1200000508

CONFLITOS DE INTERESSES ENTRE INVESTIDOR E ADMINISTRADOR DE FUNDOS:

EVIDÊNCIAS E MECANISMOS DE CONTROLE NO BRASIL

Banca examinadora

Prof. Orientador Jean Jacques Salim
Prof. Ary Oswaldo Mattos Filho
Prof. Cláudio Vilar Furtado

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

ADRIANA WILNER

CONFLITOS DE INTERESSES ENTRE INVESTIDOR E ADMINISTRADOR DE FUNDOS:
EVIDÊNCIAS E MECANISMOS DE CONTROLE NO BRASIL

Fundação Getulio Vargas
Escola de Administração de Empresas de São Paulo
Biblioteca
FGV
508/2000
1200000508

Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação da FGV/EAESP
Área de Concentração: Administração Contábil e Financeira como requisito para obtenção do título de mestre em Administração

Orientador: Prof. Jean Jacques Salim

SÃO PAULO
2000

S

18.04 336.767
(81)
508/2000 W744c
Ex.
2.a

WILNER, Adriana. Conflitos de interesses entre investidor e administrador de fundos: evidências e mecanismos de controle no Brasil. São Paulo: EAESP/FGV, 2000, 131 p. (Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Pós –Graduação da EAESP-FGV, Área de Concentração: Administração Contábil e Financeira).

Resumo: Trata do problema *principal-agent* entre investidor e administrador de fundos no Brasil. Aborda as evidências de conflitos de interesses, os efeitos positivos e negativos da competição de mercado, as formas de controle via regulamentação e auto-regulamentação no Brasil e em outros países. Explora os mecanismos utilizados por uma amostra de instituições administradoras de fundos no Brasil para lidar com a questão, com suas vantagens e fraquezas.

Palavras-Chaves: Fundos de investimento – *Principal-Agent* – Conflitos de Interesses – Chinese Wall - Regulamentação – Auto-regulamentação – *compliance*

SUMÁRIO

I. INTRODUÇÃO 1

Sinopse 1
Questões Básicas da Dissertação 2
Descrição das Partes 2

II. OBJETO DO ESTUDO 4

O Problema 4
Definição de Conflitos de Interesses 6
Algumas Evidências 9

III. EMBASAMENTO TEÓRICO 15

O Problema *Principal-Agent* 15
O Problema *Principal-Agent* nas Finanças Corporativas 16
O Problema *Principal-Agent* na Relação entre Investidor e Administrador de Fundos 19

IV. MECANISMOS INSTITUCIONAIS DE CONTROLE 26

Regulamentação 26

Estrutura dos Fundos 26
Princípios da Regulamentação 29

Brasil 38

Fundos de renda fixa 40
Fundos de renda variável 44
Comparação entre as legislações do BACEN e da CVM 49
Fatos, leis e reação do mercado 53

Estados Unidos 59

Inglaterra 70

Alemanha 73
Espanha 74

México 75
Coréia do Sul 76
Hong Kong 77
Comparação entre as Legislações do Brasil e de Outros Países 79

Auto-regulamentação 83
Geral 83
Estados Unidos 86
Brasil 88

V. ESTUDO EMPÍRICO SOBRE OS CONTROLES INTERNOS 91

Metodologia e Perfil Amostral 91
Questionário 94
Respostas Obtidas 95
Tabulação e Comentários às Respostas 111

VI. RESUMO E CONCLUSÕES 116

Perspectivas 121

BIBLIOGRAFIA 124

Parte I
Introdução

Sinopse

A presente dissertação tem o objetivo de estudar um tipo de conflito entre *principal-agent*, qual seja, quando o investidor (*principal*) delega ao administrador de fundos de investimento (*agent*) a atividade de escolha e acompanhamento dos ativos que irão compor sua carteira de aplicações, corre o risco de que o administrador não exerça suas funções de acordo com o esperado. O crescimento da indústria de fundos no Brasil e no mundo inteiro tem justificado uma atenção cada vez maior para a questão. Há evidências da existência de conflitos de interesses no Brasil e em outros países e de que a competição de mercado entre as administradoras de fundos pode tanto reduzi-los quanto acentuá-los. A regulamentação cumpre, portanto, papel fundamental no controle desses conflitos. No Brasil, vem passando por aperfeiçoamentos, mas ainda deixa de lado alguns aspectos recomendados internacionalmente. A auto-regulamentação tem papel auxiliar. Os procedimentos de controle interno observados em quatro instituições cujos executivos foram entrevistados, revelam em alguns pontos um cuidado além do exigido legalmente e, em outros, margens para conflitos de interesses.

Questões Básicas da Dissertação

1. A natureza da relação *principal-agent,* no caso do investidor e o administrador de fundos de investimento, tem dado margem ao surgimento de conflitos de interesses no Brasil e em outros países?

2. Quais são os principais conflitos de interesses entre investidor e administrador de fundos ?

3. Como tais conflitos podem ser controlados?

4. Como Brasil e outros países regulamentam a atividade de administração de fundos?

5. Como funciona a auto-regulamentação da atividade de administração de fundos no Brasil e em outros países?

6. Quais são os mecanismos de controle interno de conflitos de interesses praticados em instituições administradoras de fundos brasileiras?

Descrição das Partes

Na segunda parte desta dissertação, descreve-se o problema, com a justificativa de sua relevância. A seguir, são definidos os principais conflitos de interesses que serão estudados e apresentadas algumas evidências de que de fato eles ocorrem.

Na terceira parte, dá-se o embasamento teórico da dissertação, com a descrição do problema *principal-agent*, o estudo deste no âmbito das finanças corporativas e, por último, sua situação na atividade específica de administração de fundos de investimento (ou mútuos).

A quarta parte é dedicada ao estudo da regulamentação e da auto-regulamentação. Com relação à regulamentação, há a definição da estrutura dos fundos, a descrição dos princípios internacionais, o detalhamento da legislação no Brasil, Estados Unidos, Inglaterra (bem como Europa, Alemanha e Espanha), México, Coréia do Sul e Hong Kong. Quanto à auto-regulamentação, especificam-se as normas de conduta internacionais e nos Estados Unidos, além de abordar-se a criação de um código de auto-regulamentação no Brasil.

Na quinta parte, há o estudo empírico e comparação entre mecanismos de controle interno praticados em quatro instituições brasileiras.

A sexta e última parte é dedicada ao resumo e conclusões sobre o tema objeto da dissertação.

Parte II
Objeto do Estudo

O Problema

A dissertação tem como objetivo fundamental o estudo de conflitos de interesses entre investidor e administrador (ou gestor) de fundos mútuos (ou de investimento), problemática que vem ganhando cada vez mais relevância nas pesquisas acadêmicas em finanças. Uma das razões é que a indústria de fundos mútuos tem crescido significativamente nos últimos anos. De acordo com dados do Banco Central do Brasil (BACEN), os ativos dos fundos de investimento brasileiros atingiram R$ 237 bilhões no final de fevereiro de 2000, equivalente a 6,5 vezes àquele de cinco anos atrás. Trata-se do principal instrumento de poupança do País neste início de milênio. Como comparação, observe-se que, no mesmo período, havia R$ 111 bilhões aplicados em cadernetas de poupança, R$ 94 bilhões em CDB e, no final de dezembro de 1999, os ativos dos fundos de pensão era de R$ 126 bilhões[1].

Nos Estados Unidos, país líder no ranking mundial em volume de recursos aplicados em fundos de investimento, os ativos somavam US$ 6 trilhões no final de 1999, pertencentes a 77,3 milhões de pessoas. Segundo o Mutual Fund Fact Book

[1] Os fundos mútuos podem ter aplicações em CDBs, assim como os fundos de pensão podem ter investimentos em fundos mútuos. A dupla contagem, no entanto, não invalida a afirmação principal.

1999, publicado pela associação da indústria de fundos norte-americana (Investment Company Institute), os ativos dos fundos cresceram entre 1994 e 1998 a uma taxa anual superior a 20%, parte por conta de novos influxos, parte por causa da valorização dos papéis[2], e no final de 1998, representavam 57% do PIB. Ao mesmo tempo em que investem em fundos mútuos, os norte-americanos se desfazem dos papéis comprados diretamente no mercado. Ainda de acordo com o Mutual Fund Fact Book 1999, as vendas líquidas de ações de investidores pessoas físicas foram equivalentes a US$ 1,7 trilhão na década de 90, enquanto que as aplicações em fundos mútuos de ações atingiram US$ 1 trilhão em idêntico período.

O crescimento da importância dos fundos mútuos entre os mecanismos de investimento é fenômeno mundial. Alguns exemplos: na Itália, os ativos cresceram 160% somente no ano de 1997; na Espanha, 60%. (Opening Europe's Coffers, 1998); no Chile, os ativos dos fundos mútuos atingiram US$ 3,6 bilhões em 1998, uma expansão de 50% em relação a 1998.

Neste ponto, cabe perguntar: por que os investidores delegam as atividades de administração da carteira para os fundos? Segundo STARKS (1987, p.21), deve haver algum tipo de imperfeição de mercado para o investidor não optar por controlar ele mesmo suas aplicações. Uma das razões levantadas na literatura de finanças (DIAMOND, 1984) é a falta de recursos do investidor para bancar os custos de monitoramento das atividades do administrador das empresas nas quais possui ações. Assunto bem explorado nas finanças corporativas, como se verá na Parte III, dedicada ao embasamento teórico, o problema gerado pelo fato de o acionista delegar a administração da empresa a outrem só pode ser solucionado com gastos em sistemas de controle das atividades do responsável por tocar o dia-a-dia do negócio e em pacotes de incentivos para alinhar os interesses de ambas as partes.

[2] Em 1998, a valorização dos títulos respondeu por metade do crescimento do patrimônio

Intermediários financeiros como administradores de fundos têm, em tese, condições de fazer esse monitoramento a um menor custo, ao dividi-lo entre vários acionistas. Os outros aspectos que levam investidores a optar por fundos mútuos são: acesso a modalidades de aplicações que, pelo volume de recursos envolvidos, só estariam disponíveis a pessoas com maiores posses, instituições e empresas; possibilidade de diversificação da carteira superior àquela que conseguiriam caso fizessem a alocação da poupança sozinhos; melhores condições de liquidez no momento adequado; fechamento de ordens de compra e venda de papéis a cotações mais vantajosas; custo menor na coleta de informações sobre os melhores ativos para compor a carteira; eventuais benefícios fiscais.

Ao delegar a administração de suas aplicações, o investidor não tem garantias de que as vantagens mencionadas estejam sendo efetivas, pois não tem o controle do que acontece no dia-a-dia com seu portfólio. O administrador do fundo pode não agir de acordo com a expectativa do investidor. É razoável esperar que surjam conflitos de interesses.

Definição de Conflitos de Interesses

Há diversos conflitos na relação entre investidor e instituição administradora (ou gestora) de fundos de investimento. Alguns deles envolvem interesses de outras atividades da instituição que administra os fundos, quais sejam, por exemplo:

- O fundo compra ações de empresas onde o banco que o controla tem participação acionária não porque seja um bom investimento, mas como fonte de financiamento à empresa em condições mais vantajosas do que outras alternativas de mercado.

- A tesouraria do banco compra todos os papéis de emissão de uma dada empresa que considera como excelente negócio e não sobra nada para o fundo.

- Gira-se a carteira do fundo desnecessariamente, com a finalidade de engordar os ganhos da corretora com as taxas cobradas por essas operações.

- O fundo absorve papéis de uma emissão que o mercado não aceitou.

- O fundo adquire títulos securitizados de empresas que os emitiram depois de não conseguirem pagar o empréstimo para o mesmo banco.

- O controlador da administradora de recursos faz algum tipo de operação com o fundo, de forma a se beneficiar de taxa ou outras condições em prejuízo dos quotistas.

Esses conflitos são tradicionalmente controlados com a proibição dos bancos de administrar recursos, ou então com a separação da atividade em empresas ou departamentos independentes do banco. O conceito de separação vem dos Estados Unidos. Depois da crise de 1929, houve a completa segregação das atividades entre banco comercial e de investimentos. Essa divisão, posteriormente, caiu por terra nos Estados Unidos, mas continuam existindo normas para regular as atividades entre diversas subsidiárias de bancos universais (ou múltiplos).

Em outra categoria de conflitos, é o gestor (ou administrador) que está em conflito com o investidor, seja porque age em seu próprio benefício, seja para obter ganhos conjuntos com a empresa para a qual trabalha. Vejamos alguns exemplos:

- O administrador melhora a rentabilidade do fundo artificialmente, antes da época em que seu bônus é calculado e, depois, contabiliza os preços pelo seu devido valor.

- O administrador compra papéis para o fundo que ele tem em sua própria carteira, para que haja maior pressão de demanda e o papel se valorize.

- O administrador recebe comissões ou dinheiro para investir em determinados papéis com benefício exclusivo ao emissor e/ou instituição coordenadora da operação de lançamento destes.

- O administrador garante um determinado volume de transações a uma corretora, em troca de material de pesquisa, cujo custo está embutido no preço superior da corretagem em relação àquele cobrado por quem não fornece esse tipo de material. Com isso, o administrador economiza nas despesas de seleção de ativos, que correm por sua conta.

- O administrador que ocupa as piores colocações no ranking de sua categoria aumenta o risco do fundo indevidamente, de forma a conseguir melhor classificação na publicação seguinte, atrair maiores influxos de recursos e obter maiores ganhos, pois a remuneração tem como base de cálculo o total de ativos sob gestão.

- O administrador faz operações para tornar o fundo mais conservador às vésperas das datas obrigatórias de publicação da composição da carteira, de forma a ocultar dos investidores o verdadeiro risco do fundo.

Se há conflitos, o prejuízo para o investidor se refletirá na rentabilidade. Justamente por isso, há quem argumente (SAUNDERS, BENSTON , 1994 e WALTER, 1999) que, em última instância, não haverá conflitos de interesses, pois o investidor que obtiver uma rentabilidade muito baixa em relação ao mercado, irá exigir uma boa explicação do administrador, podendo vir a substitui-lo, em caso extremo.

No entanto, há pelo menos uma imperfeição de mercado na relação entre investidor e administrador de fundos: a assimetria de informação. O investidor pode não ter todos os elementos para avaliar se está sendo prejudicado nem em quanto. Apesar da crescente publicação de rankings, várias informações não estão disponíveis ao investidor. É o caso da composição da carteira, das condições dos contratos com prestadores de serviços e dos custos. Nem mesmo a rentabilidade é normalmente informada, pois as empresas costumam divulgar o mesmo percentual para todos os quotistas. Cada um deles fica sem saber seu ganho desde o início da aplicação. Poderia também se considerar as limitações de movimentações causadas pelos impostos. No caso brasileiro, o imposto sobre movimentações financeiras (CPMF) torna custosa a mudança de um fundo para outro. Na maior parte das vezes, os brasileiros preferem concentrar os investimentos nos bancos onde são correntistas.

Estudos mostram que a competição pode tanto ajudar quanto prejudicar. Ao mesmo tempo em que a pressão do mercado é benéfica, há efeitos maléficos. O administrador de um fundo pode acabar correndo risco superior ao desejado pelo investidor de forma a tentar melhorar o lugar que ocupa no ranking de rentabilidade de sua categoria. O objetivo do administrador, no caso, é manter o nível desejado de captações e melhorar seus rendimentos, calculados sobre o total de ativos sob sua gestão. Já o do investidor é obter a relação risco-retorno estipulada no regulamento do fundo.

Algumas Evidências

Na apresentação da edição brasileira de *Ética no Mercado Financeiro* (CASEY, 1998), Francisco Costa e Silva, presidente da Comissão de Valores Mobiliários, CVM (responsável pela regulamentação e fiscalização dos fundos de

renda variável no Brasil) em 1998, dá dois exemplos de situações de conflitos de interesses que presenciou durante o tempo em que ocupou aquele cargo.

No primeiro deles, cita o caso de um banco a que chama pelo nome fictício de Honesto, que decide elevar a taxa de administração de um fundo de investimento em ações por ele administrado para 25% ao ano sobre os ativos. Na assembléia convocada para esta mudança, por meio de publicação de edital em jornal de baixa circulação, comparecem apenas duas pessoas, ambas empregadas do administrador do fundo. Com essa atitude, o banco objetiva a extinção do fundo num futuro próximo, fundo este formado no final da década de 70 com recursos de incentivos fiscais do Decreto-lei nº 157. Naquela época, recorde-se que o governo procurou por este mecanismo estimular os brasileiros a investir em bolsa.

Os ativos do fundo são pequenos, o bancou assumiu-o na compra de uma corretora liquidada pelo BACEN e os registros com referência aos 35 mil quotistas encontram-se numa bagunça completa, dificultando a identificação e localização de cada um. O banco resolve então agir "como se o fundo não tivesse dono", nas palavras do ex-presidente da CVM.

No segundo caso, cita uma corretora com prejuízo por conta da queda nas taxas de corretagem resolve criar três fundos de investimento em ações. Faz ampla campanha de marketing e os vende justamente em período de alta na bolsa. Os fundos geram receitas diversas para a corretora, levando-a a reverter o prejuízo. Entre essas receitas, além da taxa de administração e de performance, cobrada sobre a parcela que supera o índice Ibovespa, há aquela gerada pela corretagem resultante das operações de compra e venda de papéis dos fundos, sem os descontos sobre a tabela oficial automaticamente dados aos outros clientes, e também aquela referente a comissões de garantia firme e de colocação - na medida em que os fundos passaram a dar à corretora um colchão de segurança na sua participações em operações de *underwriting*.

Vários outros episódios mostram evidências da existência no Brasil do tipo de conflito de interesses em questão nesta dissertação. Eles costumam vir à tona principalmente em situações extremas, como de quebra da instituição administradora ou de perdas significativas em crises financeiras. Exemplo: quando o Banco Econômico quebrou, verificou-se que despejava nos seus fundos de investimento de renda fixa um volume de CDB em percentual superior aos 20% permitidos pela legislação do Banco Central. O Crefisul fazia o mesmo às vésperas de ser liquidado pelo Banco Central, em 1999. Outros exemplos foram as perdas de fundos nas crises russa de 1997 e na desvalorização do real em 1999, que dão provas da existência de várias situações de conflito de interesses, como se verá na Quarta Parte desta dissertação.

Pelos dados de rentabilidade dos fundos, uma das únicas informações que as instituições administradoras divulgam em base diária, nem sempre é possível inferir se o fundo está agindo corretamente: caso ele ocupe o primeiro lugar no ranking de sua categoria, não necessariamente o administrador estará agindo para maximizar a riqueza do investidor, pois pode estar correndo riscos, não revelados, superiores ao desejado pelo quotista.

Outro fator de análise importante são os custos. Como estes nem sempre estão discriminados de forma clara, o investidor fica sem os elementos necessários para decidir se é mais econômico aplicar no fundo ou investir por conta própria. Segundo estudo da empresa de classificação de fundos Morningstar, a taxa média de despesas sobre ativos dos fundos de ações norte-americanos aumentou na última década de 1,45% para 1,55% (Mutual funds: time to clean the house, 2000), a despeito das economias de escala resultantes do crescimento dos ativos.

De acordo com levantamento de John Dogle, fundador e presidente do Vanguard Group, segundo maior administrador de fundos dos Estados Unidos

(DOGLE, 1998), os fundos mútuos de ações norte-americanos obtiveram um retorno anual de 15,7%, em média, entre 1988 e 1998, enquanto, no mesmo período, o retorno anual do mercado de ações norte-americano foi de 18,3%. Dos 2,6 pontos percentuais de diferença, Dogle calcula que 1,2 se referem aos custos fixos dos fundos. No giro de carteira a uma taxa média de 80% ao ano, encontram-se outros 0,8 pontos percentuais. O restante da diferença, diz, está no fato de os administradores terem deixado em aplicações de curto prazo - e baixo rendimento- 8% dos ativos, como reservas para atender pedidos de resgates de quotistas.

Ao computar o risco médio dos fundos em relação ao índice considerado, Dogle verificou que os fundos foram em média 6% mais arriscados. Ajustando-se o retorno ao risco medido pelo índice Sharpe, os fundos em média tiveram um desempenho equivalente a 78% do retorno do mercado (contra 87%, caso não se ajuste o retorno ao risco). Outra ponderação feita por Dogle é que os dados para o estudo, de 525 fundos de ações em operação entre os anos considerados, deixam de lado aqueles que não sobreviveram ao período completo, na maior parte das vezes por problemas de rentabilidade.

O giro de carteira é fator importante para a análise dos desempenhos dos fundos, mas, no caso brasileiro, raramente se encontram dados a respeito. A legislação não indica parâmetros para giro de carteira nem exige que os administradores divulguem este dado aos clientes. Os administradores, por sua vez, não têm como hábito fazê-lo, como pode se inferir das respostas obtidas no estudo empírico realizado para esta dissertação em quatro instituições. Em três casos, não há procedimento com relação a limites para giro de carteira, e nas quatro instituições, não há divulgação deste dado aos quotistas. "Conquistamos o cliente pelo retorno líquidos dos fundos e, por isso, não há interesse em girar excessivamente a carteira", afirma o responsável pela área operacional da instituição DELTA (nome fictício). No entanto, diz ele, nem todas as empresas seguem o mesmo raciocínio: "Há quinze anos, trabalhei num banco, que nem existe mais, em que se ganhava mais dinheiro na

corretagem do que na taxa de administração. Naquele momento, talvez o giro fosse alto."

O giro excessivo da carteira traz outros custos além da corretagem. Um deles é o de impacto no mercado: as próprias ordens de compra e venda afetam as cotações de mercado, principalmente quando se tratam de grandes blocos. Há estimativas de que fundos com giro de carteira superior a 400% tenham um custo de impacto no mercado de 8% sobre os ativos (KINNEL, 2000).

Segundo reportagem publicada na revista norte-americana *Business Week* (Mutual funds: what's wrong, 2000), além do giro alto de carteira, o custo médio por transação em fundos norte-americanos é superior ao que um pequeno investidor paga por uma ordem *on-line*. É mais caro porque são pagas comissões por pesquisas, fornecimento de cotações, jornais e revistas. Com isso, o administrador economiza na parcela de custo que corre por sua conta, de seleção e precificação de ativos. Há evidências de que essa prática também ocorre no Brasil, como se pode inferir pelos levantamentos de campo realizados para a dissertação. Segundo o Sr. B, diretor da BETA (nomes fictícios), a empresa tem o costume de operar com corretoras que fornecem pesquisa de investimento em troca de um certo volume de operações – e paga por isso o dobro do que se operasse com corretoras apenas executoras de ordens.

Há implicações desses conflitos para a governança corporativa. Em 1998, os fundos mútuos eram proprietários de 41% das ações do mercado norte-americano em poder dos investidores institucionais (contra 15% em 1993). Os investidores institucionais (além de fundos mútuos, incluem fundos de pensão de empresas estatais e privadas), por sua vez, detinham 70% das ações das bolsas dos Estados Unidos. Cabe perguntar: com giro de carteira em torno de 80% ao ano, como é o caso do mercado americano, os fundos mútuos conseguem cumprir o papel de substituir os investidores no monitoramento das atividades dos administradores das empresas em que aplicam? Se o representante escolhido pelo investidor para alocar e

administrar sua poupança tem uma visão de curto prazo, qual o elo que vai estabelecer com as empresas nas quais decide aplicar? Vai haver constância no monitoramento das atividades dos administradores de empresas se a cada ano há uma troca de 80% das ações em carteira?

Segundo Bogle (1998), os fundos têm ficado atrás em governança corporativa nos Estados Unidos em comparação com fundações de empresas públicas e privadas. Nas assembléias das companhias abertas, diz o presidente da segunda maior administradora de fundos dos Estados Unidos, os gestores de fundos não levantam questionamentos e votam na maior parte das vezes a favor da pauta oficial, elaborada pelos executivos das companhias abertas. Falta-lhes uma visão de longo prazo.

Parte III
Embasamento Teórico

O Problema *Principal-Agent*

O conflito entre *principal* e *agent* vem sendo objeto de vários estudos em finanças. Está sempre presente em situações em que uma ou mais pessoas delegam alguma atividade a terceiros, como a administração da empresa da qual são sócios ou, na fase intermediária durante o processo de investimento (foco dessa dissertação), a escolha e gestão dos ativos que irão compor uma carteira de aplicações. Ao passar a incumbência para outrem, o *principal* corre o risco de que o *agent* não atue exatamente conforme sua expectativa, pois cada um busca maximizar sua função utilidade. E, na maior parte das vezes, não há coincidência entre elas.

Uma das principais preocupações da *agency theory* é sobre o tipo de contrato que maximiza o bem estar do *principal*. O problema do *principal* é o de encontrar o incentivo e o sistema de monitoramento apropriado que induza o *agente* a se comportar de acordo com o seu desejo. Além disso, há normalmente restrições legais para prevenir o comportamento inapropriado por parte do *agent*. A custo zero, é praticamente impossível garantir que o *agent* tome as decisões ótimas sob o ponto de vista do *principal*. Portanto, há custos a serem considerados, seja no gasto direto em

sistemas de monitoramento, seja em pacotes de incentivos, seja arcando com os custos indiretos decorrentes de proibições, restrições, necessidade de monitoramento e incentivos por força de lei

O desafio da *agency theory* é especificar de forma adequada as obrigações contratuais entre as partes, considerando todos os aspectos na relação custo-benefício. E, mesmo depois dos gastos de monitoração e incentivos, pode haver uma perda residual equivalente ao montante de redução no bem estar do *principal* por divergências que acabam permanecendo.

O Problema *Principal-Agent* nas Finanças Corporativas

Esse tipo de problema tem sido importante em finanças corporativas, quando do estudo da relação entre acionistas e administradores de empresas. Como mostra a chamada *theory of agency* da empresa, trata-se de uma imperfeição de mercado que precisa ser levada em consideração em decisões de investimento, financiamento e distribuição de dividendos, ou seja, afeta a estrutura de capital das empresas. A teoria ganhou notoriedade em 1976 com os estudos de JENSEN e MECKLING.

Eles estudaram o caso de administradores que em conjunto podem se apropriar de recursos da empresa para seu próprio bem individual, sem considerar a maximização de riqueza dos proprietários. Avaliaram a estrutura de capital da empresa resultante do uso de títulos de renda fixa e ações como instrumentos de incentivos para maximização de utilidades.

Se o administrador não é o único acionista da empresa, existe um potencial conflito de interesses: ele pode ficar tentado a incorrer em custos que serão divididos

(ou arcados) pelos acionistas, mas cujos benefícios fluirão unicamente para ele. Por exemplo, poderá reduzir seus esforços no uso dos recursos da empresa e incorrer em riscos mínimos para, assim, preservar a estabilidade no emprego. Ou então, poderá transferir recursos da empresa para seu benefício pessoal, como na criação de benefícios indiretos na remuneração - pagamento de despesas com restaurante ou viagem de férias para a família toda com o caixa da companhia – ou, mesmo, na decoração de luxo do escritório. O administrador assim maximiza sua utilidade no trabalho, mas diminui o valor da empresa.

A magnitude das divergências entre acionista e investidor depende de uma série de fatores, como os gostos pessoais do administrador, a facilidade com que consegue agir a seu bel prazer em vez de maximizar a riqueza do acionista, os custos de se medir o seu desempenho, os custos de se aplicar um coeficiente na sua remuneração que tenha correlação com o melhor bem-estar do acionista e os custos de implementação de regras e políticas de comportamento. A competição no mercado de trabalho também exerce forte influência: quanto mais acirrada, mais o administrador se sentirá compelido a agir com cautela em atividades que desviem do interesse dos acionistas. A posição que o administrador ocupa na empresa, assim como suas competências, também devem ser avaliadas. Se ele for facilmente substituível, tenderá a agir de acordo com o interesse dos acionistas, sem que esses precisem incorrer nos mesmos custos, caso tivesse capacidades excepcionais e ocupasse uma função à altura de poucos profissionais do mercado.

Para controlar a atividade do administrador, o acionista pode gastar dinheiro em auditoria, sistemas formais de controle, restrições orçamentárias e estabelecer sistemas de incentivo. Se as bolsas de valores anteciparem esses efeitos, o acionista sentirá nos preços das ações os reflexos dos custos de monitoração esperados para controlar o problema *principal-agent* em questão. Conforme cai a participação do administrador no capital da empresa, o custo de monitoração cresce, assim como diminui o interesse do administrador para prospectar negócios inovadores e

lucrativos, porque esse tipo de atividade dá muito trabalho e ele corre o risco de se dar mal.

Uma forma de minimizar o conflito é através do aumento da proporção de dívida na estrutura de capital da empresa. Dessa forma, não só aumenta a proporção do capital da empresa pertencente ao administrador (caso esse possua ações da companhia), como também surgem compromissos de dispêndios futuros e, assim, fica reduzido o total de caixa disponível para o administrador agir em próprio proveito. Outro benefício do endividamento, apontado por JENSEN (1986), é incentivar o administrador a trabalhar mais e consumir menos recursos em benefícios apropriados apenas por ele, porque se assim agir sobrará mais dinheiro em caixa para pagamento das parcelas da dívida, haverá redução do risco de falência da empresa, e, consequentemente, da perda de sua reputação no mercado de trabalho.

Ocorre que o endividamento causa outro conflito de interesses, entre acionistas e detentores dos títulos de dívida da empresa, a quem chamaremos simplificadamente de debenturistas. Os acionistas são incentivados a investir em projetos de alto risco, de forma a que o retorno sobre esses investimentos supere o valor de face da dívida. Se isso acontecer, a maior parte dos ganhos irá para os acionistas. Se, ao contrário, os investimentos forem malsucedidos, quem perde são os debenturistas. A perda no valor do capital da empresa por conta de investimentos mal feitos pode ser mais do que compensada pelos ganhos que ocorrem às expensas dos debenturistas.

Antecipando a desvalorização dos títulos de dívida da empresa por conta desse conflito, os debenturistas cobram mais pela operação. Portanto, quem acaba arcando com o custo extra são os acionistas. JENSEN e MECKLING (1976) avaliam o *trade-off* entre esse custo causado pelos conflitos de interesses entre acionistas e debenturistas com os benefícios do endividamento em relação ao controle das atividades exercidas pelo administrador.

A questão dos incentivos para um maior endividamento foi posteriormente detalhada em diversos estudos (HARRIS e RAVIV, 1990, STULZ, 1990), avaliando, por exemplo, custos adicionais do endividamento como os de investigação no caso de liquidação da empresa e as limitações a investimentos causadas por excesso de alavancagem financeira.

O Problema *Principal-Agent* na Relação entre Investidor e Administrador de Fundos

A crescente presença de intermediários financeiros na relação entre acionista e empresa traz novas questões que vêm sendo objeto de estudo nos principais periódicos técnicos especializados em finanças. A partir do momento em que o investidor delega a atividade de alocação do seu dinheiro entre diversas alternativas de aplicação ao administrador de recursos, seja a um banco, seja a uma empresa independente, fica sujeito a conflitos de interesses.

Afinal, trata-se de uma típica relação entre *principal* e *agent*: o administrador de recursos tem o poder discricionário de fazer os investimentos que considera mais adequados. Em tese, adequados ao investidor, mas podem ocorrer desvios dependendo dos fatores que maximizam a utilidade do administrador. Como em outros casos da *agency theory*, há custos de monitoração e com incentivos. O investidor não consegue informação a custo zero a respeito das atividades do gestor de sua carteira. Com base no retorno *ex-post* dos investimentos, não consegue distinguir a parcela resultante da *expertise* do administrador da parcela conseguida aleatoriamente. Também não é possível ao investidor verificar a escolha do nível de risco, sem incorrer em custos.

Nos estudos publicados sobre o assunto, principalmente sobre fundos mútuos, por ser tornarem instrumentos de poupança cada vez mais importantes, vem sendo levados em conta os incentivos explícitos ou implícitos na remuneração do administrador de fundos e as atitudes adotadas pelo administrador de forma a preservar seu emprego em um mercado competitivo, como se verá a seguir. Todos os estudos citados foram feitos com base nos dados do mercado norte-americano.

Um dos primeiros trabalhos questionando os incentivos sob a forma de remuneração do gestor de fundos foi publicado por STARKS em 1987. Ela estudou o contrato de remuneração do gestor de fundos que otimiza a função utilidade do investidor. Partiu do princípio de que a melhor forma de controle dos conflitos de interesses entre investidor e gestor está em criar um contrato de compensação *ex-ante* que incentive uma perfeita divisão de riscos entre as partes. Uma monitoração *ex-post* seria, além de difícil – pois, para uma série de retornos, o investidor geralmente não consegue determinar como foram conseguidos - ineficaz, dado que há risco de quebra do administrador.

Uma remuneração variável, além da taxa de administração, é a forma de incentivo considerada por STARKS. Ela compara dois tipos de contratos de remuneração variável: o simétrico, em que o administrador recebe, além da taxa de administração, um bônus ou uma penalidade, dependendo se o retorno da carteira superar ou não um determinado índice estabelecido a priori (*benchmark*), e o assimétrico, em que o administrador ganha o bônus caso a rentabilidade ultrapasse o *benchmark*, mas não sofre qualquer penalidade caso contrário. Em 1971, o contrato assimétrico foi proibido nos Estados Unidos. No Brasil, apenas vigora o contrato assimétrico, com restrições no caso dos fundos de renda variável, como se verá no capítulo sobre regulamentação no Brasil, na Parte IV.

Poucos anos após a proibição dos contratos assimétricos nos Estados Unidos, MODIGLIANI e POGUE (1975) publicaram artigo argumentando que uma

remuneração variável simétrica não seria suficiente para resolver a questão dos conflitos de interesses, porque estaria incentivando o administrador a assumir riscos superiores ao nível ideal do investidor. Eles mostraram que, de 111 fundos com esse tipo de contrato, 109 eram classificados como de mais alto risco.

Ao realizar seu estudo, STARKS interpreta esse dado de forma diferente: não são os contratos de remuneração variável que levam o administrador do fundo a escolher betas elevados, mas, sim, são os fundos de beta elevado que optam por contratos de remuneração variável. Não faria sentido, a um fundo cujo beta fosse inferior a um, escolher contratos simétricos, pois nesse caso não há expectativa de retorno superior ao de mercado.

Ao estudar os dois tipos de contrato, a autora chega à conclusão de que o simétrico é superior ao assimétrico no sentido de alinhar os interesses do administrador aos do investidor. Se considerada a decisão do nível de risco do fundo, não há conflitos na existência de um contrato simétrico. Vai ser selecionado um beta que satisfaça ambas as partes. No caso de um contrato assimétrico, o gestor escolhe um beta maior do que o ótimo do ponto de vista do investidor, pois arca com uma proporção do risco inferior a que otimizaria o contrato, ou seja, se o retorno for inferior ao de mercado, somente o investidor sairá perdendo.

Se considerada outra decisão, a dos gastos a serem feitos para a obtenção de um retorno superior ao de mercado, nenhum dos dois contratos elimina os conflitos de interesses, mas o simétrico é superior. O pressuposto é que a busca de informações sobre investimentos leva a um retorno adicional à carteira, mas decrescente conforme o nível de esforço. No final de um determinado período, o administrador receberá a taxa de administração e a remuneração variável menos o total de gastos. Tanto no contrato simétrico quanto no assimétrico, o administrador escolherá um nível de gastos inferior ao ótimo. No assimétrico, a discrepância é maior porque, como o risco

do gestor é menor, pode com menor esforço do que o gestor sob um contrato simétrico atingir a mesma utilidade esperada.

Em estudo mais recente (1996), STARKS, junto com BROWN e HARLOW, procuram mostrar que mesmo desconsiderando contratos de remuneração variável, há possibilidades de conflitos de interesses, pela própria estrutura competitiva do mercado de fundos. A indústria de fundos pode ser vista como um torneio (isso mesmo!) em que os administradores concorrem pelos ativos e, em consequência, por uma maior remuneração, já que esta é calculada sobre o total de recursos sob gestão.

Como vários estudos mostram, o desempenho é o fator que mais conta na escolha do fundo. O investidor está sempre acompanhando os rankings publicados na imprensa. Por exemplo, os fundos cotados com quatro ou cinco estrelas por uma das principais empresas de classificação de fundos, a Morningstar, recebem mais de 80% dos fluxos novos (Asset Management in the 21st Century, 1998). SIRRI e TUFANO (1992) revelam que administradores com melhor desempenho recebem uma proporção maior de fluxos e, por outro lado, aqueles com retornos ruins em relação à média não sofrem com uma captação inferior na mesma proporção. O incentivo para o administrador escolher o grau de risco do fundo pode ser visto como uma opção de compra. Para aqueles que administram fundos com histórico de desempenho ruim, há incentivo para aumento do grau relativo de risco, pois só podem se beneficiar tentando melhorar o lugar no ranking.

STARKS, BROWN e HARLOW fazem um teste para verificar se os perdedores durante o "torneio" aumentam o risco até o final dele em comparação aos vencedores. Utilizando dados de 330 fundos de 1980 a 1991, os autores demonstram haver fortes evidências de que os perdedores aumentam o risco dos fundos numa escala superior aos que estão ganhando. É interessante observar que o efeito é maior no mês de julho, logo após a publicação dos rankings semestrais dos fundos. E também que as evidências são mais significativas nos últimos cinco anos da

amostragem, quando a indústria de fundos cresceu de forma expressiva e quando os rankings de desempenho dos fundos tornaram-se mais importantes. Pesquisa do New York Times mostra que, entre 1980 e 1985, foram publicados 334 artigos sobre rankings de fundos, enquanto nos seis anos subsequentes o número subiu para 607.

A preocupação levantada pelos referidos autores é que a concorrência pode incentivar os administradores de maneira perversa, na medida em que a visão de longo prazo pode ser trocada pela de curto prazo, assim como o risco do fundo fica sujeito a ser elevado a um patamar não condizente com os objetivos do investidor, mas sim com os do administrador.

O desempenho conta muito na atração de novos fluxos, mas o tamanho do fundo, medido pelos seus ativos ou pelos seu patrimônio líquido, também é fator importante na escolha dos investidores. Em um estudo de regressão realizado pelo banco norte-americano Goldman Sachs (Asset Management in the 21ST Century, 1998), um fundo 1% maior atrai 0,8% em fluxos adicionais em relação à média, mantidos todos os outros fatores constantes.

Os incentivos oriundos da competição são analisados também por CHEVALIER e ELLISON (1999). O estudo acompanha a evolução da carreira de 453 administradores de fundos, que são divididos em dois grupos: aqueles que mantém ou melhoram suas posições ao longo dos anos considerados e aqueles que caem de posição ou desaparecem da indústria de fundos. Verifica-se que os mais jovens administradores são os mais sensíveis a mudanças de rentabilidade que ameaçam suas carreiras. Quando conseguem retornos inferiores à média, correm o risco de perder o emprego. Quando conseguem retornos superiores, não recebem incentivo na mesma proporção. Quando se desviam da média da categoria dos fundos que administram, aumenta a probabilidade de perda do emprego. Portanto, ele são incentivados a evitar o risco não sistemático quando selecionam os ativos que farão parte do portfólio. Ou seja, a seguir a massa. Há evidências, mostra o artigo, de que

de fato agem de maneira a evitar se desviar da média dos gestores da mesma categoria de fundos.

Como o desempenho é fator significativo na escolha do fundo pelo investidor, conforme descrito, JAIN e WU (1999) fizeram testes para verificar se fundos que anunciam na imprensa (na Barron's e Money) retorno superior à média da categoria continuam a ter performance mais alta ao longo do tempo. A resposta: não! Foi rejeitada a hipótese de que o anúncio publicitário sinaliza melhor desempenho. Tal hipótese foi levantada porque anunciar custa caro, não só pelo gasto direto, como também pelo potencial de a publicidade prejudicar o administrador se o fundo não atingir desempenho superior à média no período subsequente. Por outro lado, o estudo verificou que os fundos anunciados recebem influxos significativamente maiores: as captações na amostra considerada foram 20% superiores em relação aos que não fizeram publicidade.

SIRRI e TUFANO (1998) mostram que o custo da busca por informações de fundos é fator importante na determinação dos fluxos. Aqueles fundos que mais aparecem de forma positiva na mídia, assim como aqueles que mais anunciam, recebem maiores influxos de investidores. Também são superiores as captações de fundos que fazem parte de grandes grupos nos Estados Unidos, como Fidelity e Vanguard. Uma interpretação possível é que nesses grupos, o custo de pesquisa do melhor investimento é inferior à média.

Os incentivos gerados pela divulgação de informações ao público é objeto de estudo em artigo de MUSTO (1999). Com base numa amostra de fundos de curto prazo, o autor compara a composição da carteira de fundos que os clientes podem observar semestralmente nos relatórios obrigatórios por lei com a composição da carteira dos mesmos fundos nos períodos em que a divulgação é limitada a publicações especializadas como a *newsletter* "Money Fund Report", fonte de dados utilizada no levantamento –ocorre que a "Money Fund Report" cobra assinatura anual

de US$ 1.195, e, portanto, o autor assume que a *newsletter* não é acessível ao perfil de investidor de fundos mútuos. MUSTO conclui pela existência de fortes indícios de que os fundos cuja carteira é composta de títulos do governo e de empresas privadas aumentam a proporção dos títulos do governo nas datas em que a abertura da composição do portfólio é obrigatória. Desse teste, infere o autor que os fundos de investimento podem estar escondendo o real risco aos quotistas.

Alguns estudos, em menor número, avaliam os conflitos que ocorrem quando o investidor aplica junto a uma instituição com diversas atividades além da administração de recursos, como corretagem e produtos de banco comercial. PURI (1996) mostra que, antes do *Glass-Steagall Act*, que separou por completo bancos comerciais de bancos de investimento nos Estados Unidos, os investidores concordavam em pagar mais caro por papéis em operações de abertura ou aumento de capital coordenadas por bancos universais, em relação àquelas coordenadas por instituições que atuavam unicamente no nicho de investimentos. Disto, conclui que as vantagens da existência de bancos comerciais mais do que compensam eventuais conflitos de interesses.

Parte IV
Mecanismos Institucionais de Controle

Ante a definição da problemática, sua relevância e evidências, cabe nesta parte analisar quais as possíveis formas de controle dos conflitos de interesses entre investidor e administrador de fundos. São elas as mesmas do que em qualquer relação *principal-agent*: incentivos, monitoramento e restrições legais. Essa parte do trabalho trata da regulamentação no Brasil e em alguns países selecionados (Estados Unidos, Inglaterra, Alemanha, Espanha, México, Coréia do Sul e Hong Kong) e da auto-regulamentação por instituições de classe dos administradores de fundos. Diante das dificuldades em obter dados para essa parte da dissertação, não é possível ter absoluta certeza de que toda a legislação relevante de outros países (que não o Brasil) citados está presente.

Regulamentação

Estrutura dos Fundos

São comuns leis sobre a estrutura e operação dos fundos mútuos em qualquer país onde eles existam como veículo de investimento. Os fundos mútuos oferecem

continuamente novas quotas ao público. Por lei, são obrigados a reembolsaram as quotas avaliadas a valor corrente quando o investidor pedir o resgate.

Segundo a definição da Comissão de Valores Mobiliários, fundos de investimento são condomínios destinados a investir em conjunto os recursos de seus participantes. Em outros países, a forma jurídica pode ser diferente. Há casos, como os Estados Unidos e México, em que os fundos são constituídos como empresas. O modelo escolhido tem implicações quanto aos conflitos de interesses que poderão surgir. Quando funcionam como empresas, há necessidade de organização de um Conselho de Administração independente, que delibera sobre todos os assuntos relevantes. No caso do Brasil, não há essa figura. São os membros da empresa administradora de fundos que tomam as decisões, mas estão sujeitos aos conflitos de interesses identificados nessa dissertação.

Há diversas atividades envolvidas na administração dos fundos mútuos, nem todas necessariamente presentes em todos os países. Podem ser realizadas por uma única instituição, caso encontrado geralmente em países onde há domínio dos serviços financeiros por bancos universais, ou por várias instituições, normalmente quando a gestão é exercida por empresas independentes. As principais funções e agentes dos fundos são:

- Conselho: quando estabelecido, o fundo mútuo pode ser regido por um conselho de administração ou consultivo, que deve agir com prudência no julgamento, estabelecer procedimentos, supervisionar o administrador, *underwriter* e outras partes que prestam serviço ao fundo.

- Investidor: o *principal*. Normalmente, os investidores possuem direito de voto, definidos por lei, o que lhe dá, em tese, poderes para interferir nos destinos do fundo.

- *Advisor*: seleciona os ativos que irão fazer parte da carteira, de acordo com os objetivos estabelecidos previamente no prospecto e/ou regulamento e dá as ordens de compra e venda ao corretor, sendo ainda responsável por obter a melhor execução possível. Possui um contrato com o fundo, por meio do qual recebe uma taxa de administração sobre os ativos e eventualmente uma remuneração variável caso a rentabilidade supere determinado índice explicitado no prospecto. Nessa dissertação, ele é chamado de administrador ou gestor, como o é no caso brasileiro.

- Administrador: os serviços de administração podem ser feitos pelo próprio *advisor* ou por uma terceira parte. Sua função é controlar a performance dos outros prestadores de serviços ao fundo, assegurar que as operações cumprem a lei, providenciar espaço, pessoa, equipamento, serviços de contabilidade, e ajudar no estabelecimento dos procedimentos de *compliance* e controles internos. No caso do Brasil, o *advisor* geralmente acumula essa função.

- *Underwriter*: os fundos mútuos podem oferecer quotas novas ao público, calculadas a preço corrente, por meio de entidades especializadas, os *underwriters*. Em bancos universais, é a rede de agências do controlador da empresa administradora que faz a venda e distribuição das quotas.

- Custodiante: os papéis dos fundos ficam em custódia numa instituição qualificada.

- *Transfer Agent*: mantém registro das compras, vendas e da atual situação da conta de cada investidor; calcula dividendos, autoriza pagamentos pelo custodiante, manda ao investidor os balanços, informações sobre impostos e outras notícias.

- Corretor: executa as ordens de compra e venda de papéis.

Princípios da Regulamentação

A International Organization of Securities Comissions, IOSCO, é uma entidade que congrega órgãos do governo responsáveis pela regulamentação e fiscalização do mercado de capitais do mundo inteiro, inclusive a brasileira Comissão de Valores Mobiliários, CVM. Por meio da troca de informações entre seus membros, em comitês para fins específicos e em reuniões anuais, a IOSCO almeja estabelecer padrões de supervisão do mercado de capitais.

Em 1993, o Comitê Técnico da IOSCO criou um grupo de trabalho para identificar semelhanças na regulamentação de administração de recursos entre os países com órgãos supervisores membros . Daí saíram os princípios para a regulamentação dos chamados *collective investment schemes* (1994), isto é, esquemas para investimentos coletivos, abertos a quem quiser entrar ou sair a qualquer momento, que emite quotas e investe em títulos ou instrumentos de curto prazo (money market). Os fundos de investimento brasileiros se encaixam na definição: são instrumentos para investimento coletivo, abertos, emitem quotas e fazem os investimento descritos. Por isso, será admitido neste trabalho que os princípios a seguir descritos se aplicam a eles.

Dez princípios da regulamentação dos fundos

1) Estrutura. Deve haver uma estrutura legal que assegure os interesses dos investidores. A forma pode variar. Nos EUA, são formadas empresas, enquanto na Inglaterra, Hong Kong, Japão, Canadá e Austrália, os fundos funcionam com base em estruturas de contratos e *trust*.

2) Custódia. Deve-se assegurar proteção aos ativos dos fundos de investimento, separando-os daqueles sob administração. Um custodiante independente do

administrador de fundos deve ser contratado para "guardar" os ativos. O conceito "independente" varia. Em alguns países, aceita-se que o custodiante faça parte do mesmo conglomerado financeiro e, em outros, não. Em alguns países, o custodiante tem responsabilidades de supervisão adicionais sobre a compra e resgate de quotas, alocação de receitas e despesas, precificação de ativos dos fundos e *compliance* (verificação se a lei e regulamentos internos estão sendo cumpridos), entre outras. Em outros países, essas responsabilidades recaem sobre outras partes, como auditores ou conselho independente.

3) Elegibilidade. Para atuar como administrador de fundos, é preciso possuir os seguintes requisitos: honestidade, garantia de que os ativos estejam protegidos e segregados, capacidade humana e técnica, capitalização adequada aos riscos do negócio, conhecimento, cautela e diligência, treinamento e supervisão adequada, adoção de princípios de adequação à legislação, normas de entidades de classe e internas à administradora (*compliance*). Nos Estados Unidos, não há muitas exigências para a elegibilidade, mas, por outro lado, há uma série de padrões de conduta e proibições aplicáveis após a autorização para exercício da atividade. Em vários países, há maior controle de quem pode administrar recursos, geralmente exigindo capital mínimo, recursos técnicos e educacionais e testes de adequação.

4) Delegação. Se a gestão é terceirizada, o administrador é responsável pelas ações e omissões desse terceiro, como se fosse ele próprio. Portanto, deve estar monitorando-o permanentemente. No México, a delegação não é permitida. Em alguns países, é necessária autorização legal para que se efetuem contratos com terceiros, enquanto em outros basta que se dêem informações a respeito.

5) Supervisão. Um fundo precisa ser autorizado antes de iniciar suas operações e o órgão regulador precisa ter meios de investigar a conduta do administrador, incluindo visitas a sua sede, e pode exercer punição, até a recomendação de ação criminal,

quando apropriado. Alguns aspectos das investigações podem ser delegados a um terceiro, como um auditor.

6) Conflitos de interesses. A regulamentação deve dar conta de potenciais conflitos de interesses, seja de maneira geral, caso em que se apoiará no conceito de "responsabilidade fiduciária", seja detalhando as situações de conflitos. Pode-se lidar com essas questões de várias formas, isolada ou conjuntamente, quais sejam:

a) proibições legais.
b) código de conduta preciso, estabelecido pelo órgão regulador ou por uma organização de mercado supervisionada pelo órgão regulador.
c) aprovação ou revisão de certas transações e atividades pelo órgão regulador.
d) vigilância do órgão regulador.
e) abertura de informações.
f) manutenção de registros documentais pelo administrador.
g) limitação das atividades do administrador.
h) fiscalização independente de uma terceira parte.

Nos Estados Unidos, há normas explícitas especificando as áreas em que os conflitos acontecem. E a regulamentação mostra exatamente como devem ser tratados. Em alguns casos, as transações precisam ser aprovadas previamente. Outros sistemas reguladores, como os do México, Austrália e muitos países europeus, apenas determinam obrigações gerais. Uma outra forma de tratar a questão é proibir o administrador de fundos de ter qualquer outra atividade. Na maioria dos países, são empregadas várias técnicas, diretas ou indiretas, para minimizar os conflitos de interesses.

7) Avaliação de ativos. O critério deve ser o preço de mercado, a não ser em circunstâncias específicas identificadas por lei. Se o preço de mercado não estiver disponível por qualquer motivo, os ativos precisam ser calculados com base em procedimento confiável e permanente aprovado pelo órgão regulador. Informações

sobre o sistema de precificação devem estar disponíveis aos investidores que as requisitem. Em muitos casos, há normas das melhores práticas e cada fundo as segue a seu modo. Na Inglaterra e Estados Unidos, há regras detalhadas para avaliação de ativos e quotas. No México, o sistema de avaliação de quotas precisa ser explicitado no prospecto.

8) Limitações de investimento. Podem haver restrições de investimentos em títulos não listados em bolsa ou em mercado regulado, em títulos emitidos pela mesma empresa ou instituição, em instrumentos derivativos e em outros fundos.

9) Direitos dos investidores. O órgão regulador deve estabelecer direitos aos investidores, como, por exemplo, o de retirar seu dinheiro em um prazo razoável e de participar em decisões importantes.

10) *Disclosure*. O órgão regulador deve impor requisitos para a abertura de informações. Relatórios financeiros devem ser providenciados em base semestral ou anual. Deve existir prospecto, de acordo com os padrões de cada país. Nenhum outro documento pode ser usado para marketing, exceto anúncios ou outra literatura permitida por lei. O prospecto deve incluir a data em que foi feito, informações sobre os direitos dos investidores, informações sobre o administrador, procedimentos para aquisição, resgate e cálculo de quotas, informação financeira relevante, custódia, política de investimentos, identificando mercados e instrumentos, riscos, terceiros que prestam serviços, taxa de administração e despesas. O prospecto precisa ser revisto regularmente. O órgão regulador deve ter o poder de verificar prospectos e revisar seu conteúdo, sem que isso seja uma obrigação. Nos anúncios publicitários, não deve haver nada em desacordo com o prospecto.

Dos dez princípios acima descritos, dois referem-se diretamente aos administradores de fundos, o terceiro, que trata da elegibilidade, e o quinto, a respeito da supervisão. Em junho de 1996, o grupo de trabalho de administração de

investimentos da IOSCO resolveu se dedicar ao estudo das atividades dos administradores de fundos e a supervisão necessária, expandindo os dois princípios citados. Surgiu desse trabalho o documento *Principles for The Supervision of Operators of Collective Investment Schemes* (1997), que justifica a necessidade de supervisão dos administradores de fundos de investimento e relaciona dez princípios para tal atividade:

Por que supervisionar?

1) Proteção ao investidor. Assegurar que os papéis da carteira estejam sendo mantidos em uma unidade independente de quem a opera, junto a um custodiante, que os investimentos estejam sendo apropriadamente precificados assim como as quotas de cada investidor; que as informações exigidas nos prospectos estejam sendo reveladas; que o fundo esteja agindo de acordo com os objetivos traçados.

2) Integridade de mercado. Assegurando que o responsável pelo fundo esteja sendo sujeito à supervisão, é encorajada a aplicação de investidores. Além disso, o órgão de supervisão deve avaliar os riscos dos diferentes títulos do fundo, pois, para o investidor, é mais difícil avaliar qual o mercado é apropriado e seguro para aplicar.
3) Integridade do administrador. É preciso verificar no dia-a-dia se as atividades estão sendo realizadas com competência: precificação, administração, contabilização, promoção e distribuição.

Dez princípios de supervisão de administradores de fundos.

1) Conduta. Deve-se assegurar que o responsável pelo fundo siga o mais alto padrão de competência, integridade e negociação justa e que qualquer conflito de interesses seja divulgado e não leve a desvio na proteção do investidor. A supervisão dos órgãos reguladores pode ser dividida em:

a) Melhor execução possível no tempo certo: as transações feitas em nome do investidor podem ser ineficientes, seja porque o administrador as faz em benefício próprio, seja porque as ordens são executadas pela corretora da própria instituição, não necessariamente a mais eficiente, seja porque os procedimentos seguidos estão equivocados. Assim, o órgão regulador pode requerer ao administrador a impressão das telas de computador que mostram o momento em que a transação foi executada e assim avaliar se prevaleceu o melhor preço então disponível, inclusive comparando com cotações de outras corretoras. Os supervisores podem confrontar procedimentos com práticas.

b) Alocação justa e no melhor momento: o órgão supervisor precisa assegurar que o administrador explicite uma política de alocação dos investimentos e assim observar na prática se vem sendo seguida. Para isso, as ordens precisam ser registradas, o que pode elucidar conflitos de interesses quando o administrador age ao mesmo tempo para os clientes e em seu próprio benefício. Há risco de a alocação dos papéis para a carteira do fundo ser adiada na espera dos próximos movimentos de preço de forma que posteriormente, a distribuição das transações favoreça outro cliente ou o próprio administrador, em prejuízo dos quotistas.

c) Giro de carteira: deve-se estabelecer procedimentos contra excessivos negócios com os papéis tendo em vista os objetivos estatutários.

d) Devoluções de corretagem: aconselha-se a proibir que o administrador receba devoluções não autorizadas de comissões sobre as transações feitas em nome de um fundo. Onde essas devoluções existem (geralmente quando há uma estrutura de despesas fixa), a supervisão precisa assegurar que, caso não estejam explícitas, sejam creditadas no fundo e não retidas pelo administrador.

e) Arranjos com comissões: os administradores podem fazer acordo com contrapartes em que estas concordem em pagar por serviços como computadores, material de pesquisa e custódia em troca de ordens de corretagem com receita acertada, sem conhecimento dos investidores. Como há indução, a melhor execução objetivada pode não ser efetivamente atingida.

f) Induções: a supervisão precisa assegurar que o administrador ou seus agentes não ofereçam ou aceitem nenhum negócio induzido que potencialmente entre em conflito com sua função.

2) Transações com terceiros. O supervisor precisa garantir que nenhuma transação feita em nome do fundo com instituições ou pessoas que tenham conexão com a administradora entre em conflito com a obrigação desta de melhor servir o investidor. Envolve os seguintes aspectos:

a) Separação funcional de grupo de operações: instituição de "muralhas" que isolem informações sensíveis de finanças corporativas, corretagem e pesquisa daquelas da administração de fundos.

b) Uso de corretores e bancos do grupo: caso isso aconteça, deve-se assegurar que a execução siga o melhor padrão de mercado. Se, por acaso, o fundo resolver fazer um depósito a um terceiro conectado ao administrador, o juro recebido pela operação não pode ser inferior ao de praxe para aquele montante e prazo. Se, ao contrário, o fundo fizer empréstimo, a taxa não pode superar a prevalecente para dívidas com características similares.

c) Participação em *underwriting*: é preciso assegurar que a participação em operações de abertura ou aumento de capital não sejam realizadas em detrimento dos investidores porque há uma série de riscos, como o uso do fundo para dar suporte a uma operação organizada pela área de *corporate finance* do grupo, a divisão do negócio em benefício do administrador e outros, em detrimento do fundo, exposição a papéis que não condizem com os objetivos do fundo ou uso do *underwriting* para turbinar um fundo muito famoso ou recém-criado em detrimento dos outros administrados pelo mesmo grupo.

d) Negócios pessoais ou da casa bancária: para assegurar que estes não entrem em conflito com o interesse do investidor, o órgão supervisor pode solicitar acesso a relatório das transações pessoais dos administradores e estabelecer períodos em que estes não podem negociar com papéis que estão sendo comprados ou vendidos pelo

fundo. Esses procedimentos podem estar explicitados em um código de ética do administrador a respeito das transações pessoais.

3) Avaliação dos ativos. É preciso assegurar que os ativos estão corretamente calculados e avaliados, considerando os seguintes tópicos:

a) Cálculo do valor líquido dos ativos: a supervisão precisa confirmar que todos os ativos do fundo estão incluídos e avaliados a valor presente. Isso inclui averiguar se foram incluídas as receitas dos investimentos (dividendos) e aplicações de curto prazo e se as deduções de despesas e taxas foram feitas de forma correta.

b) Avaliação dos investimentos: A fonte de informações de preço deve ser verificada com relação à precisão de valor e *timing*. O supervisor pode comparar com outras fontes de informação. Se um investimento não tem quota ou está com negócios suspensos, o supervisor deve avaliar se o método alternativo de avaliação é razoável, considerando a fonte e base da informação. É prudente verificar se não há conflitos entre quem providencia as cotações e o fundo. A frequência da avaliação dos investimentos deve ser sujeita à revisão.

c) Apuração de receitas do fundo: é responsabilidade do custodiante assegurar que toda a receita de dividendos paga pelas empresas cujos papéis compõem a carteira foi requisitada e entrou o fundo.

4) Segregação dos investimentos. Os ativos dos fundos têm que ficar separados e em poder de um custodiante. Pode ser feita contagem física dos ativos de tempos em tempos, assim como reconciliação dos investimentos de forma a verificar se os ativos depositados junto ao custodiante são equivalentes ao portfólio sob responsabilidade do administrador.

5) Investimento. A política de investimentos deve ser seguida em termos de classe de ativos, divisão regional ou risco. Geralmente é exigido o investimento num número mínimo de ativos e há limitações de algumas formas de investimentos.

6) Taxa de administração e despesas. Nem sempre é fácil entender os custos: podem conter erros de cálculos, ser debitados sobre os ativos numa data equivocada, ou ser inflados por um excessivo número de transações. Em documentos como prospecto ou regulamento, todos os custos precisam ser descritos de forma transparente.

7) Controles internos. Deve-se assegurar que o negócio seja conduzido com diligência, eficiência, honestidade e justiça. Um profissional de *compliance* pode ser nomeado para verificar se as operações estão sendo conduzidas de acordo com as exigências legais, de órgãos de classe ou da empresa. Um programa de monitoramento pode ser estabelecido para revisar funções periodicamente.

8) *Disclosure*. O supervisor precisa assegurar que toda documentação publicada pelo administrador é precisa, clara, compreensível, consistente e não enganadora. É necessário a revisão dos documentos relevantes quando o fundo pede autorização para funcionar, o que inclui prospecto e material de marketing. Este último é sujeito à supervisão regularmente. Os relatórios financeiros ajudam a verificar se o fundo vem sendo administrado de acordo com a lei e se os riscos estão comunicados de forma transparente.

9) Manutenção de registros. Arquivos precisam ser mantidos por prazo especificado pela regulamentação em lugar acessível e disponíveis caso requisitados pelo órgão regulador. Precisam ser guardados: livros contábeis, de trading, contas e relatórios de bancos, correspondência entre o administrador e seus clientes, acordos com os clientes, cópias de anúncios, registros de negociações pessoais e evidências que sirvam de base para reclamações sobre o desempenho dos fundos.

10) Continuidade. Qualquer mudança na administração ou delegação de funções não pode afetar as condições acertadas com o investidor quando da autorização para funcionamento do fundo. Caso isso aconteça, a mudança deve ser vetada.

Brasil

No Brasil, os fundos são regidos por um regulamento. A legislação dos fundos de investimento está sob a responsabilidade de dois órgãos distintos: o Banco Central do Brasil (BACEN) determina as regras para os fundos de renda fixa, denominados Fundos de Investimento Financeiro (FIF), e a Comissão de Valores Mobiliários, CVM, para os fundos de renda variável – a partir de março de 2000, a ser denominados Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários. Há, portanto, diferenças significativas na legislação para as duas modalidades gerais de fundos, as quais serão descritas neste capítulo. Procurou-se pesquisar toda a legislação relevante na data desta dissertação, mas, como diversas normas tratam da problemática, há risco de que alguns pontos pertinentes não constem da análise.

Em janeiro de 2.000, foi criado o Grupo de Trabalho para o Mercado de Capitais e Poupança de Longo Prazo, do qual fazem parte o presidente da CVM e o diretor de normas do Banco Central, sendo um dos seus principais objetivos o de estudar a unificação da legislação dos fundos de investimento, que ficaria sob a responsabilidade de um único órgão estatal.

A Resolução nº2.451 do BACEN, de 27 de novembro de 1997, trata especificamente da questão-chave deste trabalho, os conflitos de interesses entre investidor e administrador de fundos. A tal resolução dispõe pela primeira vez no Brasil sobre a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição financeira, tornando-a obrigatória. Determina que as instituições designem membro da diretoria, ou se for o caso sócio-gerente, para responder civil, criminal e administrativamente pela gestão e supervisão de recursos de terceiros.

Cabe destacar outra regulamentação que reforça a anterior, a Resolução nº2.554 do BACEN, de 24 de setembro de 1998, que tornou obrigatória a instituições financeiras a adoção de sistemas de controles internos até 31 de dezembro de 1999. Adota os princípios do Comitê de Supervisão Bancária de Basiléia, composto por governadores dos bancos centrais dos países do "grupo dos 10", incluindo o que diz que "um sistema efetivo de controles internos requer a existência de apropriada segregação de encargos e que aos funcionários não sejam atribuídas responsabilidades conflitantes. Áreas de potencial conflito de interesses devem ser identificadas, minimizadas e sujeitas a monitoramento cuidadoso e independente", conforme enunciado na palestra "Sistemas de Controles Internos: As Recomendações Internacionais e o Modelo Brasileiro", de técnicos do Banco Central a profissionais do mercado financeiro, realizada em São Paulo em novembro de 1998.

Na palestra citada, os funcionários do BACEN, Lígia Maria Rocha e Benevides e Ronaldo Fonseca de Paiva, afirmaram que um dos principais fatores para a quebra de instituições brasileiras ou em casos de perdas significativas de recursos foi a falta de segregação adequada de responsabilidades. A Resolução nº2.554 determina, no artigo 2º inciso II, que deve haver segregação de atividades "de forma a que seja evitado os conflitos de interesses, bem como meios de minimizar e monitorar adequadamente áreas identificadas como de potencial conflito da espécie".

Com a Resolução nº2.554, as instituições passaram a instituir departamentos de controles internos e *compliance*, incluindo auditoria interna, subordinados ao Conselho de Administração ou ao topo da hierarquia. Aliás, a resolução coloca a cargo da diretoria da instituição a responsabilidade por implantar a área de controles internos, além de "promover elevados padrões éticos e de integridade".

Cada instituição montou estruturas de controle por área de negócio, incluindo a administração de recursos de terceiros, necessariamente separada do resto de suas

atividades. Relatórios semestrais devem ser elaborados contendo as conclusões dos exames efetuados para verificar a adequação da área aos limites legais e institucionais, com recomendações a respeito de eventuais deficiências, explicação dos responsáveis por elas e medidas adotadas para saná-las. O relatório deve permanecer à disposição do BACEN pelo prazo de cinco anos.

A seguir, estarão dispostos os principais elementos da legislação a vigorar a partir de março de 2000 dos fundos de renda fixa e de renda variável.

Fundos de Renda Fixa - Com base nas Circulares do BACEN nº2183, de 21 de julho de 1995, nº2616, de 18 de setembro de 1995, nº2786, de 27 de novembro de 1997, nº2798, de 23 de dezembro de 1997, nº2893, de 27 de maio de 1999, nº2906, de 30 de junho de 1999 e nº2958, de 6 de janeiro de 2000

- Regulamento. Trata do contrato entre o investidor e a instituição administradora de recursos, e deve obrigatoriamente conter as seguintes cláusulas:

- taxa de administração ou critério para sua fixação
- demais taxas e/ou despesas
- política de investimento, de forma a caracterizar o segmento em que preponderantemente o fundo deve atuar, contendo os critérios de composição e de diversificação da carteira e riscos operacionais envolvidos, além de descrever se há a possibilidade de realização de aplicações que coloquem em risco o patrimônio do fundo

- Termo de adesão. É indispensável a adesão aos termos do regulamento, cabendo à instituição administradora as responsabilidades de definir a forma e providenciar que seja efetivada.

- Obrigações do administrador. Manter atualizada e em ordem a documentação relativa às operações do fundo, o registro dos quotistas, livros das assembléias gerais, registro dos fatos contábeis; colocar à disposição do quotista exemplar do

regulamento e cientificá-lo do nome do periódico utilizado para prestação de contas; custear despesas de propaganda do fundo; fornecer anualmente documento ao quotistas sobre seus rendimentos.

- Proibições ao administrador. O administrador não pode utilizar os recursos do fundo para conceder empréstimos, adiantamentos ou créditos, prestar fiança, realizar operações com ativos fora do âmbito do mercado financeiro, prometer rendimento pré-determinado.

- Encargos do fundo. Incluem: impostos, despesas com impressão, expedição, publicação de relatórios e outras informações, despesas com correspondência, honorários do auditor, emolumentos e comissões sobre operações, honorários de advogados, custódia.

- Encargos do administrador. Despesas com consultoria para análise e seleção de ativos, delegação de administração para terceiros e quaisquer outras correm por conta do administrador.

- Custódia. Os ativos devem estar registrados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC), no caso de títulos públicos, ou em sistema de registro e de liquidação financeira administrado pela Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Titulos (CETIP), no caso de títulos privados. Quando emitidos fisicamente, devem ser custodiados em instituição autorizada pelo Banco Central para prestação de serviço de custódia

- Limites para aplicações em instituição ligada ao administrador. O fundo pode aplicar até 20% do patrimônio líquido em títulos de instituições do mesmo conglomerado.

- Relação entre instituição administradora e fundo. É vedado à instituição prestar fiança a fundos, utilizar ativos de própria emissão como garantia das operações praticadas pelos fundos, efetuar aportes de recursos nos fundos e aplicar em quotas de fundos por ela administrados (a não ser nos 180 dias iniciais de operação, caso em que o valor aportado não pode ultrapassar R$ 990 mil). Os controladores da administradora e suas coligadas podem adquirir fundos sob sua gestão quando estiverem enquadrados na faixa de atuação de mercados derivativos mais conservador.

- Condições para precificação e resgate. Quotas devem ser avaliadas diariamente a valor de mercado. O resgate deve ser feito em D+5, utilizando o valor da quota em vigor no próprio dia ou no primeiro dia útil antecedente ao do pagamento respectivo, conforme disposto no regulamento.

- Assembléia. Delibera sobre demonstrações financeiras, alteração do regulamento, substituição do administrador, elevação da taxa de administração. A convocação deve ser feita por anúncio no periódico ou por carta aos quotistas.

- Informações ao Banco Central. Diariamente devem ser informados saldos, patrimônio líquido, valor de quota, captações e resgates, posições em derivativos

- Informações ao quotista. No máximo de dez dias após o encerramento de cada mês, devem ser colocadas à disposição dos quotistas informações sobre o número de quotas de propriedade de cada um, respectivo valor, e rentabilidade do fundo.

- Demonstrações financeiras. Devem ser publicadas anualmente e precisam incluir a rentabilidade do fundos nos últimos três exercícios sociais.

- Modalidades. Fundos podem ter até 49% do patrimônio líquido em ações e podem ser dos seguintes tipos:

1) Referenciados em indicador de desempenho (*benchmark*), desde que tenham ao menos 80% do patrimônio líquido em títulos do Tesouro Nacional ou do Banco Central ou em títulos de renda fixa cujo emissor esteja classificado na categoria baixo risco de crédito com certificação por agência de classificação de risco localizada no país. Além disso, no mínimo 95% da carteira deve ser composta por ativos financeiros e/ou modalidades operacionais de forma a acompanhar a variação do *benchmark* escolhido. O enquadramento deve ser verificado diariamente e o indicador deve estar definido na denominação do fundo. Como terceira condição, estes fundos podem operar em derivativos apenas para proteger as posições à vista.

2) Fundo sem índice de *benchmark*, mas que seja de baixo risco, ou seja, tenha 80% do seu patrimônio líquido nos títulos especificados na modalidade 1 e também opere no mercado de derivativos unicamente com a finalidade de proteção da carteira.

3) Se não seguir as duas outras modalidades, o administrador deve elaborar e disponibilizar documento contendo informações que vão além daquelas obrigatórias para o regulamento. São elas: objetivo do fundo, descrição detalhada da política de investimento, taxa de administração e, quando for o caso, de desempenho, ou critério para fixação, demais taxas e despesas, condições de emissão e resgate de quotas, além de alerta ao quotista para o fato de que as aplicações não contam com Fundo Garantidor de Crédito (FGC), e de que há possibilidade de ele ser chamado a aportar recursos nas situações em que o patrimônio líquido se tornar negativo

- Controles internos. O diretor ou sócio gerente da administradora é responsável pelo registro e movimentação de ativos da carteira e deverá elaborar relatórios trimestrais evidenciando que as operações praticadas pelo fundo estão em consonância com a política de investimento prevista em seu regulamento e com os limites de composição e diversificação, bem como que as modalidades de negociação entre instituição administradora e fundo foram realizadas a taxas de mercado.

- Alerta de risco. Os quotistas devem ser informados das operações com derivativos, das possibilidades de perda de capital e de o patrimônio do fundo ficar negativo.

Fundos de Renda Variável_ - Com base nas Instruções da CVM n°s 302, 303, 304,305 e 306, de 5 de maio de 1999, e n°326, de 11 de fevereiro de 2000.

- Regulamento. Assim como nos fundos de renda fixa, é o contrato entre o administrador de recursos e o investidor e deve conter nas suas cláusulas as seguintes informações:

- qualificação do administrador
- política de investimento
- taxa de administração
- condições para resgate
- distribuição de resultados (dividendos)
- público-alvo

- Prospecto. A CVM resolveu exigir a partir do ano 2000, pela primeira vez, a publicação de prospecto a ser entregue ao quotista quando da primeira aplicação, assim como toda vez que houver alteração no seu conteúdo. O prospecto contém algumas informações do regulamento, mas acrescenta outras. Além disso, como não é o contrato, deve ser escrito em linguagem mais simples possível, e serve para padronizar a divulgação de material comercial aos investidores potenciais. Deve conter as seguintes informações:

- metas e objetivos de gestão do fundo
- público alvo
- política de investimento e faixas de alocação de ativos, descriminando o processo de análise e seleção dos mesmos
- especificação de taxas e demais despesas, de forma clara

- política de relação com instituições do mercado (seleção de intermediários financeiros, atuação em distribuições públicas de valores mobiliários), contratação de terceiros para prestação de serviços, quando for o caso
- apresentação do administrador e sua respectiva experiência
- condições de compra de quotas e de resgate
- política de distribuição de resultados
- riscos gerais, limites de alavancagem, política de administração de risco, limites para aplicação em títulos de um mesmo emitente
- limite de aplicação em valores de emissão de empresas ligadas, limite de aplicação em fundos administrados pelo administrador ou por empresas a ele ligadas
- tributação

- Termo de adesão. É obrigatório e os quotistas devem assinar termo acusando que receberam prospecto e regulamento, que tomaram ciência da política de investimento, da possibilidade de ocorrência de patrimônio negativo e de sua responsabilidade por aportes adicionais de recursos. O termo deve ser mantido à disposição da CVM.

- Obrigações do administrador. Manter atualizada e em ordem a documentação relativa às operações do fundo por cinco anos, o registro dos quotistas, livro de atas de assembléias, registros dos fatos contábeis, colocar à disposição do quotista regulamento e prospecto, custear despesas com propaganda do fundo, inclusive com a elaboração do prospecto, fornecer anualmente documento aos quotistas sobre seus rendimentos, exercer atividades buscando sempre melhores condições para o fundo, transferir qualquer benefício da sua condição de administrador ao fundo, evitar práticas que possam ferir a relação fiduciária, dar informações sobre outras atividades que exerça no mercado e os potenciais conflitos de interesses existentes entre tais atividades e a administração da carteira, manter serviço de atendimento ao quotista.

- Encargos do fundo. Incluem: impostos, despesas com impressão, expedição, publicação (à exceção do prospecto), despesas com correspondência, honorários, emolumentos e comissões, honorários de advogados, custódia.

- Encargos do administrador. As despesas com contratação de terceiros correm por conta do administrador e os contratos de prestação de serviços devem ser mantidos à disposição da CVM . Despesas não previstas correm por conta do administrador.

- Custódia. Os títulos devem ser mantidos em custódia em entidade autorizada pela CVM.

- Limites para aplicações em instituição ligada ao administrador. O fundo pode aplicar até 10% do patrimônio líquido em valores mobiliários de empresas ligadas (definidas como cônjuges e parentes até segundo grau que participem em percentual superior a 10% nas empresas de controladores da instituição e de administradores dos fundos).

- Segregação. Devem ser adotados procedimentos operacionais objetivando a segregação física da área de administração de fundos, com definição clara e precisa de práticas que assegurem o bom uso de instalações, equipamentos e arquivos comuns a mais de um setor da empresa. Informações confidenciais devem ser preservadas. Deve ser implantado programa de treinamento a quem tem acesso a informações confidenciais. O acesso precisa ser restrito. Devem ser estabelecidas políticas relacionadas à compra e venda de valores mobiliários por parte de funcionários, diretores e administradores da empresa.

- Proibições ao administrador. Não pode atuar como contraparte direta ou indiretamente em negócios com fundos que administre, nem promover

negociações com os valores mobiliários dos fundos que administra com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros. É vedado ao administrador negligenciar a defesa dos direitos e interesses dos quotistas, ou omitir-se.

- Condições par precificação e resgate. O resgate deve ser feito com base na quota do dia subsequente ao do pedido e pago no máximo quatro dias depois de solicitado. Títulos devem ser avaliados a valor de mercado.

- Assembléia. Tem a mesma função que a nos fundos de renda fixa, mas a convocação não pode ser feita por edital em jornal. É sempre por correspondência aos quotistas. E mais: o resumo das decisões deve ser enviado, a cada quotista, no máximo até o mês seguinte da sua realização, podendo ser utilizado para esse fim o extrato mensal.

- Informações à CVM. O administrador deve enviar: diariamente, valor da quota e patrimônio líquido; mensalmente, demonstrativo sintético, balancete, demonstrativos de composição e diversificação da carteira e demonstrativos de fontes e aplicações de recursos; semestralmente, relatório financeiro com parecer de auditor independente .

- Informações ao quotista. No prazo máximo de cinco dias úteis após o encerramento de cada mês, o administrador deve colocar à disposição dos quotistas informações sobre o número de quotas e valor, rentabilidade, valor e composição de carteira, destacando quando houver aplicações em empresas ligadas

- Demonstrações financeiras. Devem ser semestrais e enviadas não só à CVM como também aos quotistas. Precisam incluir rentabilidade, valor e composição de carteira, destacando quando houver aplicações em empresas ligadas,

demonstrações contábeis, análise da carteira do fundo em face da estratégia adotada e dos objetivos da política de investimento, apresentação de desempenho, compreendendo evolução do valor da quota no último dia de cada um dos últimos vinte e quatro meses e, caso a política esteja associada a um índice, a evolução do índice no mesmo período, taxa de administração, com identificação das taxas fixas e variáveis, despesas de corretagem em termos absolutos e como percentual sobre a carteira de ações do fundo, outras despesas descriminadas, mudanças do administrador, gestor ou diretores, informações sobre montantes de recursos sob responsabilidades do administrador

- Execução de ordens. No caso em que uma mesma instituição administre diversos fundos, é admitido o grupamento de ordens, desde que o administrador tenha implantado sistema que possibilite o rateio, entre os fundos, das compras e vendas, através de critérios equitativos e preestabelecidos, devendo o registro de tal repartição ser mantido à disposição da CVM pelo período mínimo de um ano. As ordens de compra e venda devem sempre ser expedidas com identificação precisa do fundo.

- Taxa de performance. Só pode ser cobrada por fundos cujo patrimônio líquido por investidor seja de pelo menos R$ 50 mil, com movimentações por quotistas de no mínimo R$ 5 mil. Deve obedecer aos seguintes critérios: ser vinculada a um índice de mercado de renda variável previamente aprovado pela CVM, cobrada por período mínimo semestral após dedução de todas despesas, provisionada por dia útil e calculada por quotista, considerando a data em que entrou no fundo.

- Conselho. Podem ser constituídos conselhos consultivos, os quais não podem ser remunerados às expensas do fundo.

- Publicidade. Qualquer divulgação sobre resultados do fundo só pode ser feita após seis meses a partir do início do seu funcionamento. O anúncio deve

mencionar data de início do funcionamento, referir-se no mínimo ao período de um mês calendário, sendo vedada a divulgação de rentabilidade apurada em períodos inferiores e abranger no mínimo os últimos três anos ou período desde a constituição do fundo. A divulgação de rentabilidade deve ser acompanhada da comparação no mesmo período com índice de mercado compatível com a política de investimento, sendo permitido o uso adicional de outros índices de performance. Caso administrador contrate serviços de empresa de rating, deve apresentar em todo material de divulgação, a nota conferida ao fundo.

- Alerta de risco. O fundo que pretender realizar operações com derivativos que possam resultar em significativas perdas patrimoniais ou, em especial, levar à ocorrência de patrimônio líquido negativo, deverá inserir na capa do seu prospecto e em todo material de divulgação, de forma clara, legível e em destaque: *"Este fundo utiliza estratégias com derivativos (...) que podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus quotistas."*

  Ou

  "Este fundo utiliza estratégias com derivativos (...) podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus quotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital e obrigação do quotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos fundos."

Comparação entre as legislações do BACEN e da CVM

Na comparação entre as regulamentações da CVM para fundos de renda variável e do BACEN para fundos de renda fixa, é possível inferir que a da CVM é, de forma geral, mais detalhada e restrita, como pode-se verificar pelo quadro a seguir.

Quadro IV.1

Regulamentações sobre fundos de investimento, do BACEN e da CVM

Item	BACEN-Renda Fixa	CVM-Renda Variável
Regulamento	Obrigatório	Obrigatório
Prospecto	Não há referência	Obrigatório
Termo de adesão	Obrigatório	Obrigatório
Obrigações do administrador	Não incluem normas de conduta	Incluem normas de conduta
Encargos do fundo	Impostos, despesas com publicações, auditor, taxas de corretagem, custódia	As mesmas que incidem nos fundos de renda fixa
Encargos do administrador	Seleção dos ativos e contratação de terceiros	Seleção de ativos, contratação de terceiros, publicação do prospecto
Custódia	Em instituição autorizada	Em instituição autorizada
Limites para aplicação em empresas e instituições ligadas ao controlador	Até 20% do patrimônio líquido	Até 10% do patrimônio líquido
Relação entre administradora e/ou controlador e fundo	Há exigência de segregação da área. É vedado à instituição dar garantias a operações do fundo e utilizar-se dos recursos do fundo como garantia em suas operações. Há restrições quanto às aplicações da instituição no fundo. Exige-se comprovação de que transações entre as partes foram realizadas a taxas de mercado.	Não há exigência de segregação da área. A administradora não pode atuar como contraparte em negócios com fundos que administre. A administradora não pode promover negociações com os títulos dos fundos apenas para obter receita de corretagem
Segregação de atividades na administradora	Há previsão não especificamente na administração de recursos de terceiros, mas em todas as atividades de uma instituição financeira	Devem ser adotados procedimentos para uso de instalações, arquivos e equipamentos e cuidados com informações confidenciais
Política para investimentos pessoais dos gestores	Não há referência	Obrigatória
Assembléia	Convocação por carta ou edital	Convocação por carta
Divulgação de informações	Informações mensais ao quotista sobre o valor de suas quotas e a rentabilidade do fundo. Demonstrações financeiras anuais, sem necessidade de envio aos quotistas	Informações mensais ao quotista sobre o valor de suas quotas, a rentabilidade e a composição da carteira do fundo. Demonstrações semestrais, enviadas aos quotistas
Publicidade	Não há referência	Deve obedecer à padronização
Conselho	Não há referência	Há previsão
Execução de ordens	Não há referência	É necessária implantação de sistema para rateio de ordens entre fundos diferentes de forma equitativa
Taxa de performance	É permitida	É permitida apenas para fundos com patrimônio por investidor de no mínimo R$ 50 mil
Alerta de risco	Obrigatório	Obrigatório

Uma diferença significativa na legislação em vigor na data desta dissertação, por exemplo, é a exigência de elaboração do prospecto pela CVM e não pelo BACEN. Trata-se de documento previsto na legislação de vários países e que passou a ser necessário no Brasil para fundos de renda variável a partir do ano 2.000. A legislação do BACEN prevê apenas a entrega do regulamento. Como contém as cláusulas do contrato entre investidor e administrador do fundo, o regulamento é documento extenso, escrito em linguagem jurídica, e, portanto, de difícil compreensão. Já o prospecto substitui ou complementa os folhetos comerciais distribuídos aos interessados em aplicar em fundos de investimento, e, por isso, deve ser sucinto e em linguagem simples. E, ao contrário do resto do material comercial, deve obedecer por lei a certa padronização que visa dar mais transparência ao processo de adesão do investidor. Conforme determinado pela CVM, não só devem ser colocados em pormenores os riscos, políticas de investimentos, despesas e mecânica da aplicação e resgate, como também há necessidade de descrição dos limites de aplicação em empresas ligadas e em fundos administrados pelo mesmo gestor ou por empresas a eles ligadas.

Esses limites podem ser fixados diferentemente para cada fundo, desde que obedeçam aos percentuais máximos determinados por lei. A CVM é mais rigorosa do que o BACEN, estabelecendo o teto de 10% para os fundos de renda variável (contra 20% para os fundos de renda fixa) e delimitando de forma clara o que são empresas ligadas à administradora.

O BACEN é mais restrito do que a CVM com relação ao controle de conflitos de interesses entre controladores da instituição administradora e fundo. Isso porque há uma série de proibições na relação entre eles, como garantias e aportes do controlador em fundos de renda fixa administrados por empresas do grupo. Ainda há a exigência de entrega de relatórios trimestrais revelando se as modalidades

permitidas de negociação entre administradora e fundos foram realizadas a preço de mercado.

A CVM não faz tal tipo de vedação. Proíbe apenas ao administrador atuar como contraparte em negócios com fundos sob sua gestão (assim como o BACEN) e promover negociações com os valores mobiliários dos fundos o com a finalidade de gerar receitas de corretagem. No geral, a CVM optou por determinar que as próprias empresas de administração de fundos implantem práticas que garantam a segregação e deixem explícito aos quotistas os potenciais conflitos de interesses. No aspecto de execução e agrupamento das ordens, a CVM especifica como deve ser feito o processo e exige que os registros deste fiquem à disposição para fins de fiscalização por ao menos um ano. É a primeira vez que há exigência legal de distribuição equitativa de títulos comprados ou vendidos a diversos preços ao longo do dia conjuntamente para mais de um fundo.

A CVM trata de conflitos de interesses entre profissionais da administradora de fundos e investidor e o BACEN não toca diretamente no assunto. Além de exigir controles internos de maneira a preservar a confidencialidade das informações, a CVM requer o estabelecimento de políticas relacionadas à negociação de valores mobiliários por parte dos funcionários da administradora de fundos. Também publicou instrução com normas de conduta ao administrador, com determinações gerais como "evitar práticas que possam ferir a relação fiduciária".

Com relação à divulgação de informações aos quotistas, além do prospecto, há uma série de exigências feitas somente para os administradores de fundo de renda variável. A CVM exige que os quotistas sejam avisados das assembléias por carta, enquanto o BACEN possibilita a publicação de edital em jornais. Só a CVM obriga o administrador a enviar o resumo das decisões da assembléia a cada quotista. E também só ela exige que o administrador deixe disponível ao investidor no encerramento do mês informações sobre composição da carteira e, quando houver,

aplicações em empresas ligadas. Os relatórios semestrais devem ser enviados ao investidor apenas na regulamentação da CVM.

Dois aspectos são considerados apenas na regulamentação para os fundos de renda variável: a possibilidade de constituição de conselhos consultivos, seguindo o modelo americano, e restrições na divulgação de anúncios publicitários contendo informações sobre rentabilidade.

Tanto na legislação dos fundos de renda fixa, do BACEN, quanto na legislação dos fundos de renda variável, da CVM, não há referência a uma série de aspectos sugeridos pela IOSCO, como limites para giro de carteira, devolução de corretagem, induções via acordos de reciprocidade com corretoras, participação em operações de *underwriting* e determinação das fontes de precificação para avaliação de carteira . Neste último caso, o Brasil faz parte da minoria entre os países em desenvolvimento que não obrigam o administrador a fazer o *disclosure* dos critérios de avaliação da carteira, assim como também faz parte da minoria entre o mesmo grupo de países em que fica a cargo do próprio administrador a definição do critério de precificação do papel pouco líquido ou não cotado em sistemas públicos de cotação, conforme revela pesquisa da IOSCO com 40 órgãos reguladores de países em desenvolvimento (CIS Unit Pricing, 1999).

Fatos, leis e reação do mercado

Há evidências de que a regulamentação no Brasil, particularmente em questões relacionadas a conflitos de interesses, não tenha surgido por geração espontânea. Foi moldada basicamente a partir de 1995, quando se deu o salto no crescimento da indústria de fundos de investimento e também depois de ocorrerem episódios de perdas significativas por irregularidades ou falta de transparência por parte do

administrador. Alguns episódios, e as respectivas medidas legais, são descritos a seguir:

Crise Russa

Em outubro de 1997, houve a crise russa que abalou os mercados financeiros mundiais. Alguns fundos de investimento financeiro, regulamentados pelo BACEN, aplicavam alavancados em títulos da dívida externa brasileira e, com a queda brusca do valor destes títulos, houve perdas significativas. Muitos investidores reclamaram na imprensa de que não estavam a par dos riscos envolvidos nas operações. Disseram ter sido informados que as aplicações em títulos da dívida externa brasileira eram investimentos de baixíssimo risco.

O Banco Garantia foi um dos mais afetados tanto na tesouraria quanto na administração de recursos de terceiros, e posteriormente foi vendido ao suíço CS First Boston. O banco operava com uma alavancagem de 13 vezes seu patrimônio basicamente em títulos da dívida externa brasileira e títulos da dívida russa e adotava a mesma estratégia para seus fundos externos. Com as perdas nas carteiras e saques de clientes, o total de recursos administrados caiu de US$ 3,5 bilhões para US$ 1,5 bilhão, conforme declaração de um dos seus sócios na época, Cláudio Haddad (Nem Sempre Ganhando, 1997, p. 38).

Em 27 de novembro do mesmo ano, o BACEN publicou duas circulares, a de nº2786, estabelecendo que os regulamentos descrevam que as aplicações não contam com garantia da instituição administradora nem do Fundo Garantidor de Crédito – FGC e que pode ocorrer perda do capital investido, e a de nº2785, modificada depois pela n. 2798, que determina a alavancagem máxima com base no percentual do patrimônio líquido do fundo passível de depósito em margens para operações no

mercado de derivativos. Antes, os fundos podiam aplicar até 100% do patrimônio nesse tipo de operação. A partir de então, tiveram que se enquadrar em três modalidades: 5%, quando o valor das operações do fundo no mercado de derivativos representar até uma vez o patrimônio líquido; 20%, quando o valor das operações do fundo no mercado de derivativos representar até três vezes o seu patrimônio líquido; e 50%, quando o valor das operações do fundo no mercado de derivativos representar mais que três vezes o seu patrimônio líquido. Na mesma data, foi publicada Circular nº2.451, obrigando as instituições financeiras a segregar a área de administração de recursos de terceiros.

Em geral, foi positiva a reação do mercado às novas regras. Alguns profissionais consideraram-nas insuficientes, particularmente aquelas referentes aos limites de alavancagem. Fábio Oliveira, então diretor de asset management do Bank Boston, disse à Gazeta Mercantil (Medidas Consagram a Chinese Wall, 1997, p.B-1) que os limites com base no percentual do patrimônio passível de depósito em margens na BM&F não levam em conta as diferentes volatilidades nos mercados futuros de juro, dólar e bolsas. Na mesma reportagem, há declaração de Kazuhiro Miyamoto, diretor-executivo do banco AGF Braseg, afirmando ter feito simulações demonstrando que as perdas ocorridas em fundos no mês de outubro de 1997 seriam evitadas se as novas medidas estivessem em vigor.

Com relação à segregação da área de administração de recursos de terceiros, o grosso das instituições foi favorável, até porque muitas delas, como BBA e Unibanco, já haviam instituído empresas independentes para cuidar de tal atividade. Quase dois anos depois, em debate promovido pela Folha de S. Paulo (Ainda há muito o que fazer, dizem especialistas, 1999, p. 2-7), Ary Oswaldo Mattos Filho, ex-presidente da CVM, afirmou: "Tenho seríssimas dúvidas a respeito da eficácia da chamada Chinese Wall. Se conseguirmos fazer com que haja uma separação real entre o que é administração de carteira própria e o que é administração de carteira de terceiros, daríamos um passo adiante". Em entrevista para essa dissertação, Sr.C, da GAMA

(nomes fictícios), diz que o isolamento depende mais de princípios do que de formalidades. "Não estamos fechados numa sala onde ninguém entra. Acho até por questão de ética, não há necessidade."

Desvalorização do real

Em janeiro de 1999 o real foi desvalorizado. Vários fundos de investimento - até então com características de renda fixa - operavam no mercado futuro de dólar, tiveram perdas expressivas e alguns ficaram com patrimônio líquido negativo. Foi o caso dos fundos gerenciados por empresas controladas pelos bancos Marka, Fonte Cindam e Boa Vista. Os investidores não puderam resgatar no prazo estipulado em regulamento. Alguns bancos exigiram que os investidores assinassem documento ao fazer o resgate, concordando plenamente com as condições excepcionais da situação, reconhecendo que sabiam dos riscos nas aplicações e isentando as instituições controladora e afiliada de qualquer responsabilidade pela perda de capital. Como o documento foi considerado sem valor legal, os quotistas resolveram somar esforços, montar associações e entrar na Justiça contra os bancos. No caso do Boa Vista, houve a decisão das instituições controladores em aportar recursos aos fundos que estavam com patrimônio líquido negativo

No caso da administradora de recursos ligada ao Banco Marka, o próprio gestor, Francisco de Assis Moura de Melo, tinha aplicações no fundo (ADRIANO e NICARETTA, 1999). Quando foi anunciada a nova banda cambial, sacou todo o seu dinheiro (R$ 2 milhões) do fundo. Os outros quotistas não puderam fazer o mesmo, pois foram proibidos de resgatar suas aplicações.

Na conclusão de inquérito do BACEN sobre os fundos do banco Boa Vista (DERJA/REFIS 99/00.003, BC, 1999), foram verificadas várias irregularidades. Falha na prestação de informações aos quotistas quanto aos riscos inerentes às aplicações dos fundos, não apresentação dos termos de adesão, desrespeito aos limites para atuação no mercado derivativos e o considerado mais grave: no dia 13 de janeiro de 1999, quando a taxa de câmbio estava em R$ 1,32/US$ e na expectativa de uma variação maior, os fundos agressivos do Boa Vista venderam diretamente 403 contratos de dólar futuro aos fundos conservadores do banco a uma cotação de R$ 1,237/US$. A operação permitiu aos fundos conservadores do banco zerar suas posições vendidas em dólar. Os beneficiados, conforme apurou o BC, foram o próprio banco e empresas ligadas, que aplicavam nos fundos conservadores.

A partir do final de janeiro, tanto o BACEN quanto a CVM começaram a estudar mudanças nas regras para a indústria de fundos. As diversas medidas adotadas desde então têm relação direta com os problemas identificados após a crise cambial. A Circular nº 2893, de 27 de maio de 1999, do BACEN, determinou uma série de restrições na relação entre o controlador da administradora e os fundos. Restringiu as alternativas de aplicações do controlador em fundos sob gestão de companhia do grupo. Proibiu ao controlador dar garantia ou fazer aporte nos fundos, assim como o uso de títulos destes como garantia em operações para seu benefício. Reiterou a necessidade de conta segregada de custódia dos títulos dos fundos. Exigiu o preparo de relatórios trimestrais sobre operações entre administradora e fundo comprovando o uso de preço de mercado como critério. Tornou obrigatória a entrega de documento ao potencial investidor descrevendo a possibilidade de o quotista ser chamado a aportar recursos caso o patrimônio líquido fique negativo.

Em 30 de junho de 1999, foi divulgada a Circular nº2.906, do BACEN, mais uma vez exigindo alertas nos documentos entregues ao quotista sobre as possibilidades de perdas e, principalmente, determinando a obrigação de o administrador atender a solicitação de resgate de quotas em até cinco dias sem qualquer custo ao investidor.

A circular nº 2958, do BACEN, de 6 de janeiro de 2000, determinou três modalidades de fundos, de acordo com o uso do mercado de derivativos (proteção ou alavancagem) e a aderência a um índice de mercado que seja adequado à política de investimentos adotada.

A CVM publicou diversas instruções que renovaram praticamente toda a legislação de fundos de renda variável, detalhando normas de conduta e a segregação da atividade de administração de fundos.

As medidas tomadas de 1.999 em diante por BACEN e CVM surgiram não unicamente dentro desses órgãos, mas por meio de interação com a associação de classe das instituições que operam no mercado de capitais, que abrange as administradoras de recursos, a Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID). Cartas enviadas pela ANBID a esses órgãos [3] mostram que as sugestões dos profissionais do mercado foram adotadas e, em alguns casos, circulares foram reeditadas de forma a atender as solicitações. Por exemplo, o limite de aplicação em ações dos fundos de renda fixa foi elevado de 20% para 49% do patrimônio líquido. Outro exemplo: a necessidade de o fundo acompanhar 95% da variação do benchmak foi abrandada: a rigidez da proposta inicial transformou-se em meta que eventualmente pode não ser atingida - pois, como defenderam Pedro Mariani e Marcelo Giufrida, da ANBID (of.dir – 20/99, 1999), não se pode garantir rentabilidade futura.

Pela imprensa, também é possível verificar como as regras que encontraram resistência foram modificadas. Em princípio, o BACEN iria proibir empresas de adquirir quotas de fundos administrados por instituições a ela ligadas. Mas, como em alguns casos, as aplicações de reservas técnicas de seguradoras e empresas de previdência do grupo nos fundos eram significativas (50% do patrimônio total dos fundos da Sul América Investimentos, por exemplo), a vedação foi transformada em

[3] De acesso público no site da ANBID: http://www.anbid.com.br/atividades

restrição aos fundos conservadores. As novas modalidades de fundos ligados ou não a *benchmark* vieram aperfeiçoar àquelas adotadas em 1997 que ligavam o risco ao percentual do patrimônio que poderia ser colocado em margens de garantia na BM&F e que haviam sido criticadas pelo mercado.

A CVM cogitou proibir que administradores aplicassem seu dinheiro nos próprios fundos, mas voltou atrás. Também iria eliminar completamente a remuneração variável dos administradores, mas a taxa de performance permaneceu, com regras mais claras para cobrança e restrita a fundos com patrimônio por quotista de R$ 50 mil. O presidente da CVM na data de publicação desta dissertação, José Luiz Osório de Almeida Filho, afirmou que a decisão de manter a taxa de performance foi tomada com o objetivo de incentivar o administrador (CVM altera fundos de renda variável, 2000, p. 2-5), pois vai se esforçar para atingir uma rentabilidade superior ao índice estipulado como parâmetro sobre o qual a remuneração variável é cobrada. Os administradores de fundo ficaram satisfeitos. Quando saiu a decisão da CVM, em fevereiro de 2000, Marcelo Serfaty, diretor executivo da Pactual Asset Management, afirmou que a taxa de performance faz de gestor e investidor "sócios no processo de aplicação"(CVM divulga alteração às novas regras dos fundos, 2000, p. B-2)

Estados Unidos

As bases da legislação dos fundos mútuos nos Estados Unidos datam dos anos 30. Depois da crise de 29, o Congresso dos Estados Unidos resolveu fazer uma investigação de abusos da década de 20. Foi instalada uma comissão com esse objetivo (denominada Pecora), que acusou como principal causa para a crise os conflitos de interesses existentes quando uma mesma instituição exerce as funções de

banco comercial e de banco de investimento. Desta conclusão, surgiu o *Glass-Steagall Act*, batizado com o os sobrenomes dos dois deputados que encabeçaram a criação da nova legislação. O *Glass-Steagall Act* exigiu a completa separação entre bancos comerciais e bancos de investimento. Na mesma época, foi criada a Securities and Exchange Comission (SEC), com a responsabilidade de supervisionar as atividades do mercado de capitais, inclusive dos fundos de investimento.

Com o passar das décadas, os bancos comerciais foram explorando as brechas na legislação e começaram a se embrenhar em operações de bancos de investimento. Brechas como a que possibilitava subsidiárias de exercer atividades envolvendo valores mobiliários, desde que a receita destas não ultrapassasse 10% do total. A partir de 1990, as restrições começaram a ser abrandadas, e, em 1999, foi proposto no Congresso o *Financial Services Modernization Act*, com o objetivo de permitir a livre formação de bancos múltiplos ou universais nos EUA.

BENSTON (1990) resolveu reavaliar o argumento utilizado para a aprovação do *Glass Steagall Act* e chegou à conclusão de que a mistura de atividades de banco comercial e de investimento não foi o principal fator que desencadeou a crise de 1929. É interessante observar sua análise com relação particularmente aos fundos de investimento, cuja comercialização e administração por bancos comerciais foi proibida a partir de 1933. No final dos anos 30, a SEC realizou amplo estudo das operações dos fundos mútuos. Ao consultar os arquivos da SEC, BENSTON chegou ao cálculo de que apenas 5% dos abusos cometidos naqueles anos anteriores ao *crash* envolveram bancos comerciais. O grosso das práticas condenadas pela SEC foram cometidas por corretoras e companhias especializadas na administração de fundos.

Para chegar a esse percentual, BENSTON estudou um a um os conflitos de interesses revelados no estudo da SEC. Também estudou um a um os conflitos de interesses apresentados por David Silver, presidente do Investment Company Institute (ICI) ao Congresso em 1988. Na época, já estava adiantado o esboço da legislação para acabar com a separação entre bancos comerciais e de investimento.

Representante da associação de classe das companhias de administração de fundos mútuos, Silver mostrou aos parlamentares uma série de abusos cometidos nos anos 20 e 30, todos envolvendo bancos comerciais, de forma a defender o ponto de vista de que não deveria haver mudanças na lei, que traria a concorrência dos bancos comerciais.

BENSTON considerou conflitos de interesses relevantes nos seu levantamento apenas aqueles que comprovadamente geraram perdas aos investidores. Não considerou abuso, por exemplo, o fato de a Chatham Phenix Allied Corporation ter financiado parte da construção do Empire State Building em 1929, por meio da compra de debêntures lastreadas em hipotecas para os fundos por ela administrados. Ocorre que o grupo responsável pela construção do prédio mais alto de Nova York (na época) era formado por diretores do Chatham Phenix National Bank & Trust, e a Chatham Phenix Allied Corporation era a subsidiária do banco responsável pela administração de recursos de terceiros. Segundo BENSTON, os arquivos indicam que o investimento no Empire State Building foi problemático apenas em 1931, dois anos após a compra das debêntures.

Num outro episódio com o mesmo grupo, BENSTON concorda com o presidente do ICI de que houve abuso. Em 1929, o Chatham Phenix National Bank transferiu títulos com colateral em hipotecas do Empire State Building para a empresa de administração de recursos do grupo. Em 1931, quando houve problemas com o negócio, as condições do colateral foram modificadas para dar preferência de recebimento ao banco, que ainda tinha parte dos títulos, em detrimento dos investidores da subsidiária. O banco acabou recebendo tudo a que tinha direito, mas os investidores perderam US$ 380 mil.

BENSTON, assim como SAUNDERS e WALTER (1994), criticam o *Glass Steagall Act*, argumentando que o custo-benefício dessa legislação não foi favorável. Por um lado, a separação entre banco comercial e de investimento não resolveu o

problema: os abusos na crise de 1929 foram praticados principalmente por companhias de administração de recursos não ligadas a bancos comerciais e continuaram sendo praticados depois, como mostra HENRIQUES (1995) em livro que investiga a história do grupo Fidelity, hoje a maior empresa de administração de fundos mútuos dos Estados Unidos, por ativos. Por outro lado, dizem eles, a legislação impediu benefícios de escala aos bancos norte-americanos e prejudicou suas condições de sobrevivência. Ficaram restritos durante muito tempo a atividades estanques do sistema financeiro. Os depósitos em bancos comerciais cresceram apenas 0,8% ao ano nos primeiros sete anos da década de 90. Apenas os fundos de curto prazo tiveram um crescimento médio de 6,5% ao ano no mesmo período – bem abaixo da média de 22% dos fundos mútuos (Asset Management in the 21st Century, 1998).

Apesar da mudança com relação à separação entre bancos comerciais e bancos de investimento, a legislação dos anos 30 e 40 continua servindo de base para a regulamentação dos fundos mútuos nos Estados Unidos. Foram feitas modificações nos últimos anos, tendo em vista não só o crescimento da indústria de fundos, como também episódios que mostraram brechas nas leis antigas.

Há quatro principais regulamentações que tratam dos fundos mútuos naquele país:

- The Investment Company Act, de 1940 – regula a estrutura e operação de fundos mútuos. Exige que o administrador mantenha registros detalhados, guarde adequadamente os títulos, e entregue relatórios semestrais à SEC. Impõe restrições não só aos fundos como aos *advisors*, *underwriters*, diretores e empregados, especificando como devem ser tratadas as situações de conflitos de interesses.

- The Securities Act, de 1933 – requisita registro federal de oferta de quotas de fundos mútuos e determina que investidores potenciais recebam prospecto.

- The Securities Exchange Act, de 1934 – regulamenta a atividade dos corretores, que nos Estados Unidos são meios fundamentais na distribuição de fundos mútuos. Exige que mantenham registros, segreguem títulos dos clientes em contas de custódia e entreguem relatórios anuais à SEC.

- The Investment Advisors Act, de 1940 – trata dos conselheiros ou *advisors*.

Por definição, os fundos mútuos nos EUA não tem empregados. São organizados como empresas, com conselho de administração, e todas as atividades são entregues a terceiros como administradores, corretores, e *advisors* (consultores de investimento). As funções de cada um são assim definidas:

- Conselho de Administração: uma porcentagem precisa ser independente, ou seja, não ter qualquer relação com o *advisor* ou corretor. Somente com o aval da maioria dos conselheiros independentes os contratos de *advisory* e de distribuição são aprovados e renovados. Os contratos precisam ser renovados anualmente, após os primeiros dois anos da aprovação inicial. Os diretores do Conselho devem requisitar uma série de informações para avaliar a qualidade dos serviços prestados ao fundo.

- Investidores: há direito de voto definido por leis do estado norte-americano onde o fundo foi estabelecido, pelo próprio regulamento e pela legislação federal. A maioria dos fundos não tem assembléia anual, mas em situações específicas para decisão de fatos considerados relevantes, é preciso convocar os investidores – como nos casos de eleição dos diretores, mudança nos contratos de prestação de serviços e mudanças nos objetivos e políticas fundamentais de investimento.

- *Advisor*: há restrições entre transações entre o *advisor* e o fundo e em negócios feitos em conjunto. Se houver desvio de conduta, o *advisor* pode ser processado. Ele tem responsabilidade fiduciária com relação à remuneração paga pelo fundo.

- *Underwriter*: é inscrito como corretor pela SEC. Ele distribui as quotas dos fundos e geralmente é membro da National Association of Securities Dealers (NASD), única instituição autorizada –e supervisionada- pela SEC a praticar a auto-regulamentação de mercado, com poder coercitivo. A NASD é uma entidade que representa 5.500 corretores e 535 mil profissionais do mercado de capitais, e tem como uma das suas principais responsabilidades a regulamentação de critérios para a venda de fundos mútuos nos Estados Unidos.

- Custodiante: os fundos devem guardar os papéis em custódia de banco qualificado para tal função, mas a responsabilidade é do administrador.

A seguir serão descritos alguns pontos específicos da legislação americana ligados, direta ou indiretamente, ao controle dos conflitos de interesses, selecionados por terem passado por mudanças nos últimos anos em grande parte por conta de evidências de abusos praticados por administradores de fundos. Serão abordadas as modificações na legislação, e, quando for o caso, os fatos que levaram a tais mudanças.

Disclosure. Em 1998, a SEC mudou as exigências em relação ao prospecto que deve ser distribuído aos investidores de fundos mútuos. O objetivo foi torná-lo mais sucinto e menos técnico de forma a possibilitar um melhor entendimento por parte dos investidores. A página de rosto do prospecto deve incluir descrição da política de investimento, estratégias, riscos, taxa de administração. Nas informações de desempenho, deve constar gráfico de barras dos retornos anuais com histórico de 10 anos, o pior e melhor retorno trimestral durante este período e é exigida a publicação

de tabela comparando a média das rentabilidades anuais em um, cinco e dez anos com um índice de mercado compatível com a política de investimentos.

Como documentos suplementares há a opção do fundo publicar um "manual do proprietário", com procedimentos para compra e venda das quotas, e um folheto para uso pela rede de distribuição (profile) contendo os objetivos, estratégias, risco e desempenho, dados sobre o *advisor* e o administrador, regras para compra e venda de quotas, incidência de impostos. Se for feito este folheto, a entrega do prospecto só é obrigatória após a primeira aplicação no fundo –a não ser que o potencial investidor requisite o prospecto antes de tomar a decisão final.

Um estudo publicado no *Journal of Financial Planning* (MARKMAN, 1998) mostra que 40% dos investidores norte-americanos não sabem que fundos balanceados contêm ações e títulos de renda fixa e somente 25% estão a par dos riscos em fundos de renda fixa quando há mudança na taxa de juros. Os investidores não dominam a linguagem técnica muitas vezes utilizada no material de divulgação e não sabem ao certo, de forma geral, onde estão aplicando. Segundo entrevista dada por Paul Roye, da SEC ao periódico *Financial Planning* (LONGO, 1999A), "alguns fundos dão informações sobre estratégias de investimento e riscos que são muito genéricas. Dizem, por exemplo: nós investimos em ações ou então: as quotas podem ganhar ou perder valor."

A elaboração das novas regras contou com a colaboração do mercado: oito grupos de administração de recursos participaram da discussão com a SEC. Barry Barbash, da SEC (Speech by SEC'S Barry Barbash on *disclosures* chalenges, 1997), em discussão com membros da ICI depois da publicação das novas medidas sobre *disclosure*, fez uma série de sugestões ao mercado com relação a forma como deve ser elaborado o material de divulgação, de forma a deixar que as próprias empresas sigam as recomendações antes que a SEC decida impor novas restrições. Por

exemplo, pede que os fundos divulguem informações da rentabilidade e das despesas por investidor, de forma personalizada.

A base é um estudo realizado entre 1984 e 1996 que mostra que em média, o investidor em fundos de ações obteve uma rentabilidade de 6% ao ano, bem menor do que a dos fundos no mesmo período. Outra sugestão de Barbash é para que os fundos deixem explícito aos clientes os potenciais conflitos de interesses na compensação recebida pelo *advisor* e pelo *underwriter* quando o investidor adquire quotas do fundo. E refuta o pedido dos administradores para não divulgar mais mudanças no Conselho de Administração ou no gestor do fundo.

Se utilizados dados de desempenho, é preciso incluir histórico de um, cinco e dez anos, terminados no último trimestre. Datas quebradas são proibidas, pois podem ser manipuladas a terminar num período que melhor convém ao administrador. Anúncios não necessariamente precisam incluir apenas informações do prospecto, como exigido anteriormente, e podem ser distribuídos com formulário para o investidor fazer sua primeira aplicação, desde que sejam dadas informações de custos, riscos e performance.

Segundo Lori Richards, diretor da SEC (Ads may mislead investors, official says, 1999), muitos fundos utilizavam retornos anuais terminados em datas estranhas, em vez de calcular a rentabilidade com base na data de fechamento do trimestre. A SEC investigou e descobriu que os períodos para fechamento do ano antes utilizados no material de divulgação coincidiam com as datas de pico de rentabilidade dos fundos.

A regra 17j-1 do *Investment Company Act de 1940* trata especificamente dos conflitos de interesses que surgem quando os funcionários da administradora de fundos investem em seu próprio benefício. A lei determina a adoção de código de ética contendo provisões para prevenir atos fraudulentos, enganadores ou com

objetivo de manipulação e também exige que os profissionais chamados "de acesso", ou seja, aqueles que tem conhecimento dos negócios feitos com papéis do fundo, relatem suas transações pessoais ao funcionário de *compliance* no mínimo trimestralmente

Em 1999, foi feita emenda à regra 17j-1 determinando que o conselho de administração aprove o código de ética do fundo bem como o de qualquer *advisor* e *underwriter*. Qualquer mudança no código precisa passar pelo crivo do conselho. O responsável por verificar se a regra 17j-1 está sendo seguida deve entregrar relatório anual (no mínimo) ao Conselho. Este relatório deve descrever as questões que surgiram ao longo do ano, como informações sobre violações e sanções, assim como certificação de que a organização adotou procedimentos para prevenir seus profissionais de violar o código de ética.

Na emenda, foi também exigido que os funcionários "de acesso" abram informações sobre sua carteira de investimentos pessoal quando entram na empresa. Além disso, devem divulgar a composição da carteira anualmente. A emenda exige que o funcionário obtenha de seus superiores aprovação prévia de qualquer investimento pessoal em operações de abertura de capital e colocações privadas (*private placement*).

Embora o código de ética não precise ser divulgado externamente, passou a ser exigido no registro do fundo a afirmação de que este adota código de ética, indicando se permite a profissionais fazer investimentos pessoais. O código deve ficar disponível para consultas da SEC.

É possível inferir que as mudanças foram provocadas por um episódio ocorrido em 1998, de grande repercussão na imprensa norte-americana, pois a emenda foi aprovada poucos meses depois. Quando foi contratado pela administradora de fundos Dreyfus, Michael Schonberg comprou ações de uma pequena companhia, Chromatics

Color Sciences International. O papel tornou-se o principal na carteira de dois fundos administrados por ele. Só que, pouco antes de começar a trabalhar na Dreyfus, Schonberg havia comprado ações da mesma Chromatics para sua carteira pessoal, em operação privada (*private placement*), por metade do preço de mercado. Com o apoio do fundo para suportar as cotações, houve uma valorização de 860% do papel na carteira de Schonberg. Ocorre que ele não violou as regras de sua empresa, que o obrigavam a revelar sua carteira pessoal. Ao entrar na Dreyfus, a posição na Chromatics Color Sciences International ficou registrada, à disposição da SEC.

Foi diferente de casos de grande repercussão anteriores, em que os administradores não respeitaram as regras do jogo. Em 1995, John Kaweske, administrador de fundos da Invesco, também comprou para o fundo ações de empresa coincidentes com de sua carteira pessoal. Mas não abriu a posição nem para a empresa nem para os investidores. Em 1992, Patricia Ostrander, gestora de fundos do grupo Fidelity, foi condenada pela Justiça por ter entrado em uma sociedade para a compra de títulos de uma operação de *leveraged buyout* envolvendo o investidor Michael Milken (também condenado). Ostrander comprou os mesmos títulos para o fundo que administrava.

O ICI participou ativamente na elaboração das novas medidas. Em 1994, criou um grupo para revisar as práticas sobre investimentos pessoais, publicou um relatório a respeito e apresentou os resultados da pesquisa feita com empresas de administração de fundos à SEC. Os resultados mostraram que a maioria das empresas implementaram voluntariamente as sugestões.

Segundo reportagem da *Business Week* (WEISS, 1998C), a atual legislação não consegue prevenir abusos quanto ao conflito em questão, nem com as mudanças implementadas, pois dar maior poder ao Conselho na supervisão não resolve o problema. De acordo com a reportagem, o código de ética e informações da carteira do gestor deveriam estar presentes no prospecto e relatórios enviados aos

investidores. E os administradores deveriam ser obrigados a aplicar nos fundos sob sua gestão. Essa é uma questão polêmica, como mostra o caso brasileiro Marka. "É uma faca de dois gumes", afirma o Sr. A, superintendente de controle de risco e *compliance* do ALFA (nomes fictícios), entrevistado para essa dissertação. "Não há restrições aos funcionários quanto a aplicar nos nossos fundos, mas também não estimulamos".

Soft Dollars (reciprocidade com corretoras). Ao solicitar registro junto à SEC, as administradoras de fundos mútuos precisam informar os critérios na seleção de corretoras. Se recebimento de pesquisa de investimento é um fator na escolha, detalhes sobre o tipo de pesquisa a ser fornecido precisam ser revelados, incluindo os fundos que são beneficiários da pesquisa. Deve ser revelado o montante de transações e comissões a corretoras escolhidas por fornecerem pesquisa. No relatório semestral, as administradoras precisam informar se na escolha de corretora foram utilizados os seguintes critérios: recebimento de pesquisa de investimento e informações estatísticas, recebimento de cotações para avaliação de carteira, recebimento de linhas e sistemas de telecomunicações, acordo para creditar parte das comissões ou lucros na conta do *advisor*, *underwriter* ou na administradora.

Quando o *advisor* indica corretoras e se utiliza como critério o recebimento de pesquisa de investimento, precisa descrever a natureza desta, se o cliente está pagando emolumentos superiores aos de outras corretoras em função do serviço, se a pesquisa é usada para todos os fundos aconselhados ou só para aqueles que estão pagando por ela.

A SEC verificou que o *disclosure* dessas práticas não estava claro. "Se o *advisor* está sendo pago por direcionar negócio para uma certa prestadora de serviços, que pode ou não oferecer as melhores condições ao cliente, este tem que estar a par do acordo existente", disse Roye, da SEC, ao *Financial Planning* (LONGO, 1999A).

Conselho de Administração. A SEC dá muito poder e responsabilidade, particularmente aos conselheiros independentes, acreditando que sua existência dá proteção aos investidores a custo mínimo. Modificou recentemente o percentual mínimo do Conselho que deve ser composto por pessoas sem relação com os diretores e prestadores de serviço ao fundo de 40% para 66%.

A mudança de percentual foi uma recomendação da própria indústria por meio do ICI. A entidade resolveu elaborar um manual das melhores práticas que devem servir como padrão para os Conselhos de fundos nos Estados Unidos. Há críticas, no entanto, em relação ao excesso de confiança que a SEC dá ao Conselho. Segundo reportagem da *Business Week* (WEISS, 1998C), os diretores independentes deveriam ser investidores dos fundos.

Inglaterra

A Inglaterra é o único país na Europa em que as agências de banco não são importantes meios de distribuição de fundos mútuos. Respondem por apenas 10% do total. A maioria das vendas deste tipo de produto são feitas via consultores (*advisors*) independentes. O total de ativos em fundos mútuos é de US$ 313 bilhões, em 1.585 fundos.

Na Inglaterra, a regulação e supervisão dos fundos de investimento está passando por mudança substantiva. Até 1998, funcionava por meio de duas instituições auto-regulamentadoras: A Investment Management Regulatory Organisation (IMRO), que ditava as regras para 1.100 administradoras de fundos, e a Personal Investment Authority (PIA), responsável por 4.000 empresas de planejamento e orientação financeira. Em julho daquele ano, o governo resolveu acabar com este modelo e centralizar toda a atividade de regulamentação do setor financeiro. Publicou então um

esboço de uma nova lei intitulada *Financial Services and Markets Bill*, que foi submetida ao Parlamento. A previsão é de que esteja aprovada em 2.000.

A responsabilidade sobre a indústria de fundos recaiu sobre a Financial Services Authority (FSA), já responsável pela supervisão bancária pelo *Banking* Act de 1987 e pela supervisão de serviços financeiros pelo Financial Services Act de 1986. As organizações de auto-regulamentação delegaram suas funções de supervisão assim como parte de seus funcionários para a FSA. Mas continuarão a existir como organizações de auto-regulamentação.

Na fase transitória, A IMRO entrou em acordo com a FSA pelo qual delega a sua função de monitoramento de mercado, mas fica com a responsabilidade última de assegurar a efetividade das providências legais, assim como de deliberar sobre autorizações de funcionamento de administradores de fundo, contando para isso com serviços de apoio (não gratuitos) da FSA. Os critérios da IMRO para autorização de empresas de administração de fundos são: honestidade e integridade da empresa, bem como de seus acionistas, diretores e administradores; experiência e qualificações dos administradores; capitalização adequada; capacidade de condução dos seus negócios com honestidade, bom senso e competência.

Uma das justificativas para a mudança, segundo Howard Davies, Chairman da FSA (FSA Plan and Budget 1999-2000, 1999), é que a centralização possibilita uma resposta mais rápida nos casos, aliás bastante corriqueiros, em que os problemas regulatórios envolvem mais de um segmento do setor financeiro –e que pelo modelo anterior eram tratados por organizações distintas. Caminha-se para uma simplificação da legislação. Por exemplo, os 14 códigos de conduta para instituições que operam no varejo estão sendo reduzidos para um único.

Em meados de 2.000, a FSA pretende publicar um manual de regras, conforme descreve no seu planejamento e orçamento para 1999 e 2000, eliminando

redundâncias na legislação por conta do modelo descentralizado adotado anteriormente. Instituiu dois fóruns, um com consumidores e outro com profissionais de mercado, para informar os dois grupos das mudanças previstas. Ainda no planejamento, a FSA informa que seguirá os seguintes princípios:

- uso de seus recursos eficientemente
- uma restrição legal deve levar a um benefício ao menos equivalente a seu custo
- desejo de dar espaço a inovações
- vontade de manter a posição competitiva da Inglaterra no mercado financeiro internacional
- a competição não pode ser impedida ou distorcida desnecessariamente

Em "A New Regulator for the New Millienium", publicado em janeiro de 2.000 pela FSA, é descrita a filosofia geral de como o órgão pretende tratar a questão de conflitos de interesses no setor financeiro. A idéia é impor padrões na autorização de funcionamento das empresas, forma avaliada no documento como mais efetiva do que limitações e proibições do exercício da atividade bem como da fiscalização. *Disclosure* de informações e criação de incentivos para que as empresas mantenham os padrões desejados serão focados pela FSA com o objetivo de deixar o regulador "um passo atrás".

O FSA pretende monitorar a confiança do mercado por meio de pesquisas, dados sobre captações em diferentes produtos, volume de transações, número de falhas de mercado e de conduta, publicar manuais de orientação ao investidor, monitorar o grau de proteção ao consumidor com pesquisas de entendimento dos produtos, número de vezes em que houve venda incorreta, nível de perda dos consumidores, reclamações ao *ombudsman*, número de intervenções e punições disciplinares.

No final de "A New Regulator for the New Millenium", são abordados alguns exemplos hipotéticos de como a FSA deve atuar. Um dos casos refere-se a fundos de renda fixa oferecendo rendimento extremamente alto para os padrões da Inglaterra que acabam quebrando e deixando os investidores na mão. A resposta exemplar da FSA seria pedir às administradoras destes fundos para explicar melhor o produto aos quotistas e colocar anúncio de página inteira em jornais ingleses alertando os consumidores dos riscos deste tipo de aplicação. Não poderia fazer nada mais, seguindo o princípio de que os consumidores deveriam saber o que estavam comprando.

Com relação aos outros países europeus, cabe destacar que vigoram algumas normas comuns aos membros da Comunidade Européia. O Undertakings for the Collective Investment of Transferable Securities (UCITS) entrou em vigor em 1° de outubro de 1989, depois de 15 anos de negociação dos países europeus em busca de um padrão que possibilitasse a livre venda de fundos mútuos entre os países membros. Trata de regras gerais sobre os tipos de investimento apropriados para fundos de investimento: 90% dos ativos precisam estar alocados em papéis de companhias negociadas em bolsa e o limite de concentração da carteira num mesmo emissor é de 5%. Há também limites de alavancagem e critérios para a distribuição. Excluídos da UCITS estão os fundos em hipotecas, commodities e de curto prazo.

Obedecidas as limitações, as empresas de administração de fundos européias podem operar em qualquer país que faça parte da Comunidade Européia. Mas devem seguir as particularidades da regulamentação de cada país, como se verá a seguir, nos exemplos da Alemanha e Espanha.

Alemanha

Na Alemanha, os bancos são responsáveis pela gestão de 94,3% dos ativos (somente os cinco primeiros detêm 74,9% de participação de mercado) e as

atividades de administração de recursos de terceiro precisam ficam separadas em uma subsidiária. Os bancos na Alemanha têm fortes laços de propriedade com as companhias industriais e, nas assembléias, usam seu poder de fogo em conjunto com aquele dos fundos mútuos, representando os investidores de carteiras individuais e de fundos mútuos.

Espanha

Os fundos de investimento são supervisionados pela Comissão Nacional de Mercado e de Valores. Em 1993, o órgão divulgou um código geral de conduta para todas as atividades de valores mobiliários, Em outubro de 1999, instituiu um código de conduta apenas para a atividade de administração de recursos de terceiros, incluindo a de fundos mútuos. Seus principais princípios são:

1) Os administradores só podem se desviar dos critérios de investimento pactuados com o cliente em casos de acontecimentos excepcionais e, nestas ocasiões, devem registrar e informar os desvios aos clientes, com detalhes.

2) Os administradores não podem realizar operações no mercado com exclusivo fim de receber comissões diretas ou indiretas, nem podem fazê-las sem necessidade e sem que beneficiem os clientes.

3) Em todas as operações, o nome do fundo deve ser identificado. E os ativos de cada fundo devem ficar guardados em contas segregados.

4) Em casos de conflitos de interesses, o administrador deve sempre dar prioridade aos interesses do cliente.

5) Os clientes devem ser informados sobre potenciais conflitos de interesses, especificando os seguintes:

a) o investimento em papéis e instrumentos financeiros emitidos pelo gestor ou empresas do grupo

b) a compra de papéis em operações coordenadas ou em que haja participação do gestor ou de empresas do grupo

c) o investimento em papéis ou instrumentos financeiros resultantes da negociação por conta própria do gestor ou de empresas do grupo com os fundos

d) operações entre fundos administrados pelo mesma empresa

e) comissões, direta ou indiretamente recebidos, por prestadores de serviços

6) O contrato de gestão de carteira deve conter uma descrição pormenorizada dos critérios gerais de investimento, relação detalhada dos diferentes tipos de operações e categorias de papéis que poderão ser utilizados, descrição dos princípios na distribuição de operações entre diferentes clientes.

México

No México, os fundos de investimento, denominados sociedades de investimento, funcionam como sociedade anônima. Foram criados na década de 50 e são supervisionados pela Comissão Nacional de Valores. As limitações com relação aos produtos têm sido abrandadas. Por exemplo, a exigência de aplicação em papéis de pelo menos cinco emissores caiu por terra em 1992. Por outro lado, o órgão regulador vem requisitando aos administradores o fornecimento de mais informações aos investidores.

O prospecto é o elemento mais importante de divulgação das informações ao público investidor. Deve conter, por exemplo, a política de diversificação de ativos e

a forma de avaliação dos papéis, e precisa passar pelo crivo da Comissão Nacional de Valores. A Comissão indica profissionais para avaliar as ações emitidas pelas sociedades de investimento, que devem ser independentes destas assim como das empresas emissoras de valores mobiliários que façam parte da carteira num dado período.

Em 1999, foi aprovada a lei de proteção e defesa dos usuários de serviços financeiros. Foi criado um órgão responsável por atender as reclamações da população com relação a produtos vendidos por bancos, como fundos mútuos, bem como para exigir destes prestação de informações claras aos clientes.

Coréia do Sul

Os fundos de investimento foram criados, na Coréia do Sul, na década de 70, como mecanismo de financiamento para a industrialização do país mais do que por forças de mercado. Os conflitos de interesses potenciais no mercado coreano são resultantes, em grande parte, das relações não transparentes entre os fundos e o governo: os fundos aplicam em companhias estratégicas para o desenvolvimento do país e o governo os socorre caso ocorra algum acidente de percurso.

Com a crise asiática, houve perdas, até hoje não sanadas. Entre 1997 e 1998, 24 fundos de investimento compraram US$ 24 bilhões de títulos de renda fixa da fabricante de automóveis Daewoo. Mas, em julho de 1999, a empresa estava à beira da falência. Investidores de fundos coreanos sacaram US$ 54 bilhões daquele mês até o final do ano. Sobraram US$ 170 bilhões de ativos, mais de um quinto da poupança do país. No começo de 2000, os títulos da Daewoo praticamente não valiam mais nada. O governo ficou com medo de nova pânico e resolveu reembolsar os investidores destes títulos, pagando-lhes 95% do valor de face (IHLWAN, 2000).

A partir de julho de 2000, entra em vigor uma nova legislação para os fundos mútuos. Eles serão proibidos de tomar dinheiro emprestado e repassar para os quotistas que solicitam resgate de parte ou toda a aplicação. Pela nova regulamentação, terão que vender parte dos papéis para atender as solicitações. Os fundos também vão ter que adotar os princípios contábeis básicos, como calcular o valor dos títulos com base no preço de mercado e não pelo preço de compra (atualmente superior ao valor de mercado). As normas só vão vigorar para os novos fundos que venham a ser criados no ano 2000. Vai ser permitida a operação na Coréia de administradoras de fundos estrangeiras.

Hong Kong

Os fundos em Honk Kong são regulados pela Securities and Futures Comission, SFC. Têm ativos de US$ 127 bilhões, segundo o Mutual Fund Fact Book de 1999. Em 1997, a SFC introduziu um código de conduta, atendendo a pedido da associação dos administradores de fundos – a Hong Kong Investment Funds Association. As suas principais determinações são:

1) Deve ser designado um *compliance officer*.

2) É recomendável a implantação de regras para negociação de títulos pelo administrador em sua carteira pessoal.

3) A não ser que seja pedido pelos investidores, o administrador de fundos não deve participar em operações de *underwriting* em nome deles. Se o fizer, precisa creditar

todas comissões recebidas na conta dos quotistas. Quando o administrador participa de uma operação de abertura de capital, deve alocar os papéis de forma equitativa entre os clientes e deve justificar por escrito a forma de alocação.

4) Não devem ser feitas transações de compra e venda entre contas de cliente, a não ser que haja mandato do cliente e haja razões documentadas para tal ato.

5) Negócios entre a instituição administradora e os fundos só podem ocorrer com o consentimento dos clientes, e qualquer conflito de interesses real ou potencial precisa ser explicitado.

6) Negócios entre gestores e clientes devem ser proibidos.

7) Quando negociando com a instituição que administra os fundos, o gestor deve dar prioridade aos fundos, alocando a eles os melhores preços.

8) Um administrador de fundos não deve fazer qualquer negócio em seu próprio benefício com base em recomendações, pesquisas e análises antes que elas sejam abertas aos clientes e, depois do *disclosure*, deve dar oportunidade para que o fundo transacione primeiro com base nas informações.

9) O administrador de fundos deve cuidar para que os ativos estejam guardados em custodiante qualificado.

10) Os ativos de fundos de investimento precisam ser avaliados regularmente e a base de precificação deve ser informada aos clientes. Os títulos devem ser precificados com base na quota do dia, seja de abertura, fechamento ou média, de forma automática, e utilizando fontes de informação independentes do administrador. Aqueles papéis sem cotação, por qualquer motivo, devem ser avaliados a preço de custo. Este pode ser atualizado tendo como referência transações comparáveis de

terceiros para o mesmo título, cálculos de auditores e informações de fontes independentes em relação ao administrador.

11) Deve haver reconciliação dos registros internos com aqueles produzidos por terceiros. Erros e omissões precisam ser identificados e corrigidos.

12) Não se deve girar a carteira excessivamente, tendo sempre em mente os objetivos estatutários

13) Devem ser providenciados relatórios no mínimo trimestrais.

14) É preciso estabelecer procedimentos para assegurar que as reclamações dos quotistas estão sendo atendidas de forma eficaz.

15) O material de marketing precisa ser aprovado pela SFC

16) Taxa de administração e despesas devem ser informadas aos clientes

Comparação entre as Legislações do Brasil e de Outros Países

De modo geral, o BACEN e a CVM vêm , nos últimos anos, implementando no Brasil pontos do modelo norte-americano, com relação ao controle de conflitos de interesses, ao exigir condutas específicas na relação entre instituição administradora/gestor e fundo, com o objetivo de preservar o interesse do investidor acima de qualquer outro –como por exemplo.

A separação das atividades de administração de recursos das outras áreas do banco no Brasil é bem recente, se comparada aos Estados Unidos onde existe desde a década de 30. Ocorre que, nos Estados Unidos, a legislação, naquela época, exigiu a completa separação entre banco comercial e banco de investimento, e gerou polêmica que permanece até hoje. Há estudos mostrando que tal nível de segregação é ineficiente ao reduzir as possibilidades de ganhos de escala das instituições financeiras do país e não levar a eliminação de conflitos de interesses (ou seja, a relação custo-benefício não compensa).

A opção, no Brasil, foi não a de proibir bancos de atuar em todas as áreas de banco universal, mas sim a de obrigá-los a segregar aquelas atividades que, atuando conjuntamente, ficam sujeitas a conflitos de interesses. A propósito, a legislação nos Estados Unidos está em processo de mudança e provavelmente prevalecerá um modelo próximo daquele adotado no Brasil.

De qualquer modo, a separação formal das atividades de administração de recursos de terceiros, incluindo fundos de investimento, é considerada insuficiente na maioria das legislações. Geralmente, vem acompanhada de normas de conduta e/ou exigência de registros documentais pelo administrador de atividades sujeitas a conflitos de interesses, bem como de aprovação ou revisão de transações pelo órgão regulador, conforme os instrumentos de controle sugeridos pela IOSCO.

Normas de conduta existem, por exemplo, na Inglaterra, Espanha e Hong Kong. No Brasil, as normas de conduta da CVM passam a vigorar a partir do ano 2000. Verifica-se que, em alguns pontos, as normas da Espanha e de Hong Kong vão além daquelas estipuladas no caso brasileiro. Na Espanha, há detalhamento das situações de conflitos de interesses que precisam ser reveladas ao quotista, como operações de *underwriting* coordenadas pela administradora ou afiliadas e recebimento de comissões pelo administrador por prestadores de serviços ao fundo. Em Hong Kong, o administrador precisa seguir determinados procedimentos com relação à participação do fundo em

operações de *underwriting*, à avaliação e precificação de ativos do fundo (bem como com relação à divulgação dos critérios aos quotistas)., há restrições ao giro excessivo de carteira e a publicação de relatórios do fundo deve ser trimestral (e não semestral ou anual, como no Brasil).

O prospecto existe em países como Estados Unidos, México e Alemanha há muito tempo. No Brasil, passa a ser exigido a partir do ano 2000, somente para os fundos de renda variável. Nos Estados Unidos, as exigências com relação ao prospecto foram reduzidas, com o objetivo, declarado pela SEC, de simplificá-lo e assim melhorar as condições de compreensão por parte do investidor. E, pela primeira vez, há intenção da SEC de requisitar às administradoras a publicação, no prospecto, da rentabilidade e despesas do fundo personalizadas, por investidor.

No Brasil, ainda não há detalhamento de uma série de pontos importantes na legislação dos Estados Unidos. Não existe, por exemplo, qualquer referência na legislação brasileira com relação à prática de recebimento de pesquisas de corretoras em troca de volume de operações, chamada de *soft dollars*. Trata-se de, um ponto de suma importância nos Estados Unidos, onde há exigência do *disclosure*, em detalhes, desse tipo de contrato de reciprocidade.

Enquanto nos Estados Unidos há procedimentos explícitos na legislação de 1940 com relação ao investimento pessoal dos funcionários da administradora de fundos, no Brasil existe apenas exigência de que seja implantada política com relação a esse ponto, a vigorar a partir de 2000, apenas para os fundos de renda variável. Por enquanto, fica à critério de cada instituição instituir os procedimentos que considerar mais adequados para o controle dos investimentos pessoais de seus funcionários.

Somente a partir de 2000, quando a nova legislação da CVM entra em vigor, está prevista a instituição de Conselhos Consultivos, mas não a sua obrigatoriedade. Os Conselhos são instrumento chave na supervisão de conflitos de interesses no mercado

norte-americano. Nesse país, são obrigatórios, têm uma série de deveres e a maioria dos seus membros precisa ser independente da instituição administradora.

Assim como no caso do México, a legislação brasileira vem procurando flexibilizar as restrições quanto à alocação de diferentes ativos nos fundos de investimento. Por outro lado, em ambos os casos há cada vez mais exigência de padronização e *disclosure* de informações aos quotistas.

A Inglaterra é exemplo único encontrado na pesquisa para esta dissertação de país que deixou a supervisão das atividades dos fundos de investimento a cargo do mercado. Pelo fato de isso estar mudando a partir do ano 2000, com a centralização da regulamentação e fiscalização num órgão estatal, pode-se inferir que o modelo de auto-regulamentação não foi completamente eficaz. Mesmo assim, esse órgão estatal, o FSA, apresenta, em seu *site* na Internet (http://fsa.gov.uk), a filosofia de deixar sob a responsabilidade do mercado a maior parte da supervisão. Para isso, o FSA quer utilizar-se da criação de incentivos para que as empresas de administração de fundos mantenham os padrões de conduta desejados e exigir o *disclosure* das informações pertinentes ao controle de conflitos de interesses.

Cabe ainda destacar que, em alguns países, os fundos de investimento servem prioritariamente a outros interesses que não o dos quotistas, com o suporte do governo e de suas leis. É o caso da Coréia do Sul, onde os fundos serviram como mecanismo de poupança para o desenvolvimento de um modelo industrial exportador, e da Alemanha, onde os fundos são utilizados como instrumento para fortalecimento do poder dos bancos.

Particularmente o modelo da Coréia do Sul pode ter seu lado positivo, como o de ajudar no desenvolvimento do país. Mas tem seu lado vulnerável, pois são diretamente afetados por uma crise financeira, como a asiática de 1998. Os fundos perderam muito dinheiro com aplicações nos conglomerados industriais coreanos. A solução do governo

de fazer aportes de recursos para cobrir o prejuízo tem sua lógica: como os fundos são utilizados dentro do contexto do modelo de industrialização com o fim de beneficiar toda a sociedade, não serão somente os quotistas que irão pagar por suas perdas, mas todos os coreanos.

Auto-regulamentação

Geral

A auto-regulamentação assume papel complementar à legislação no controle de conflitos de interesses. Em muitos países, como é o caso da Inglaterra, o órgão regulador publica normas de caráter geral e os procedimentos específicos ficam a cargo do mercado do mercado. As associações de classe de profissionais e fundos de investimento normalmente assumem essa responsabilidade de implementar padrões e procedimentos, às vezes com autorização e supervisão do órgão regulador, às vezes livremente. Nesse último caso, ficam sem poder coercitivo, apenas podem descredenciar a instituição caso essa viole as normas estabelecidas.

Segundo reportagem publicada na *The Economist* (Spoilt for choice, 1998), associações de administradores de fundos mútuos no mundo todo vêm implantando padrões de comportamento e de divulgação de informações. Na Inglaterra, a auto-regulamentação foi feita em 1994, na Suíça em 1997 e na Alemanha e no Japão em 1998.

A Association for Investment Management and Research (AIMR), uma associação internacional de administradores de fundos, está tentando determinar

padrões globais para o setor. A AIMR representa 41.000 profissionais de investimento de 90 países e tem sede nos Estados Unidos. Veja a seguir alguns desses padrões.

Quanto aos padrões de apresentação de performance:

- Ao apresentar uma família de fundos, os anúncios devem manter aqueles que não existem mais por todos os períodos anteriores à decisão.

- Quando calculada a performance do investimento, deve ser usado o retorno total, incluindo a renda dos dividendos.

- As carteiras precisam ser reveladas pelo menos trimestralmente.

- A rentabilidade precisa ser líquida de todas as despesas com *trading*.

- A apresentação de resultados precisa incluir performance de dez anos ou desde o início do funcionamento do fundo, com retornos anuais para todos os anos, sendo que a performance de períodos inferiores a um ano não pode ser anualizada . Se o fundo opera com alavancagem, expressa no seu regulamento e prospecto, os efeitos dela precisam estar explícitos na divulgação de desempenho.

Quanto aos padrões de conduta:

- Seguir a regulamentação e normas da associação de classe de que é membro.

- Agir com honestidade e competência.

- Informar o superior na sua empresa de que é obrigado a seguir o padrão de conduta da AIMR.

- Abrir ao superior todo e qualquer conflito de interesses que possa afetar sua função e a obedecer a proibições de atividades impostas pela empresa na existência de conflitos.

- Entregar documento ao superior de todos benefícios que eventualmente receba por conta de acordos de compensação com prestadores de serviços.

- Fazer recomendações de investimento com diligência, independência e objetividade.

- Colocar o interesse do cliente acima do seu e dar prioridade nas transações ao cliente e à empresa onde trabalha.

- Divulgar ao cliente o processo de seleção de ativos e avisá-lo de qualquer mudança nos critérios.

- Preservar confidencialidade das informações.

- Abrir aos clientes os conflitos de interesses a que está sujeito.

Adiante, será verificada a auto-regulamentação especificamente nos Estados Unidos, por ser esse o país que lidera o ranking internacional dos fundos de investimento por ativos ou patrimônio líquido, e se abordará o início do processo de auto-regulamentação no Brasil.

Estados Unidos

A National Associaton of Securities Dealers (NASD) é a única organização não estatal autorizada pela SEC a praticar a auto-regulamentação do mercado de capitais. Todos as corretoras que não atuam unicamente nas bolsas norte-americanas New York Stock Exchange (Nyse), American Stock Exchange (Amex) e Chicago Board Options Exchange (CBOE) devem se tornar membros da NASD. A organização foi criada em 1938 por uma emenda *(Maloney Act)* ao *The Securities Exchange Act, de 1934.* A NASD é responsável pela supervisão da Nasdaq, bolsa de valores eletrônica dos Estados Unidos. Com relação aos fundos de investimento, a NASD determina os padrões na divulgação de publicidade e controla se as empresas vendedoras de fundos, boa parte delas corretoras, estão seguindo os critérios determinados. Todo e qualquer material de venda deve ser enviado para avaliação da NASD. A SEC não exige que o material revisado pela NASD passe pelo seu crivo, mas eventualmente pode requisitá-lo.

Apesar de não ter poder coercitivo de auto-regulamentação, o Investment Company Institute (ICI), a associação nacional da indústria de fundos, sugere a adoção pelos seus membros de determinados padrões. A entidade foi criada em 1940 e tinha então 68 fundos mútuos membros. Hoje representa 7.810 fundos mútuos, responsáveis por 95% dos ativos da indústria norte-americana. O ICI está sediado em Washington, D.C., e tem participado ativamente na definição das mudanças na legislação dos fundos mútuos, em discussões e elaboração de sugestões à SEC e junto ao Congresso. O instituto vem coletando estatísticas do mercado, que publica no anuário Mutual Fund Fact Book, existente desde 1961.

Exemplo disso está no grupo criado em 1994 e composto por seis executivos do alto escalão em empresas do setor para avaliar a legislação e prática com relação aos

investimentos pessoais dos gestores O trabalho serviu de inspiração às novas medidas exigidas pela SEC com relação à questão. O instituto recomenda as seguintes práticas:

- Restrições significativas nos investimentos pessoais: proibição de participação em operações de abertura de capital, restrições na compra de títulos de operações privadas (*private placement*), estabelecimento de que nos períodos em que o fundo está negociando algum papel os administradores não possam operar para sua carteira de investimentos pessoal, proibição de obter lucro com os papéis da carteira própria no curto prazo, restrições no recebimento de presentes e brindes, restrições em servir como diretor de uma empresa de capital aberto.

- Procedimentos de *compliance*: permissão prévia para transações pessoais, manutenção de registro das transações com valores mobiliários e *disclosure* da própria carteira, certificação de que o código de ética está sendo seguido, acompanhamento pelo Conselho de Administração.

- *Disclosure* adicional: no prospecto ou nos relatório de informações adicionais, a política com relação aos investimentos pessoais dos administradores deve ser revelada.

O ICI também foi fundamental na redefinição das responsabilidades dos diretores do Conselho de Administração. Elaborou um manual das melhores práticas, que contém as seguintes sugestões, entre outras:

- Aumentar o percentual dos diretores independentes de 40% do total para 66%.

- Especificar políticas em relação a quanto dinheiro os diretores independentes devem investir nos fundos.

- Os diretores independentes não devem trabalhar ou ter trabalhado em qualquer empresa prestadora de serviços ao fundo.

- Os diretores independentes devem ter reuniões com os auditores independentes sem que o gestor do fundo esteja presente.

- A escolha de novos diretores independentes deve só ser feita com o voto da maioria dos diretores independentes.

Brasil

A ANBID, Associação Nacional dos Bancos de Investimento, representa as instituições que atuam no mercado de capitais. Ela se estrutura em três áreas de trabalho: a diretoria e suas comissões técnicas, a área de auto-regulamentação e a área técnica responsável pela elaboração e distribuição de estatísticas sobre vários segmentos do mercado de capitais. Nos últimos anos, representantes da ANBID vêm participando de reuniões com BACEN e CVM e fazendo sugestões para novas regulamentações quanto à administração de fundos de investimento

Por exemplo, a ANBID propôs em 1997 mudanças na regulamentação com relação às exigências de divulgação de informações dos fundos. A criação do prospecto era uma delas (WILNER, 1997). De fato, muitas das sugestões foram acatadas pela CVM na nova legislação que entra em vigor em 2000 –como a da instituição do prospecto. Outras ficaram na intenção, como a que dá ao investidor maior controle sobre os custos, inclusive na decisão de gastar mais num fundo que

opera com corretoras que fornecem pesquisa de investimento ou operar unicamente com as executoras de ordens. Essa questão dos *soft dollars* (como é chamada na legislação norte-americana) não recebe qualquer menção hoje na legislação brasileira. Também foi esquecida a sugestão de contratação de auditor ou conselho especificamente para controle de conflitos de interesses.

Em 1999, a ANBID divulgou o primeiro código de auto-regulamentação, com padrões para as operações de *underwriting*, intitulado "Código de Auto-regulamentação da ANBID para as Operações de Colocação e Distribuição Pública de Títulos e Valores Mobiliários no Brasil". Agora, a instituição está preparando o código para a atividade de administração de recursos, incluindo fundos mútuos e administração de carteiras de um único investidor.

O código da ANBID pretende ir além dos pontos previstos na legislação do BACEN e da CVM com relação ao controle de conflitos de interesses. De modo geral, códigos de conduta e de ética e padrões diversos de associações de classe têm tido papel complementar importante à legislação. Os códigos do ICI com relação ao Conselho de Administração de fundos e os investimentos pessoais dos gestores são bem detalhados. Como forma de preservar a imagem dos participantes de mercado, as associações de classe têm sido ativas na elaboração de códigos e padrões e, algumas vezes, requisitam ao órgão regulador a adoção de nova legislação.

As associações de classe procuram também interferir no processo de elaboração de nova regulamentação pelos órgãos governamentais. Essa atitude tem um lado positivo, ao evitar a publicação de legislação que traga poucos benefícios, mas seja de custosa implementação e supervisão. Mas há um lado negativo, qual seja o de pressão por participantes de mercado para tirar da pauta do órgão regulador medidas que teriam relação custo-benefício positiva para o investidor, porém não para o gestor e/ou empresa administradora.

Por pressão do mercado, por exemplo, voltou a constar na legislação brasileira sobre fundos de renda variável a taxa de performance, ou contrato assimétrico de remuneração variável –que, como mostra STARKS (1987), não alinha os interesses entre investidor e administrador de fundos.

Parte V

Estudo Empírico sobre os Controles Internos

Metodologia e Perfil Amostral

O objetivo desta parte é estudar alguns exemplos de como as próprias empresas fazem o monitoramento e o programa de incentivos para controle dos conflitos de interesses. Foram utilizados como padrão para os questionários os dez princípios de supervisão de administração de fundos da IOSCO, por ser tratar daquele mais completo e detalhado com relação aos vários aspectos discutidos nesta dissertação. Algumas pequenas modificações foram feitas em relação a esse padrão, de forma a explorar aspectos adicionais, como a forma de estruturação dos controles internos, a adoção de códigos de ética, a questão da independência nas políticas de crédito e os mecanismos de incentivo gerados pela forma de remuneração dos funcionários e pelas fontes de receita da empresa.

Fizeram parte da amostra quatro instituições, aqui designadas hipoteticamente de ALFA, BETA, GAMA E DELTA. Foram feitas entrevistas pessoalmente com diretores dessas instituições. Os entrevistados autorizaram citá-los, bem como autorizaram a identificação da instituições onde trabalham, mas, para fins acadêmicos, a opção foi omitir os nomes dos executivos e das instituições, pois sua citação não agregaria valor a esta dissertação.

Foram escolhidas instituições privadas com posição de destaque no ranking dos maiores administradores de recursos da ANBID. Duas delas se encontram entre as cinco líderes, as outras duas entre as vinte primeiras. Foram escolhidas administradoras ligadas a duas instituições nacionais, ALFA E BETA, uma de capital estrangeiro, GAMA, e uma de capital misto, DELTA. Não se trata de uma amostra representativa do universo de instituições administradoras de fundos, e, portanto, os resultados do estudo não podem ser generalizados para todo o setor. De qualquer forma, o levantamento tem validade como exploração, em campo, dos pontos abordados na dissertação e possui o caráter de reforçar a problemática dos conflitos de interesses.

Alguns detalhes sobre a atividade de administração de fundos dessas instituições, assim como dos profissionais entrevistados:

ALFA: Administra 270 fundos (20 de varejo). Não há uma empresa independente para administração de recursos, e sim uma divisão do banco com essa finalidade. Mas a área é separada da tesouraria do banco desde a década de 60. Ficava então no banco de investimentos. Sob a responsabilidade deste, ficava também a área de operações para empresas no mercado de capitais (*underwriting*), em diretoria distinta. Em 1996, foi criado banco de investimentos fruto da união de subsidiária da instituição mãe com uma importante instituição americana. A área de *underwriting* ficou alocada na nova instituição. Quando a associação acabou, em 1999, as funções de *underwriting* ficaram sob a responsabilidade da área de *corporate finance*. Apesar da antiga segregação, os fundo de curto prazo eram administrados pela tesouraria do banco até 1996. Foi entrevistado O Sr. A, desde 1979 na instituição. Durante sua carreira, elaborou sistemas e foi responsável pelo *back office* da área de mercado de capitais, chefiou gestão comercial de fundos, dirigiu o *private banking* doméstico e foi convidado em 1997 para montar a área de *compliance* e controle de risco da área de administração de recursos de terceiros, da qual é superintendente.

BETA: o banco controlador da BETA foi o pioneiro entre os principais bancos de varejo do país a criar uma empresa independente para administração de recursos. A idéia surgiu na alta cúpula do banco em 1992, inspirada pela chegada de bancos de investimento estrangeiros. A separação começou antes que surgisse a empresa. Em 1994, o departamento de gestão de recursos de terceiros contratou três analistas para avaliar investimentos para os fundos – antes, quem prestava o serviço eram os analistas da corretora. A BETA foi criada em 1995, antes da exigência legal de segregação da área de administração de carteiras de clientes. No final de janeiro de 2000, os recursos sob sua gestão somavam R$ 14 billhões. Foi entrevistado O Sr. B, diretor da empresa, que trabalha no grupo há 19 anos. Antes da criação da BETA, atuava na área de pesquisa do banco.

GAMA: é uma empresa independente de administração de recursos de terceiros e existe desde 1992, foi também uma das primeiras a atuar separadamente do banco. Administra R$ 11,4 bilhões (valores de dezembro de 1999), em 138 fundos. Foram entrevistados: O Sr. C, gerente do *middle office* e de planejamento estratégico e marketing, está há cinco anos na instituição, criou a área há um ano e oito meses, e A Sra. D, funcionária do *middle office* responsável pelo controle diário das atividades e avaliação de performance para verificar se as estratégias foram implantadas, está na GAMA desde a criação da área.

DELTA: empresa independente de administração de recursos, formada por um banco brasileiro (com participação relevante no capital de um banco europeu) e de uma das principais empresas norte-americanas de administração de recursos. O banco foi um dos pioneiros em segregar a administração de recursos numa empresa à parte e o fez antes que a separação da área se tornasse compulsória por lei. No final de dezembro de 1999, o total de ativos sob gestão atingia R$ 1,7 bilhão. Foram entrevistados: O Sr. E, diretor-executivo responsável pela área operacional, o que inclui o processamento diário das carteiras, controle de custódia, contabilidade, acompanhamento gerencial, controle de risco de crédito e *compliance*, e O Sr. F, advogado que trabalhava no

banco até julho de 1996, quando foi montada a DELTA e ele foi transferido para a nova empresa.

Questionário

1) Estrutura de controles internos

a) Como funciona a área de controles?

b) Há conselho de administração ou consultivo?

2) Conduta

a) Como é feito o controle da execução das ordens?

b) Como é feito o controle da alocação das ordens de um determinado papel feitas conjuntamente para mais de um fundo?

c) Há limites para giro de carteira?

d) Como se assegura que os rebates de corretagem são creditados nos fundos?

e) Há reciprocidade de volume de operações com corretoras em troca de material de pesquisa?

f) Existe código de ética e/ou normas de conduta?

3) Transações com terceiros

a) Como é a separação funcional da administração de fundos?

b) É usada corretora do grupo? Como se assegura que operações por ela sigam melhor padrão de mercado?

c) Há limites para aplicação dos fundos em títulos de instituições do grupo além dos estabelecidos por lei?

d) Há restrições para aplicações em operações de *underwriting* coordenadas por afiliadas?

e) Há restrições a investimentos pessoais dos administradores de fundos?

f) Os limites de crédito são independentes do restante do grupo?

4) Como é feita a avaliação dos ativos?

5) Onde são custodiados os títulos?

6) Como se controla a adequação das operações diárias à política de investimento estabelecida para cada fundo?

7) Divulgação de informações

a) São abertas informações aos quotistas além daquelas previstas por lei?

b) Existem normas internas com relação à divulgação de anúncios publicitários?

8) Remuneração e incentivos

a) Qual a política de remuneração dos funcionários?

b) É cobrada taxa de performance, e quais os critérios?

Respostas obtidas

1) Estrutura de controles internos

a) Como funciona a área de controles?

ALFA: São nove funcionários na superintendência de *compliance* e controle de risco, responsáveis pela supervisão de uma divisão onde trabalham 330 pessoas. A superintendência é ligada diretamente à vice-presidência responsável pela administração de recursos de terceiros. Foi criada em 1997. Antes as atividades de *compliance* eram espalhadas entre *back office* e contabilidade.

BETA: A área de *compliance* conta com quatro empregados, responsáveis pela supervisão das atividades de 120 funcionários, e é ligada à presidência da empresa. Foi criada no segundo semestre de 1998. Antes cada um controlava sua própria atividade. "Quando se monta uma empresa com 14 funcionários, há controle do que está acontecendo. Chega num determinado porte que não há cabeça que consiga armazenar todas as informações", afirma o Sr. B.

GAMA: A área de *middle office* conta com cinco profissionais. Valida as quotas diariamente, verifica a aderência às decisões dos comitês, controla o enquadramento dos fundos às determinações legais ou de regulamento e emite relatórios de desempenho. O *compliance* da GAMA não é independente, mas sim subordinado ao *compliance* do banco, que aprova as normas elaboradas pelo funcionário alocado no planejamento estratégico da empresa de administração de recursos do grupo. Nem todo controle fica com o *middle office*. Há a mesa de controles, responsável pela avaliação de risco e controle de preços das operações antes que sejam processadas pela área de *back office* A GAMA tem 60 funcionários.

DELTA: São quatro ou cinco pessoas, ligadas à diretoria da empresa, responsáveis pelo controle de uma empresa com 50 funcionários. O departamento jurídico dá suporte.

b) Há conselho de administração ou consultivo?

ALFA: Não. A divisão de administração de recursos participa de comitê genérico do banco de discussão de macroeconomia e cenários.

BETA: Sim. Do conselho de administração, participam os principais executivos do banco controlador. Delibera, nas reuniões trimestrais, sobre assuntos de ordem

estratégica e resultados da empresa. Dependendo da circunstância de mercado ou interna, são feitas reuniões mensais informais, com grupo menor de participantes.

GAMA: Não. Há comitês para tomada de decisões estratégicas dos quais participam os principais executivos do grupo.

DELTA: Sim, há conselho consultivo formado por diretores dos dois controladores. São discutidas questões estratégicas e política de crédito.

2) Conduta

a) Como é feito o controle da execução das ordens?

ALFA: Todas as ordens são comparadas com os preços do dia. A auditoria emite relatório que indica transações que estiverem fora do padrão de mercado.

BETA: A auditoria do banco avalia todos os negócios a cada três meses, comparando preço médio pago com preço médio do dia e do dia anterior. Faz uma folha estatística verificando se os negócios se encaixam numa curva normal. O Sr. B acha que a BETA pode avançar na questão, elaborando um sistema de controle *ex-ante*: quando a mesa de fundos tomasse a decisão e fosse implementá-la, o sistema bloquearia a ordem antes de ser executada caso as condições estivessem fora dos parâmetros de mercado.

GAMA: A mesa de controles verifica se os preços das operações estão de acordo com os praticados pelo mercado. Breca a operação se encontrar alguma discrepância. A verificação é feita antes de as transações passarem ao *back office*. O *middle office* compara a carteira recomendada para cada fundo com a efetiva e, neste processo, cabe a verificação das condições em que foram comprados os papéis.

DELTA: No final de cada dia, o departamento de processamento elabora relatório com todos os papéis comprados e vendidos com ágio e deságio. A meta é elaborar sistema automático que compare o preço que estiver sendo fechado na mesa de operações com o praticado no dia anterior e avise toda vez que a diferença, para mais ou para menos, ultrapassar determinado percentual.

b) Como é feito o controle da alocação das ordens de um determinado papel feitas conjuntamente para mais de um fundo?
ALFA: A alocação é automática, pelo preço médio no dia.

BETA: A alocação é automática, pelo preço médio no dia.

GAMA: A alocação é automática nas operações de renda variável, pelo preço médio no dia. No sistema de renda fixa, todas as operações são checadas no final do dia. A auditoria interna, a auditoria da matriz (feita a cada seis meses) e a auditoria externa avaliam esse aspecto.

DELTA: A alocação é automática, pelo preço médio no dia.

c) Há limites para giro de carteira?
ALFA: Não.

BETA: Não.

GAMA: Sim, de 1 a 1,5 vezes ao ano.

DELTA: Não.

d) Como se assegura que os rebates de corretagem são creditados nos fundos?
ALFA: São discriminados na nota de corretagem em nome do fundo.

BETA: O controle é da área de *compliance*.

GAMA: Não há controle.

DELTA: São discriminados na nota de corretagem em nome do fundo.

e) Há reciprocidade de volume de operações com corretoras em troca de material de pesquisa?
ALFA: Sim, nos poucos casos em que opera com corretoras de fora.

BETA: Sim. A qualidade da pesquisa é um dos fatores de classificação das corretoras, ao lado de nível de execução e eficiência do *back office* (registro e controle). "O *full broker*, que oferece pesquisa, cobra o dobro do que o *discount broker*, que oferece agilidade na execução", diz o Sr. B. A BETA utiliza ambos.

GAMA: Não.

DELTA: Sim. "Mas não pode custar mais caro", diz o Sr. E, responsável pela área operacional da empresa.

f) Existe código de ética e/ou normas de conduta?

ALFA: Sim, desde 1988, revisado anualmente. Entre os principais aspectos abordados no código de ética, vale destacar os seguintes: recomendação para evitar situações de conflitos de interesses, para respeitar o sigilo das informações a seu acesso, para conduzir os negócios pessoais com honestidade, sobriedade e prudência, determinando regras detalhadas para cada uma dessas questões. São consideradas práticas não éticas: a aceitação de proposta de negócio formulada por instituições de fora do grupo, em especial para aquisição de ação em subscrição e em oferta pública, sem autorização do superior; a prestação de serviços a terceiros na área de mercados financeiro e de capitais, a não ser gratuitamente para entidades sem fins lucrativos, e mesmo assim com autorização da vice-presidência; a utilização de artifício para induzir terceiro a erro visando obtenção de vantagem patrimonial para si ou para outra pessoa. É necessária autorização do superior para a aceitação de presentes de clientes ou fornecedores de valor superior a R$ 100. Há um comitê de ética do qual participam o vice-presidente responsável pela administração de recursos de terceiros, diretores e superintendente de risco e *compliance* (responsável por manter atualizado o código).

BETA: Sim, há dois anos. Todos os funcionários devem assinar termo de adesão aos princípios do código, inclusive estagiários, *trainees* e prestadores temporários de serviços. Aborda os seguintes aspectos: integridade, confidencialidade, aversão a conflitos de interesses, normas para administração das finanças pessoais, qualidade na prestação de serviços, retidão na gestão de recursos, aversão à discriminação, responsabilidade para comunicar qualquer desvio aos padrões de ética especificados. Cada funcionário deve informar ao *compliance officer*, por escrito, qualquer situação que possa envolver conflitos de interesses, incluindo participação acionária significativa do funcionário ou seus parentes até terceiro grau em empresas que façam ou procurem fazer negócios com a BETA. Todos os presentes de valor acima de R$ 100 devem ser evitados e, caso a recusa seja impraticável por impactar de forma negativa o relacionamento comercial, o funcionário pode aceitar o presente, mas caso não deseje manter sua posse, deve entregá-lo à controladoria que se encarregará de

doá-lo a uma instituição de caridade. No caso específico de corretoras, deve-se enviar carta afirmando ser política da empresa o não recebimento de presentes de valor superior a R$ 100. Há restrições também na entrega de presentes por funcionários da BETA.

GAMA: Sim[4].

DELTA: Sim, desde o segundo semestre de 1999 e todos os funcionários precisam assinar que receberam e estão cientes do seu conteúdo. "Apesar de o código não ser obrigatório, é lógico que, em se verificando conflitos de interesses a CVM vai perguntar: onde está seu controle interno? Então resolvemos fazer. Além disso, a imagem no mercado é relacionada ao quanto você é ético e transparente", diz o Sr. F. Alguns tópicos presentes nas normas de conduta: exigência de sigilo em relação às informações privilegiadas, consulta do superior para aceitação de presentes de clientes ou fornecedores de valor superior a US$ 200, proibição de fornecimento de senha de acesso do funcionário a terceiros, condições para aplicações em valores mobiliários para a própria carteira.

3) Transações com terceiros

a) Como é a separação funcional da administração de fundos?

ALFA: É por meio de divisão funcional do banco. Fica num prédio à parte. Existe controle de acesso em cada porta da divisão. Ou seja, o *back office* fica segregado da gestão que fica segregado da área de *compliance* e assim por diante. Apenas o chefe de *compliance* e controle de risco e três de seus subordinados têm acesso a todos os andares. Há preocupação em segregar principalmente as funções dos administradores, responsáveis pela elaboração das estratégias, dos operadores, que executam as transações de acordo com os mandatos de gestão definidos pelos primeiros.

[4] A empresa não mostrou o conteúdo do seu código de ética

BETA: Funciona por meio de empresa independente, que fica em prédio à parte. Os sistemas só têm conexão nas posições finais de cada quotistas para fins de controle dos gerentes de agências do banco.

GAMA: Funciona como empresa independente. A GAMA está no 2° andar, a tesouraria no 3°. Cada funcionário tem uma senha para entrada no sistema. O *back office* da empresa está completamente segregado, em outro prédio e bairro.

DELTA: A administração de recursos de terceiros funciona numa empresa à parte, que fica no 10° andar do prédio, enquanto a tesouraria do banco está instalada no 20°. O layout é diferente, os sistemas, idem.

b) É usada corretora do grupo? Como se assegura que operações por ela sigam melhor padrão de mercado?

ALFA: Sim, praticamente só a do banco (30% do volume operado pela corretora vêm de ordens dos fundos administrados pelo banco), por causa das "facilidades operacionais", segundo o Sr. A. O sistema é integrado, mas sigiloso. Há operador separado na mesa de operações da corretora para executar ordens dos fundos, mas "não existe parede de vidro", diz o superintendente. Há um operador na mesa de gestão de fundos que acompanha o mercado e as operações feitas. A auditoria da corretora faz a comparação dos preços praticados com a média de mercado.

BETA: Sim, a corretora do banco está sempre entre as oito utilizadas e pode operar até 50% do volume total de negócios – contra 20% de limite para as outras. Extraordinariamente, como na crise russa de 1997, todas as operações são concentradas na corretora do banco.

GAMA: Sim.

DELTA: Sim, entre outras. Há um comitê para avaliação de serviço e preço de corretora que elabora relatório semestral.

c) Há limites para aplicação dos fundos em títulos de instituições do grupo além dos estabelecidos por lei?

ALFA: Não, mas os fundos não compram títulos do banco há três anos, "porque a taxa não é interessante", justifica o Sr. A.

BETA: Sim, existe procedimento para limitar as aplicações a 5% do patrimônio dos fundos, que não está escrito em nenhum documento.

GAMA: Por política interna, não há aplicações em títulos do banco.

DELTA: Não, mas quando ocorreu a entrevista não havia títulos do gênero em carteira.

d) Há restrições para aplicações em operações de *underwriting* coordenadas por afiliadas?

ALFA: Existe cuidado adicional na verificação da operação pela área de análise quando o banco participa.

BETA: Não.

GAMA: Até 20% do *underwriting* coordenado pelo banco controlador pode ser adquirido pelos fundos.

DELTA: Não.

e) Há restrições a investimentos pessoais dos administradores de fundos?

ALFA: Sim. Os funcionários precisam pedir autorização da área de controles e *compliance* para operar e só podem fazê-lo por meio da corretora do Banco Alfa. Quando começa a trabalhar na empresa, o profissional precisa transferir sua carteira pessoal para a corretora do Alfa. É vedado ao profissional da divisão operar em benefício próprio enquanto há ordem em aberto para o fundo. Para os que trabalham nas áreas de pesquisa de investimentos e gestão, é proibido operar com papel que está sendo objeto de avaliação pelos analistas antes de emitido parecer final. Não são permitidas operações de curto prazo: o funcionário só pode fazer transações com o mesmo papel a cada trinta dias, no mínimo. A autorização para o funcionário operar vai para auditor interno que verifica todo mês se efetivamente todas operações foram autorizadas. Os administradores podem aplicar nos fundos sob sua gestão, mas não são estimulados a fazê-lo.

BETA: Só pode comprar e vender ações de uma lista de 12 empresas mais líquidas elaborada pela empresa, revista trimestralmente. Quando começa a trabalhar na empresa, o profissional precisa revelar sua carteira pessoal de investimentos. Só pode operar pela corretora do banco e assina documento que permite ao departamento de *compliance* acessar a qualquer momento na corretora sua posição. O profissional só pode comprar ações se fizer a ordem por escrito até as 10h, antes da abertura do pregão, e sempre fica com a pior cotação realizada no dia pela corretora para aquele papel. Tem que ficar com o papel no mínimo por trinta dias. Não pode operar com títulos da dívida externa brasileira, debêntures nem no mercado futuro. Pode aplicar nos fundos da BETA. As políticas sobre investimento pessoal se aplicam aos cônjuges e dependentes econômicos dos funcionários da empresa.

GAMA: Todos os funcionários precisam pedir autorização à diretoria da empresa para negociar ações e o registro fica junto ao *compliance*. É vedado operar no mercado de derivativos. Não há exigência de o funcionário revelar sua carteira

pessoal ao ser admitido pela empresa. A aplicações nos fundos da GAMA são permitidas e até estimuladas. "Se ele administra, tem que ter confiança em si próprio", diz o Sr. C.

DELTA: Sim. Os profissionais da área de negócios precisam pedir autorização ao diretor da empresa para negociar ações. Só podem operar via três corretoras previamente selecionadas pela diretoria do controlador brasileiro. Quando começa a trabalhar na empresa, o profissional precisa revelar sua carteira pessoal de investimentos. Deve-se evitar a realização de aplicações em ações por prazo inferior a trinta dias e de operações de venda a descoberto. No caso de funcionários da área de negócios, a aquisição de valores mobiliários alavancados depende de prévia autorização da diretoria da empresa. Na instituição da DELTA, em 1996, a política era mais rígida: nenhum funcionário podia comprar ações, só aplicar nos fundos de investimento, do grupo ou de outras instituições. "A política era restritiva porque na época não tínhamos departamento para fazer a checagem das posições pessoais", diz o Sr. F, advogado da empresa. Ele trabalhou por algum tempo na controladora norte-americana da empresa de administração de recursos e diz que lá determina-se um período após o operador do fundo dar a ordem em que funcionários não podem transacionar o papel em questão em benefício próprio. Além disso, os empregados nos Estados Unidos precisam entregar à diretoria relatório trimestral com as posições da carteira pessoal. No Brasil, não há essa exigência.

f) Os limites de crédito são independentes do restante do grupo?

ALFA: Não. Os limites gerais por emissor são determinados pela área de crédito do banco, embora o processo de gestão de risco de crédito inicie-se na área de administração de recursos de terceiros.

BETA: A decisão de crédito tem que obedecer os limites do banco.

GAMA: Tem que respeitar os limites do banco não só com relação ao crédito, mas também em toda a política de controle de risco, ou seja, também o risco operacional e de mercado.

DELTA: Não. O controle de risco do banco avalia diariamente o risco dos fundos e levanta a bandeira vermelha caso a posição ultrapasse os limites considerados em conjunto, nas reuniões do conselho consultivo.

4) Como é feita a avaliação dos ativos?

ALFA: A valor de mercado, com fontes independentes: BM&F, Bovespa, Andima. No caso de ações com baixa liquidez, pode ser feita provisão com base na evolução da bolsa. No caso de debêntures, se há percepção de mudança de risco, também pode ser feita provisão. As provisões são calculadas pela área de análise de investimentos, passam pelo crivo da superintendência de controles internos e *compliance* e vão ao comitê de investimentos para uma tomada de decisão.

BETA: A valor de mercado, com as mesmas fontes independentes do que no ALFA.

GAMA: A valor de mercado, com as mesmas fontes independentes do que no ALFA. Nos casos em que isso não é possível, são feitas quotações junto a corretoras e bancos que operam com o banco controlador.

DELTA: A valor de mercado, com as mesmas fontes independentes das outras administradoras. No caso de ações de baixa liquidez, utiliza-se a última cotação. No caso de debêntures, não se considera no cálculo uma possível mudança de risco de crédito da empresa emissora.

5) Onde são custodiados os títulos?

ALFA: Cada fundo tem sua conta, no caso de renda fixa no Selic e na Cetip, e ficam custodiados no Banco Alfa. A reconciliação entre os ativos em custódia e aqueles sob gestão é diária.

BETA: Cada fundo tem sua conta na Selic e Cetip e a custódia é feita pelo banco controlador, porque "é a regra da casa", segundo o Sr. B

GAMA: Cada fundo também tem sua conta, como nos outros bancos, e a custódia é feita junto ao banco controlador. A reconciliação é feita pelo *back office*.

DELTA: Cada fundo tem conta individualizada, como nos outros bancos. Ações são custodiadas em instituição que não faz parte do grupo. Os títulos de renda fixa são custodiados junto ao banco controlador brasileiro. "Estamos pensando em terceirizar também essa parte, seguindo o modelo americano", afirma o Sr. E. A reconciliação entre os ativos em custódia e aqueles sob gestão é feita diariamente pela administrador. O auditor interno do banco controlador brasileiro também faz o controle de tempos em tempos, assim como o auditor externo.

6) Como se controla a adequação das operações diárias à política de investimento estabelecida para cada fundo?

ALFA: Há controle diário. Os produtos têm acompanhamento de exposição pela área de controles internos, para itens tais como lastro, *duration* máxima, *duration* média, limites de travas e alavancagem no mercado futuro, limites de descasamento. A superintendência de controles de risco e *compliance* verifica se há estouro nos limites de Value at Risk (V@R) e adota o seguinte procedimento: se atingir 70% do limite, o gestor é avisado; se chegar a 85%, o diretor é avisado, se atingir 100%, o caso vai para o vice-presidente.

BETA: Há controle diário e automático. O sistema de controle tem armazenado os parâmetros para cada fundo e gera relatório diário acusando se os parâmetros estão sendo obedecidos.

GAMA: O comitê de performance é responsável pela avaliação e se reúne mensalmente. Nas operações de curto prazo, os administradores têm algum grau de liberdade para se desviarem das alocações decididas. Desvios excessivos são levantados pelo *middle office* e levados diretamente à diretoria e aos administradores.

DELTA: Há controle diário. Quando se atinge 80% do limite estabelecido para determinada posição, o gerente de *compliance* envia mensagens pelo correio eletrônico para os responsáveis. No final do dia, os relatórios de verificação da aderência à política estipulada no regulamento são emitidos em vermelho caso se ultrapasse o percentual de 80%.

7) Divulgação de informações

a) São abertas informações aos quotistas além daquelas previstas por lei?

ALFA: Os quotistas podem entrar nos terminais das agências e verificar a composição da carteira de qualquer fundo.

BETA: Na Internet, é possível ao quotista verificar a composição da carteira com defasagem de uma semana, além de selecionar o período que quiser para avaliar a rentabilidade do fundo, assim como escolher o *benchmark* que achar mais adequado. Nos fundos de renda fixa, como não é exigida a elaboração de prospecto, a BETA entrega junto com o regulamento uma carta resumindo, em linguagem simples, aqueles aspectos que considera mais importantes, como política detalhada de investimentos, mecanismos de aplicação e resgate, taxa de administração, riscou ou não de perdas significativas e de o patrimônio do fundo vir a se tornar negativo.

GAMA: No material comercial, são revelados alguns aspectos da composição da carteira, como, por exemplo, a concentração por setor ou a divisão em títulos públicos ou privados. No site da GAMA, é possível verificar a rentabilidade e volatilidade de todos os fundos com histórico de 60 meses, composição de carteira, número de meses de retorno negativo e positivo desde a constituição de fundo, assim como número de meses com retorno acima e abaixo do *benchmark* escolhido. Como não é banco de varejo, atende imediatamente as solicitações de informações por parte de clientes. Publica trimestralmente na imprensa o relatório de administração com dados de desempenho dos fundos e comentários sobre os principais fatores que afetaram os desempenhos.

DELTA: Não. Há estudo para divulgar composição de carteira dos fundos semanalmente pela Internet.

b) Existem normas internas com relação à divulgação de anúncios publicitários?
ALFA: Sim. Quando envolvem informações contendo rentabilidade, deve ser utilizado histórico de no mínimo 24 meses (com colunas também para 4 e 12 meses), e publicados índices de mercado para fins de comparação.

BETA: Não.

GAMA: Sim. Quando a rentabilidade é divulgada, utiliza-se histórico de ao menos 12 meses.

DELTA: Não faz anúncios.

8) Remuneração e incentivos

a) Qual a política de remuneração dos funcionários?
ALFA: Salário fixo mais remuneração variável baseada em programa de metas – na gestão de fundos, ligada à rentabilidade.

BETA: Salário fixo mais participação nos resultados da empresa para funcionários mais qualificados. Há metas de rentabilidade e risco.

GAMA: Salário fixo mais remuneração variável, com critérios subjetivos, sem relação com a rentabilidade dos fundos..

DELTA: Salário fixo e bonificação vinculada à rentabilidade da empresa e metas gerais de avaliação quantitativa e qualitativa e não ligada à performance dos fundos para os quotistas.

b) É cobrada taxa de performance, e quais os critérios?
ALFA: Em poucos fundos, sim. Sempre utilizado índice de mercado, CDI, para fundos de derivativos e multiportfólio. Cobrada semestralmente dentro da cota do fundo, ou seja, por cliente de forma individualizada.

BETA: Em poucos fundos, sim. Sempre utilizado índice de mercado. Cobrada semestralmente por cliente de forma individualizada.

GAMA: Sim, em poucos fundos. Não há critérios definidos para uso de índice, periodicidade de cobrança e cálculo por cliente ou não personalizado.
DELTA: Em alguns casos, sim. Sempre é utilizado índice de mercado, CDI ou Ibovespa. Cobrada semestralmente por cliente de forma individualizada.

Tabulação e Comentários às Respostas

Quadro V.1 – Comparação dos controles internos das administradoras de fundos

Questão	ALFA	BETA	GAMA	DELTA
1.a Como funciona a área de controles internos?	Subordinada ao principal executivo da administração de fundos	Subordinada à presidência da empresa	Subordinada ao *compliance* do banco	Subordinada à diretoria da empresa
1.b Há conselho de administração ou consultivo?	Não	Sim, composto só por executivos do controlador	Não	Sim, composto só por executivos do controlador
2.a Como é o controle de execução das ordens?	Auditoria do banco indica se operações estiverem fora do padrão de mercado	Auditoria do banco verifica se negócios se encaixam em uma curva normal	Mesa de controles breca a operação se encontrar discrepâncias	O departamento de processamento elabora relatório diário acusando ágios e deságios
2.b Como são alocadas ordens feitas em nome de vários fundos?	Automática, pelo preço médio do dia	Automática, pelo preço médio do dia	Automática, nas operações de renda variável. Checagem diária nas operações de renda fixa	Automática, pelo preço médio do dia
2.c Há limites para giro de carteira?	Não	Não	De 1 a 1,5 vezes/ano	Não
2.d Como é o controle de rebates de corretagem?	Discriminação na nota de corretagem em nome do fundo	Supervisão da área de *compliance*	Não há controle	Discriminação na nota de corretagem em nome do fundo
2.e Há acordo de reciprocidade com corretoras?	Sim	Sim	Não	Sim
2.f Há código de ética ou conduta?	Sim, desde 1988	Sim, desde 1998	Sim	Sim, desde 1999
3.a Como é separação formal da área?	Divisão do banco, em prédio separado. Há controle de acesso em cada porta da divisão	Empresa independente, em prédio separado	Empresa independente, no mesmo prédio do banco. *Back office* separado	Empresa independente, no mesmo prédio do banco
3.b É usada corretora do grupo?	Sim	Sim	Sim	Sim
3.c Há limites para fundos aplicarem em títulos do banco controlador?	Não, mas não há aplicações do gênero há 3 anos	Sim, de 5% do patrimônio líquido	Não há aplicações do gênero, por política interna	Não, mas não havia aplicações do gênero quando feita a entrevista
3.d Há restrições para aplicações em *underwriting* coordenado pelo controlador?	Existe cuidado adicional na verificação da operação	Não	Fundos podem adquirir até 20% da operação	Não

3.e Há restrições a investimentos pessoais?	Sim	Sim	Sim	Sim
3.f Os limites de crédito são independentes do restante do grupo?	Não	Não	Não	Não
4. Como é feita a avaliação dos ativos?	Valor de mercado. Se não há liquidez, podem ser feitas provisões	Valor de mercado.	Valor de mercado. Se não há liquidez, são feitas cotações junto a instituições que operam com o controlador	Valor de mercado. Se não há liquidez, utiliza última cotação disponível
5. Onde é feita custódia?	No banco controlador	No banco controlador	No banco controlador	Renda fixa no banco controlador e renda variável em instituição independente
6. Como é controle da adequação à política de investimentos?	Diário. Fundos têm definição detalhada e, quando o gestor atinge 70% do limite de risco, a área de controles dá sinal de alerta	Diário. Quando parâmetros não são obedecidos, é gerado relatório automático	A área de controles verifica desvios excessivos e comunica aos gestores e à diretoria	Diário. Se o gestor atinge 80% do limite de risco, a área de controles dá o sinal de alerta
7.a São abertas informações aos quotistas além daquelas previstas em lei?	Sim, composição da carteira	Sim, composição da carteira	Sim, composição da carteira e relatório trimestral de desempenho dos fundos	Não
7.b Existem normas para divulgação de anúncios?	Sim, deve conter histórico de pelo menos 24 meses de rentabilidade	Não	Sim, deve conter histórico de pelo menos 12 meses de rentabilidade	Não faz anúncios
8.a Qual a política de remuneração?	Ligada à rentabilidade dos fundos	Metas de rentabilidade e risco	Não ligada à rentabilidade dos fundos	Ligada à rentabilidade da empresa e não dos fundos
8.b É cobrada taxa de performance	Sim, semestral, por quotista e com índice de mercado	Sim, semestral, por quotista e com índice de mercado	Sim, sem critérios definidos	Sim, semestral, por quotista e com índice de mercado

As administradoras em que foi feito o estudo empírico vêm implementando uma série de controles internos, que abrangem praticamente todos os pontos considerados importantes pela IOSCO. Ou seja, vão além do que a legislação brasileira exige, nos seguintes itens:

- Todas as instituições fazem alocação automática das ordens entre diferentes fundos. Apenas a GAMA não tem sistema automático nas operações de renda fixa (só tem para operações de renda variável).

- A GAMA faz o melhor controle de execução das ordens, pois breca a operação ao encontrar discrepâncias. As outras administradoras fazem controle, mas apenas *ex-post*.

- A GAMA é a única que impõe limites internos para giro de carteira.

- As instituições ALFA, BETA E DELTA controlam rebates de corretagem.

- Todas as instituições têm código de ética ou conduta – no caso da ALFA, desde 1988.

- ALFA E GAMA têm procedimentos quanto à compra de títulos em operações de *underwriting* coordenadas pelo banco controlador.

- Todas as instituições adotaram procedimentos em relação aos investimentos pessoais dos funcionários antes de haver obrigação legal.

- Nos casos das instituições ALFA E DELTA, é dado sinal de alerta antes de o gestor atingir o limite máximo dos parâmetros que compõem a política de investimento do fundo.

- ALFA e GAMA adotaram padrão para publicação de anúncios antes de a nova legislação da CVM entrar em vigor.

- ALFA E GAMA têm procedimentos para separação entre atividades da área de administração de fundos.

Por outro lado, percebe-se pelas respostas dos executivos procedimentos de controle que dão margem para conflitos de interesses:

- Em GAMA, a área de controles internos é subordinada à presidência do banco controlador.

- Em BETA, o controle de execução das ordens é feito pela auditoria do banco controlador.

- Em BETA e DELTA, há conselho de administração ou consultivo, prática que só a partir do ano 2000 passa a ser sugerida pela CVM. Ao contrário do modelo americano, porém, todos os conselheiros são altos executivos das instituições controladoras, e não independentes.

- ALFA, BETA e DELTA não impõem nenhum controle de giro de carteira.

- GAMA não tem controle de rebates de corretagem.

- ALFA, BETA e DELTA fazem acordos com corretoras para recebimento de pesquisa em troca de volume de operações, prática polêmica conhecida como *soft dollars* nos Estados Unidos

- Todas as instituições utilizam corretoras do grupo para as operações dos fundos.

- Os limites de crédito são condicionados àqueles da instituição controladora em todas as administradoras.

- Os critérios de precificação de ativos sem liquidez são os mais diversos entre as administradoras e não são comunicados aos quotistas.

- É utilizada instituição controladora para custódia dos títulos dos fundos em todos os casos. Apenas a DELTA terceiriza custódia dos fundos de renda variável e pretende fazer o mesmo para os de renda fixa.

- Na instituição ALFA, a remuneração dos gestores é ligada diretamente à rentabilidade dos fundos, o que pode levá-los a desvios da política de investimento apenas para aumentar seus ganhos pessoais. Nos outros casos, podem também existir tais desvios de forma a captar mais recursos, melhorar o lucro da administradora e, consequentemente, da parcela variável da remuneração.

- Taxa assimétrica de remuneração variável, conhecida no Brasil como taxa de performance, é cobrada em todas as administradoras e, no caso da GAMA, não há critérios claros de cálculo.

Parte VI
Resumo e Conclusões

Há evidências de conflitos de interesses entre investidor e administrador de fundos, tanto no Brasil, como em outros países. Esses conflitos podem ser escandalosos: abusos no período da crise de 1929 nos Estados Unidos; administradores que usaram os fundos para ganhar dinheiro com seus investimentos pessoais, comprando os mesmos papéis para ambas as carteiras, como mostram os casos ocorridos na Dreyfus, Invesco e Fidelity durante a década de 90 também nos Estados Unidos; ultrapassagem de limites legais para a aplicação em títulos emitidos pelo controlador, antes da quebra deste, como nos casos dos bancos brasileiros Econômico e Crefisul; desvios da política de investimento e outros conflitos com fundos brasileiros nas crises russa e do real. Mas também podem ser sutis, percebidos, por exemplo, por um giro de carteira acima do necessário para o cumprimento da política de investimento ou pela política de *soft dollars*, ou seja, de acordos de administradoras com corretoras para recebimento de material de pesquisa em troca de volume de corretagem

As evidências contrariam o argumento de que não há possibilidades de conflitos de interesses porque quaisquer abusos se refletiriam na rentabilidade do fundo e afetariam a imagem do administrador num mercado competitivo. Há, de fato, indícios de que a concorrência faz seu papel, pelo próprio fato de os profissionais

entrevistados para esta dissertação revelarem que as empresas para as quais trabalham adotam uma série de normas de controle além daquelas exigidas legalmente, com o objetivo de evitar práticas lesivas ao investidor, e, por consequência, à própria administradora.

A competição não é, porém, suficiente mecanismo de controle de conflitos de interesses, por duas razões principais:

1) Nem sempre o investidor tem todos os elementos para avaliar os desempenhos dos fundos, muito menos para entender como foram conseguidos. Informações de risco e custos não ficam explícitas, e, muitas vezes, aquelas referentes à própria rentabilidade são divulgadas de forma pouco transparente. Uma boa rentabilidade nem sempre é sinônimo de que o administrador está agindo de acordo com o interesse do investidor. Pode, por exemplo, estar correndo riscos superiores àqueles previstos inicialmente.

2) A concorrência pode tanto ajudar como atrapalhar na resolução de conflitos de interesses entre investidor e administrador de recursos. Como mostram artigos acadêmicos, o excesso de competição e divulgação de rankings gera incentivos para o gestor se desviar dos objetivos de investimento explicitados no regulamento do fundo. Pode levar, por exemplo, o administrador a mudar o nível de risco para num patamar superior ao desejado pelo investidor, somente como tentativa de melhorar a rentabilidade para fins de elevar as captações no fundo e assim aumentar a remuneração do gestor ou de sua empresa.

Pode-se concluir, dadas as evidências, que algum controle, seja por meio de incentivos, seja por meio de monitoramento (por lei e/ou pelas próprias empresas) faz-se necessário. A tendência das legislações, no Brasil e em vários países, tem sido a de dar flexibilidade quanto às possibilidades de escolha de ativos nos fundos, mas, ao mesmo tempo, impor proibições, restrições ou exigir a adoção de procedimentos de controle em relação a conflitos de interesses.

Esses aspectos vão além daqueles referentes à separação da área de administração de recursos do restante do banco, assim como vão além da exigência de normas com relação aos investimentos pessoais dos funcionários da instituição administradora. Envolvem uma série de regras quanto à execução e alocação de ordens, ao relacionamento dos gestores com a corretora, à avaliação dos ativos da carteira, à discriminação e apresentação de custos e receitas e *disclosure* de outras informações relevantes.

A legislação no Brasil passa por uma série de aperfeiçoamentos neste ano 2000, fruto da necessidade de se eliminar brechas passadas. Aliás, esse não é somente o caso do Brasil. A dissertação procura mostrar as relações entre diversos eventos e as determinações legais adotadas em seguida, no Brasil e nos Estados Unidos. Ainda falta no Brasil a abordagem pelo BACEN e CVM de alguns princípios considerados relevantes pela associação mundial das comissões de valores mobiliários, a IOSCO: não há praticamente nenhuma exigência no Brasil quanto a normas de conduta para execução das ordens, giro de carteira, devoluções de corretagem, arranjos de comissões e códigos de ética, nem com relação à avaliação de ativos de baixa liquidez, nem com relação ao *disclosure* de critérios de precificação de ativos, para citar alguns exemplos. A partir da pesquisa feita para essa dissertação, pode-se inferir que os Estados Unidos, assim como Hong Kong e Espanha, estão mais avançados nas suas legislações de fundos mútuos.

Percebe-se interação ampla na elaboração das leis entre órgão regulador e profissionais do mercado no Brasil, seguindo o modelo norte-americano. Essa troca de idéias tem seu lado positivo, que é o de evitar custo excessivo e desnecessário criado por restrições legais pago, no final das contas, pelo cliente, mas ao mesmo tempo pode atrapalhar na independência de julgamento do órgão regulador. Por exemplo, a CVM iria inicialmente proibir a cobrança de taxa de performance, mas voltou atrás, com algumas restrições. Como mostrou o estudo de STARKS (1984), o modelo assimétrico de remuneração variável, caso da taxa de performance, gera

incentivos contrários ao alinhamento dos interesses entre investidor e administrador de fundos. O ideal seria a adoção de um contrato simétrico, em que o administrador de fundos tem um ganho adicional quando a rentabilidade supera o *benchmark*, mas sofre um desconto na taxa de administração caso o índice estipulado não seja atingido. Esse tipo de contrato é desconhecido no Brasil e talvez seja uma das formas mais efetivas e baratas de controle do comportamento do gestor de fundos.

Ainda quanto à legislação, há riscos de uma medida visando a redução ou eliminação de conflitos de interesses gerar incentivos contrários. Um caso, citado nessa dissertação, ocorre quando há exigência legal de *disclosure* de composição de carteira em determinados períodos –normalmente, a cada semestre. Às vésperas da divulgação, o administrador aumenta a proporção de títulos do governo no fundo de modo a mostrar um risco menor do que o praticado no resto do semestre. Além de o investidor receber uma informação errada, esse processo leva a um custo adicional pelo giro desnecessário da carteira.

Outro aspecto importante é com relação à fiscalização da adequação das empresas à legislação. No Brasil, as próprias empresas têm feito boa parte desse trabalho, monitorando as atividades dos seus funcionários. "Trabalho há 22 anos no mercado financeiro e recebi a CVM uma única vez. E ainda recebi um funcionário aborrecido, chateado, reclamando que ganhava mal e tinha que trabalhar muito", diz o Sr. E, diretor da DELTA entrevistado para a dissertação.

Associações de classe e as próprias empresas de administração de recursos têm procurado cumprir um papel suplementar no controle de conflitos de interesses. Suplementar, porque, ao menos no único país que fez parte do levantamento em que havia há pouco predominância de auto-regulamentação, a Inglaterra, o sistema de supervisão foi considerado pouco efetivo e modificado – a partir de 2000 a principal carga vai ficar com um órgão estatal.

As empresas que foram objeto do estudo empírico implantaram uma série de normas internas de controle, além daquelas exigidas legalmente. Todas têm, por exemplo, código de ética e normas detalhadas com relação aos investimentos pessoais, algumas têm controles sofisticados da execução e alocação das ordens, bem como de precificação de ativos. Algumas elaboraram políticas para participação em operações de *underwriting* coordenadas pelo controlador. Em vários procedimentos de controle, porém, há evidências de potenciais conflitos de interesses, como por exemplo:

1) DELTA e BETA têm, respectivamente, conselho consultivo ou de administração, mas em todos os casos os membros são representantes do controlador, ou seja, não há participação de diretores independentes, como ocorre nos Estados Unidos.

2) O *compliance*, no caso da GAMA , não é independente, mas subordinado ao *compliance* do banco.

3) Na BETA, o controle da execução das ordens é feito pelo banco controlador e não pela própria empresa.

4) No caso da GAMA , não há controle de rebate de corretagem.

5) Apenas GAMA impõe limites para giro de carteira.

6) ALFA, BETA e DELTA fazem acordo para receber pesquisas de corretoras em troca de volume de operações.

7) Todas as empresas entrevistadas utilizam-se de corretoras do grupo

As empresas que foram objeto do estudo empírico implantaram uma série de normas internas de controle, além daquelas exigidas legalmente. Todas têm, por exemplo, código de ética e normas detalhadas com relação aos investimentos pessoais, algumas têm controles sofisticados da execução e alocação das ordens, bem como de precificação de ativos. Algumas elaboraram políticas para participação em operações de *underwriting* coordenadas pelo controlador. Em vários procedimentos de controle, porém, há evidências de potenciais conflitos de interesses, como por exemplo:

1) DELTA e BETA têm, respectivamente, conselho consultivo ou de administração, mas em todos os casos os membros são representantes do controlador, ou seja, não há participação de diretores independentes, como ocorre nos Estados Unidos.

2) O *compliance*, no caso da GAMA , não é independente, mas subordinado ao *compliance* do banco.

3) Na BETA, o controle da execução das ordens é feito pelo banco controlador e não pela própria empresa.

4) No caso da GAMA , não há controle de rebate de corretagem.

5) Apenas GAMA impõe limites para giro de carteira.

6) ALFA, BETA e DELTA fazem acordo para receber pesquisas de corretoras em troca de volume de operações.

7) Todas as empresas entrevistadas utilizam-se de corretoras do grupo

8) Os limites de crédito, em todos os casos, tem que obedecer os limites do banco. "O banco é controlador da DELTA e tem os olhos do acionista", diz o Sr. F, advogado da empresa. Uma observação com relação à sua frase: os fundos no Brasil não são constituídos como empresa que utiliza diversos prestadores de serviços e sim como condomínios cuja administração é centralizada em empresas como a DELTA. Esse modelo leva à centralização das decisões que causa distorções do gênero.

9) É utilizada a custódia do próprio banco controlador, em todos os casos

10) A remuneração é função direta da rentabilidade no caso da ALFA, o que acentua incentivos negativos da competição discutidos anteriormente.

Tratam-se de conflitos de interesses em potencial, mas que podem ser compensados, dependendo do caso, por vantagens como redução de risco e economias de escala como no caso de uso de prestadores de serviços do mesmo grupo financeiro.

Perspectivas

Esse capítulo é dedicado a uma reflexão de cenários para o futuro quanto à problemática estudada nesta dissertação. A questão conflitos de interesses entre investidor e administrador de fundos vem recebendo cada vez mais atenção, do meio acadêmico, de órgãos legisladores, de associações de classe, das próprias instituições que participam desse mercado. Em vários países, os fundos de investimento vêm crescendo como instrumento de poupança, por causa das economias de escala que

oferecem ao pequeno investidor, assim como pela flexibilidade quanto às aplicações e resgates. É de se esperar que a tendência continue, a não ser que haja uma crise de credibilidade na indústria de fundos por conta dos conflitos de interesses mencionados nesta dissertação.

Para evitar que uma crise ocorra, o próprio mercado deve pressionar os legisladores a implementar novas medidas de controle. As associações de classe vão continuar publicando códigos e padrões, assim como as instituições administradoras devem continuar a sofisticar seus controles internos.

Será suficiente para controlar o problema? Pelos dados passados, pode-se verificar que têm ocorrido abusos de administradores mesmo quando a lei está sendo seguida. A regulamentação não tem sido suficientemente preventiva quanto ao controle de conflitos de interesses.

Nesse exercício, pode-se traçar quatro cenários para o futuro:

1) Regulamentação. A concorrência de mercado não é suficiente para que as próprias administradoras ou suas associações de classe implantem medidas satisfatórias para coibir abusos. Ou então, a concorrência é tão exacerbada que cria incentivos negativos não previstos nem suficientemente estudados no meio acadêmico. Assim, fica sob a responsabilidade da regulamentação não só a implementação de normas como reação diante de abusos cometidos como também a publicação de uma legislação completa, com a ajuda de organismos internacionais como IOSCO, com o intuito de prevenir novos desvios nas práticas dos administradores de fundos.

2) Auto-regulamentação. Associações de classe conseguem exercer pressão suficiente para fazer valer seus interesses junto aos órgãos reguladores e, diante dos riscos de perda de credibilidade, tais interesses se alinham aos dos

investidores. Da mesma foram, essas associações implementam códigos e padrões complementares à legislação detalhando os pontos da regulamentação que, na verdade, foram elaborados por elas próprias.

3) Controles internos. Ficam brechas para abusos tanto na regulamentação quanto na auto-regulamentação, ou então, as normas em ambos os casos são vagas. A implementação e fiscalização de medidas visando controlar conflitos de interesses fica portanto sob a responsabilidade das próprias empresas administradoras, que vão procurar cobrir o máximo de pontos possíveis visando preservar sua imagem no mercado e a credibilidade da indústria como um todo.

4) Decadência. Caso nenhuma das três formas anteriores de controle seja suficientemente eficaz para controlar conflitos de interesses, a indústria de fundos entra em crise. Se os eventos desencadeadores dessa crise forem sistêmicos, acentuando não só os defeitos da indústria de fundos como também de outros instrumentos de poupança da economia, a recuperação pode ser rápida. Caso os eventos sejam não sistêmicos, ou específicos da indústria de fundos, provavelmente o crescimento será mais lento – o quão lento vai depender da memória dos investidores.

BIBLIOGRAFIA

Livros

BENSTON, George. *The Separation of Commercial and Investment Banking. The Glass-Steagall Act Revisited and Reconsidered.* Londres, MacMillan, 1990

CASEY, John. *Ética no Mercado Financeiro.* Rio de Janeiro, IMF Editora, 1998

DONALDSON, Gordon. *Corporate Restructuring.* Boston, Harvard Business School Press, 1994

HAUGEN, Robert. *The New Finance: The Case Against Efficient Markets.* New Jersey, Prentice Hall, 1995

HAUGEN Robert. *Modern Investment Theory.* 2ª edição, New Jersey, Prentice Hall, 1990

HENRIQUES, Diana. *Fidelity's World.* New York, Scribner, 1995

JENSEN, Michael, SMITH, Clifford. *The Modern Theory of Corporate Finance.* McGraw-Hill, 1984

PRINDL, Andreas, PRODHAN, Bimal. *The Act Guide to Ethical Conflits in Finance.* Blackwell, Londres, 1994

SAUNDERS, Anthony, WALTER, Ingo. *Universal Banking in the United States.* New York, Oxford, 1994

VAN HORNE, James. *Financial Management and Policy.* Tenth Edition, New Jersey, Prentice Hall, 1995

Artigos

BROWN, Keith, HARLOW, W.V., STARKS, Laura. *Of Tournaments and Temptations: Na Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Fund Industry.* Journal of Finance 1, 1996, 85-110

CHEVALIER, Judith. *Career Concerns of Mutual Fund Managers.* Quaterly Journal of Economics, 1999, 1-47

CHEVALIER, Judith, ELLISON, Glenn. *Are Some Mutual Funds Better Than Others? Cross-Sectional Paterns in Behavior and Performance.* Journal of Finance, 1999

DIAMOND, D.W.*Financial Intermediaries and Delegated Monitoring.* Review of Economic Studies 51, 1984, 393-414

FALKENSTEIN, Eric. *Preferences for Stock Characteristics As Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings,* Journal of Finance 1, 1996, 111-135

FAMA, Eugene F. *Agency Problems and the Theory of the Firm.* Journal of Policitcal Economy, 1980, volume 88, número 2.

GOLEC, Joseph. *Empirical Tests of a Principal-Agent Model of the Investor-Investment Advisor Relationship.* Journal of Financial and Quantitative Analysis 27, 1992, 81-95

GRUBER, Martin. *Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds.* Journal of Finance 51, 783-810

HARRIS, Milton, RAVIV, Artur. *The Theory of Capital Structure.* Journal of Finance, 1991, vol.XLVI, n°1, 297-355

HARRIS, Milton, RAVIV, Artur. *Capital Sturcture and the informational role of debt.* Journal of Finance 45, 1990, 321-349

JAIN, Peter,WU, Joanna Shuang Wu. *Truth in Mutual Fund Advertising: Evidence on Future Performance and Fund Flows.* Working Paper. 1999.

JENSEN, Michael. *The Eclipse of Public Corporation.* Harward Business Review, 1989, 61-74

JENSEN, Michael. *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers.* American Economic Review 76, 1986, 323-339

JENSEN, Michael, MECLING, William. *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.* Journal fo Financial Economics 3, 1976, 305-360

MARKMAN, Robert. *The Silent Scandal: 401 (k)s and the Failure of Responsibility.* Journal of Financial Planning, December 1988, 77-82

MODIGLIANI,F.POGUE,G. *Alternative Investment Performance Fee Arregements and Implications for SEC Regulatory Policy.* Bell Journal of Economics 6, 1975, 127-160

MUSTO, David. *Investment Decisions Depend on Portfolio Disclosures.* Journal of Finance 3, 1999, 935-954

MYERS, Stewart. *Determinants of Corporate Borrowing.* Journal of Financial Economics 5, 1977, 147-175

PURI, Manju. *Commercial banks in investment banking. Conflict of interest or certification role?* Journal of Financial Economics 40, 1996, 373-401

SIRRI, Erik, TUFANO, Peter. *Costly Search and Mutual Fund Flows.* Journal of Finance 5, 1998

SIRRI, Erik,TUFANO, Peter. *The demand for mutal fund services by individual investors.* Harvard University, 1992.

STARKS, Laura. *Performance Incentive Fees: Na Agency Theoretic Approach.* Journal of Financial and Quantitative Analisys 22, 1987, 17-32

STULZ, René. *Managerial discretion and optimal financing policies.*Journal of Financial Economics 26, 1990, 3-27

Documentos

Inquérito DERJA/REFIS, n 99/00.003, Departamento de Fiscalização, BACEN, 8 de janeiro de 1999.

Legislação

BRASÍLIA. Resolução n. 2.183 do BACEN, 21 de julho de 1995, Autoriza a constituição e funcionamento dos fundos de investimento financeiro.

BRASÍLIA. Circular n. 2616 do BACEN, 18 de setembro de 1995, Altera e consolida as disposições relativas à constituição e funcionamento dos fundos de investimento financeiro.

BRASÍLIA. Resolução n. 2.786 do BACEN, 27 de novembro de 1997, Dispõe sobre a prestação de informações relativamente aos fundos de investimento.

BRASÍLIA. Resolução 2785 do BACEN, 27 de novembro de 1997, Dispõe acerca da atuação de fundos de investimento financeiro nos mercados de derivativos

BRASÍLIA. Resolução n. 2.451 do BACEN, 27 de novembro de 1997, Dispõe acerca da segregação da administração de recursos de terceiros.

BRASÍLIA. Circular n. 2798 do BACEN, 23 de dezembro de 1997, Dispõe acerca de atuação de fundos de investimento financeiro nos mercados de derivativos.

BRASÍLIA. Resolução 2554 do BACEN, 24 de setembro de 1998, Dispõe sobre a implantação e implementação de sistema de controles internos de instituições financeiras.

BRASÍLIA. Circular n. 2893 do BACEN, 27 de maio de 1999, Estabelece normas a serem observadas pelas instituições administradoras de fundos de investimento financeiro e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento.

BRASÍLIA. Circular n. 2906 do BACEN, 30 de junho de 1999, Dispõe acerca do resgate de quotas de fundos de investimento financeiro.

BRASÍLIA. Circular n.2958 do BACEN, 6 de janeiro de 2000, dispõe sobre aplicação de recursos de FIF e FAC, bem como estabelece normas a serem observadas pelos administradores.

RIO DE JANEIRO. Instruções da CVM ns 302,303, 304,305 e306, 5 de maio de 1999 e 326, de 11 de fevereiro de 2000, dispõem sobre constituição, administração, funcionamento, divulgação de informações, composição e diversificação de carteira, demonstrações contábeis dos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários.

Eventos

BENEVIDES, Lígia M.R., PAIVA, Ronaldo F. *Sistema de controles internos: as recomendações internacionais e o modelo brasileiro,* palestra do BACEN a profissionais do mercado financeiro, 1998.

Artigos de jornais

BALBI, Sandra. Veja quem entrega o que vende. *Folha de S.Paulo*, Folhainvest, 17 de janeiro de 2000, 2-1

MANCINI, Claudia. Patrimônio dos fundos cresceu em 1999. *Gazeta Mercantil*, Gazeta Mercantil Latino-Americana, 24 a 30 de janeiro de 2000, 32

WARD, Sandra. Fallout From Láffaire Dreyfus. *Barron's*, Mutual Funds, 13 de Julho de 1998,36-37

AINDA há muito o que fazer, dizem especialistas. Folha de S. Paulo, Dinheiro, 2 de agosto de 1999, 2-7

CVM altera fundos de renda variável. *Folha de S. Paulo*, Dinheiro, 12 de fevereiro de 2000, p. 2-5

CVM divulga alteração às novas regras dos fundos. Gazeta Mercantil, Finanças & Mercados, 12 de fevereiro de 2000, B-2

MEDIDAS consagram a Chinese Wall. *Gazeta Mercantil*, Finanças & Mercados, 28,29 e 30 de novembro de 1997, B-1

Artigos de revistas

ADRIANO, Andreas, NICARETTA, Romina. Muralha de papel. *América Economia*, Investimentos, 6 de maio de 1999, 24- 28

BARKER, Robert. High fund fees have got to go. *Business Week*, 16 de agosto de 199, 122

IHLWAN, Moon. Coréia faz jogo arriscado com fundos de investimento. *Business Week*. In: Gazeta Mercantil, Internacional, 7 de fevereiro de 200, A-16

LONGO, Tracey. Out of the Shadows. *Financial Planning*, 1 de fevereiro de 1999 A, 127-128

LONGO, Tracey. Preserving Independence. *Financial Planning*, 1 de agosto de 1999 B, 63-67

OR, Sara. HongKong proposes new fund manager code of conduct. *International Financial Law Review*, Londres, Janeiro de 1998, 10-12

SAYWELL, Trish. Baby Steps...Asset Management, *Far Eastern Economic Review*, 30 de abril de 1998, 41-42

WALBERT, Laura. *Misdirected directors. Institutional Investor*, Junho de 1998, 198

WEISS, Gary. More Questions for a Dreyfus Fund Manager. *Business Week*, 29 de junho de 1998A, 121

WEISS, Gary. What Dreyfus Didn't Divulge. *Business Week*, 22 de junho de 1998B, 176

WEISS, Gary. The Sec Should Keep Fund Managers Honest, *Business Week*, 3 de agosto de 1998C, 74

WILNER, Adriana. Em busca da visibilidade. *Carta Capital*, Capital S/A, 23 de julho de 1997C, 62-64

LETTER of the law. *Central European*, Junho de 19998, 28

MUTUAL funds: time to clean the house. *Business Week*, 24 de janeiro de 2000, 188

MUTUAL funds: what's wrong. *Business Week*, 24 de janeiro de 2000, 66

NEM sempre ganhando. *Carta Capital*, Seu País, 10 de dezembro de 1997, p. 38

OPENING Europe's coffers. *The Economist*, Finance and Economics,27 de junho de 1998, 76-78

PROVEN investment vehicle drives into Korea, *Business Korea*, Seul, Outubro 1998, 37-39

SPOILT for choice. *The Economist*, Finance and Economics, 24 de outubro de 1998, 80-81

Guias e relatórios

GUIA OS MELHORES FUNDOS DE INVESTIMENTO, Exame, 1996

GUIA OS MELHORES FUNDOS DE INVESTIMENTO, Exame, 1997

GUIA OS MELHORES FUNDOS DE INVESTIMENTO, Exame, 1998

GUIA OS MELHORES FUNDOS DE INVESTIMENTO, Exame, 1999

ASSET MANAGEMENT IN THE 21ST CENTURY: NEW RULES, NEW GAME. Investment Management Industry Group, Goldman Sachs, Abril de 1998

MUTUAL FUND FACT BOOK 1999, ICI, 1999.

Documentos eletrônicos

Conferências

DOGLE, Doug. Creating Shareholder Value: By Mutual Funds or FOR Mutual Fund Shareholders? Conferência Anual do Investor Responsibility Research Center,

Washington D.C., 26 de outubro de 1998. Endereço eletrônico: http://www.vanguard.com/educ/lib/bogle/creating.html

DOGLE, Doug. Investment Management Business...or Profession and What Role Does the Law Play? Palestra no New York University Center for Law and Business, New York, 10 de março de 1999. Endereço eletrônico: http://www.vanguard.com/educ/lib/bogle/investmanage.html

WALTER, Ingo. The Asset Management Industry in Europe: Competitive Structure and Performance under MEU. BSA Gamma Foundation Conferece, sobre o futuro da administração de recursos, Lugano, 17 de junho de 1999. Endereço eletrônico: http://www.stern.nyu.edu/~iwalter/Europoolsht-Lugano.htm.

IOSCO

CIS Unit Pricing. Report from the Emerging Markets Committee of IOSCO, Maio de 1999. Endereço eletrônico: http://www.iosco.org

Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes, Technical Committee of the International Organization of Securities Comissions, IOSCO, Outubro de 1994. Endereço Eletrônico: http: //www.iosco.org

Principles for The Supervision of Operators of Collective Investment Schemes, Technical Committee of the Internation Organization of Securites Comissions, IOSCO, Setembro de 1997. Endereço Eletrônico: http://www.iosco.org

ICI

Mutual Funds Have Implemented Institute's Recommendations on Personal Investing. Issues in Mutual Fund Legislation and Regulation. Investment Topics. 21 de abril de 1995. EndereçoEletrônico:http://www.ici.org/issues/implement_ici_recommendations.html

Sec Adopts Amendments to personal investing rule. Issues in Mutual Fund Legislation and Regulation. Investment topics. 25 de agosto de 1999. Endereço Eletrônico: http://www.ici.org

Sec Speeches Focus on Fund Governance and Disclosure. Issues in Mutual Fund Legislation and Regulation. Communication Topics. 15 de dezembro de 1999. Endereço eletrônico http://www.ici.org

Speech By Sec's Barry Barbash on Disclosure Challenges. Issues in Mutual Fund Legislation and Regulation. Communications Topics. 26 de Março de 1997. Endereço Eletrônico: http://www.ici.org

The Organization and Operation of a Mutual Fund. Issues in Mutual Fund Legislation and Regulation. Fund Governance Topics. Junho de 1997. Endereço Eletrônico: http//www.ici.org

AIMR
Performance Presentation Standards, AIMR, 1999. Endereço eletrônico: http://www.aimr.org

The International Standards of Professional Conduct. AIMR, 1998. Endereço eletrônico: http://www.aimr.org

FSA
A New Regulator for the New Millienium, FSA, janeiro de 2.000. Endereço eletrônico: http//www.fsa.gov.uk)

FSA PLAN AND BUDGET 1999-2000, 1999, 3. Endereço eletrônico: http://www.fsa.gov.uk

Artigos
Ads may mislead investors, official says, Mutual Fund Markets News, *Securities Data Publishing*, 14 de Junho de 1999. Endereço eletrônico:http://www.sdponline.com/products/sample_mfm.html

KINNEL, Russ. *Kinnel on Hidden Costs in Funds.* Fund Spy, Morningstar.com, 2 de janeiro de 2000. Endereço eletrônico:
http://news.morningstar.com/news/MS/Article/0,1299,292,00.html