

**UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

BRUNO LINARES GARCIA

**AVALIAÇÃO DE PERFORMANCE DOS GESTORES DE FUNDOS DE
INVESTIMENTO NO MERCADO BRASILEIRO**

**JOÃO PESSOA
2019**

BRUNO LINARES GARCIA

**AVALIAÇÃO DE PERFORMANCE DOS GESTORES DE FUNDOS DE
INVESTIMENTO NO MERCADO BRASILEIRO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao curso de Ciências Econômicas do Centro de Ciências Sociais Aplicadas (CCSA) da Universidade Federal da Paraíba (UFPB), como requisito para a obtenção do grau de Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Sinézio Fernandes Maia.

**JOÃO PESSOA
2019**

Catálogo na publicação
Seção de Catalogação e Classificação

G216a Garcia, Bruno Linares.

Avaliação de performance dos gestores de fundos de investimento no mercado financeiro brasileiro / Bruno Linares Garcia. - João Pessoa, 2019.

62 f.

Orientação: Sinézio Fernandes Maia.
Monografia (Graduação) - UFPB/CCSA.

1. Fundos de investimentos. 2. Mercado financeiro. 3. Indicadores de desempenho. I. Maia, Sinézio Fernandes. II. Título.

UFPB/CCSA

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

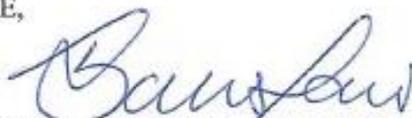
AVALIAÇÃO DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

COMUNICAMOS À COORDENAÇÃO DO CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS (BACHARELADO) QUE O TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO (TCC) DO (A) ALUNO(A) BRUNO LINAES GARCIA, MATRÍCULA 11402801, INTITULADA AVALIAÇÃO DE PERFORMANCE DOS GESTORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO MERCADO BRASILEIRO, FOI SUBMETIDO À APRECIÇÃO DA COMISSÃO EXAMINADORA, COMPOSTA PELOS PROFESSORES: SINÉZIO FERNANDES MAIA (ORIENTADOR), BRUNO FERREIRA FRASCAROLI (EXAMINADOR) E JORGE HENRIQUE NOROES VIANA (EXAMINADOR) NO DIA 05/09/2019, ÀS 18:00 HORAS, NO PERÍODO LETIVO 2019.1.

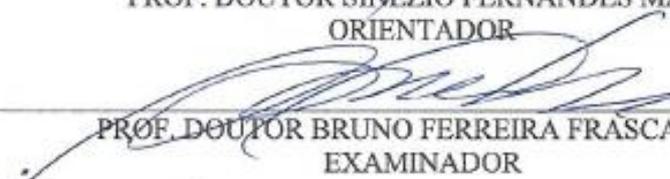
O TCC FOI Aprovado PELA COMISSÃO EXAMINADORA E OBTEVE NOTA (10,0).

REFORMULAÇÕES SUGERIDAS: SIM () NÃO (X)

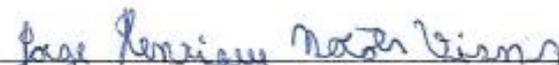
ATENCIOSAMENTE,



PROF. DOUTOR SINÉZIO FERNANDES MAIA
ORIENTADOR



PROF. DOUTOR BRUNO FERREIRA FRASCAROLI
EXAMINADOR

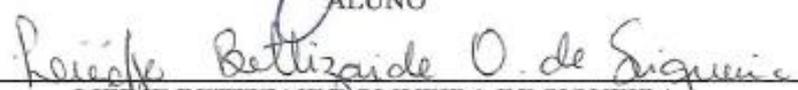


PROF. DOUTOR JORGE HENRIQUE NOROES VIANA
EXAMINADOR

CIENTES:



BRUNO LINAES GARCIA
ALUNO



LIEDÉ BETTIZAIDE OLIVEIRA DE SIQUEIRA
COORDENADORA DA DISCIPLINA DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

JOÃO PESSOA- PB
2019

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente minha irmã e mãe, Taian Ruiz, sem ela a minha jornada até aqui não seria possível. Graças a ela, apesar de diversos problemas, tive condições de chegar até aqui.

Há outras pessoas que, mesmo não participando mais da minha vida hoje em dia, tiveram papel crucial no meu direcionamento até aqui. Prefiro adicionar apenas as iniciais destes, mas agradecer da mesma forma por tudo que fizeram e agregaram na minha vida. Muito obrigado M.F.S.F e B.B.P.JR !

No meio acadêmico, quem merece todos os agradecimentos é o Prof. Sinézio Fernandes Maia junto com o seu projeto Sala de Ações. Graças ele eu pude aprender algo que sempre quis, o mercado financeiro. Algo que me proporciona uma coisa que acho crucial, conseguir ganhar dinheiro por com própria o que me torna capaz de realizar o que quiser dependendo apenas do meu próprio esforço e sem depender de terceiros. Não só isso, durante os quase 4 anos no projeto, aprendi coisas que vão além do dinheiro, como força de vontade, trabalho em equipe e hierarquia.

Na verdade, estou formado pela Universidade Federal Sala de Ações, obrigado Professor!

RESUMO

O objetivo desta monografia foi avaliar a performance dos gestores de fundos de investimentos classificados, pela Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro, como fundos de ações e fundos multimercados. A avaliação ocorre por meio de indicadores de performance como índice de Sharpe, índice de Treynor, índice de Jensen e índice de Modigliani. Foram selecionados os fundos dos principais bancos do Brasil, capazes de oferecer ao investidor uma análise de resultados de no mínimo 5 anos, portanto, fundos que existiam ao menos desde janeiro de 2013, resultando em 206 fundos distintos em um primeiro filtro. Efetuou-se o cálculo dos betas de cada fundo, e o cálculo dos indicadores de desempenho para 3 diferentes períodos, onde o índice Bovespa estava em tendência de alta, baixa e lateral. Essa fragmentação buscou verificar se os gestores selecionados oferecem o mesmo retorno atrelado ao risco em situação distintas de mercado, sinalizando se em determinados períodos o risco não compensa o retorno alcançado. Para o período de alta, os fundos de ações obtiveram a melhor performance, enquanto no período lateral os fundos multimercados apresentaram performance superior. Já no período de baixa, os melhores fundos foram os multimercados do banco Santander.

Palavras-Chave: Fundos de investimentos; Mercado financeiro; Indicadores de desempenho.

ABSTRACT

The objective of this monograph was to evaluate the performance of investment fund managers classified by the Brazilian Association of Financial Market Entities as equity funds and multimarket funds. The evaluation takes place through performance indicators such as Sharpe index, Treynor index, Jensen index and Modigliani index. Funds were selected from the major banks in Brazil, capable of offering the investor an analysis of results of at least 5 years, therefore funds that existed at least since January 2013, resulting in 206 distinct funds in a first filter. Betas were calculated for each fund, and performance indicators were calculated for 3 different periods, where the Bovespa index was in an upward, downward and downward trend. This fragmentation sought to verify if the selected managers offer the same return linked to risk in different market situations, signaling whether in certain periods the risk does not compensate for the return achieved. For the bullish period, equity funds outperformed, while in the lateral period multimarket funds outperformed. In the downturn, the best funds were Santander's multimarkets.

Keyword: Investment fund; Financial market; Performance indicators.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	4
1.1 OBJETIVOS.....	6
1.1.1 OBJETIVO GERAL.....	6
1.1.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	6
2 FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO BRASIL	7
3 REVISÃO DA LITERATURA	11
4 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	15
5 ESTRATÉGIA EMPIRICA	21
5.1 AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO.....	21
5.1.1 ÍNDICE DE TREYNOR	21
5.1.2 ÍNDICE DE SHARPE.....	23
5.1.3 ÍNDICE DE JENSEN	24
5.1.4 ÍNDICE DE MODIGLIANI.....	25
5.2 BASE DE DADOS	25
6 RESULTADOS	27
7 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	32
REFERÊNCIAS	34
ANEXOS	36

1 INTRODUÇÃO

A principal função dos mercados financeiros é, segundo Varga e Wengert (2011), adiar o consumo presente, permitindo os agentes usufruírem a renda obtida no decorrer de sua vida produtiva, ao longo de sua aposentadoria, além de, realizarem projetos pessoais e enfrentarem problemas financeiros inesperados. Tornando assim, mais fácil o financiamento de grandes projetos e reduzindo os riscos financeiros, porém o elevado e acelerado crescimento na quantidade e complexidade dos instrumentos financeiros, especialmente com a difusão dos derivativos e a globalização dos investimentos, geram entraves ao investidor comum em relação ao gerenciamento de seus próprios investimentos.

Dessa forma, a especialização e a divisão de tarefas se tornam cada vez mais importantes no atual mercado de financeiro, dentro desse contexto os fundos de investimentos vêm ganhando espaço, pois são agregados de recursos monetários que se formam via depósitos de diversos investidores, destinados à aplicação coletiva em carteira de títulos e valores mobiliários. Estes, trazem vantagens principalmente ao pequeno investidor, que possuem baixo volume individual de capital disponível para aplicação, pois oferecem a comodidade de gerir os recursos de maneira profissional, sem a necessidade de os participantes possuírem conhecimento de técnicas de análises sofisticadas ou manterem grande fluxo de informações relativas ao mercado de capitais (Assaf Neto, 2011).

A gestão profissional, maior liquidez nos investimentos, custos de transação menores e acesso a diversos mercados, justificam, segundo Varga e Wengert (2011 apud Klapper et. al., 2004), o enorme crescimento absoluto e relativo dos fundos de investimento ao redor do mundo, iniciado na década de noventa e que inclui o Brasil.

No Brasil, até 1994 fatores como conjuntura econômica instável, altos níveis de inflação e regulação precária, incentivava os investidores a alocar seus recursos apenas em produtos financeiros com remuneração diária, visando manter o poder de compra. Entretanto, desde a implementação do Plano Real que provocou significativas alterações no ambiente econômico, a indústria de fundos de investimento brasileira apresenta notável evolução (Fonseca et al., 2007). Uma consulta aos dados disponibilizados pela Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro (ANBIMA), é possível observar que em dezembro de 1995 o Patrimônio Líquido total dos fundos no Brasil era

de pouco mais de 300 bilhões de reais; em dezembro de 2017, o valor do patrimônio líquido ultrapassou os 4 trilhões de reais, aumento de mais de 1.000 % em apenas 22 anos.

Mesmo com a facilidade oferecida pelos fundos de investimentos, estes ainda possuem especificidades em relação ao seu tipo. Em 2004, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) estabeleceu normas em relação a classificação dos fundos, que podem ser classificados de acordo com suas características, da seguinte forma: curto prazo, referenciado, renda fixa, ações, cambial, dívida externa e multimercado.

Cada tipo de fundo possui diferentes características, como o tempo de investimento, tipo de produto financeiro permitido aplicar, dentre outros fatores. Desta forma, faz-se necessário identificar qual tipo se adequa ao perfil do investidor e assim buscar os fundos com os gestores que oferecem melhores performance dentre os disponíveis no mercado.

É comum pensar que, visar apenas a maior rentabilidade é sempre o melhor caminho, entretanto, quando se fala de investimentos isso nem sempre é verdade. Tendo em vista que o retorno esperado de um fundo é maior à medida que o risco aumenta, faz sentido adicionar medidas de risco para melhorar a avaliação da performance do fundo, tornando-se possível identificar quanto do retorno apresentado pelo gestor está ligado ao risco assumido e quanto está ligado a fatores diversos.

O gestor de um fundo de investimento tem a responsabilidade de selecionar os ativos que irão compô-lo visando a melhor relação risco-retorno, além de adequar os ativos e o seu risco à política de investimento definida pelo fundo e dar o aval sobre compras e vendas de ativos no mercado, representando os cotistas (Assaf Neto, 2011).

Segundo Varga (2011), os participantes desse mercado e publicações especializadas tentam classificar e indicar fundos de investimento com maior sucesso e avaliar a contribuição do gestor, com base em procedimentos estatísticos retirados dos diversos modelos de finanças.

Uma das principais contribuições para a teoria financeira, principalmente à avaliação de fundos, vem da inclusão de forma quantitativa do risco, que se inicia na década de 50 com o modelo de média-variância de Markowitz, que quantificou o retorno pela média esperada para o retorno de cada ativo, e o risco pela variância esperada dos mesmos retornos. Em seu trabalho, Markowitz propôs medidas formais para o risco de um ativo, por meio de um modelo que utiliza a relação existente entre risco e retorno e a utilidade do investidor para construção de uma carteira. Constatou que diferentemente do que indicava a teoria de investimentos da época, na prática nenhum investidor distribui

toda sua riqueza em ativos que possibilitam maior retorno, e sim em uma carteira com ativos onde alguns são mais rentáveis que outros. Isto corre, pois, o investidor racional toma sua decisão não somente visando o retorno, mas também o risco incorrido, portanto, sua satisfação máxima decorre da maximização de sua relação entre risco e retorno (Oda, 2007).

Portanto, segundo Varga (2011) se o retorno esperado de um fundo é tanto maior quanto maior seu risco, então a inclusão de uma medida de risco na avaliação de performance permite uma melhor verificação de quanto do retorno proporcionado por um gestor veio do risco assumido e quanto veio de seu talento ou sorte.

Neste novo cenário, que possui diversas opções para o investidor tomar, traz ao investidor sem conhecimento técnico, muitas dúvidas na hora de investir seu dinheiro, mesmo quando opta por fundos de investimento, fazendo com que a falta de informação afete negativamente seus investimentos.

A importância deste trabalho está em ser uma análise comparativa dos diversos fundos de investimento disponíveis no mercado, buscando através de indicadores de performance quantificar o risco e a rentabilidade oferecida pelos gestores, auxiliando dessa forma, os investidores na tomada de decisão.

1.1 OBJETIVOS

1.1.1 OBJETIVO GERAL

O objetivo desta pesquisa é avaliar a performance dos gestores dos fundos de investimento classificados como Fundos de Ações e Fundos Multimercado.

1.1.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Especificamente, pretende-se:

- Discutir sobre os tipos de fundos disponíveis no mercado;
- Mensurar, por meio de indicadores, a performance dos gestores;
- Estabelecer uma comparação para verificar as vantagens dos fundos mais acessíveis financeiramente ao público em geral, bem como os menos acessíveis.

2 FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO BRASIL

De acordo com Sarmiento (2014) o desenvolvimento dos fundos de investimentos no Brasil se formalizou de fato na década de 70 com a resolução n ° 145 do Banco Central do Brasil, que serviu para regulamentar a constituição, a administração e o funcionamento dos fundos no País. Estes eram voltados para ações, necessitando ter pelo menos 60% nesses ativos.

Algumas das características marcantes da economia brasileira não podem ser ignoradas: o nível elevado das taxas de juros praticadas no país, herança dos períodos inflacionários, e desequilíbrios macroeconômicos de décadas anteriores, mas que ainda se faz presente. Semeando o que se conhece como “cultura inflacionária” ou “cultura de curto prazo”, que ainda está enraizado nas decisões de investimento de diversos investidores e influenciam suas decisões de investimentos.

Pinho Neto (2011) destaca a estabilidade monetária e o crescimento econômico como os principais fatores para o desenvolvimento da indústria dos fundos de investimento. No Brasil ocorre o mesmo, pois alcançou-se um alto grau de maturidade durante os últimos 30 anos, consequência da melhoria do plano econômico vigente no País e regulamentação do setor. Desta forma começam a surgir títulos de prazo mais longos, além de novos produtos como os derivativos. Neste processo surge também fundos indexados ao certificado de depósito interbancário (CDI), cambiais, hedge e derivativos, o que consequentemente aumentou a necessidade por uma gestão mais profissional nos fundos.

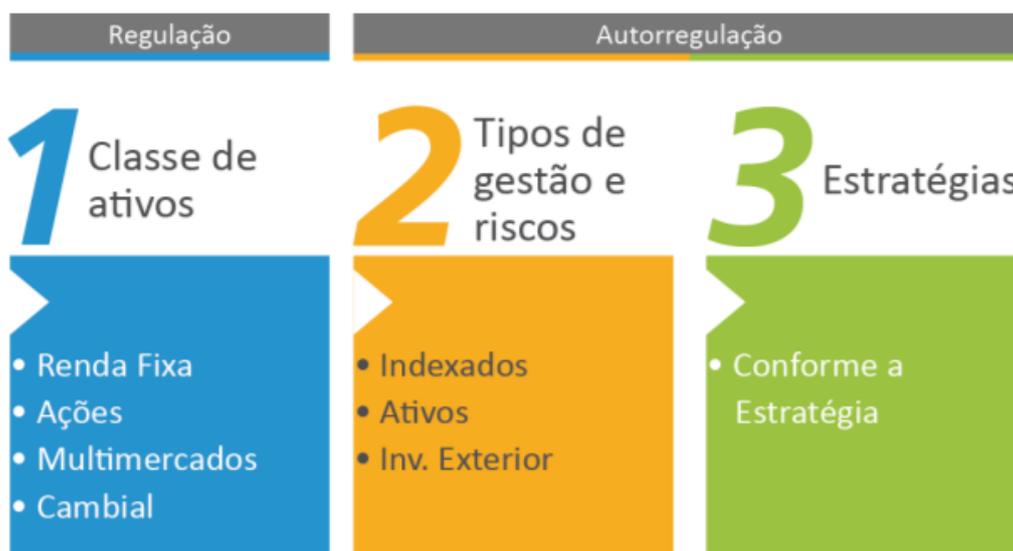
Em 2009, criou-se a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA), entidade criada pelos próprios integrantes do mercado para representá-los e que tem também a função autorreguladora. Graças a ANBIMA os gestores de fundos de investimentos e gestores de patrimônio tem padrões semelhantes aos melhores mercados do mundo. Em 2011 existiam cerca de 400 gestores de recursos habilitados pela CVM e supervisionados pela ANBIMA, responsáveis pela gestão de mais de 9 mil fundos.

Com a sofisticação da indústria de fundos de investimento e a criação de inúmeros produtos nos últimos anos, tornou-se necessário categorizar os fundos visando melhor adequá-los à realidade, portanto a partir de 1º de julho de 2015 entrou em vigor a nova classificação da ANBIMA para fundos brasileiros.

A classificação leva em consideração as classes de ativos que compõem essa carteira, seus prazos e riscos, além dos estilos e estratégias de gestão. Ao dividir os fundos em tipos ou categorias que expressam objetivos e políticas de investimento similares, a classificação viabiliza a comparabilidade entre os fundos e dos fundos com outras opções de investimento ou benchmarks. Facilitando também o processo de escolha, na medida em que auxilia na identificação dos fundos mais adequados às necessidades individuais de cada investidor. Desta forma, a classificação permite a adequada comparação entre fundos ou mesmo entre esses e outras opções de investimento.

A nova classificação de fundos, a exemplo da prática internacional, está dividida em níveis, apresentando uma hierarquia que parte das classes de ativos para chegar a estratégias mais específicas. A classificação ocorre da seguinte forma:

Figura 01 – Níveis de classificação de fundos ANBIMA



Fonte: Classificação de fundos - visão geral e nova estrutura. 2015.

No nível 1, temos:

- **Renda fixa:** fundos que buscam retorno por meio de investimentos em ativos de renda fixa (são aceitos títulos sintetizados via derivativos), admitindo-se estratégias que impliquem risco de juros e de índice de preços. São admitidos ativos de renda fixa emitidos no exterior. Excluem-se estratégias que impliquem exposição em renda variável (ações, etc).

- **Ações:** fundos que possuem, no mínimo, 67% da carteira em ações à vista, bônus ou recibos de subscrição, certificados de depósito de ações, cotas de fundos de ações, cotas dos fundos de índice de ações e *Brazilian Depositary Receipts*, classificados como nível I, II e III. O hedge cambial da parcela de ativos no exterior é facultativo ao gestor.
- **Multimercado:** fundos com políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial. O hedge cambial da parcela de ativos no exterior é facultativo ao gestor.
- **Cambial:** a classificação agrega os fundos que aplicam pelo menos 80% da carteira em ativos - de qualquer espectro de risco de crédito - relacionados diretamente ou sintetizados, via derivativos, à moeda estrangeira.

No nível 2, existem diversas classificações, que podem restringir ou dar liberdade ao gestor, as que oferecem maior liberdade para os gestores são:

Livre duração: objetivam buscar retorno por meio de investimentos em ativos de renda fixa, sem compromisso de manter limites mínimo ou máximo para a *duration* média ponderada da carteira. O hedge cambial da parcela de ativos no exterior é facultativo ao gestor.

Ativo: têm como objetivo superar um índice de referência ou que não fazem referências a nenhum índice. A seleção dos ativos para compor a carteira deve ser suportada por um processo de investimento que busca atingir os objetivos e executar a política de investimentos definidos para o fundo. Os recursos remanescentes em caixa devem estar investidos em cotas de fundos renda fixa – duração baixa – grau de investimento ou em ativos permitidos a estes desde que preservadas as regras que determinam a composição da carteira do Tipo ANBIMA, exceção feita aos fundos classificados como livre (nível 3).

Estratégia: fundos nesta categoria se baseiam nas estratégias preponderantes adotadas e suportadas pelo processo de investimento adotado pelo gestor como forma de atingir os

objetivos e executar a política de investimentos dos fundos, além de admitirem alavancagem.

No nível 3, a classificação livre oferece maior liberdade para o gestor pois os fundos não possuem obrigatoriamente o compromisso de concentração em uma estratégia específica. A parcela em caixa pode ser investida em quaisquer ativos, desde que especificados em regulamento. Desta forma um bom gestor tem a sua disposição todas as ferramentas que possíveis para agregar valor para os cotistas do fundo.

Figura 02 – Resumo da classificação de fundos ANBIMA

	Nível 1	Nível 2	Nível 3
RENTA FIXA		SIMPLES	RENDA FIXA SIMPLES
		INDEXADO	ÍNDICES
		BAIXA DURAÇÃO MÉDIA DURAÇÃO ALTA DURAÇÃO LIVRE DURAÇÃO	SOBERANO GRAU DE INVESTIMENTO CRÉDITO LIVRE
		INVESTIMENTO NO EXTERIOR	INVESTIMENTO EXTERIOR DÍVIDA EXTERNA
AÇÕES		INDEXADO	ÍNDICES
		ATIVO	VALOR / CRESCIMENTO DIVIDENDOS SUSTENTABILIDADE / GOVERNANÇA SMALL CAPS ÍNDICE ATIVO SETORIAIS LIVRE
		ESPECÍFICOS	FMP-FGTS FECHADOS DE AÇÕES MONO AÇÕES
		INVESTIMENTO NO EXTERIOR	INVESTIMENTO NO EXTERIOR
MULTIMERCADO		ALOCAÇÃO	BALANCEADOS DINÂMICOS
		ESTRATÉGIA	MACRO TRADING LONG AND SHORT NEUTRO LONG AND SHORT DIRECIONAL JUROS E MOEDAS LIVRE CAPITAL PROTEGIDO ESTRATÉGIA ESPECÍFICA
		INVESTIMENTO NO EXTERIOR	INVESTIMENTO EXTERIOR
CAMBIAL	CAMBIAL	CAMBIAL	CAMBIAL

Fonte: Classificação de fundos - visão geral e nova estrutura. 2015.

Portanto, a classificação visa englobar as opções de carteira oferecidas por meio de fundos de investimento, de acordo com determinadas características do portfólio. Assim, leva em consideração as classes de ativos que compõem essa carteira, seus prazos

e riscos, além dos estilos e estratégias de gestão. O conhecimento destas opções pelo investidor é de extrema importância, tendo em vista que podem acabar investindo em fundo que não seja o adequado para seus objetivos pessoais como tempo, liquidez e risco.

3 REVISÃO DA LITERATURA

A mensuração de desempenho dos fundos de investimento é realizada por meio da análise observada entre o risco e retorno dos ativos. Para isto, é possível utilizar diversas medidas para mensurar a performance da gestão de recursos de terceiros, realizada pelo gestor do fundo, visando entender o retorno ao risco incorrido para obtê-lo. De acordo com Oda (2007), existem três grupos de avaliação de performance de portfólios, sendo o grupo dos índices baseados na teoria do mercado de capitais os que utilizam como medidas de risco o desvio-padrão e o beta, que representa a correlação do retorno de um ativo em relação ao retorno do mercado. Os mais utilizados no mercado financeiro são o índice de Treynor, índice de Sharpe, índice de Jensen e índice de Modigliani.

Varga & Wengert (2011) explica que o índice de Sharpe é um dos índices mais utilizados para avaliar o desempenho dos gestores de fundos em relação ao risco e retorno incorrido, pois relaciona o prêmio pago pelo risco incorrido e o risco do investimento. Portanto, quanto relaciona a rentabilidade do fundo com o risco assumido pelo mesmo, dessa forma quanto maior o índice de Sharpe maior será a eficiência do gestor.

Já o Índice de Treynor, de forma semelhante ao índice de Sharpe, relaciona o prêmio pelo risco pago por uma carteira, medido pelo retorno em excesso ao de um título livre de risco, com o coeficiente beta da carteira. Enquanto que o índice de Modigliani, compara o desempenho do portfólio que se está avaliando com os resultados apresentados pela carteira de mercado. Por último, o índice de Jensen que é obtido por meio de uma regressão linear embasada no modelo CAPM e quanto maior o alpha, maior é a capacidade do gestor do fundo em gerar rentabilidade não correlacionada com o mercado.

Por outro lado, Varga (2001) tem como objetivo aplicar medidas estatísticas de avaliação de performance para os dez maiores fundos de ações brasileiros, demonstrando as dificuldades de aplicação de tais indicadores e suas falhas. Para tal utiliza uma amostra de três anos de dados semanais dos respectivos fundos e destaca o indicador de performance mais simples e mais utilizado que é a taxa de retorno esperado, medida pelo seu retorno histórico. Ressalva que tal média pode ser a aritmética ou geométrica e sua

escolha pode acabar interferindo no resultado, devido à volatilidade. Em relação ao risco, sugere certa estabilidade nas estimativas, ou seja, o risco com base em dados passados é mais razoável do que para o retorno, mesmo existindo mais de uma forma de se obter o risco. Quanto ao Índice de Sharpe, destaca que este não incorpora a correlação entre os ativos e, portanto, perde importância quando se deseja adicionar um ativo com risco em uma carteira que já possua ativos arriscados. Outro problema apresentado ocorre em ativos que possuem volatilidade muito baixa, como os fundos de renda fixa, nesse caso o índice de Sharpe fica alto, tendo em vista o baixo valor do denominador em sua fórmula. Por fim, conclui que os indicadores de performance eventualmente resultam em classificações distintas devido as diferentes formas de calculá-los e o fato de cada um ser adequado para um contexto específico. Além disso, alerta também quanto a dificuldade de estimar corretamente os parâmetros dos indicadores, frequentemente baseado em séries históricas.

Fonseca (2007) analisa o desempenho dos fundos de investimento no Brasil e justifica o tema com a moderna teoria de portfólio de Markowitz, que diz que por meio da diversificação é possível obter melhores retornos com o mesmo nível de risco. Atualmente uma das alternativas mais acessíveis de diversificação são os fundos de investimento e para tal o autor divide os fundos em fundos de investimento em renda fixa e fundos de investimento em renda variável. Para atingir seu objetivo o autor faz uso dos índices de Sharpe e Sortino, além dos testes estatísticos t e F para testar a significância das médias dos retornos e das variâncias dos fundos. Analisa o período entre maio de 2001 e maio de 2006, utilizando dados dos retornos médios mensais dos fundos selecionados, de natureza secundária. Para a taxa livre de risco utiliza a poupança e o Ibovespa como carteira de mercado. O autor apresenta os índices utilizados e diz que o índice de Sharpe é mais adequado por não necessitar a identificação da carteira de mercado, cujo cálculo muitas vezes é impreciso, enquanto que o índice de Sortino considera como risco apenas as perdas e as mensura em função do mínimo retorno aceitável. Contudo, sinaliza que o índice de Sortino deva ser utilizado paralelamente ao índice de Sharpe. Em seus resultados, pelo índice de Sharpe observa que os fundos de renda fixa apresentaram retornos melhores que os de renda variável, sem exceções. Pelo índice de Sortino os fundos de renda fixa multimercados e renda fixa obtiveram os melhores desempenhos em relação aos outros. Em relação aos retornos e desvios-padrão, todos os fundos de renda variável apresentaram maiores valores em relação aos fundos de renda fixa, entretanto, não tiveram prêmios de riscos superiores o bastante para

compensar o risco adicional em que estão inseridos. Os testes estatísticos mostraram que existe uma diferença estatística significativa entre as variâncias dos dois tipos de fundos, todavia, verifica-se que todos os fundos de renda fixa apresentam retornos médios estatisticamente iguais aos fundos de renda variável. Por fim conclui que os testes estatísticos mostraram que os fundos de renda variável obtiveram retornos maiores no período analisado. Contudo, em termos de risco-retorno esses fundos não tiveram bom desempenho em comparação aos Fundos de Renda Fixa, muito em função da alta volatilidade do Ibovespa.

Freire Jr (2004) tem por objetivo analisar criticamente as premissas e hipóteses do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) e mostrar o impacto da omissão delas, utilizando metodologia empírica. A justificativa do tema ocorre pois até a publicação do trabalho de Sharpe, em 1964, nenhuma teoria era capaz de ligar adequadamente o risco e o retorno. Com o desenvolvimento do CAPM criou-se uma teoria descrevendo este mecanismo, de uma forma simples. Entretanto, diversos trabalhos buscam justificar a validade da teoria em contextos onde nenhuma das hipóteses que validam o CAPM são aplicáveis. As hipóteses servem não apenas para simplificar o mundo real assumido no modelo, mas sim corresponder a questões muito mais importantes sobre estrutura de mercado. A concorrência perfeita, geralmente confundida com eficiência de mercado, significa que o mercado deve ter uma liquidez mínima para o correto funcionamento do modelo. Em relação aos custos de transações, é possível amenizá-los desde que sejam iguais para todos os participantes pois dessa forma, é possível excluí-los do valor esperado dos retornos. As hipóteses de que o investidor vê os retornos em termos probabilísticos e que os investidores são racionais e avessos ao risco, são hipóteses fortes tendo em vista que aspectos comportamentais mais complexos influenciam bastante nas decisões do investidor. Percebe-se que, estes aspectos são refletidos indiretamente no β , dessa forma, em mercados como os atuais onde há muitos profissionais, pode-se esperar um número suficiente de investidores racionais que guiem o mercado de forma próxima da realidade suposta nas hipóteses do modelo. Quanto à disponibilidade de empréstimos juntamente com a existência de um ativo livre de risco, possibilita que qualquer investimento seja viável para qualquer investidor, ou seja, o mercado torna-se completo pois o investidor pode escolher qualquer estratégia de investimento que se adeque ao seu perfil de risco. O mercado não sendo completo implica que a taxa livre de risco não pode ser usada como referência, tem-se que pode não existir um equilíbrio no mercado, situação onde o modelo não é válido, portanto, o desenvolvimento do CAPM foi feito para dar condições

suficientes para a existência de equilíbrio dos preços, que é garantido pela homogeneidade das expectativas e liberdade de empréstimos do investidor. O autor conclui que há indícios empíricos que o CAPM não é compatível com o mercado da forma como foi desenvolvido e que a compreensão das hipóteses e premissas são fundamentais para a aplicação e análise de resultados em pesquisas. O autor também sugere possíveis caminhos visando aperfeiçoar o CAPM e/ou desenvolvimento de uma nova teoria de finanças, tendo em vista que os mercados na realidade são ineficientes.

Lima (2010) tem por objetivo principal estimar a relação entre risco e retorno para as empresas bancárias listadas na BM&FBOVESPA para o período de jan/2009 a jun/2010. A escolha por esse setor ocorreu devido à importância dentro do contexto econômico-financeiro brasileiro. O período de análise foi fragmentado em três semestres, sendo que o primeiro semestre de 2009 reflete as expectativas de uma recuperação gradativa da economia global. O segundo semestre de 2009 reflete os primeiros sinais de recuperação da economia e o primeiro semestre de 2010, período associado a crise econômico-financeira na Grécia. A autora parte de uma abordagem microeconômica de racionalidade do consumidor para explicar o comportamento do investidor em relação ao risco/retorno, para tal são alguns axiomas são abordados. Em seguida, apresenta a teoria do portfólio, que iniciou os estudos de composição de uma carteira de ativos considerando a maximização da utilidade do investidor, ou seja, a relação risco/retorno visando a carteira ótima. Para tal, utiliza-se o modelo de precificação de ativos, CAPM, que o risco de um ativo para o investidor é o risco que este ativo acrescenta a carteira, levando em consideração a sensibilidade do ativo em relação ao mercado. A metodologia aplicada pela autora foi a utilização de regressão linear, além de testes estatísticos e econométricos. Realizou-se regressões a partir da amostra dos dados diários dos 12 ativos utilizados, os únicos com cotações regulares em todo o período de análise, com a finalidade de estimar os seus coeficientes, encontrando seus riscos (β) e retornos, de acordo com o modelo CAPM. Foram utilizados também, taxa Selic diária e a pontuação do índice Bovespa. A autora conclui que a otimização das carteiras no período de jan/2009 a jun/2009 e jul/2009 a dez/2009 alcançaram um menor risco dado o retorno da carteira. O período de jan/2010 a jun/2010 foi desconsiderado pois apenas uma ação apresentou retorno positivo. Ao estimar os betas de cada ativo, verificou-se que os bancos que possuem um coeficiente de determinação (R^2) significativamente elevado são os que apresentaram influência das oscilações do Ibovespa e, portanto, são considerados mais agressivos em contraste ao posicionamento do mercado. Por último, ao testar a teoria da relação entre risco/retorno,

observou-se que no primeiro período apenas três ativos apresentaram relação direta de risco e retorno (BPNM4, DAYC4 e SFSA4), no segundo período quatro ativos (ABCB4, DAYC4, PINE4 e BAZA3) e no terceiro período três ativos (ABCB4, BRSR6 e PINE4).

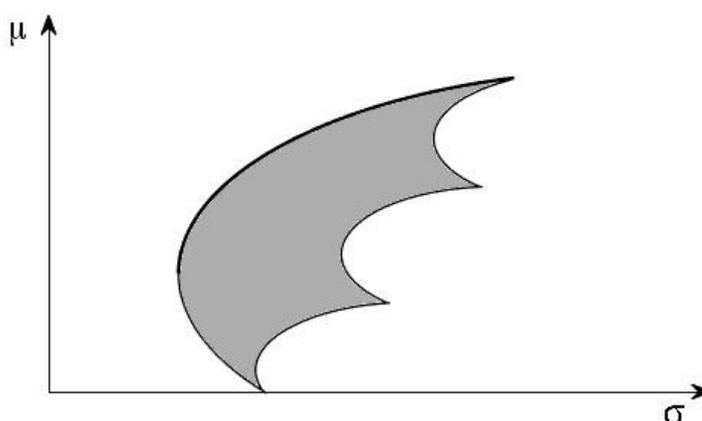
Jesi (2008) tem como objetivo averiguar, para o primeiro semestre de 2008, quais ações do índice IBOVESPA oferecem os maiores retornos e os menores riscos, além de testar a validade do CAPM por meio de regressões econométricas. Segundo a autora, o modelo de William Sharpe contribuiu na administração financeira pois introduziu o comportamento dos investidores e ferramentas quantitativas, tornando possível mensurar o risco (variância) e retorno (média) de um ativo financeiro. Neste modelo o retorno de cada ativo é linearmente relacionado ao nível do índice geral (neste trabalho, o IBOVESPA). O modelo de precificação de ativos, CAPM, é baseado em seu modelo de equilíbrio, onde leva em consideração algumas premissas como: mercado em equilíbrio, expectativas homogêneas, informação sem custo e simétrica para todos, entre outras. Estas, podem parecer não representar bem a realidade, entretanto, Sharpe defende a importância dessas premissas por causa da capacidade de atingir o objetivo proposto e não por representar bem a realidade, ou seja, dessa forma é possível quantificar e precificar o preço do risco. A metodologia aplicada pela autora foi a utilização de regressão linear, além de testes estatísticos e econométricos, buscando isolar o efeito das relações de causalidade, com o objetivo de estimar os coeficientes e encontrar valores tanto para o risco como para o retorno de cada ativo. Os dados utilizados foram a Taxa Selic *Overnight*, pontos diários do Índice Bovespa e as cotações diárias das empresas que compõem este índice. A autora conclui que os testes de significância individual dos parâmetros corroboram com a teoria do CAPM. Dentre as 66 empresas analisadas, 43 obtiveram betas defensivos, abaixo de 1. 34,36% das 66 empresas obtiveram um risco baixo ($\beta \leq 0,8$), 34,84% apresentaram risco elevado ($\beta > 1$) e 28,78% apresentaram risco médio ($\beta \leq 1$ e $> 0,8$). Já em relação ao retorno 21,21% dos ativos obtiveram um retorno ótimo ($\geq 0,09\%$ ao dia), 60,60% apresentaram retorno bom ($< 0,09\%$ e $\geq 0\%$) e 18,18% com retorno ruim ($< 0\%$). Comparando os riscos com as taxas de retorno diárias, tem-se que 60% das ações respeitaram a relação risco-retorno, ou seja, ações com betas elevados obtiveram retornos ótimos.

4 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Na busca pela redução da variabilidade total dos retornos, Markowitz demonstra que aumentando os ativos presentes em um portfólio torna-se possível reduzir o risco total deste. Isto ocorre, pois, dificilmente dois ativos terão correlação positiva perfeita. Desta forma, Oda (2007) diz que mesmo com um portfólio composto por vários ativos, sempre existirá uma variância residual que não pode ser eliminada, permanecendo, portanto, o risco sistemático que é atribuído a fatores econômicos, políticos e sociais.

Markowitz demonstra que para um conjunto de ativos de risco é sempre possível obter combinações eficientes, quando obedecido o princípio da dominância que diz que o investidor racional prefere o investimento com maior retorno esperado para um mesmo nível de risco; ou menor risco para o mesmo retorno esperado. Este princípio implica que, todo o conjunto de possibilidades de investimento interessantes ao investidor (eficientes) serão aquelas situadas na parte superior do conjunto de possibilidades.

Figura 03 – Fronteira eficiente de investimento



Fonte: ODA, 2007.

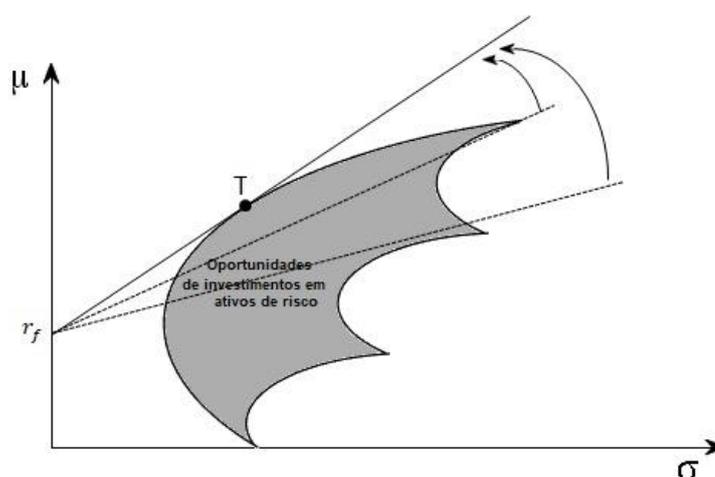
Para localizar o ponto ótimo, ou seja, a carteira que oferece maior utilidade ao investidor, basta encontrar a maior curva de utilidade possível que tangencie a fronteira eficiente. Como resume Sharpe (1979, p.205 apud ODA, 2009, p.54), “podemos assumir que ninguém gosta de risco e todos gostam de retorno, mas a questão é quanto risco alguém está disposto a tolerar para obter mais retorno”. Quanto mais à direita da fronteira eficiente maior será o retorno, mas também maior será o risco.

Até então o modelo de Markowitz assumia que os investidores formavam seus portfólios apenas com ativos de risco, Tobin (1958) incluiu no modelo um ativo livre de

risco, ou seja, um ativo com retorno conhecido com certeza, variância zero e covariância igual a zero com qualquer ativo i .

A combinação entre o ativo livre de risco e qualquer ativo de risco deve sempre resultar em uma reta, quando em um gráfico de retorno por risco. Agregando essa reta a fronteira eficiente da Figura 03 e considerando que o investidor pode tomar dinheiro ou emprestar a mesma taxa livre de risco, a reta que tangencia a fronteira eficiente será a preferível a todas as outras, o ponto T na Figura 04.

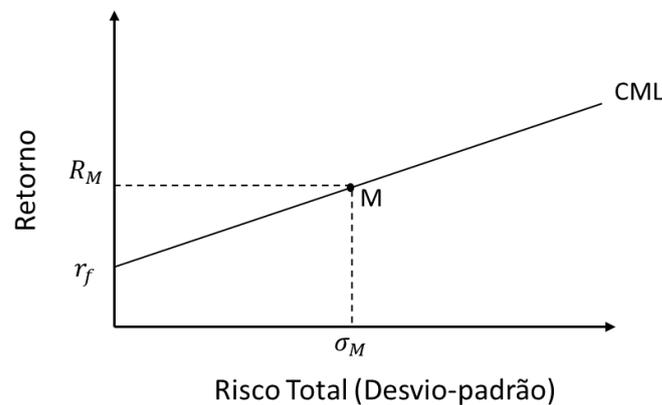
Figura 04 – Fronteira eficiente de investimento



Fonte: ODA, 2007.

Dessa forma, Sharpe deduz que, sendo o ponto T a carteira desejada por todos os investidores, a única condição que possibilita esse equilíbrio é que tal carteira seja o portfólio de mercado. A partir desta conclusão, traça a fronteira eficiente geral de investimentos, chamada Linha do Mercado de Capitais (CML), que demonstra a relação linear que deve existir entre o retorno esperado e o risco para portfólios eficientes.

Figura 05: Linha de Mercado de Capitais (CML)



Fonte: ODA, 2007.

A partir da figura 05, constata-se que a equação que associa o risco ao retorno exigido para um portfólio sobre a CML é descrita da seguinte forma:

$$E[\tilde{R}_p] = r_f + \frac{E[\tilde{R}_m] - r_f}{\sigma[\tilde{R}_m]} \cdot \sigma[\tilde{R}_p] \quad (4.1)$$

Onde:

$E[\tilde{R}_p]$: Retorno esperado do portfólio;

$E[\tilde{R}_m]$: Retorno esperado do mercado;

r_f : Retorno livre de risco;

σ : Desvio-Padrão.

A inclinação da CML, conhecida como “preço do risco” representa a adição de retorno esperado de um portfólio que o mercado exige para aceitar uma unidade de risco incrementado.

Diferentemente da Linha do Mercado de Capitais, que ilustra a relação entre o retorno e o risco para portfólios eficientes, Markowitz faz em seu modelo uma análise para ativos isolados exemplificando que o investidor não deve selecionar o ativo com base apenas em suas características próprias, mas pensando também na participação deste em relação ao risco e retorno totais do portfólio. Para obter essa relação, Sharpe parte das equações gerais para o retorno esperado e risco de um portfólio composto por um ativo i qualquer, na proporção α , e a carteira de mercado M , na proporção $1 - \alpha$.

$$\tilde{R}_p = \alpha \tilde{r}_i + (1 - \alpha) \tilde{R}_M \quad (4.2)$$

$$E[\tilde{R}_p] = \alpha E[\tilde{r}_i] + (1 - \alpha)E[\tilde{R}_M] \quad (4.3)$$

$$\sigma[\tilde{R}_p] = \left[\alpha^2 \sigma^2[\tilde{r}_i] + 2\alpha(1 - \alpha) \cdot \text{cov}[\tilde{r}_i; \tilde{R}_M] + (1 - \alpha)^2 \sigma^2[\tilde{R}_M] \right]^{\frac{1}{2}} \quad (4.4)$$

Securato (1993) demonstra o conjunto de opções de investimento para dois ativos de risco correspondendo sempre a uma hipérbole com eixo paralelo aos eixos dos riscos, a não ser que tais ativos sejam perfeitamente correlacionados. Especificamente neste caso, é possível demonstrar ainda que a hipérbole tangencia a CML no ponto correspondente a $\alpha=0$, pois:

- $\alpha=0$ corresponde à carteira de mercado (/M), por construção, e esta carteira pertence tanto à hipérbole quanto à CML;
- nenhum trecho da hipérbole jamais poderia situar-se acima da CML, pois esta corresponde à fronteira eficiente geral de investimentos.

Derivando as equações 4.3 e 4.4 em relação a α , obtém-se:

$$\frac{dE[\tilde{R}_p]}{d\alpha} = E[\tilde{r}_i] - [\tilde{R}_M] \quad (4.5)$$

$$\frac{d\alpha E[\tilde{R}_p]}{d\alpha} = \frac{\alpha \sigma^2[\tilde{r}_i] + (1-2\alpha) \cdot \text{cov}[\tilde{r}_i; \tilde{R}_M] + (\alpha-1) \sigma^2[\tilde{R}_M]}{\sigma[\tilde{R}_p]} \quad (4.6)$$

A relação entre o retorno e o risco deste portfólio é dada por:

$$\frac{dE[\tilde{R}_p]}{d\alpha E[\tilde{R}_p]} = \frac{dE[\tilde{R}_p]/d\alpha}{d\alpha E[\tilde{R}_p]/d\alpha} \quad (4.7)$$

No caso especial em que $\alpha=0$, ou seja, portfólio P corresponde ao próprio índice de mercado M, tem-se:

$$\left. \frac{dE[\tilde{R}_p]}{d\alpha} \right|_{\alpha=0} = E[\tilde{r}_i] - [\tilde{R}_M] \quad (4.8)$$

$$\left. \frac{d\alpha E[\tilde{R}_p]}{d\alpha} \right|_{\alpha=0} = \frac{\text{cov}[\tilde{r}_i; \tilde{R}_M] - \sigma^2[\tilde{R}_M]}{\sigma[\tilde{R}_p]} \quad (4.9)$$

Logo:

$$\frac{dE[\tilde{R}_p]}{d\alpha E[\tilde{R}_p]} = \frac{\sigma[\tilde{R}_M](E[\tilde{r}_i] - [\tilde{R}_M])}{\text{cov}[\tilde{r}_i; \tilde{R}_M] - \sigma^2[\tilde{R}_M]} \quad (4.10)$$

Como para $\alpha=0$ a hipérbole tangencia a CML, neste ponto, portanto suas inclinações devem ser iguais, tem-se que:

$$\frac{\sigma[\tilde{R}_M](E[\tilde{r}_i]-[\tilde{R}_M])}{cov[\tilde{r}_i;\tilde{R}_M]-\sigma^2[\tilde{R}_M]} = \frac{E[\tilde{R}_m]-r_f}{\sigma[\tilde{R}_m]} \quad (4.11)$$

Resolvendo para $E[\tilde{R}_m]$, obtém-se a equação final do CAPM, dada por:

$$E[\tilde{r}_i] = r_f + \beta_i(E[\tilde{R}_m] - r_f) \quad (4.12)$$

Onde:

r_i = retorno do ativo i ;

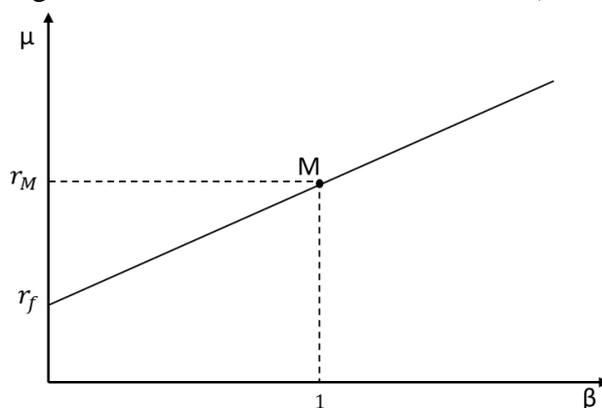
r_f = retorno do ativo livre de risco;

r_m = retorno do mercado;

$$\beta_i = \frac{cov[r_i;r_f]}{\sigma^2[r_m]}.$$

O CAPM mostra que em uma situação de equilíbrio deve haver uma relação linear entre a taxa de retorno esperado de um ativo e o risco sistemático que ele representa, sendo o β de um ativo a representação da tendência do ativo individual para variar em conjunto com o mercado, representando, portanto, uma medida de risco sistemático. Este fato indica que, os ativos de mercado devem posicionar-se em uma reta ascendente quando desenhados em um gráfico de retorno x beta, esta linha recebe o nome de Linha do Mercado de Títulos (SML), como pode ser observado na figura 06.

Figura 06: Linha do Mercado de Títulos (SML)



Fonte: ODA, 2007.

Assim, a SML demonstra que, se na análise de portfólios a variável relevante para mensurar o risco é o desvio-padrão, para o caso de ativos individuais a medida de interesse é o beta, que é diretamente proporcional à covariância entre os retornos do ativo e do mercado.

Portanto, a principal diferença entre CML e SML, é como os fatores de risco são medidos. Enquanto o primeiro mede o risco através do desvio padrão, ou seja, o risco total (intrínseco + sistemático). O segundo mede o risco através do beta, que é a volatilidade de uma ação em relação à carteira que contém todas as ações, portanto, o risco sistemático (não diversificável).

5 ESTRATÉGIA EMPIRICA

5.1 AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO

De acordo com a visão de Oda (2007), comumente pensa-se que o principal conceito utilizado para avaliar o desempenho de fundos seja a rentabilidade em um determinado período, no entanto, a teoria de portfólios demonstra a importância do risco na avaliação. Torna-se necessário adequar o retorno ao risco incorrido para obtê-lo, para assim mensurar de forma correta a performance.

Ainda segundo o autor, existem três grupos de avaliação de performance de portfólios. Este trabalho abordará o grupo dos índices baseados na teoria do mercado de capitais, que utilizam como medidas de risco o desvio-padrão e o beta.

5.1.1 ÍNDICE DE TREYNOR

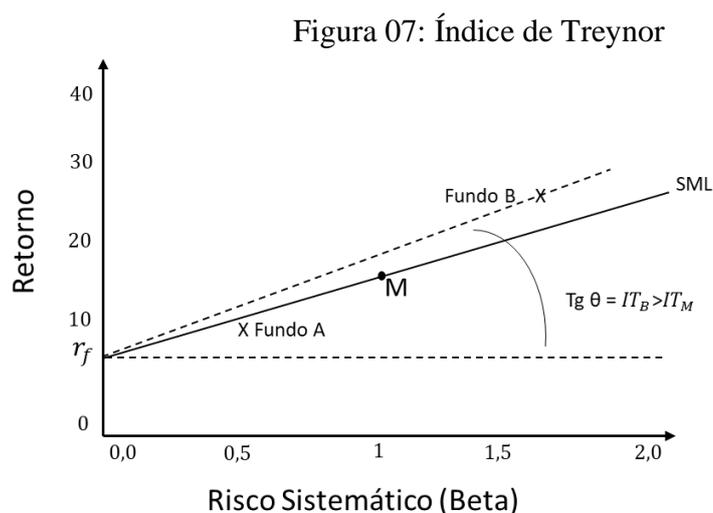
Nas condições do modelo de Markowitz e supondo-se a existência de um ativo livre de risco, Tobin (1958) demonstra que a reta que une tal ativo ao portfólio de mercado no gráfico de retorno x risco representará sempre, em condições de equilíbrio, a fronteira eficiente, ou seja, nenhum investimento pode apresentar retorno superior dado o risco que se aceite correr. Já Sharpe, demonstra que com o CAPM a medida correta do risco é o beta, pois o risco próprio de cada ativo pode ser eliminado por meio da diversificação, assim não se deve receber nenhum prêmio de retorno.

O índice de Treynor (IT) é calculado como a razão entre o excedente de retorno do portfólio em relação a taxa livre de risco e o risco de mercado do portfólio, medido pelo β . Não considerando o risco total do portfólio (σ_P), somente o risco sistemático.

$$IT = \frac{R_P - r_f}{\beta_P} \quad (5.1)$$

Portanto, corresponde à inclinação de uma reta passando pelo ativo livre de risco e pelo ponto (β_P, R_P) , representando a relação entre o retorno oferecido pelo portfólio e o risco sistemático que ele representa.

Partindo do pressuposto que as combinações sobre a SML propostas pelo CAPM qualquer investidor pode obter uma carteira simplesmente mantendo uma combinação de apenas um ativo livre de risco e o portfólio de mercado. Portanto, se o Índice de Treynor da carteira for superior a inclinação da SML, então o gestor conseguiu obter retornos superiores em relação aos riscos incorridos. Caso o IT for menor que a inclinação da SML então o investidor é capaz de obter resultado igual ou melhor caso apenas mantiver seus recursos divididos entre o ativo livre de risco e o portfólio de mercado, como pode-se observar na figura 07.



Fonte: ODA, 2007.

Uma restrição que o índice possui ocorre quando o retorno do fundo é inferior ao do ativo livre de risco, esses casos requerem cuidados em sua classificação, caso contrário é possível indicar erroneamente um fundo como sendo melhor que outro.

5.1.2 ÍNDICE DE SHARPE

O índice de Sharpe vem da razão entre o excesso de retorno do portfólio acima da taxa livre de risco e o desvio padrão do próprio portfólio. Corresponde, portanto, à inclinação da reta que passa pelo ativo livre de risco e pelo ponto (σ_P, R_P) , que representa a relação entre o retorno oferecido pelo portfólio (prêmio de risco) e o nível de risco que ele representa (σ).

$$IS = \frac{R_P - R_f}{\sigma_P} \quad (5.2)$$

A equação 5.2 pode ser maximizada se:

- Para um dado nível de risco total (σ), o prêmio de risco é máximo;
- Para um dado prêmio de risco, o risco total (σ) é mínimo;

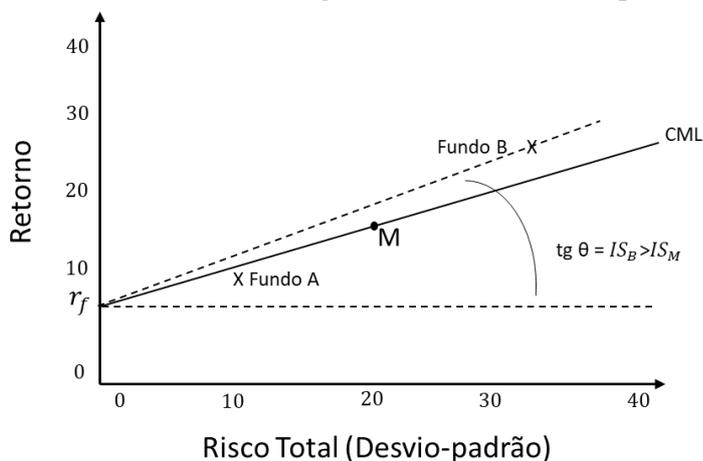
Portanto, relaciona o prêmio pelo risco de um portfólio pelo seu próprio risco, para isso, deve-se respeitar a seguinte hipótese:

$$E(R) \sim N(0,1) \quad (5.3)$$

O estimador para a razão de Sharpe, deve apresentar retornos que apresentem uma distribuição normal, necessário para haver consistência no índice.

Este índice é muito semelhante ao índice de Treynor, entretanto toma como referência a Linha de Mercado de Capitais ao invés da Linha de Mercado de Títulos. Portanto, qualquer investidor pode obter uma carteira sobre a CML mantendo uma combinação formada apenas pela taxa livre de risco e o portfólio de mercado, para um fundo justificar sua existência o portfólio tem que ser capaz de apresentar um prêmio de retorno em relação a CML, como pode ser observado na figura 08.

Figura 08: Índice de Sharpe



Fonte: ODA, 2007.

A determinação do índice de Sharpe não depende do CAPM e nem de qualquer índice de mercado, apesar disso, deve haver atenção especial em relação a seu uso para portfólios onde índice de Sharpe for negativo, o mesmo caso que a do índice de Treynor, pois pode classificar os portfólios de forma errônea.

Para carteiras bem diversificadas, o índice de Sharpe deve ser muito semelhante ao de Treynor, tendo em vista que que Treynor desconsidera o risco da carteira, pois utiliza β_p ao invés de σ_p . Isto ocorre, pois, ao diversificar a carteira é possível eliminar todo o risco não sistemático (risco próprio), restando apenas o risco sistemático (β) que é associado às oscilações do mercado como um todo.

5.1.3 ÍNDICE DE JENSEN

O índice de Jensen (α_p) é baseado na Linha de Mercado de Títulos (SML) pois, como o índice de Treynor, considera apenas o risco sistemático do portfólio e inclui o *benchmark* de mercado em sua definição.

$$\alpha_p = R_p - [r_f + \beta_p(R_M - r_f)] \quad (5.4)$$

Seu cálculo é dado pela diferença entre o retorno de fato apresentado pela carteira e o retorno que deveria ter sido apresentado nas condições do CAPM.

5.1.4 ÍNDICE DE MODIGLIANI

O índice de Modigliani foi proposto em 1997 por Modigliani e Modigliani e possui a premissa de medir o excesso de retorno em relação ao benchmark como se ambos tivessem a mesma volatilidade.

Utiliza-se o custo de oportunidade do risco de mercado para ajustar a carteira para o nível do *benchmark* de mercado e assim medir o retorno desta carteira ajustado ao risco, assim o índice fica em percentagem e, portanto, pode ser comparado com qualquer outra carteira.

$$MM_P = \frac{(\bar{R}_P - r_f)}{\sigma_P} \sigma_B + r_f \quad (5.5)$$

Como o termo que multiplica o risco do *benchmark* é o próprio índice de Sharpe e a taxa livre de risco é uma constante, então os dois índices convergem a mesma conclusão sobre a performance de uma carteira, pois levam às mesmas posições relativas.

5.2 BASE DE DADOS

Os dados utilizados neste trabalho foram coletados por meio da base de dados Económica, para as cotas diárias dos fundos selecionados e a cotação do Índice Bovespa, além do Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central do Brasil para a taxa de juros Selic diária.

Levando em consideração a nova classificação para fundos brasileiros da ANBIMA, que entrou em vigor a partir de julho de 2015, optou-se pela utilização dos seguintes tipos de fundos:

- Ações > Ativo > Livre
- Multimercado > Estratégia > Livre

A escolha se dá, pois, essas classificações são as que mais proporcionam liberdade para o gestor, não obrigando-o a investir em algum tipo específico de produto financeiro ou ação. Desta forma, a estratégia selecionada pelo gestor refletirá no resultado entregue e a análise de sua performance será única e exclusivamente fruto de sua leitura do

mercado. Assim, o momento de algum tipo de ativo financeiro estiver passando não influenciará em seu resultado, tendo em vista que não há obrigação em colocá-lo em seu portfólio, como destacado na figura 02.

Para isto, utilizou-se a ferramenta “Buscar Fundos” disponível no site da ANBIMA, onde é possível visualizar todos os fundos disponíveis por tipo de fundo, o que resultou em 428 fundos, sendo 158 fundos de Ações Livre e 270 de fundos Multimercados Livre. Com o objetivo de escolher fundos que possam oferecer ao investidor uma análise de resultado de um horizonte mínimo de 5 anos, optou-se em adicionar um filtro extra, selecionando os fundos que existem pelo menos desde 02 de janeiro de 2013. Desta forma, o resultado obtido foi de 206 fundos, sendo 74 de Ações Livre e 132 de Multimercado Livre.

A etapa seguinte consistiu em filtrar os gestores com maior facilidade de acesso pelo investidor comum, foram eles:

- Banco do Brasil (BB DTVM S.A.);
- Itaú (ITAU UNIBANCO S.A.);
- Santander (BANCO SANTANDER BRASIL S.A.);
- Bradesco;
- BTG Pactual;
- Safra (J SAFRA ASSET MANAGEMENT).

A escolha por estes gestores como sendo os mais acessíveis vem do fato de que estes são os maiores bancos em atuação no Brasil, dado seus respectivos ativos totais de 2016. Adiciona-se a esta lista a Caixa Econômica Federal, contudo, na base de dados de todos os fundos existentes no mercado, coletado na ANBIMA, não há fundos com gestão da Caixa Econômica Federal.

A etapa seguinte consistiu em selecionar 1 fundo de cada gestor selecionado, para isto criou-se 3 grupos:

1. Fundos Multimercado – Inicial Mínimo;
2. Fundos Multimercado – Inicial Máximo;
3. Fundos de Ações – Inicial Mínimo.

A criação destes grupos ocorreu devido a maioria dos gestores selecionados serem de bancos “populares”, onde alguns possuem uma linha de atendimento personalizado para clientes com maior poder aquisitivo. Portanto, para tentar identificar se os fundos geridos pelos bancos que exigem valor inicial de entrada altos realmente oferecem um retorno superior levando em consideração o seu risco, optou-se por essa divisão. Para os fundos de ações, optou-se apenas pelos fundos com inicial mínimo pois para todos os gestores não havia diferenças significativas de valor inicial exigido, entre os fundos de cada gestor, como observado nos fundos multimercado, caracterizando, portanto, como sendo uma característica desses tipos de fundos.

Após todos os filtros, resultou-se em 6 fundos para o grupo do Multimercado – Inicial Máximo e Multimercado – Inicial Mínimo, e 5 fundos para o grupo Ações – Inicial Mínimo, pois para a gestão do Santander não existia fundo de ações de classificação livre. Os fundos selecionados e suas respectivas informações podem ser observadas no Anexo A, além do Código TCC, abreviatura criada para mencionar de forma mais fácil cada um dos fundos durante o restante desta pesquisa. Já no Anexo C, encontra-se a política de investimento de cada um dos fundos selecionado.

Para o cálculo dos índices de desempenho foram utilizados, os retornos em logaritmo natural, já para o cálculo dos Betas foi utilizada a inclinação da reta, método de cálculo comumente utilizado pelos atuantes do mercado financeiro, já para a volatilidade dos fundos, utilizou o desvio padrão, para os períodos analisados, anualizados para 252 dias. Além disso, a taxa livre de risco utilizada foi a taxa Selic e o índice de mercado foi o índice Ibovespa.

6 RESULTADOS

O primeiro passo para a análise empírica foi a fragmentação de três períodos de análises, de acordo com a Tabela 01. Os resultados obtidos para todos os fundos e períodos analisados podem ser encontrados no Anexo B.

Tabela 01: Períodos de Análise

Início	Fim	Pregões	Tendência Ibovespa	% Ibovespa	Retorno Médio Diário (%)	
					Selic	Ibovespa
30/06/2017	22/09/2017	60	Alta	19.86%	0.03523	0.3195
13/01/2017	11/04/2017	60	Lateral	1.11%	0.04767	0.0105
06/05/2015	30/07/2015	60	Baixa	-12.62%	0.0502	-0.2523

Fonte: Elaboração Própria

Essa fragmentação busca verificar se os gestores selecionados oferecem o mesmo retorno atrelado ao risco em situação distintas de mercado, sinalizando se em determinados períodos o risco não compensa o retorno alcançado.

De acordo com a tabela 02, ao analisar os fundos do ponto de vista do retorno médio diário, observa-se que em um mercado de alta todos os fundos, com exceção do SAFRA-1, alcançaram retorno superior à taxa Selic, enquanto que apenas 3 obtiveram um retorno superior ao índice Bovespa, todos fundos de Ações Livre, sendo eles ITAU-3, BBDC-3, SAFRA-3. Em um cenário de mercado lateral, todos os fundos obtiveram maior retorno do que o benchmark de mercado, com a exceção de 2 fundos com retornos negativos, BB-3, SAFRA-3, além do fundo BBDC-3, ou seja, todos fundos de Ações Livre. Para um mercado de baixa, todos os fundos tiveram um retorno médio superior ao Ibovespa, entretanto, todos os fundos multimercado com resultados positivos, enquanto os fundos de ações com retornos negativos menores que o retorno do índice.

Tabela 02: Desempenho de acordo com o Retorno Médio

Período	Retorno Menor que a Selic	Retorno Maior que o Ibovespa
Alta	SAFRA-1	ITAU-3 BBDC-3 SAFRA-3
Lateral	BTG-1 BB-2 SANB-2 BB-3* BBDC-3 SAFRA-3*	Todos os fundos, com exceção dos fundos com retorno negativos e o fundo BBDC-3
Baixa	ITAU-1 SANB-1 SANB-2 BB-3* ITAU-3* BBDC-3* BTG-3* SAFRA-3*	Todos, sendo os multimercados com retorno positivo e os de ações com retorno menos negativo que o Ibovespa

*Fundo com Retorno Negativo.

Fonte: Elaboração Própria

Ao analisar os betas dos fundos, observa-se que em um mercado de alta os fundos multimercados do Banco do Brasil (BB-1; BB-2) e o ITAU-1 possuem beta negativo. Enquanto em um mercado de baixa, os fundos multimercados do Banco Santander (SANB-1; SANB-2) tiveram um beta negativo, juntamente com o ITAU-2. Em todos os períodos de análise, os fundos de ações de todos os bancos obtiveram os maiores betas, ou seja, os maiores riscos sistêmicos, sendo o menor o do fundo ITAU-3 (0,55) no período

de baixa e maior o do fundo BB-3 (0,96) no período lateral. Todos os fundos multimercado tiveram betas inferiores a 0,1, o que indica que não possuem correlação com o benchmark de mercado, o índice Bovespa. Um resumo da análise dos betas é apresentado na Tabela 03.

Tabela 03: Resumo dos Betas dos Fundos Selecionados

Período	Beta Negativo	Maiores Betas
Alta	BB-1 BB-2 ITAU-1	Fundos de Ações
Lateral	BB-1 ITAU-1	Fundos de Ações
Baixa	SANB-1 SANB-2 ITAU-2	Fundos de Ações

Fonte: Elaboração Própria

O objetivo desta pesquisa é avaliar os fundos de investimentos por meio de indicadores de desempenho. Os indicadores selecionados, possuem a premissa de que quanto maior seus resultados melhores o desempenho do fundo. As tabelas 04 a 06, apresentam os resultados dos índices para os fundos escolhidos separando-os para os períodos de alta, lateral e baixa, respectivamente.

Tabela 04: Indicadores de Desempenho para o Período de Alta

	Jensen	Sharpe	Treynor	Modigliani
BB-1	0.0199	0.0676	-0.6045	0.2506
ITAU-1	0.0237	0.1044	-0.8291	0.3155
SANB-1	-0.0032	0.3189	0.2539	0.4588
BBDC-1	0.0375	0.3182	1.9009	0.7344
BTG-1	0.0085	0.1310	0.8806	0.2348
SAFRA-1	0.0592	0.3592	0.9617	1.3701
BB-2	0.0060	0.0427	-1.7141	0.1164
ITAU-2	0.0066	0.1426	0.6107	0.2314
SANB-2	-0.0070	0.2315	0.2428	0.6852
BBDC-2	0.0123	0.3031	2.2030	0.2600
BTG-2	0.0155	0.4251	1.1227	0.3647
SAFRA-2	0.0213	0.3276	0.7914	0.5621
BB-3	-0.0014	0.2932	0.2826	3.9119
ITAU-3	0.0945	0.5290	0.4167	4.7554
BBDC-3	0.1331	0.5527	0.4562	5.6395
BTG-3	0.0930	0.4597	0.4397	4.2138
SAFRA-3	0.0802	0.3671	0.3853	4.8920

Fonte: Elaboração Própria

Por meio da tabela 04 é possível observar que os melhores fundos para o período de alta do índice Bovespa segundo o índice de Jensen foram os fundos BBDC-3, ITAU-3, enquanto os piores foram SANB-2, SANB-1. Para o índice de Sharpe os melhores fundos foram os mesmos que os para o índice de Jensen, enquanto os piores foram BB-2 e BB-1. Os fundos que tiverem melhor índice de Treynor foram BBDC-2 e BBDC-1 e os

piores BB-2 e ITAU-1. Para o índice de Modigliani os melhores foram BBDC-3 e SAFRA-3, enquanto os piores foram BB-2 e ITAU-2.

O resultado da pesquisa sugere que para o período de alta, os fundos de ações se saíram melhor nos índices de Jensen, Sharpe e Modigliani, ocupando as melhores colocações, isto ocorre pois estes fundos apresentam, no período analisado, maior retorno médio, betas maiores que os fundos multimercados, além de volatilidades maiores, compensadas pelo maior retorno em relação aos multimercados. Os piores fundos, de acordo com os índices de desempenho foram os fundos multimercados, em sua maioria os fundos com valor inicial de entrada altos.

Tabela 05: Indicadores de Desempenho para o Período Lateral

	Jensen	Sharpe	Treynor	Modigliani
BB-1	0.0104	0.0365	-0.1273	0.2769
ITAU-1	0.0427	0.1763	-3.9618	0.7312
SANB-1	0.0054	0.0153	0.0194	0.0767
BBDC-1	0.0735	0.2155	1.9230	1.1918
BTG-1	-0.0053	-0.0516	-0.3176	-0.0476
SAFRA-1	0.0244	0.0756	0.3878	0.4005
BB-2	-0.0032	-0.0186	-0.1955	-0.0161
ITAU-2	0.0208	0.1679	0.8200	0.3636
SANB-2	0.0009	-0.0250	-0.0315	-0.0474
BBDC-2	0.0292	0.2145	2.7610	0.5046
BTG-2	0.0138	0.1937	0.5319	0.2519
SAFRA-2	0.0086	0.0624	0.3149	0.1687
BB-3	-0.1432	-0.1386	-0.1847	-2.7803
ITAU-3	0.0559	0.0329	0.0385	0.5042
BBDC-3	-0.0014	-0.0316	-0.0376	-0.5316
BTG-3	0.0664	0.0485	0.0614	0.7099
SAFRA-3	-0.0897	-0.1028	-0.1300	-1.9276

Fonte: Elaboração Própria

Para o período onde o índice Bovespa esteve lateral, os melhores fundos de acordo com o índice de Jensen foram BBDC-1 e BTG-3, enquanto que os piores foram o BB-3 e SAFRA-3. No tocante ao índice de Sharpe os fundos com melhores desempenho foram os fundos BBDC-1 e BBDC-2, pelo mesmo critérios os piores desempenhos foram dos fundos BB-3 e SAFRA-3, os mesmo segundo o índice de Jensen. Enquanto ao índice de Treynor, os melhores fundos foram BBDC-2 e BBDC-1, já os piores ITAU-1 e BTG-1.

Por fim, de acordo com o índice de Modigliani, os melhores fundos foram BBDC-1 e ITAU-1 e os piores os fundos BB-3 e SAFRA-3.

Para o período onde o mercado estava lateral, percebe-se que os fundos multimercados em sua maioria obtiveram uma performance superior aos fundos de ações, situação oposta quando comparado ao período de alta, destacando-se os fundos do Bradesco, BBDC-1 e BBDC-2, que ficaram entre os melhores desempenhos na maioria dos índices de performance.

Tabela 05: Indicadores de Desempenho para o Período de Baixa

	Jensen	Sharpe	Treynor	Modigliani
BB-1	0.0159	0.0891	0.2556	0.1661
ITAU-1	-0.0133	-0.3801	-4.1388	-0.1775
SANB-1	-0.0039	-0.0339	0.3378	0.0176
BBDC-1	0.0389	0.1958	9.4608	0.6486
BTG-1	0.0022	0.0179	0.1225	0.0604
SAFRA-1	0.0744	0.0444	0.1359	0.4163
BB-2	0.0868	0.5734	3.4339	1.3167
ITAU-2	0.0097	0.1688	-0.6421	0.3426
SANB-2	-0.0118	-0.1694	1.5156	-0.1060
BBDC-2	0.0152	0.1776	5.1313	0.2777
BTG-2	0.0152	0.2321	2.0662	0.2606
SAFRA-2	0.0295	0.0417	0.1270	0.1889
BB-3	-0.0091	-0.1988	-0.3184	-2.8334
ITAU-3	0.0252	-0.2161	-0.2572	-2.2204
BBDC-3	-0.0147	-0.2725	-0.3198	-4.2597
BTG-3	0.1154	-0.0903	-0.1160	-1.0891
SAFRA-3	-0.0384	-0.2602	-0.3667	-3.4314

Fonte: Elaboração Própria

No que diz respeito ao período de baixa do índice Bovespa, os fundos com melhor performance de acordo com o índice de Jensen foram o BTG-3 e BB-2, sendo os piores os fundos SAFRA-3 e BBDC-3. Em relação ao índice de Sharpe, os melhores fundos foram o BTG-2 e BBDC-1, enquanto os piores foram o ITAU-1 e BBDC-3. Já para o índice de Treynor, os fundos com melhor performance foram o BBDC-1 e BBDC-2 e os piores o ITAU-1 e ITAU-2, no tocante ao índice de Modigliani, os melhores fundos foram o BB-2 e BBDC-1 e os piores o BBDC-3 e SAFRA-3.

Pode-se concluir que para o período de baixa do mercado todos os fundos de ações obtiveram uns dos piores valores para os indicadores de desempenho, destacando-se o

BBDC-3 e SAFRA-3. Além disso, todos os fundos do banco Itaú obtiveram baixos valores nos indicadores ocupando as últimas posições. O destaque positivo fica para o desempenho dos fundos Multimercados do Banco Santander, que ficaram nas primeiras posições no ranking dos índices.

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo desta pesquisa foi avaliar a performance dos gestores dos fundos de investimento, classificados pela ANBIMA, como Fundos de Ações e Fundos Multimercado por meio de indicadores de performance. Para tal, estabeleceu-se uma comparação entre os fundos, mais e menos acessíveis financeiramente ao investidor comum, dos principais bancos em atuação no Brasil, Banco do Brasil, Itaú, Santander, Bradesco, BTG Pactual e Safra.

Para a grande maioria dos investidores, a análise de um fundo de investimento passa somente pelo crivo do retorno passado. Um nicho do mercado financeiro e trabalhos acadêmicos na área de fundos de investimentos buscam comprovar o oposto, ou seja, que o retorno não a única variável de relevância para a decisão de escolha de investimento. Dentro dessa ótica, este trabalho por meio da análise dos fundos selecionados em períodos distintos no mercado, visou avaliar o desempenho dos fundos de investimentos do tipo Multimercado e Ações por meio de indicadores baseados na teoria do mercado de capitais, que utilizam como medidas de risco o desvio-padrão e o beta.

Os diferentes tipos de indicadores de desempenho analisados, na tentativa de avaliar a performance do gestor, podem acabar gerando classificações distintas entre os mesmos fundos. Entretanto, quando utilizados da maneira certa geram informações cruciais para o investidor, tornando-se uma ferramenta fundamental na decisão de investimentos.

De acordo com os indicadores calculados percebe-se que os fundos de investimentos de ações possuem performance satisfatória somente no período de alta, sendo os melhores fundos nesse cenário, enquanto nos períodos de baixa e lateral os fundos de investimentos Multimercados detém a melhor performance. Adicionalmente a isso, no período lateral os fundos multimercados conseguiram, em sua maioria, alcançar retornos iguais ou superiores aos fundos de ações com betas e volatilidades menores. Estes cenários podem ser explicados pelo fato de que os fundos de ações, por causa da norma do tipo do fundo, obrigatoriamente devem estar posicionados sempre em ações

enquanto que os fundos multimercados possuem maior liberdade de escolha, tornando-se um ponto positivo em cenários de queda ou laterais pois conseguem investir em ativos que possuem correlações menores com o índice de mercado, nessa pesquisa o índice Bovespa.

No anexo C, encontra-se as normas dos fundos utilizados, onde é possível observar em que tipo de ativos um fundo pode investir em relação a percentagem do seu patrimônio. Essa distribuição varia para cada tipo de fundo e a ANBIMA, em alguns casos, determina percentagens mínimas em determinados tipos de ativos. Entretanto, o fundo pode determinar quaisquer valores, desde que respeitado a determinação mínima, atrelado a isto o fundo também pode alterar suas normas, caso ache necessário em virtude de alterações na estratégia do fundo.

No tocante a diferença entre os fundos multimercados, com valores iniciais altos e os mais acessíveis, não há distinção de performance exclusivamente por este fator, portanto, um fundo que exige um valor inicial muito maior para adentrar no fundo, não significa que este irá gerar performance superior a um fundo mais acessível, tendo em vista que a performance entre eles foi bem diversificada, indicando que a escolha pelo gestor é mais importante.

Considerando as análises em todos os três cenários, os melhores gestores foram os do Banco Bradesco pois estes ficaram nas primeiras posições na análise da maioria dos indicadores. Enquanto os piores gestores foram os dos fundos do Banco do Brasil e do Banco Safra.

REFERÊNCIAS

ANBIMA. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Consolidado Histórico de Fundos de Investimento – janeiro 2018**. Disponível em: < http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm >. Acesso em: 11 jan. 2018.

ANBIMA. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Classificação de fundos - Visão Geral e nova estrutura. 2015**. - Disponível em: < http://www.anbima.com.br/data/files/E3/62/8C/0B/242085106351AF7569A80AC2/No-vaClassificacaodeFundos_PaperTecnico_1_.pdf >. Acesso em 10 ago. 2018.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 10. Ed. São Paulo: Atlas, 2011.

FONSECA, Nelson Ferreira.; BRESSAN, Aureliano Angel.; IQUIAPAZA, Robert Aldo.; GUERRA, João Paulo. Análise do desempenho recente de fundos de investimento no Brasil. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 18, n. 1, p. 95-116, 2007.

FREIRE JR, Ricardo dos Santos. **Análise crítica das hipóteses e premissas para o CAPM**. Monografia (Graduação em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

LIMA, Ailza Silva de. **Relação risco e retorno para o setor bancário brasileiro: uma abordagem por modelos de precificação de ativos**. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) – Departamento de Economia, Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa, 2010. Disponível em: < <http://salaacoes.blogspot.com.br/search/label/Pesquisas?updated-max=2015-06-30T20:10:00-03:00&max-results=20&start=7&by-date=false> >. Acesso em: 15 nov. 2017.

ODA, André Luiz. **Desempenho de fundos de ações: análise de persistência de performance dos fundos de ações brasileiros**. 1. Ed. São Paulo: Saint Paul Editora, 2007.

JESI, Lígia Ennes. **Teste do modelo CAPM nas ações do Ibovespa, no período de 2 de janeiro a 30 de junho de 2008**. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) – Departamento de Economia, Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa, 2008. Disponível em: < <http://salaacoes.blogspot.com.br/2012/03/monografia-20072008.html> >. Acesso em: 03 nov. 2017.

PINHO NETO, Demosthenes Madureira de. **A Indústria de Fundos Brasileira: Evolução Recente**. Anuário 2011, ANBIMA. 2011. Disponível em: < <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/aif/article/view/22078> >. Acesso em: 20 ago. 2018.

SECURATO, José Roberto Ferreira. **Decisões financeiras em condições de risco**. São Paulo: Atlas, 1993.

SARMENTO, Talita Tuane de Andrade Sarmento. **Avaliação de fundos de investimentos de ações no brasil: uma abordagem por indicadores de desempenho.** Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) – Departamento de Economia, Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa, 2014.

TOBIN, James. Liquidity preference as behavior toward risk. **Review of Economic Studies**, n.25, p.65-86, Fev., 1958.

VARGA, Gyorgy; WENGERT, Maxim. A indústria de fundos de investimentos no Brasil. **Revista de Economia e Administração**, v. 10, n. 1, p. 66-109, 2011.

VARGA, Gyorgy. Índice de sharpe e outros indicadores de performance aplicados a fundos de ações brasileiros. **Rev. adm. contemp.**, Curitiba, v. 5, n. 3, p. 215-245, Dec. 2001. Disponível em:
<http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-65552001000300011&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 11 mar. 2018.

ANEXOS

ANEXO A – Tabela informacional dos fundos Selecionados

Código TCC	Nome	Código ANBID	CNPJ	Tipo de Fundo	Gestor	Início	Aplicação Inicial	Patrimônio Líquido (out/18)
BB-1	BB PREVIDENCIARI O MULTI FI LP	227412	10.418.362/ 0001-50	Multimercado Livre	BB DTVM S.A	03/04/2009	R\$10.000,00	R\$483.348.247,96
ITAU-1	MULTIMANAGE R PLUS MULTIMERCAD O FICFI	098051	04.118.043/ 0001-27	Multimercado Livre	Itaú Unibanco S.A	05/02/2002	R\$50.000,00	R\$26.199.716,06
SANB-1	SANTANDER FI TOP BRASIL MULTIMERCAD O	318345	16.607.894/ 0001-12	Multimercado Livre	Banco Santander (Brasil) S.A	07/11/2012	R\$20.000.000 ,00	R\$280.085.765,76
BBDC-1	BRADESCO FI MULTIMERCAD O ABSOLUTO	156620	07.667.533/ 0001-70	Multimercado Livre	Bradesco	27/04/2006	R\$100.00,00	R\$114.039.153,94

BTG-1	BTG PACTUAL MULTIST ADV FI MULTIMERCAD O	118761	05.656.536/ 0001-83	Multimercado Livre	BTG Pactual	01/08/2003	R\$50.000,00	R\$62.874.183,96
SAFRA-1	SAFRA GALILEO FC FI MULT	222097	10.347.249/ 0001-21	Multimercado Livre	J Safra Asset Managem ent	30/12/2008	R\$500.000,00	R\$4.446.362.050,72
BB-2	BB MULT LP MULTIESTRATE GIA ESTILO FC FI	269735	13.322.192/ 0001-02	Multimercado Livre	BB DTVM S.A	21/03/2011	-	R\$216.830.923,19
ITAU-2	ITAÚ MULTIMERCAD O MULTIMANAGE R FICFI	020699	00.840.008/ 0001-66	Multimercado Livre	Itaú Unibanco S.A	02/10/1995	R\$5.000,00	R\$99.092.691,56

SANB-2	SANTANDER FIC FI MULTIESTRATE GIA MULT	122361	05.563.613/ 0001-50	Multimercado Livre	Banco Santander (Brasil) S.A	24/11/2003	R\$2.000,00	R\$200.052.304,99
BBDC-2	BRAD PRIME NET FICFI MULT CRISTAL	157562	07.667.299/ 0001-81	Multimercado Livre	Bradesco	30/05/2006	R\$1.000,00	R\$19.154.567,55
BTG-2	BTG PACTUAL HEDGE FI MULTIMERCAD O	022780	00.888.897/ 0001-31	Multimercado Livre	BTG Pactual	31/10/1995	R\$25.000,00	R\$97.915.321,77
SAFRA-2	SAFRA HIGH YIELD FI MULT	113212	04.874.564/ 0001-04	Multimercado Livre	J Safra Asset Managem ent	17/03/2003	R\$25.000,00	R\$1.059.004.293,21
BB-3	BB ACOES EXPORTAÇÃO FICFIA	104213	05.100.213/ 0001-09	Ações Livre	BB DTVM S.A	23/07/2002	R\$200,00	R\$58.683.533,23

ITAU-3	ITAÚ INST AÇÕES FOF MULTIGESTOR X FI	295345	14.096.759/ 0001-24	Ações Livre	Itaú Unibanco S.A	29/12/2011	R\$50.000,00	R\$243.582.573,45
BBDC-3	BRADESCO FIA MULTI SETORIAL	016020	96.498.654/ 0001-66	Ações Livre	Bradesco	19/09/1994	R\$500,00	R\$33.216.728,28
BTG-3	BTG PACTUAL ABSOLUTO INST FIC FI ACOES	252311	11.977.794/ 0001-64	Ações Livre	BTG Pactual	19/07/2010	R\$25.000,00	R\$655.541.782,55
SAFRA-3	SAFRA EXPORTAÇÃO FI ACOES	130958	06.888.302/ 0001-24	Ações Livre	J Safra Asset Managem ent	23/08/2004	R\$10.000,00	R\$9.755.805,61

Fonte: ANBIMA - Rankings e Estatísticas – Fundos de Investimentos

ANEXO B – Tabela de resultados individuais dos fundos selecionados

MULTIMERCADO - INICIAL MÁXIMO						
Período de Alta						
Código TCC	BB-1	ITAU-1	SANB-1	BBDC-1	BTG-1	SAFRA-1
β	-0.0224	-0.0213	0.1051	0.0232	0.0143	0.0874
Retorno Médio	0.0488	0.0529	0.0619	0.0793	0.0478	0.1193
Desvio Padrão - Fundo	0.2006	0.1691	0.0837	0.1384	0.0959	0.2341
Volatilidade Fundo	3.1841	2.6840	1.3282	2.1970	1.5228	3.7159
Treynor	-0.6045	-0.8291	0.2539	1.9009	0.8806	0.9617
Sharpe	0.0676	0.1044	0.3189	0.3182	0.1310	0.3592
Jensen	0.0199	0.0237	-0.0032	0.0375	0.0085	0.0592
Modigliani	0.2506	0.3155	0.4588	0.7344	0.2348	1.3701
Período Lateral						
Código TCC	BB-1	ITAU-1	SANB-1	BBDC-1	BTG-1	SAFRA-1
β	-0.1139	-0.0109	0.0973	0.0375	0.0187	0.0575
Retorno Médio	0.0612	0.0899	0.0486	0.1189	0.0408	0.0690
Desvio Padrão - Fundo	0.3969	0.2446	0.1233	0.3348	0.1152	0.2948
Volatilidade Fundo	6.3012	3.8827	1.9567	5.3140	1.8287	4.6805
Treynor	-0.1273	-3.9618	0.0194	1.9230	-0.3176	0.3878
Sharpe	0.0365	0.1763	0.0153	0.2155	-0.0516	0.0756
Jensen	0.0104	0.0427	0.0054	0.0735	-0.0053	0.0244
Modigliani	0.2769	0.7312	0.0767	1.1918	-0.0476	0.4005
Período de Baixa						
Código TCC	BB-1	ITAU-1	SANB-1	BBDC-1	BTG-1	SAFRA-1
β	0.0286	0.0035	-0.0061	0.0040	0.0052	0.1697
Retorno Médio	0.0575	0.0359	0.0481	0.0879	0.0508	0.0733
Desvio Padrão - Fundo	0.0820	0.0377	0.0606	0.1926	0.0359	0.5191
Volatilidade Fundo	1.3013	0.5990	0.9617	3.0568	0.5695	8.2400
Treynor	0.2556	-4.1388	0.3378	9.4608	0.1225	0.1359
Sharpe	0.0891	-0.3801	-0.0339	0.1958	0.0179	0.0444
Jensen	0.0159	-0.0133	-0.0039	0.0389	0.0022	0.0744
Modigliani	0.1661	-0.1775	0.0176	0.6486	0.0604	0.4163

MULTIMERCADO - INICIAL MÍNIMO

Período de Alta						
Código TCC	BB-2	ITAU-2	SANB-2	BBDC-2	BTG-2	SAFRA-2
β	-0.0030	0.0202	0.1686	0.0064	0.0185	0.0419
Retorno Médio	0.0403	0.0476	0.0762	0.0494	0.0560	0.0684
Desvio Padrão - Fundo	0.1198	0.0866	0.1769	0.0467	0.0488	0.1013
Volatilidade Fundo	1.9015	1.3754	2.8079	0.7417	0.7751	1.6083
Treynor	-1.7141	0.6107	0.2428	2.2030	1.1227	0.7914
Sharpe	0.0427	0.1426	0.2315	0.3031	0.4251	0.3276
Jensen	0.0060	0.0066	-0.0070	0.0123	0.0155	0.0213
Modigliani	0.1164	0.2314	0.6852	0.2600	0.3647	0.5621

Período Lateral						
Código TCC	BB-2	ITAU-2	SANB-2	BBDC-2	BTG-2	SAFRA-2
β	0.0203	0.0243	0.1882	0.0104	0.0243	0.0244
Retorno Médio	0.0428	0.0667	0.0408	0.0756	0.0597	0.0544
Desvio Padrão - Fundo	0.2136	0.1189	0.2375	0.1345	0.0667	0.1232
Volatilidade Fundo	3.3901	1.8870	3.7701	2.1349	1.0590	1.9558
Treynor	-0.1955	0.8200	-0.0315	2.7610	0.5319	0.3149
Sharpe	-0.0186	0.1679	-0.0250	0.2145	0.1937	0.0624
Jensen	-0.0032	0.0208	0.0009	0.0292	0.0138	0.0086
Modigliani	-0.0161	0.3636	-0.0474	0.5046	0.2519	0.1687

Período de Baixa						
Código TCC	BB-2	ITAU-2	SANB-2	BBDC-2	BTG-2	SAFRA-2
β	0.0232	-0.0287	-0.0065	0.0028	0.0064	0.0688
Retorno Médio	0.1300	0.0686	0.0404	0.0645	0.0635	0.0589
Desvio Padrão - Fundo	0.1391	0.1091	0.0581	0.0807	0.0571	0.2094
Volatilidade Fundo	2.2089	1.7324	0.9225	1.2811	0.9066	3.3236
Treynor	3.4339	-0.6421	1.5156	5.1313	2.0662	0.1270
Sharpe	0.5734	0.1688	-0.1694	0.1776	0.2321	0.0417
Jensen	0.0868	0.0097	-0.0118	0.0152	0.0152	0.0295
Modigliani	1.3167	0.3426	-0.1060	0.2777	0.2606	0.1889

AÇÕES - INICIAL MÍNIMO

Período de Alta

Código TCC	BB-3	ITAU-3	BBDC-3	BTG-3	SAFRA-3
β	0.8640	0.7135	0.7738	0.5987	0.7941
Retorno Médio	0.2794	0.3326	0.3883	0.2985	0.3412
Desvio Padrão - Fundo	0.8329	0.5621	0.6388	0.5725	0.8335
Volatilidade Fundo	13.2224	8.9227	10.1405	9.0889	13.2316
Treynor	0.2826	0.4167	0.4562	0.4397	0.3853
Sharpe	0.2932	0.5290	0.5527	0.4597	0.3671
Jensen	-0.0014	0.0945	0.1331	0.0930	0.0802
Modigliani	3.9119	4.7554	5.6395	4.2138	4.8920

Período Lateral

Código TCC	BB-3	ITAU-3	BBDC-3	BTG-3	SAFRA-3
β	0.9640	0.7484	0.9678	0.6800	0.9566
Retorno Médio	-0.1313	0.0756	0.0103	0.0885	-0.0776
Desvio Padrão - Fundo	1.2848	0.8760	1.1540	0.8616	1.2097
Volatilidade Fundo	20.3948	13.9060	18.3193	13.6774	19.2041
Treynor	-0.1847	0.0385	-0.0376	0.0614	-0.1300
Sharpe	-0.1386	0.0329	-0.0316	0.0485	-0.1028
Jensen	-0.1432	0.0559	-0.0014	0.0664	-0.0897
Modigliani	-2.7803	0.5042	-0.5316	0.7099	-1.9276

Período de Baixa

Código TCC	BB-3	ITAU-3	BBDC-3	BTG-3	SAFRA-3
β	0.5705	0.5561	0.8488	0.6186	0.5982
Retorno Médio	-0.1314	-0.0928	-0.2213	-0.0216	-0.1691
Desvio Padrão - Fundo	0.9140	0.6620	0.9963	0.7945	0.8430
Volatilidade Fundo	14.5088	10.5089	15.8159	12.6129	13.3820
Treynor	-0.3184	-0.2572	-0.3198	-0.1160	-0.3667
Sharpe	-0.1988	-0.2161	-0.2725	-0.0903	-0.2602
Jensen	-0.0091	0.0252	-0.0147	0.1154	-0.0384
Modigliani	-2.8334	-2.2204	-4.2597	-1.0891	-3.4314

ANEXO C – Política de investimentos dos fundos selecionados

BB PREVIDENCIARIO MULTI FI LP

Composição da Carteira	Mínimo	Máximo
1) Ações emitidas por empresas brasileiras, devidamente registradas na CVM, bônus ou recibos de subscrição, certificados de depósitos de ações.	0%	49%
2) Títulos de emissão do Tesouro Nacional, registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC).	0%	100%
3) Operações comprometidas com lastro em títulos públicos federais, registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC).	0%	50%
4) Ativos financeiros de emissão privada cujo emissor esteja classificado na categoria baixo risco de crédito ou equivalente, com certificação por agência de classificação de risco localizada no País	0%	30%
5) DPGE – Depósito a prazo com Garantia Especial, limitando o valor do principal, acrescido dos rendimentos, ao valor máximo garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito – FGC.	0%	50%
6) Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e em Cotas de Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de investimento em Direitos Creditórios (FIC FIDC), constituídos sob a forma de condomínio aberto	0%	15%
7) Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e em Cotas de Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de investimento em Direitos Creditórios (FIC FIDC), constituídos sob a forma de condomínio fechado, limitado a 5%		
Limites por Emissor	Mínimo	Máximo
1) Total de títulos, ativos financeiros e modalidades operacionais de emissão ou com co-obrigação de uma mesma pessoa jurídica, companhia aberta, de seu controlador, de sociedades por ele direta ou indiretamente controladas e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum	0%	10%
2) Total de títulos, ativos financeiros e modalidades operacionais de emissão ou co-obrigação de uma mesma pessoa jurídica de direito privado (exceto companhia aberta ou instituição financeira), de seu controlador, de sociedades por ela direta ou indiretamente controladas, de suas coligadas ou de outras sociedades sob controle comum	0%	5%
3) Total de emissão, ativos financeiros e modalidades operacionais de emissão ou com co-obrigação de uma mesma instituição financeira, de seu controlador, de sociedades por ele(a) direta ou indiretamente controladas e de suas coligadas sob controle comum	0%	20%

4) Total de aplicação em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) e em cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIC FIDC)	0%	15%
5) Total de aplicação em cotas de um mesmo emissor fundo de investimento	0%	10%
6) Aplicação em cotas de fundos de investimento administrados pela própria ADMINISTRADORA	0%	15%
7) Aplicação em ativos financeiros de emissão da ADMINISTRADORA ou de empresas ligadas, vedada a aquisição de ações de emissão do gestor e do administrador	0%	20%

MULTIMANAGER PLUS MULTIMERCADO FICFI

LIMITES POR ATIVO (% do patrimônio do FUNDO)			
Legislação	Fundo	Descrição dos Ativos	
GRUPO I – No mínimo 95%	Até 100%	Permitido	Cotas de fundos de investimento de diversas classes.
	Até 100%	Permitido	Cotas de fundos de investimento em índices de mercado (Fundos de Índice).
	Até 20%	Vedado	FII
		Até 10%	FIDC e FICFIDC
	Até 20%	Permitido	Ativos no Exterior compatíveis com a política do FUNDO: o FUNDO poderá aplicar em cotas de fundos de investimento constituídos no exterior, bem como os fundos de investimento nos quais o FUNDO aplica seus recursos poderão aplicar em cotas de fundos de investimento, ativos financeiros, modalidades operacionais emitidos, negociados ou constituídos no exterior e que atendam, alternativamente, aos seguintes requisitos: (i) sejam admitidos à negociação em bolsa de valores, de mercadorias e futuros ou registrados em sistemas de registro, custódia ou de liquidação financeira devidamente autorizados em seus países de origem e supervisionados por autoridade local reconhecida, nos termos da regulamentação em vigor; ou (ii) tenham a existência no exterior assegurada pelo CUSTODIANTE mediante procedimento específico previsto na regulamentação em vigor.
GRUPO II – Até 5%		Permitido	Títulos públicos federais.
		Permitido	Títulos de renda fixa de emissão de instituições financeiras.
		Permitido	Operações compromissadas.

LIMITES POR EMISSOR (% do patrimônio do FUNDO)		
Legislação	Fundo	Emissor
Até 100%	Permitido	Fundo de investimento
Até 5%	Permitido	Instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil
	Vedado	Companhia aberta
	Vedado	Pessoa física ou jurídica de direito privado que não seja companhia aberta ou instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil
Este FUNDO, direta ou indiretamente, pode estar exposto a significativa concentração em ativos financeiros de renda variável de poucos emissores, apresentando os riscos daí decorrentes.		

LIMITE PARA CRÉDITO PRIVADO (% do patrimônio do FUNDO)	
Até 50%	Ativos financeiros de responsabilidade de pessoas físicas ou jurídicas de direito privado ou de emissores públicos que não a União Federal, direta ou indiretamente.

DERIVATIVOS	
Hedge e posicionamento com alavancagem	Sem limite de alavancagem
Este FUNDO poderá aplicar em fundos de investimento que utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de suas respectivas políticas de investimento.	

OPERAÇÕES COM O ADMINISTRADOR, GESTOR E LIGADAS (% do patrimônio do FUNDO)	
Até 100%	Contraparte ADMINISTRADOR, GESTOR e ligadas, inclusive veículos de investimento por eles administrados ou geridos.
Até 5%	Ativos financeiros de renda fixa emitidos pelo ADMINISTRADOR, GESTOR e ligadas.
Até 100%	Cotas de fundos de investimento administrados pelo ADMINISTRADOR, GESTOR e ligadas.

SANTANDER FI TOP BRASIL MULTIMERCADO

	ATIVOS FINANCEIROS POLÍTICA DE INVESTIMENTO (Observada a concentração por EMISSOR e MODALIDADE)	% do Patrimônio Líquido	
		Mínimo	Máximo
1.	Quaisquer ATIVOS FINANCEIROS relacionados no item 3.2. do Regulamento, sem compromisso de concentração em ativos financeiros de risco específico, observado o disposto no item abaixo.	0%	100%
RESTRIÇÕES REGULAMENTARES ADICIONAIS		Mínimo	Máximo
3.	(a) Ações admitidas à negociação em bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado; (b) Bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito de ações admitidas à negociação nas entidades referidas na alínea (a) acima; (c) Cotas de fundos de ações e cotas dos fundos de índice de ações negociadas nas entidades referidas na alínea (a) acima; e (d) Brazilian Depositary Receipts ("BDR") classificados como nível II e III, de acordo com o art. 3º, §1º, incisos II e III da Instrução CVM nº 332, de 04 de abril de 2000.	0%	100%
4.	Vedada a aquisição de ações de emissão do ADMINISTRADOR, a menos que o FUNDO tenha política de investimento que busque reproduzir índice de mercado do qual as ações do ADMINISTRADOR ou de qualquer empresa pertencente ao mesmo grupo econômico a ele façam parte, na mesma proporção da participação das ações no respectivo índice.		
5.	Os ATIVOS FINANCEIROS negociados em países signatários do Tratado de Assunção equiparam-se aos ATIVOS FINANCEIROS negociados no mercado nacional.		
CREDITO PRIVADO		Mínimo	Máximo
1.	Concentração do FUNDO em créditos privados e/ou títulos públicos que não da União, excetuados os ATIVOS FINANCEIROS listados no item 3 do quadro acima.	0%	50%
LIMITES POR EMISSOR		Máximo	
1.	instituições financeiras	20%	
2.	companhia aberta	10%	
3.	fundos de investimento e fundos de investimento em cotas de fundos de investimento registrados com base na ICVM 409	10%	
4.	fundo de investimento e/ou fundo de investimento em cotas de fundos de investimento em ações, fundo de investimento e/ou fundo de investimento em cotas de fundos de investimento em índice de ações e fundo de investimento e/ou fundo de investimento em cotas de fundos de investimento em dívida externa	100%	
5.	pessoa física	5%	
6.	pessoa jurídica de direito privado (não enquadrada nos itens acima)	5%	
7.	ADMINISTRADOR, GESTOR ou qualquer empresa pertencente ao mesmo grupo econômico, para ATIVOS FINANCEIROS em termos gerais	20%	
8.	União Federal	100%	
Os limites por emissor mencionados acima não se aplicam aos ativos financeiros do item 3 do quadro ATIVOS FINANCEIROS -POLÍTICA DE INVESTIMENTO			
CUMULATIVAMENTE aos limites por emissor e desde que observada e			

respeitada a classificação do FUNDO, poderá haver concentração, por modalidade, nos seguintes ATIVOS FINANCEIROS:		Máximo
1.	(a) cotas de Fundos de Investimento e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento registrados com base na ICVM 409*, com exceção dos fundos listados no item 4 do quadro LIMITES POR EMISSOR (b) cotas de fundos de investimento imobiliário ("FII"), fundos de investimento em direitos creditórios ("FIDC") e/ou fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios ("FICFIDC"); (c) cotas de Fundos de Índice* admitidos à negociação em Bolsa ou Balcão; (d) certificados de recebíveis imobiliários – CRI; (e) ATIVOS FINANCEIROS relacionados no item 3.2 do Regulamento, excetuados os ativos financeiros descritos abaixo;	20%
2.	(a) cotas de Fundos de Investimento e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento registrados com base na ICVM 409* e cotas de fundos de índice admitidos à negociação em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, desde que observado o disposto nos artigos 113 à 115 da ICVM 409; (b) títulos públicos federais e operações compromissadas lastreadas nestes títulos; (c) títulos de emissão ou coobrigação de instituição financeira; (d) ouro negociado em bolsas de mercadorias e futuros. (e) valores mobiliários, diversos dos previstos no item acima, desde que sejam registrados na CVM e objeto de oferta pública de acordo com a Instrução CVM nº 400, de 2003.	Sem limite máximo previamente definido

*Inclusive naqueles administrados pelo ADMINISTRADOR, pelo GESTOR e/ou pelas demais empresas do mesmo grupo econômico

	UTILIZAÇÃO DE INSTRUMENTOS DERIVATIVOS E/OU DEMAIS MODALIDADES OPERACIONAIS	SIM ou NÃO	Máximo
1.	Para Proteção da Carteira (<i>Hedge</i>)	sim	Sim (até o limite do seu patrimônio líquido)
2.	Para Assunção de Risco	sim	Sim (até o limite do seu patrimônio líquido)
3.	Para Alavancagem	sim	Sim (sem limite previamente definido)

O FUNDO não será obrigado a consolidar as aplicações nos Fundos de Investimento permitidos pela ICVM 409 cujas carteiras sejam geridas por terceiros não ligados ao ADMINISTRADOR ou ao GESTOR do FUNDO.

BRADESCO FI MULTIMERCADO ABSOLUTO

Composição da Carteira do FI

Composição da Carteira	% do PL	
	Min	Max
1) Ativos financeiros relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos à taxa de juros doméstica, índices de preço, moeda estrangeira, commodities e renda variável.	0%	100%
2) Ativos financeiros negociados no exterior admitidos à negociação em bolsas de valores, de mercadorias e futuros, ou registrados em sistema de registro, custódia ou de liquidação financeira devidamente autorizados em países signatários do Tratado de Assunção, ou em outras jurisdições, desde que, neste último caso, supervisionados por autoridade local reconhecida conforme definido na regulamentação em vigor.	0%	20%

3) Ações de emissão de companhias abertas ações admitidas à negociação em bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado e outros Ativos financeiros de renda variável.	0%	100%
4) Operações de empréstimos de Ativos financeiros incluindo ações, nas quais o FUNDO figure como doador, conforme regulamentado pela CVM.	0%	100%
Política de utilização de instrumentos derivativos	Min	Max
1) Para proteção das posições detidas a vista, posicionamento ou alavancagem.	0%	300%
Limites por Modalidade de Ativos financeiros	Min	Max
1) Títulos Públicos Federais		
2) Ouro, desde que adquirido ou alienado em negociações realizadas em bolsas de mercadorias e futuros.		
3) Ativos financeiros de emissão ou coobrigação de instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil.		
4) Outros Ativos financeiros, desde que registrados na CVM e que sejam objeto de oferta pública de acordo com a Instrução CVM nº 400, de 2003.	0%	100%
5) Cotas de Fundos de Investimento e cotas de Fundos de Investimento em cotas de Fundos de Investimento registrados com base na Instrução CVM nº 409.		
6) Operações compromissadas.		
7) Para o conjunto de Ativos financeiros: a) cotas de Fundos de Investimento Imobiliário – FII; b) cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC; c) cotas de Fundos de Investimento em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIC-FIDC; d) cotas de Fundos de índice admitidos à negociação em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado; e) Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI; e f) outros Ativos financeiros não previstos nos itens anteriores, desde que permitidos pelo § 1º do art. 2º da Instrução CVM nº 409 (Cédula de Produto Rural (CPR), Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), Certificado de Depósito Agropecuário (CDA), Warrant, Nota de Crédito do Agronegócio (NCA), Cédula de Crédito Bancário (CCB), Cédula de Crédito à Exportação (CCE), Cédula de Crédito Imobiliário (CCIM), Certificado de Cédula de Crédito Bancário (CCCB), Certificado a Termo de Energia Elétrica (CTEE), Certificado de Investimento Audiovisual (CIA), Export Note, Nota de Crédito à Exportação (NCE), Cédula de Crédito Comercial (CCC), Cédula de Crédito Industrial (CCI), Cédula de Crédito Rural (CCR), Nota de Crédito Comercial (NCC), Nota de Crédito Industrial (NCI) e Nota de Crédito Rural (NCR)), desde que contem com liquidação financeira, ou sejam objeto de contrato que assegure ao Fundo o direito de sua alienação antes do vencimento, com garantia de instituição financeira ou de sociedade seguradora, observada, neste último caso, regulamentação específica da Superintendência de Seguros Privados – SUSEP.	0%	40%
Limites por Emissor	Min	Max
1) Total de Ativos financeiros e modalidades operacionais de emissão ou coobrigação de uma mesma instituição financeira; de seu controlador, de sociedades por ele direta ou indiretamente controladas e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum. São excluídos desse limite os Ativos financeiros listados no item 7 abaixo.	0%	20%
2) Total de Ativos financeiros e modalidades operacionais de emissão ou coobrigação de uma mesma companhia aberta; de seu controlador, de sociedades por ele direta ou indiretamente controladas e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum e cotas de Fundos de Investimento. São excluídos desse limite as aplicações em títulos públicos federais e as operações compromissadas lastreadas nesses títulos, os Fundos de Investimento de Dívida Externa e os Ativos financeiros listados no item 7 abaixo.	0%	10%
3) Total de Ativos financeiros e modalidades operacionais de pessoa física ou pessoa jurídica de direito privado que não seja companhia aberta ou instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil. São excluídos desse limite os Ativos financeiros listados no item 7 abaixo.	0%	5%

4) Total de aplicações em Ativos financeiros de emissão do Administrador, Gestor ou Empresas a eles ligadas observado o item 5 abaixo.	0%	20%
5) Total de aplicações em ações de emissão do Administrador.	0%	0%
6) Total de aplicações em cotas de Fundos do Administrador, Gestor ou Empresa a eles ligada observado o limite do por Fundo investido do item 2 acima exceto para Fundos de Dívida Externa, Fundos de ações e Fundos de índice de ações conforme item 7 abaixo que não estarão sujeitos aos limites por emissor.	0%	100%
7) Total em ações, bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito de ações, cotas dos Fundos de índice de ações admitidos à negociação em bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado cotas de Fundos de ações e Brazilian Depository Receipts classificados como nível II e III de um mesmo emissor.	0%	100%
Limites Crédito Privado	Min	Max
1) Total de aplicações em Ativos financeiros ou modalidades operacionais de responsabilidade de pessoas físicas ou jurídicas de direito privado, exceto ações, bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito de ações, cotas de Fundos de índice, Brazilian Depository Receipts classificados como nível II e III ou emissores públicos outros que não a União Federal.	0%	50%
2) Parcela das aplicações referidas no item anterior, caracterizadas como de médio e alto risco de crédito.	0%	20%

BTG PACTUAL MULTIST ADV FI MULTIMERCADO

Parágrafo Sexto - Relativamente aos ativos financeiros integrantes da carteira do FUNDO:

I - a aquisição de quotas de fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 409/04 e alterações posteriores, até o limite, por cada fundo de investimento investido, de 10% (dez por cento) do patrimônio líquido do FUNDO; ficam vedadas as aplicações pelo FUNDO em quotas de fundos de

investimento que invistam diretamente no FUNDO;

II - o total de emissão ou co-obrigação de uma mesma companhia aberta, de seu controlador, de sociedades por ele(a) direta ou indiretamente controladas e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum, não pode exceder 10% (dez por cento) do patrimônio líquido do FUNDO;

III - o total de emissão ou co-obrigação de uma mesma instituição financeira, de seu controlador, de sociedades por ele(a) direta ou indiretamente controladas e de suas coligadas ou outras sociedades sob controle comum pode exceder o percentual referido no inciso II, observado o máximo de 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do FUNDO;

IV - o total de emissão ou co-obrigação de uma mesma pessoa física ou jurídica de direito privado que não seja companhia aberta ou instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil, de seu controlador, de sociedades por ele(a) direta ou indiretamente controladas e de suas coligadas ou outras sociedades sob controle comum não pode exceder 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido do FUNDO; e

V - o FUNDO poderá aplicar até 100% (cem por cento) de seus recursos em títulos públicos federais e em operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais.

Parágrafo Sétimo - Cumulativamente aos limites por emissor, o FUNDO observará os seguintes limites de concentração por modalidades de ativo financeiro, sem prejuízo das normas aplicáveis à sua classe.

I – até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do FUNDO, para o conjunto dos seguintes ativos:

- a) cotas de fundos de investimento registrados com base na Instrução CVM n.º 409/04 e suas alterações posteriores;
- b) cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento registrados com base na Instrução CVM n.º 409/04 e suas alterações posteriores;
- c) cotas de Fundos de Investimento Imobiliário – FII;
- d) cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC;
- e) cotas de Fundos de Investimento em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIC-FIDC;
- f) cotas de fundos de índice admitidos à negociação em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado;
- g) Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI; e
- h) outros ativos financeiros não previstos no inciso II abaixo, desde que permitidos pela regulamentação vigente.

II – não haverá limite de concentração por modalidade de ativo financeiro para o investimento em:

- a) títulos públicos federais e operações compromissadas lastreadas nestes títulos;
- b) ouro, desde que adquirido ou alienado em negociações realizadas em bolsas de mercadorias e futuros;
- c) títulos de emissão ou coobrigação de instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil; e
- d) valores mobiliários diversos daqueles previstos no inciso I acima, desde que registrados na CVM e objeto de oferta pública de acordo com a regulamentação vigente.

SAFRA GALILEO FC FI MULT

CUMULATIVAMENTE aos limites por EMISSOR e desde que observada e respeitada a classificação do FUNDO, poderá haver concentração, por modalidade, nos seguintes ATIVOS FINANCEIROS		
ATIVOS FINANCEIROS		LIMITES
I	<ul style="list-style-type: none"> (a) Cotas de Fundos de Investimento e Cotas de Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento registrados com base na ICVM 409, inclusive aqueles administrados pela ADMINISTRADORA, pelo GESTOR e/ou empresas a eles ligadas, de outras classes que não ações ou índice de ações mencionados no item II, alínea “d” abaixo (b) Cotas de Fundos de Investimento Imobiliário – FII, inclusive aqueles administrados pela ADMINISTRADORA, pelo GESTOR e/ou empresas a eles ligadas (c) Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC e Cotas de Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FICFIDC, inclusive aqueles administrados pela ADMINISTRADORA, pelo GESTOR e/ou empresas a eles ligadas (d) Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI (e) Ativos Financeiros relacionados no Artigo 2º, parágrafo 1º, da ICVM 409 excetuados os ativos descritos nos itens II e III abaixo (f) Contratos de Derivativos referenciados nos ativos listados neste item I (g) Operações Compromissadas lastreadas em outros ativos que não títulos públicos 	Máximo de 20% do Patrimônio Líquido do FUNDO
II	<ul style="list-style-type: none"> (a) Ativos financeiros negociados no exterior, incluídos os BDRs de Nível I (exceto aqueles negociados em países signatários do Tratado de Assunção, os quais se equiparam aos ativos financeiros negociados no mercado nacional) <p>*As aplicações em ativos no exterior, serão consideradas, cumulativamente, no cálculo dos correspondentes limites de concentração por emissor e por modalidade.</p>	Máximo de 20% do Patrimônio Líquido do FUNDO

III	<ul style="list-style-type: none"> (a) Títulos Públicos Federais e operações compromissadas lastreadas nestes títulos (b) Ouro, desde que adquirido ou alienado em negociações realizadas em bolsas de mercadorias e futuros (c) Ações admitidas à negociação em bolsa de valores ou entidade de balcão organizado; bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito de ações admitidos à negociação em bolsa de valores ou entidade de balcão organizado; e Brazilian Depository Receipts (“BDRs”) classificados como nível II e III (d) Cotas de fundos de ações e cotas de fundos de índice de ações admitidas à negociação em bolsa de valores ou entidades de mercado de balcão organizado inclusive aqueles administrados pela ADMINISTRADORA, pelo GESTOR e/ou empresas a eles ligadas (e) Contrato de Derivativos, exceto se referenciados nos ativos listados no item I acima 	Máximo de 100% da Carteira
IV	<ul style="list-style-type: none"> (a) Títulos de Emissão ou Coobrigação de Instituição Financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil (b) Valores Mobiliários diversos dos previstos no item I acima, desde que registrados na CVM e objeto de oferta pública de acordo com a ICVM 400 	Máximo de 50% do Patrimônio Líquido do FUNDO
NORMAS RELATIVAS À CONCENTRAÇÃO EM CRÉDITO PRIVADO		
Consolidação das aplicações em quaisquer ativos ou modalidades operacionais de responsabilidade de pessoas físicas ou jurídicas de direito privado ou títulos públicos que não da União (“Crédito Privado”), inclusive em fundos de investimento que apliquem em Crédito Privado, excetuados os ativos financeiros listados no item II, letras “c” e “d” do quadro “Ativos Financeiros” acima		até 50% do Patrimônio Líquido do FUNDO
POR EMISSOR		LIMITES
Os limites por EMISSOR abaixo não se aplicam aos ativos do item II, letras “c” e “d” do quadro ATIVOS FINANCEIROS		
I	<ul style="list-style-type: none"> (a) Instituição Financeira (b) Títulos ou valores mobiliários da ADMINISTRADORA, GESTOR ou qualquer empresa pertencente ao mesmo grupo econômico destes, observado o item V, letra “b” abaixo 	Máximo de 20% do Patrimônio Líquido do FUNDO
II	<ul style="list-style-type: none"> (a) Companhia aberta (b) Fundos de Investimento e fundos de investimento em cotas de fundos de investimento que não dívida externa ou sediados no exterior, inclusive aqueles administrados pela ADMINISTRADORA, ou GESTOR ou de empresas a eles ligadas, observado o item V, letra “a” deste quadro 	Máximo de 10% do Patrimônio Líquido do FUNDO
III	Pessoa Física ou Pessoa Jurídica de direito privado (não enquadrada nos itens acima)	Máximo de 5% do Patrimônio Líquido do FUNDO
IV	(a) União Federal	Máximo de 100% da Carteira do FUNDO
V	<ul style="list-style-type: none"> (a) Fundos que invistam no FUNDO (b) Ações de emissão da ADMINISTRADORA ou empresa a ela ligada 	0% do Patrimônio Líquido do FUNDO
VI	Contratos de Derivativos	Observar o Artigo 86, parágrafo 3º da ICVM 409
VII	Operações Compromissadas	Observar o Artigo 86, parágrafos 6º, 7º e 8º da ICVM 409
UTILIZAÇÃO DE INSTRUMENTOS DERIVATIVOS E/OU DEMAIS MODALIDADES OPERACIONAIS		LIMITE
Para Proteção da Carteira (Hedge)		O valor total da posição objeto do hedge

Para Posição	Sim	Limitado ao Patrimônio Líquido do FUNDO
Para Alavancagem	Sim	15 vezes o valor do Patrimônio Líquido do FUNDO

BB MULT LP MULTISTRATEGIA ESTILO FC FI

Composição da Carteira	Mínimo	Máximo
1) Cotas de fundos de investimento	95%	100%
2) Títulos Públicos Federais		
3) Títulos de renda fixa de emissão de instituição financeira		
4) Operações compromissadas, de acordo com regulamentação específica do Conselho Monetário Nacional	0%	5%
5) Depósitos à vista		
Outros Limites	Mínimo	Máximo
1) Aplicação em cotas de um mesmo fundo de investimento	0%	100%
2) Aplicação em cotas de fundos de investimento administrados pela ADMINISTRADORA, gestor ou empresa a eles ligada	0%	100%
3) Total de emissão, ativos financeiros e modalidades operacionais de emissão ou com co-obrigação de uma mesma instituição financeira, de seu controlador, de sociedades por ele(a) direta ou indiretamente controladas e de suas coligadas sob controle comum	0%	5%
4) Aplicação em títulos e valores mobiliários de emissão da ADMINISTRADORA, gestor ou de empresa a eles ligada	0%	5%

ITAÚ MULTIMERCADO MULTIMANAGER FICFI

LIMITES POR ATIVO (% do patrimônio do FUNDO)				
Legislação	Fundo	Descrição dos Ativos Financeiros		
GRUPO I – No mínimo 95%	Até 100%	Permitido	FI e FIC registrados com base na Instrução CVM 555/14 de diversas classes.	
	Até 100%	Permitido	Cotas de fundos de investimento em índices de mercado (Fundos de Índice).	
	Até 20%	Até 20%	Vedado	FII
			Permitido	FIDC e FICFIDC.
		Até 5%	Vedado	FI e FIC registrados com base na Instrução CVM 555/14, destinados a investidores qualificados e de diversas classes.
			Vedado	FI e FIC registrados com base na Instrução CVM 555/14, destinados a investidores profissionais e de diversas classes.
	Até 20%	Permitido	FIDC NP e FICFIDC NP	
		Permitido	Investimento no Exterior: ativos no exterior detidos de forma indireta e consolidada, por meio da aquisição de cotas de fundos de investimento constituídos no Brasil que invistam no exterior.	
	GRUPO II – Até 5%	Permitido	Títulos públicos federais.	
		Permitido	Títulos de renda fixa de emissão de instituições financeiras.	
Permitido		Operações compromissadas.		
LIMITES POR EMISSOR (% do patrimônio do FUNDO)				
Legislação	Fundo	Emissor		
Até 100%	Permitido	Fundo de investimento		
	Permitido	Instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil		
Até 5%	Vedado	Companhia aberta		
	Vedado	Pessoa física ou jurídica de direito privado que não seja companhia aberta ou instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil		
Este FUNDO pode estar exposto, direta ou indiretamente, a significativa concentração em ativos financeiros de renda variável de poucos emissores, apresentando os riscos daí decorrentes.				

LIMITE PARA CRÉDITO PRIVADO (% do patrimônio do FUNDO)	
Até 50%	Ativos financeiros de responsabilidade de pessoas físicas ou jurídicas de direito privado ou de emissores públicos diferentes da União Federal, direta ou indiretamente.
O limite de Crédito Privado estabelecido neste quadro prevalecerá sobre os limites estabelecidos no quadro "limites por ativo".	

DERIVATIVOS	
Hedge e posicionamento com alavancagem	Sem limite de alavancagem
Este FUNDO poderá aplicar em fundos de investimento que utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de suas respectivas políticas de investimento.	

OPERAÇÕES COM O ADMINISTRADOR, GESTOR E LIGADAS (% do patrimônio do FUNDO)	
Até 100%	Contraparte ADMINISTRADOR, GESTOR e ligadas, inclusive veículos de investimento por eles administrados ou geridos.
Até 5%	Ativos financeiros de renda fixa emitidos pelo ADMINISTRADOR, GESTOR e ligadas.
Até 100%	Cotas de fundos de investimento administrados pelo ADMINISTRADOR, GESTOR e ligadas.

SANTANDER FIC FI MULTISTRATEGIA MULT

COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA DO FUNDO ("CARTEIRA")		% do PL	
		Mín.	Máx.
Cotas de fundos de investimento e cotas de fundos de investimento em cotas de qualquer classe CVM, desde que registrados no âmbito da Instrução CVM 555, de 17 de dezembro de 2014 ("Instrução CVM 555") e cotas de fundos de índice ("Fundos Investidos")		95%	100%
Dentro do limite previsto na linha acima	Cotas de fundos de investimento e cotas de fundos de investimento em cotas de qualquer classe CVM, registrados no âmbito da Instrução CVM 555 ("Fundos Investidos"), destinados a investidores qualificados	0%	20%
	Cotas de fundos de investimento e cotas de fundos de investimento em cotas de qualquer classe CVM, registrados no âmbito da Instrução CVM 555 ("Fundos Investidos"), destinados a investidores profissionais		5%, dentro do limite da linha acima
	Cotas de Fundos de Investimento Imobiliário - FII, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC e Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FICFIDC		20%
	Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não - Padronizados - FIDC-NP e Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não - Padronizados - FICFIDC-NP		5%, dentro do limite da linha acima
Depósitos à vista		0%	5%
Títulos Públicos Federais			
Títulos de Renda Fixa de emissão de instituição financeira			
Operações compromissadas			
CRÉDITO PRIVADO		Permitido / Vedado	Limite aplicável (% do PL)
Ativos de crédito privado e/ou títulos públicos que não da União, considerando-se a consolidação dos investimentos do FUNDO e dos Fundos Investidos		Permitido	Até 50%

CRÉDITO PRIVADO	Permitido / Vedado	Limite aplicável (% do PL)
Ativos de crédito privado e/ou títulos públicos que não da União, considerando-se a consolidação dos investimentos do FUNDO e dos Fundos Investidos	Permitido	Até 50%
INVESTIMENTO NO EXTERIOR	Permitido / Vedado	Limite aplicável (% do PL)
Ativos financeiros negociados no exterior que tenham a mesma natureza econômica dos ativos financeiros no Brasil e/ou Brazilian Depositary Receipt - Nível I (exceto no caso de fundos de investimento que adotem o sufixo Ações – BDR-Nível I), considerando-se a consolidação dos investimentos dos Fundos Investidos	Permitido	Até 20%
As aplicações pelos Fundos Investidos em ativos financeiros no exterior não são cumulativamente consideradas no cálculo dos correspondentes limites de		
concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro aplicáveis aos ativos domésticos.		

BRAD PRIME NET FICFI MULT CRISTAL

Composição da Carteira	% do PL	
	Min	Max
1) Cotas de Fundos de Investimento (engloba os fundos do item 3 abaixo), cujos investimentos sejam direcionados para Ativos financeiros e/ou modalidades operacionais de diversas classes de ativos.	95%	100%
2) Para o conjunto de ativos: 2.1) Depósitos à vista; 2.2) Títulos Públicos Federais; 2.3) Títulos de renda fixa de emissão de instituição financeira; 2.4) Operações compromissadas, de acordo com a regulação específica do Conselho Monetário Nacional – CMN; 2.5) Cotas de fundos de índice com negociação em bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado, administrados ou não pelo administrador, que adicionalmente reflitam as variações e a rentabilidade de índices de renda fixa.	0%	5%
3) Para o conjunto de ativos, observado o limite estabelecido no item 1, detidos diretamente ou indiretamente pelo FUNDO, conforme aplicável.	0%	20%
3.1) Cotas de Fundos de Investimento Imobiliário – FII, detidos direta ou indiretamente pelo FUNDO. Este limite poderá ser considerado dentro do estabelecido no item 1.	0%	20%
3.2) Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC e cotas de Fundos de Investimento em Cotas Direitos Creditórios - FIC FIDC, detidos direta ou indiretamente pelo FUNDO. Este limite poderá ser considerado dentro do estabelecido no item 1.	0%	20%
3.2.1) Sob a forma de condomínio fechado, dentro do limite estabelecido no item 3.2.		20%
3.2.2) Sob a forma de condomínio aberto, dentro do limite estabelecido no item 3.2		20%
3.2.3) Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados – FIDC-NP e Cotas de Fundos de Investimento em cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados – FIC-FIDC NP, detidos direta ou indiretamente pelo FUNDO e dentro do limite estabelecido no item 3.2.		0%
3.3) Cotas de fundos de investimento e cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento, destinados exclusivamente a INVESTIDORES QUALIFICADOS registrados com base na Instrução CVM 555.		20%
3.3.1) Cotas de fundos de investimento e cotas de fundos de investimento, destinados exclusivamente a INVESTIDORES PROFISSIONAIS registrados com base na Instrução CVM 555, dentro do limite estabelecido no item 3.3.	5%	
O FUNDO poderá investir em cotas de fundos de investimento cuja política de utilização de instrumentos derivativos seja utilizada para	Min	Max

4) Para proteção das posições detidas a vista até o limite dessas	0%	100%
5) Para posicionamento		100%
6) Para alavancagem		Sem Limites
Limites por Emissor	Min	Max
7) Total de aplicações em cotas de um mesmo Fundo de Investimento	0%	100%
8) Total de aplicações em cotas de Fundos do Administrador, Gestor ou Empresa a eles ligada		100%
Limites Crédito Privado	Min	Max
9) Total de aplicações em ativos ou modalidades operacionais de responsabilidade de pessoas jurídicas de direito, ou sejam, outros que não a União Federal, detidas indiretamente pelo(s) Fundo(s) de Investimento de que o FUNDO adquirira cotas.	0%	50%
10) Parcela das aplicações referidas no item anterior, caracterizadas como de médio e alto risco de crédito.	0%	20%
Outros Limites	Min	Max
11) Ativos financeiros negociados no exterior, observados os limites e condições previstos na ICVM 555, cuja origem da(s) emissão(ões) não estará(ão) vinculada(s) e/ou concentrada(s) em nenhuma região, continente ou país, inclusive cotas de fundos ou veículos de investimento no exterior com gestão ativa e/ou passiva, admitidos ou não à negociação em bolsas de valores, de mercadorias e futuros, ou registrados em sistema de registro, custódia ou de liquidação financeira devidamente autorizados em países signatários do Tratado de Assunção, ou em outras jurisdições, desde que, neste último caso, supervisionados por autoridade local reconhecida conforme definido na regulamentação em vigor, e que atendam as condições constantes do Anexo 101 da Instrução CVM nº 555, detidos indiretamente pelo FUNDO.	0%	20%

BTG PACTUAL HEDGE FI MULTIMERCADO

Parágrafo Sétimo - Relativamente aos ativos financeiros integrantes da carteira do FUNDO:

I - a aquisição de quotas de fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 555/14 e alterações posteriores, até o limite, por cada fundo de investimento investido, de 10% (dez por cento) do patrimônio líquido do FUNDO; ficam vedadas as aplicações pelo FUNDO em quotas de fundos de investimento que invistam diretamente no FUNDO;

II - o total de emissão ou co-obrigação de uma mesma companhia aberta, de seu controlador, de sociedades por ele(a) direta ou indiretamente controladas e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum, não pode exceder 10% (dez por cento) do patrimônio líquido do FUNDO;

III - o total de emissão ou co-obrigação de uma mesma instituição financeira, de seu controlador, de sociedades por ele(a) direta ou indiretamente controladas e de suas coligadas ou outras sociedades sob controle comum pode exceder o percentual referido no inciso II, observado o máximo de 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do FUNDO;

IV - o total de emissão ou co-obrigação de uma mesma pessoa física ou jurídica de direito privado que não seja companhia aberta ou instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil, de seu controlador, de sociedades por ele(a) direta ou indiretamente controladas e de suas coligadas ou outras sociedades sob controle comum não pode exceder 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido do FUNDO; e

V - o FUNDO poderá aplicar até 100% (cem por cento) de seus recursos em títulos públicos federais e em operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais.

Parágrafo Oitavo - Cumulativamente aos limites por emissor, o FUNDO observará os seguintes limites de concentração por modalidades de ativo financeiro, sem prejuízo das normas aplicáveis à sua classe.

I – até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do FUNDO, para o conjunto dos seguintes ativos:

- a) cotas de fundos de investimento registrados com base na Instrução CVM n.º 555/14 e suas alterações posteriores;
- b) cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento registrados com base na Instrução CVM n.º 555/14 e suas alterações posteriores;
- c) cotas de Fundos de Investimento Imobiliário – FII;
- d) cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC;
- e) cotas de Fundos de Investimento em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIC-FIDC;
- f) cotas de fundos de índice admitidos à negociação em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado;
- g) Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI;
- h) cotas de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados registrados com base nesta Instrução; e
- i) cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados registrados com base nesta Instrução;
- j) outros ativos financeiros não previstos nos incisos II e III abaixo, desde que permitidos pela regulamentação vigente.

II – não haverá limite de concentração por modalidade de ativo financeiro para o investimento em:

- a) títulos públicos federais e operações compromissadas lastreadas nestes títulos;
- b) ouro, desde que adquirido ou alienado em negociações realizadas em bolsas de mercadorias e futuros;

III – até 50% (cinquenta por cento) do patrimônio líquido do FUNDO, para o conjunto dos seguintes ativos:

- a) títulos de emissão ou coobrigação de instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil; e
- b) valores mobiliários diversos daqueles previstos no inciso I acima, desde que registrados na CVM e objeto de oferta pública de acordo com a regulamentação vigente.

SAFRA HIGH YIELD FI MULT

LIMITES POR ATIVOS

GRUPO	LIMITES	ATIVOS
I	SEM LIMITE	<p>A) Títulos públicos federais e operações compromissadas lastreadas nestes títulos;</p> <p>B) Ouro, desde que adquirido ou alienado em negociações realizadas em mercado organizado;</p> <p>C) Ações admitidas à negociação em mercado organizado;</p> <p>D) Bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito de ações admitidos à negociação em bolsa de valores ou entidade de balcão organizado;</p> <p>E) Brazilian Depository Receipts ("BDRs") classificados como nível II e III.</p> <p>F) Fundos de índice de ações negociadas em mercado organizado;</p> <p>G) Cotas de fundos de investimento registrados com base na ICVM 555;</p> <p>H) Cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento registrados com base na ICVM 555;</p>
II	ATÉ 50% DO PL	<p>A) Títulos de emissão ou coobrigação de instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil ;</p> <p>B) Valores mobiliários diversos daqueles previstos no inciso I, Art. 103 da ICVM 555, desde que objeto de oferta pública registrada na CVM, observado, ainda, o disposto no § 4º;</p> <p>C) Notas promissórias e debêntures desde que tenham sido emitidas por companhias abertas e objeto de oferta pública;</p>
III	ATÉ 20% DO PL	<p>A) Ativos financeiros negociados no exterior, inclusive cotas de fundos de investimento sediados no exterior, BDRs Nível I e cotas de fundos da classe "Ações – BDR Nível I" (exceto ativos negociados em países signatários do Tratado de Assunção, os quais se equiparam aos ativos financeiros negociados no mercado nacional)*</p> <p>*As aplicações em ativos financeiros no exterior não são cumulativamente consideradas no cálculo dos correspondentes limites de concentração por emissor e por modalidade.</p>
IV	ATÉ 20% DO PL	<p>A) Cotas de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados registrados com base na ICVM 555;</p> <p>B) Cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados registrados com base na ICVM 555;</p> <p>C) Cotas de fundos de investimento imobiliário – FII;</p> <p>D) Cotas de fundos de investimento em direitos creditórios – FIDC;</p> <p>E) Cotas de fundos de investimento em fundos de investimento em direitos creditórios – FIC-FIDC;</p> <p>F) Cotas de fundos de índice, que não índice de ações, admitidos à negociação em mercado organizado;</p> <p>G) Certificados de recebíveis imobiliários – CRI;</p>
		H) Outros ativos financeiros não previstos nessa tabela .
V	ATÉ 5% DO PL (DENTRO DO LIMITE DE 20% ACIMA)	<p>A) Cotas de fundos de investimento em direitos creditórios não-padronizados – FIDC-NP;</p> <p>B) Cotas de Fundos de Investimento em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados – FIC-FIDC-NP;</p> <p>C) Cotas de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores profissionais registrados com base na ICVM 555; e</p> <p>D) Cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores profissionais registrados com base na ICVM 555.</p>

LIMITES POR EMISSORES

GRUPO	LIMITES	EMISSORES
I	SEM LIMITE	<p>A) União Federal;</p> <p>B) Ações admitidas à negociação em mercado organizado¹;</p> <p>C) Bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito de ações sejam admitidos à negociação em mercado organizado¹;</p> <p>D) Fundos de ações e Fundos de índice de ações negociadas em mercado organizado¹; e</p> <p>E) Brazilian Depository Receipts classificados como nível II e III¹;</p> <p>F) Fundos "Renda Fixa - Dívida Externa"¹;</p> <p>G) Fundos de investimento sediados no exterior¹;</p> <p>¹ Esses ativos não estão sujeitos a limites de concentração por emissor.</p>
II	ATÉ 20% DO PL	<p>A) Instituição financeira (exceto para ativos listados no grupo I acima);</p> <p>B) Títulos ou valores mobiliários de emissão da ADMINISTRADORA, GESTORA ou qualquer empresa a elas ligada (exceto ações).</p>
III	ATÉ 10% DO PL	<p>A) Companhia aberta (exceto para ativos listados no grupo I acima);</p> <p>B) Fundos de Investimento e fundos de investimento em cotas de fundos de investimento; exceto Fundo de Ações, Fundos de Índice de Ações, "Renda Fixa - Dívida Externa" ou sediados no exterior, inclusive aqueles administrados pela ADMINISTRADORA, ou GESTOR ou de empresas a eles ligadas, observado os item V, letra "a" deste quadro.</p>

IV	ATÉ 5% DO PL	A) Pessoa natural ou pessoa jurídica de direito privado que não seja companhia aberta ou instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil.
V	VEDADO	A) Fundos que invistam no próprio FUNDO; B) Ações de emissão da ADMINISTRADORA ou empresa a ela ligada.

CONCENTRAÇÃO EM CRÉDITO PRIVADO

GRUPO	LIMITES	ATIVOS
I	ATÉ 50% DO PL	A) Consolidação das aplicações em quaisquer ativos ou modalidades operacionais de responsabilidade de pessoas físicas ou jurídicas de direito privado ou títulos públicos que não da União ("Crédito Privado"), inclusive em fundos de investimento que apliquem em Crédito Privado.

UTILIZAÇÃO DE INSTRUMENTOS DERIVATIVOS E/OU DE MAIS MODALIDADES OPERACIONAIS

	SIM OU NÃO	LIMITE
Para Proteção da Carteira (Hedge)	Sim	O valor total da posição objeto do hedge
Para Posição	Sim	Limitado ao Patrimônio Líquido do FUNDO
Para Alavancagem	Sim	100% do Patrimônio Líquido do FUNDO a ser utilizado como margem*

BB ACOES EXPORTAÇÃO FICFIA

Composição da Carteira	Mínimo	Máximo
1) Cotas de fundo de investimento em ações de empresas que, direta ou indiretamente, se beneficiem da atividade de exportação	95%	100%
2) Títulos Públicos Federais, títulos de renda fixa de emissão de instituição financeira e operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais	0%	5%
Limites		
1) Aplicação em títulos de emissão da ADMINISTRADORA , do gestor ou de empresas a eles ligadas	0%	5%
2) Aplicação em títulos de um mesmo emissor	0%	5%
3) Aplicação em cotas de um mesmo emissor fundo de investimento	0%	100%
4) Aplicação em cotas de fundos de investimento administrados pela ADMINISTRADORA , gestor ou empresa a eles ligada.	0%	100%

ITAÚ INST AÇÕES FOF MULTIGESTOR X FI

4. POLÍTICA DE INVESTIMENTO

O objetivo do FUNDO é aplicar seus recursos em ativos financeiros que tenham como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado organizado, observado que a rentabilidade do FUNDO será impactada em virtude dos custos e despesas do FUNDO, inclusive taxa de administração, se houver.

4.1. O FUNDO utiliza estratégias que podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas.

4.2. O FUNDO poderá realizar operações com derivativos, desde que tais operações (i) sejam registradas ou tenham sido negociadas em bolsa de valores ou de mercadorias e futuros; (ii) contem com a atuação de câmaras ou prestadores de serviço de compensação

e de liquidação como contraparte central garantidora; (iii) não sejam a descoberto; (iv) não gerem exposição superior a uma vez o patrimônio líquido do FUNDO; e (v) não gerem possibilidade de perda superior ao valor do patrimônio do FUNDO.

4.3. Nas operações do FUNDO em mercados de derivativos, serão observados, ainda, os seguintes limites com relação à posição do FUNDO em títulos da dívida pública mobiliária federal, ativos financeiros de emissão de instituição financeira autorizada a funcionar pelo BACEN e ações pertencentes ao Índice Bovespa: (i) no máximo 15% (quinze por cento) podem ser utilizados como depósito de margem em tais operações; e (ii) no máximo 5% (cinco por cento) podem ser utilizados para pagamento de prêmios de opções.

4.4. É vedado ao FUNDO, direta ou indiretamente:

BRADESCO FIA MULTI SETORIAL

Composição da Carteira	% do PL	
	Min.	Máx.
1) Para o conjunto de ativos:		
1.1) Ações admitidas à negociação em mercado organizado;	67%	100%
1.2) Bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito		
de ações admitidas à negociação nas entidades referidas no item 1.1 acima;		
1.3) Cotas de Fundos de ações e cotas dos Fundos de índice de ações negociadas nas entidades referidas no item 1.1 acima, administrados ou não pelo administrador.		
1.4) Brazilian Depositary Receipts classificados como nível II e III, de acordo com o art. 3º, §1º, incisos II e III da Instrução CVM nº 332, de 04 de abril de 2000.		
2) Ativos financeiros negociados no exterior, detidos direta ou indiretamente, observados os limites e condições previstos na ICVM 555, cuja origem da(s) emissão (ões) não estará (ão) vinculada (s) e/ou concentrada(s) em nenhuma região, continente ou país, inclusive cotas de fundos ou veículos de investimento no exterior com gestão ativa E/OU passiva, admitidos ou não à negociação em bolsas de valores, de mercadorias e futuros, ou registrados em sistema de registro, custódia ou de liquidação financeira devidamente autorizados em países signatários do Tratado de Assunção, ou em outras jurisdições, desde que, neste último caso, supervisionados por autoridade local reconhecida conforme definido na regulamentação em vigor, e que atendam as condições constantes do Anexo 101 da Instrução CVM nº 555, detidos diretamente ou indiretamente pelo FUNDO. Este limite inclui os Brazilian Depositary Receipts classificados como nível I, de acordo com o art. 3º, §1º, incisos II e III da Instrução CVM nº 332, de 04 de abril de 2000, bem como, os fundos de investimento em ações que possuam a denominação “Ações – BDR Nível I”.	0%	10%
3) Para o conjunto de ativos:	0%	33%
3.1) Títulos Públicos Federais.		33%
3.2) Operações compromissadas lastreadas nos ativos do item 3.1 acima.		33%
3.3) Títulos de emissão ou coobrigação de instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil.	0%	33%
3.4) Outros valores mobiliários diversos dos listados no item 4, desde que registrados na CVM e que sejam objeto de oferta pública.		33%

3.5) Cotas de fundos de investimento classificados como “Renda Fixa Curto Prazo, Renda Fixa Simples ou Renda Fixa Referenciado nos termos do artigo 112 da ICVM 555, sendo este último com indicador de desempenho (benchmark) estabelecido pela variação das taxas de depósito interfinanceiro (“CDI”) ou SELIC.		33%
3.6) Operações compromissadas lastreadas nos ativos que NÃO os listados no item 3.1.	0%	33%
4) Para o conjunto de ativos:	0%	0%
4.1) Cotas de Fundos de Investimento Imobiliário – FII; 4.2) Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI; e 4.3) Outros ativos financeiros não previstos nos itens anteriores, desde que permitidos pelo inciso V, art. 2º da Instrução CVM nº 555, que sejam objeto de oferta pública e registrados na CVM. Para os ativos listados neste item, se aplicável, adicionalmente deverão ser observados os limites estabelecidos nas regulamentações específicas dos investidores.		
4.4) Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC e cotas de Fundos de Investimento em Cotas Direitos Creditórios – FIC FIDC	0%	0%
4.4.1) Sob a forma de condomínio fechado, dentro do limite estabelecido no item 4.4		
4.4.2) Sob a forma de condomínio abertura, dentro do limite estabelecido no item 4.4		
4.4.3) Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados – FIDC-NP e Cotas de Fundos de Investimento em cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados – FIC-FIDC-NP, dentro do limite estabelecido no item 4.4		
5) Para o conjunto de ativos	0%	20%
5.1) Cotas de fundos de investimento e cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento registrados com base na Instrução CVM 555, EXCLUÍDOS os fundos relacionados no 1.3;		20%
5.2) Cotas de fundos de investimento e cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento, a INVESTIDORES QUALIFICADOS registrados com base na Instrução CVM 555.	0%	20%
5.3) Cotas de fundos de investimento e cotas de fundos de investimento em cotas, destinados exclusivamente a INVESTIDORES PROFISSIONAIS registrados com base na Instrução CVM 555, dentro do limite estabelecido no item 5.2.		5%
Operações de empréstimos de ativos financeiros incluindo ações realizadas pelo Fundo, conforme regulamentado pela CVM.	Mín.	Máx.
6) Posição “doadora”		100%
7) Posição “tomadora”	0%	100%
Política de utilização de instrumentos derivativos	Mín.	Máx.
8) Para proteção das posições detidas a vista até o limite dessas	0%	100%
9) Para posicionamento	0%	100%
10) Para alavancagem.	0%	0%

BTG PACTUAL ABSOLUTO INST FIC FI ACOES

1	O Fundo pode realizar operações com derivativos?	SIM
2	O Fundo utiliza derivativos somente para proteção da carteira (hedge)?	NÃO
3	O Fundo pode realizar operações em valor superior ao seu patrimônio líquido? Em caso afirmativo, quantas vezes pode ser o valor total dessas operações em relação ao Patrimônio Líquido do Fundo?	NÃO
4	O Fundo pode realizar investimentos no exterior?	NÃO
5	Caso o Fundo possa aplicar recursos no exterior, qual o horário local (Brasília) de fechamento do mercado utilizado para cálculo do valor da cota do dia, conforme determinado pela Instrução CVM nº 555/14?	
6	Limite máximo, em relação ao Patrimônio Líquido do Fundo, que pode ser aplicado em ativos no exterior.	
7	Limite mínimo e o limite máximo, em relação ao Patrimônio Líquido do Fundo que pode ser aplicado em ações de emissão de companhias abertas (limite por modalidade de ativo financeiro - Ações de Cias Abertas).	67 100
8	Limite mínimo e o limite máximo, em relação ao Patrimônio Líquido do Fundo que pode ser aplicado em títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional (limite por modalidade de ativo financeiro - Títulos Públicos Federais).	0 33
9	Limite máximo, em relação ao Patrimônio Líquido do Fundo que pode ser aplicado em operações compromissadas, lastreadas em títulos públicos federais (limite por modalidade de ativo financeiro - operações compromissadas lastreadas em TPF).	33
10	Limite máximo, em relação ao Patrimônio Líquido do Fundo que pode ser aplicado em operações compromissadas, lastreadas em títulos privados (limite por modalidade de ativo financeiro - operações compromissadas lastreadas em títulos privados).	20
11	Limite máximo, em relação ao Patrimônio Líquido do Fundo, que pode ser aplicado em cotas de fundos de investimento do mesmo tipo, ou seja, fundos regulados pela Instrução CVM nº 555 (limite por modalidade de ativo financeiro - Cotas de fundos de Investimento da Instrução CVM nº 555)	20
12	Limite máximo, em relação ao Patrimônio Líquido do Fundo que pode ser aplicado em cotas de outros fundos de investimento (limite por modalidade de ativo financeiro - Cotas de outros tipos de fundos de Investimento)	20
13	Limite máximo, em relação ao Patrimônio Líquido do Fundo, que pode ser aplicado em ativos financeiros de responsabilidade de pessoas físicas ou jurídicas de direito privado, excetuando-se ações, bônus ou recibos de subscrição, certificados de depósito de ações, cotas de fundos de ações ou de fundos de índice e BDRs níveis II e III, bem como emissores públicos que não a União Federal (limite por emissor - Crédito Privado)	20
14	Limite máximo, em relação ao Patrimônio Líquido do Fundo, que pode ser aplicado em títulos ou valores mobiliários de emissão ou co-obrigação de uma mesma instituição financeira, de seu controlador, de sociedade por qualquer deles direta ou indiretamente controladas (limite por emissor - I.F.)	
15	Limite máximo, em relação ao Patrimônio Líquido do Fundo, que pode ser aplicado em títulos ou valores mobiliários de emissão ou co-obrigação de uma mesma companhia aberta, de seu controlador, de sociedade por qualquer deles direta ou indiretamente controladas (limite por emissor - Cia Aberta)	10
16	Limite máximo, em relação ao Patrimônio Líquido do Fundo, que pode ser aplicado em cotas de um mesmo fundo de investimento (limite por emissor - fundo de investimento).	10
17	Limite máximo, em relação ao Patrimônio Líquido do Fundo, que pode ser aplicado em títulos e valores mobiliários de uma mesma Pessoa Física ou Pessoa Jurídica não relacionada nos 3 itens anteriores (limite por emissor - PF e outras PJ).	5
18	Limite máximo, em relação ao Patrimônio Líquido do fundo, para aplicação em títulos ou valores mobiliários de emissão do administrador, do gestor ou de empresa a eles ligada (limite por emissor - empresas ligadas).	20
19	Limite máximo, em relação ao Patrimônio Líquido, para aplicação em Fundos sob administração do administrador ou empresa a ele ligada (limite por emissor - fundos ligados).	100
20	Caso a resposta da pergunta 2 seja "Não", ou seja, o fundo utiliza derivativos não só para proteção da carteira (hedge), mas como parte integrante de sua estratégia de investimento, qual o limite máximo das margens, estabelecida em regulamento.	15
21	Limite mínimo e o limite máximo, em relação ao Patrimônio Líquido do Fundo que pode ser utilizado em operações de empréstimos de ações, na forma regulada pela CVM. Considerar apenas as posições em que o fundo é prestador (doador)	0 100
22	Limite mínimo e o limite máximo, em relação ao Patrimônio Líquido do Fundo que pode ser utilizado em operações de empréstimos de títulos públicos, na forma autorizada pela CVM. Considerar apenas as posições em que o fundo é prestador (doador)	0 100

SAFRA EXPORTAÇÃO FI ACOES

LIMITES POR ATIVOS

GRUPO	LIMITES	ATIVOS
I	ILIMITADO	<p>A) Ações admitidas à negociação em mercado organizado;</p> <p>B) Bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito de ações admitidos à negociação em bolsa de valores ou entidade de balcão organizado; e Brazilian Depositary Receipts ("BDRs") classificados como nível II e III;</p> <p>C) Cotas de fundos de investimento em ações registrados com base na ICVM 555;</p> <p>D) Cotas de fundos de índice de ações negociadas em mercado organizado.</p> <p>E) Títulos públicos federais e operações compromissadas lastreadas nestes títulos;</p> <p>F) Ouro, desde que adquirido ou alienado em negociações em mercado organizado.</p>
II	MINIMO 67% DO PL	<p>A) Ações admitidas à negociação em mercado organizado;</p> <p>B) Bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito de ações admitidos à negociação em bolsa de valores ou entidade de balcão organizado; e Brazilian Depositary Receipts ("BDRs") classificados como nível II e III;</p> <p>C) Cotas de fundos de investimento em ações registrados com base na ICVM 555;</p> <p>D) Cotas de fundos de índice de ações negociadas em mercado organizado.</p>
III	ATÉ 33% DO PL	<p>A) Títulos de emissão ou coobrigação de instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil;</p> <p>B) Notas promissórias e debêntures desde que tenham sido emitidas por companhias abertas e objeto de oferta pública;</p> <p>C) Valores mobiliários diversos daqueles previstos no inciso I, Art. 103 da ICVM 555, desde que objeto de oferta pública registrada na CVM, observado, ainda, o disposto no § 4º;</p>
IV	ATÉ 20% DO PL	<p>A) Ativos financeiros negociados no exterior, inclusive cotas de fundos de investimento sediados no exterior, bem como BDRs Nível I e cotas de fundos da classe "Ações – BDR Nível I" (exceto ativos negociados em países signatários do Tratado de Assunção, os quais se equiparam aos ativos financeiros negociados no mercado nacional)*</p> <p>*As aplicações em ativos financeiros no exterior não são cumulativamente consideradas no cálculo dos correspondentes limites de concentração por emissor e por modalidade</p>
V	ATÉ 20% DO PL	<p>A) Cotas de fundos de investimento e Cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento destinados exclusivamente a</p>
		<p>investidores qualificados registrados com base na ICVM 555;</p> <p>B) Cotas de fundos de investimento e Cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento diferente de fundos de ações registrados com base na ICVM 555;</p> <p>C) Cotas de fundos de investimento Imobiliário – FII;</p> <p>D) Cotas de fundos de investimento em direitos creditórios – FIDC;</p> <p>E) Cotas de fundos de investimento em fundos de investimento em direitos creditórios – FIC-FIDC;</p> <p>F) Cotas de fundos de índice admitidos à negociação em mercado organizado; diferente de cotas dos fundos de índice de ações.</p> <p>G) Certificados de recebíveis imobiliários – CRI;</p>
VI	ATÉ 5% DO PL (DENTRO DO LIMITE DE 20% ACIMA)	<p>A) Cotas de fundos de investimento em direitos creditórios não-padronizados – FIDC-NP;</p> <p>B) Cotas de fundos de investimento em fundos de investimento em direitos creditórios não-padronizados – FIC-FIDC-NP;</p> <p>C) Cotas de fundos de investimento e Cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores profissionais registrados com base na Instrução ICVM 555.</p>

LIMITES POR EMISSORES

GRUPO	LIMITES	EMISSORES
I	SEM LIMITE	<p>A) União Federal;</p> <p>B) Ações admitidas à negociação em mercado organizado¹;</p> <p>C) Bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito de ações sejam admitidos à negociação em mercado organizado¹;</p> <p>D) Fundos de ações e Fundos de índice de ações negociadas em mercado organizado¹; e</p> <p>E) Brazilian Depositary Receipts classificados como nível II e III¹.</p> <p>¹ Esses ativos não estão sujeitos a limites de concentração por emissor.</p>
II	ATÉ 20% DO PL	<p>A) Instituição financeira (exceto para ativos listados no grupo I acima);</p> <p>B) Títulos ou valores mobiliários de emissão da ADMINISTRADORA, GESTORA ou qualquer empresa a elas ligada (exceto ações).</p>

III	ATÉ 10% DO PL	A) Companhia aberta (exceto para ativos listados no grupo I acima); B) Fundos de Investimento e fundos de investimento em cotas de fundos de investimento e fundos de investimento sediados no exterior, bem como BDRs Nível I e cotas de fundos da classe "Ações – BDR Nível I", exceto dívida externa, inclusive aqueles administrados pela ADMINISTRADORA, ou GESTOR ou de empresas a eles ligadas, observado os item V, letra "a" deste quadro.
IV	ATÉ 5% DO PL	A) Pessoa física ou pessoa jurídica de direito privado que não seja companhia aberta ou instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil.
V	VEDADO	A) Fundos que invistam no próprio FUNDO. B) Ações de emissão da ADMINISTRADORA ou empresa a ela ligada.

CONCENTRAÇÃO EM CRÉDITO PRIVADO

GRUPO	LIMITES	EMISSORES
I	ATÉ 33% DO PL	A) Consolidação das aplicações em quaisquer ativos ou modalidades operacionais de responsabilidade de pessoas físicas ou jurídicas de direito privado ou títulos públicos que não da União ("Crédito Privado"), inclusive em fundos de investimento que apliquem em Crédito Privado.

UTILIZAÇÃO DE INSTRUMENTOS DERIVATIVOS E/OU DE MAIS MODALIDADES OPERACIONAIS

	SIM OU NÃO	LIMITE
Para Proteção da Carteira (Hedge)	Sim	O valor total da posição objeto do hedge
Para Posição	Sim	Limitado ao Patrimônio Líquido do FUNDO
Para Alavancagem	Sim	100% do Patrimônio Líquido do FUNDO a ser utilizado como margem*