria.

Parágrafo 2. Deve permanecer à disposição do Banco Central do Brasil a documentação que servir de base para a reclassificação, devidamente acompanhada de exposição de motivos da instituição administradora.

Art. 8. As perdas de caráter permanente com títulos e valores mobiliários classificados na categoria títulos mantidos até o vencimento devem ser reconhecidas imediatamente no resultado do período, observado que o valor ajustado em decorrência do reconhecimento das referidas perdas passa a constituir a nova base de custo.

Parágrafo único. Admite-se a reversão das perdas mencionadas no caput desde que por motivo justificado subsequente ao que levou ao seu reconhecimento, limitada ao custo de aquisição, acrescida dos rendimentos auferidos.

Art. 9. É obrigatória a divulgação, em notas explicativas às demonstrações financeiras do fundo, de informações que abrangem, no mínimo, os seguintes aspectos:

I - relativos a cada categoria de classificação prevista no art. 1.:

a) o montante, a natureza e as faixas de vencimento;

b) os valores de custo e de mercado, segregados por tipo de título, bem como os parâmetros utilizados na determinação desses valores;

c) o montante dos títulos reclassificados, o reflexo no resultado e os motivos que levaram à reclassificação;

d) a declaração sobre a intenção do investidor e a capacidade financeira de a instituição administradora manter até o vencimento os títulos classificados na categoria títulos mantidos até

o vencimento;

II - informações qualitativas e quantitativas relativas aos instrumentos financeiros derivativos destacados:

a) política de utilização;

b) objetivos e estratégias de gerenciamento de riscos particularmente, a política de hedge;

c) riscos associados a cada estratégia de atuação no mercado controles internos e parâmetros utilizados para o gerenciamento desses riscos e os resultados obtidos em relação aos objetivos propostos;

d) critérios de avaliação e mensuração, métodos e premissa significativas aplicados na apuração do valor de mercado;

- e) valores registrados em contas de ativo, passivo compensação segregados, por categoria, risco e estratégia de atuação no mercado, bem como aqueles com o objetivo de hedge e de negociação;
- f) valores agrupados por ativo, indexador de referência contraparte, local de negociação (bolsa ou balcão) e faixas de vencimento, destacados os valores de referência, de custo, de mercado e em risco da carteira;
- g) ganhos e perdas no período;
- h) principais transações e compromissos futuros objeto de hedge de fluxo de caixa, destacados os prazos para o previsto reflex financeiro;
- i) valor e tipo de margens dadas em garantia.

Art. 10. As instituições devem manter à disposição do Banco Central do Brasil os relatórios que evidenciem, de forma clara e objetiva, os procedimentos previstos nesta circular.

Parágrafo único. Verificada impropriedade ou inconsistência nos processos de classificação e de avaliação, o Banco Central do Brasil poderá determinar a reclassificação dos títulos e valores

mobiliários e dos instrumentos financeiros derivativos, com o conseqüente reconhecimento dos efeitos nas demonstrações financeiras, na forma dos arts. 2. e 3..

Art. 11. Os ajustes decorrentes da aplicação dos critérios estabelecidos nesta circular devem ser registrados em contrapartida à adequada conta de despesa ou receita no resultado do período.

Parágrafo único. Os ajustes decorrentes da aplicação dos critérios estabelecidos nesta circular comparativamente àqueles exigidos na regulamentação até então vigente, devem ser objeto de

divulgação em notas explicativas às demonstrações financeiras, evidenciados, de forma comparativa, o seu montante e os efeitos no resultado.

Art. 12. Esta circular entra em vigor na data de sua publicação, admitindo-se que o enquadramento às suas disposições seja efetuado até 30 de junho de 2002.

Parágrafo único. Enquanto não efetuado o enquadramento referido neste artigo, devem ser observados os procedimentos contábeis em vigor até a data da publicação desta circular.

Art. 13. Ficam revogados o art. 9. da Circular 2.328, de 7 de julho de 1993, o art. 17 do Regulamento anexo à Circular 2.616, de 18 de setembro de 1995, a Circular 2.654, de 17 de janeiro de 1996, a Circular 2.737, de 16 de janeiro de 1997, e a Carta-Circular 2.929, de 4 de agosto de 2000.

Brasília, 15 de fevereiro de 2002.

Sérgio Darcy da Silva Alves
Diretor

ANEXO B

CIRCULAR 3.096

A Diretoria Colegiada do Banco Central do Brasil, em sessão realizada em 6 de março de 2002, com fundamento no art. 4., inciso XII, da Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, por competência delegada pelo Conselho Monetário Nacional, por ato de 19 de julho de 1978, e tendo em vista o disposto nas Resoluções 2.111, de 22 de setembro de 1994, 2.183, de 21 de julho de 1995, com a redação dada pela Resolução 2.931, de 14 de fevereiro de 2002, e 2.424, de 1. de outubro de 1997, DECIDIU:

Art. 1. Alterar os arts. 1 e 12 da Circular 3.086, de 15 de fevereiro de 2002, que passam a vigorar com a seguinte redação:

“Art.1.”

Parágrafo 3º. O registro e avaliação dos títulos e valores mobiliários e dos instrumentos financeiros derivativos integrantes das carteiras dos fundos de investimento exclusivos de que trata o parágrafo 2º, inciso I, cujo investidor seja instituição financeira, instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil ou entidade fechada de previdência complementar, deve observar as condições, exigências e prazos estabelecidos nas Circulares 3.068, de 8 de novembro de 2001, e 3.082, de 30 de janeiro de 2002, e na Resolução 4, de 30 de janeiro de 2002, do Conselho de Gestão da Previdência Complementar – CGPC, respectivamente.”

“Art.12. Esta circular entra em vigor na data de sua publicação, admitindo-se que o enquadramento às suas disposições seja efetuado até 30 de setembro de 2002.”

Art.2. Esta circular entra em vigor na data de sua publicação.

Brasília, 6 de março de 2002

Sérgio Darcy da Silva Alves
Diretor

ANEXO C

INSTRUÇÃO CVM Nº 365, DE 29 DE MAIO DE 2002

Dispõe sobre os critérios para registro e avaliação contábil de títulos e valores mobiliários e de instrumentos financeiros derivativos pelos fundos de investimento financeiro, pelos fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e pelos fundos de investimento no exterior.

O PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM torna público que o Colegiado, em reunião realizada nesta data, tendo em vista o disposto nos arts. 2º, inciso IX, e 8º, inciso I, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, com a redação dada pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, e na Decisão-Conjunta nº 10, de 2 de maio de 2002, do Banco Central do Brasil e da CVM, RESOLVEU baixar a seguinte Instrução:

Art. 1º Os procedimentos para registro e avaliação de títulos e valores mobiliários e dos instrumentos financeiros derivativos, integrantes das carteiras dos fundos de investimento financeiro, dos fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e dos fundos de investimento no exterior, estabelecidos na Circular nº 3.086, de 15 de fevereiro de 2002, com as alterações introduzidas pela Circular 3.096, de 6 de março de 2002, ambas do Banco Central do Brasil, devem ser observados a partir de 31 de maio de 2002, inclusive.

Parágrafo único. A adoção dos procedimentos referidos neste artigo deve produzir efeitos imediatos no valor da quota do fundo, calculada na forma da regulamentação em vigor e observadas as demais condições previstas no seu regulamento.

Art. 2º A classificação dos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira de um fundo de investimento na categoria títulos mantidos até o vencimento, prevista no inciso II, do art. 1º da referida Circular nº 3.086/02, pode ser efetuada quando houver intenção dos quotistas em preservar volume de aplicações compatível com a manutenção de tais ativos na carteira do fundo até o vencimento, desde que sejam observadas, cumulativamente, as seguintes condições, em substituição àquelas estabelecidas no § 2º daquele artigo:

I - o fundo de investimento seja destinado exclusivamente a um único investidor, a investidores pertencentes ao mesmo conglomerado ou grupo econômico-financeiro ou a investidores qualificados, esses últimos definidos como tal pela regulamentação editada pela CVM relativamente aos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários;

II - todos os quotistas, inclusive os que ingressarem no fundo a partir da data da entrada em vigor desta Instrução, declarem formalmente, por meio do termo de adesão ao regulamento do mesmo, sua anuência à classificação de títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do fundo na categoria mencionada neste artigo.

Parágrafo único. Para um fundo de investimento investir em quotas de outro fundo de investimento, que classifique títulos e valores mobiliários da sua carteira na categoria títulos mantidos até o vencimento, é necessário que sejam atendidas, pelos quotistas do fundo investidor, as mesmas condições estabelecidas neste artigo.

Art. 3º É vedada a adoção, pelos fundos de investimento referidos no art. 1º, do procedimento previsto no art. 5º da referida Circular nº 3.086/02.

Art. 4º Os ajustes decorrentes da aplicação dos critérios estabelecidos nesta Instrução devem ser imediatamente registrados em contrapartida à adequada conta de despesa ou receita no resultado do período.

Parágrafo único. Os ajustes decorrentes da aplicação dos critérios estabelecidos nesta Instrução comparativamente àqueles exigidos na regulamentação até então vigente devem ser objeto de divulgação em notas explicativas às demonstrações financeiras, evidenciados, de forma comparativa, o seu montante e os efeitos no resultado.

Art. 5º Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação no Diário Oficial da União, mantidas as regras não conflitantes expedidas pelo Banco Central do Brasil, por intermédio da Circular nº 3.086, de 15 de fevereiro de 2002, com as alterações introduzidas pela Circular nº 3.096, de 6 de março de 2002.

Original assinado por
JOSÉ LUIZ OSORIO DE ALMEIDA FILHO
Presidente

ANEXO D

BB FIX Preferencial

Composição da Carteira em 31.10.2002

A carteira deste fundo é composta integralmente por cotas do FIF BB TOP 60, administrado pela BBDTVM S.A, que apresenta a seguinte composição:

Nome/ Espécie	% Ativo
Nota do Banco Central	1,65
Letra Financeira do Tesouro	75,98
Nota Tesouro Nacional - D (US\$)	0,64
Letra Financeira do Tesouro - B	19,07
Letra Tesouro Nacional	1,81
Debêntures	0,42
Certificado de Investimentos	0,44