

Carta K10 – Abril 2020

Na nossa última carta falamos apenas brevemente sobre os impactos econômicos causados pelo surto do COVID-19 e sobre as reações de política fiscal e monetária nos diversos países do globo. Apesar deste processo ainda não ter acabado, hoje conseguimos ver que esta crise – a mais aguda crise econômica global desde a Segunda Guerra Mundial – terá uma consequência óbvia: os balanços dos governos ficarão relevantemente mais endividados e mais dependentes de políticas monetárias extremamente acomodáticas. Parte importante da resposta está vindo e virá da compra de ativos financeiros por parte dos bancos centrais: não somente títulos públicos, mas dívida privada e ações também estão sendo compradas em tamanho relevante no Japão, EUA e Europa. Hoje, cerca de 20% dos títulos com grau de investimento do mundo estão com taxas de juros nominais negativas¹. Este processo de compra de ativos, associado a taxas de juros próximas ou abaixo de zero facilita muito o financiamento soberano, evocando períodos de repressão financeira. E com isso, o debate sobre a validade da Teoria Monetária Moderna (MMT), na qual a emissão em massa de títulos do governo pode financiar déficits fiscais ilimitados, já é comum em vários países.

Dinâmica inflacionária pós-2008 X panorama atual

Nada disso citado acima (QE, taxas negativas, etc.) é exatamente novo. Os instrumentos usados pelo Fed após a crise de 2008 e pelo ECB na crise europeia de 2011-2013 foram bastante similares aos de agora e, mesmo assim (i) a inflação ao consumidor ficou abaixo das metas e (ii) as expectativas de inflação ficaram bem ancoradas. Acreditamos que uma combinação de crescimento baixo, excesso de capacidade produtiva em algumas indústrias (especialmente na Ásia), globalização e penetração de mudanças tecnológicas mantiveram os preços ao consumidor contidos nos últimos anos.

Os impactos na atividade causados pelo surto do COVID são altamente recessivos, com efeitos de primeira ordem deflacionários. Mesmo com alguns choques negativos de oferta, a contração da demanda é dominante e observaremos níveis bem baixos de inflação ao produtor e consumidor no curto-prazo.

Então quais seriam os elementos que poderiam mudar o processo inflacionário à frente? Não sabemos, mas conseguimos enxergar 3 dinâmicas que apontam nessa direção: (i) retração do processo de globalização com mudanças grandes nas cadeias de fornecimentos, pois países e empresas reconhecem a necessidade de diversificar e assegurar fontes de produtos e serviços, (ii) o grau de endividamento somado ao alto déficit corrente de alguns governos, (iii) a frágil percepção que inflação é um problema do passado e que o “experimento” de política monetária está sob controle, inclusive flertando com ideias como o MMT. Nunca sabemos qual o ponto de inflexão em que a confiança é destruída, contudo acreditamos que moedas de países emergentes, com instituições menos sólidas, serão mais vulneráveis aos itens (ii) e (iii).

Então segue a pergunta: ainda vale a ideia de que ouro é um anacronismo?

No Anexo I abaixo vamos apresentar e questionar algumas premissas - de forma não definitiva e sem nenhum rigor acadêmico – por trás da ideia de usar ouro como alternativa de investimento. Vamos abordar o problema por três diferentes ângulos. Inicialmente iremos comparar o valor relativo do ouro com seu mais próximo substituto, a platina. Em seguida vamos focar na função de reserva de valor, mostrando que insolvência do estado e descontrole inflacionário são recorrentes na história. Na terceira parte faremos uma análise histórica para avaliar os benefícios, seja de retorno ou de ‘porto seguro’ de se colocar o ouro numa carteira de investimentos.

¹ Percentual do valor de mercado dos títulos com taxa negativa contemplados no *Bloomberg Barclays Global-Aggregate Total Return Index*.

Posições

Moedas: mantivemos as posições compradas em iene e no dólar australiano contra o dólar americano. Seguimos também com a posição vendida em real e em rand sul-africano contra o dólar americano. Zeramos a compra de rublo russo e de peso mexicano.

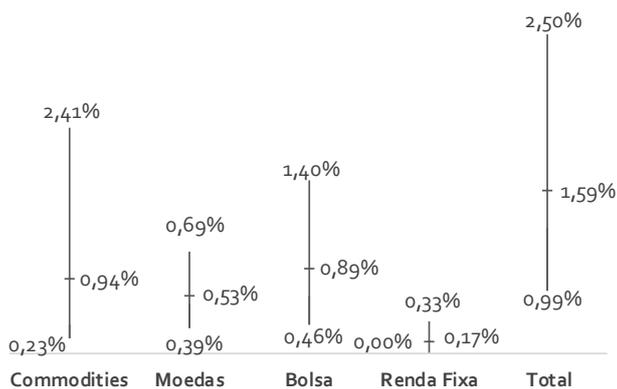
Commodities: mantivemos a posição comprada em ouro. Seguimos com uma posição vendida em milho americano. Adicionamos uma posição vendida em proteína animal.

Bolsa: adicionamos uma posição vendida em ações americanas e em ações no Brasil. Mantivemos a posição vendida em vega de ações americanas.

Juros: zeramos a posição aplicada em juros mexicanos e a posição tomada em juros do Brasil.

Alocação por Fator de Risco*

VaR 1d; 95% (% do PL)



Atribuição de Performance

Estratégias	abr/20	2020	12M	Desde Início
Juros	0,87%	0,52%	1,04%	5,72%
Moedas	1,47%	-0,54%	-0,97%	-4,34%
Bolsa	1,33%	-2,36%	-0,30%	2,04%
Commodities	2,60%	4,61%	8,32%	9,98%
Caixa e Custos	-0,53%	-0,84%	-4,10%	-7,80%
CDI	0,28%	1,30%	5,20%	11,57%
Performance do Fundo	6,03%	2,70%	9,20%	17,17%
% CDI	2114,62%	207,14%	176,77%	148,34%

*Mínimo, Médio e Máximo ao longo do mês

ANEXO I - O OURO COMO ALTERNATIVA DE INVESTIMENTO

1) Convexidade e valuation

Um ambiente de extrema acomodação monetária – somado ao baixo crescimento de produção das minas nos últimos anos - pode ser uma tempestade perfeita para o preço do ouro.

Hoje, países emergentes tem apenas 5,8% de suas reservas em ouro, menos da metade dos 12,3% de participação equivalente nos estoques dos países desenvolvidos². O percentual de ouro nas reservas globais caiu de 13,5% para 10,6% nos últimos 20 anos. Entendemos que investidores institucionais ao redor do globo não possuem praticamente alocação em ouro.

Por tais motivos, a dimensão de convexidade - ou assimetria - é muito usada como justificativa para ter ouro na carteira: Como a produção anual de ouro e sua oferta total disponível são baixas quando comparadas ao estoque de ativos financeiros/base monetária, se os investidores alocarem parte adicional de sua poupança em ouro o preço provavelmente subirá muito como consequência do crescimento da demanda. Contas simples apontam para isso: estima-se que haja aproximadamente 190 mil toneladas de ouro acima do solo atualmente, o que equivaleria a USD 11 trilhões, sendo que boa parte alocada em reservas de Bancos Centrais³.

Contudo, acreditamos que parte desse efeito já tenha acontecido nos últimos anos. Uma forma de medir isso é fazer a comparação do preço do ouro com o da platina. Reconhecemos que a platina não é considerada uma alternativa de investimento por bancos centrais e investidores institucionais, mas consideramos o exercício válido.

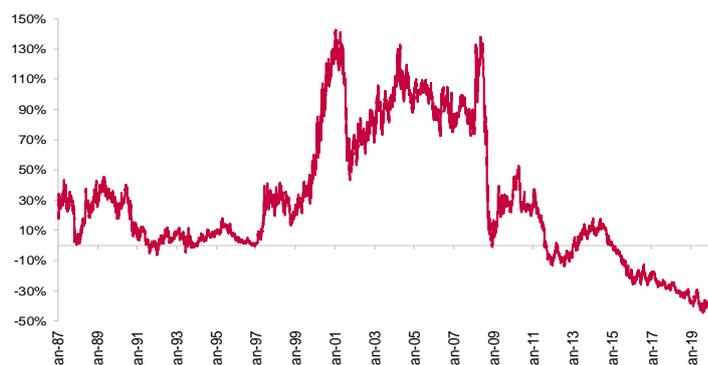
A platina é um substituto do ouro para suas aplicações médicas, odontológicas e como condutor elétrico (ver Tabela 1). A temperatura de fusão da platina é, no entanto, mais elevada, permitindo que também seja usada como catalisadora ou como recipiente para outros processos químicos. No mercado de joias a platina é considerada um metal mais nobre. Pelos fatores acima, o preço da platina foi historicamente cotado acima do preço do ouro (ver Gráfico 1).

Tabela 1 – Usos Industriais

Uso	Melhor Performance	
	Ouro	Platina
Joalheria	✓	✓
Médico e Odontológico	✓	✓
Fibra de vidro		✓
Condutores Elétricos		✓
Aeronáutico e Bélico		✓
Catalisadores		✓
Velas de ignição		✓
Pares Termoelétricos		✓
Aeroespacial	✓	

Fonte: WPIC, Reuters

Gráfico 1 – Prêmio de Platina sobre o Ouro



Fonte: BBG

O ouro é um metal consideravelmente mais abundante que a platina. A extração anual de platina é de menos de 200 toneladas, enquanto mais de 3.300 toneladas de ouro são retiradas da terra anualmente⁴. Desde 2015, o ouro é negociado com um prêmio

² Dados do FMI de Fevereiro de 2020.

³ Dados do World Gold Council.

⁴ 170. 182 toneladas de platina em 2019 de acordo com a Reuters.

em relação à platina, dificilmente explicado pelos fundamentos físicos das *commodities*. Entendemos que grande parte desse prêmio é explicado pela demanda precaucionária de Bancos Centrais e outros investidores.

2) Unidade de conta, reserva de valor e meio de pagamento

"Gold is the only reserve asset that bears no political or credit risk, nor can it be devalued by the printing presses or extraordinary monetary policy measures. The yellow metal is insulated from income inequality, polarization of political parties, trade disputes, deteriorating government budgets, rapidly aging populations, massive growth in unfunded liabilities and counterparty risk." - World Gold Council

Durante muitos séculos os metais, principalmente ouro e prata, foram escolhidos como meios de pagamento por serem divisíveis, portáteis e fáceis de guardar. Através dos séculos, passaram a desempenhar as funções reconhecidas de uma moeda: reserva de valor, meio de troca e unidade de conta. Os governos entraram no negócio de criação de dinheiro com moedas padronizadas únicas em suas jurisdições. O crédito bancário surgiu em seguida, quando os *goldsmiths* – bancos custodiantes – começaram a negociar os recibos de depósito acima da base de reserva. O último passo na evolução do dinheiro foi a completa retirada do lastro de qualquer *commodity* física. Nessa nova forma do dinheiro, o *fiat currency*, seu valor vem somente do status legal outorgado pelo governo central. O *fiat currency* se consolidou como o padrão global em 1971, quando o presidente Richard Nixon abandonou a conversibilidade do dólar ao ouro, terminando na prática com o acordo de Bretton Woods de 1944.

Se hoje em dia nos parece natural aceitar o valor de uma moeda apenas pela regulação estatal, por outro lado, a história é repleta de casos em que políticos e bancos centrais deturparam seus sistemas monetários. Os casos de desvalorização da moeda – *debasement* – não são novidades e ocorreram mesmo em governos que teoricamente indexavam sua moeda ao ouro. Casos conhecidos são o do Denarius de Roma, os incidentes em algumas colônias na América Colonial, o da França no início do século 18 e o da República de Weimar no início do século 19. Na segunda metade do século XX, diversos países passaram por períodos de inflação elevada e repressão financeira em que a moeda de curso forçado perdeu sua capacidade de reserva de valor. Casos recentes ocorreram em nossos vizinhos Venezuela e Argentina.

Parece muito distante o período no qual *commodities* eram usadas como meio de pagamentos. Diante da evolução dos meios de pagamentos digitais, isso parece ainda mais longínquo. O surgimento das criptomoedas é uma nova etapa nessa direção. Apesar de lentas, caras e de governança volátil quando comparadas aos sistemas digitais tradicionais, as Criptos possuem descentralização e não existência de um órgão regulador que censure as transações.

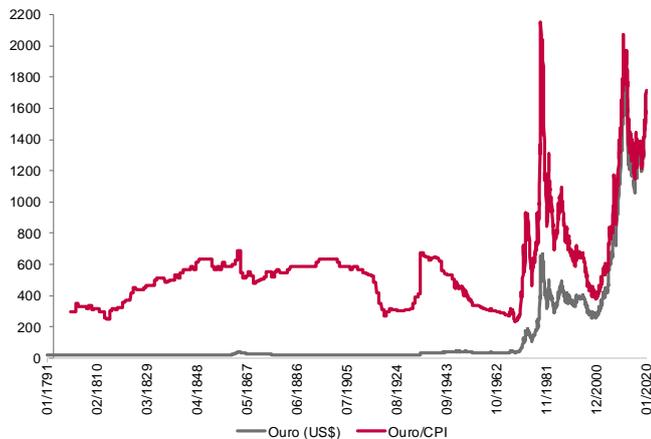
Se o uso do ouro para as funções de unidade de conta e meio de pagamentos perdeu sentido, o que dizer da terceira função clássica das moedas, isto é, seu *status* de reserva de valor? Uma reserva de valor pode ser qualquer bem - *commodity*, terra, ativo ou contrato - que mantenha seu poder de compra no futuro. Vários ativos financeiros tem a vantagem de servir rendimentos, juros ou dividendos, acima da inflação. O ouro, por outro lado, tem "rendimento" negativo, isto é, custo de carregamento. Contudo, ele possui as três principais características associadas historicamente aos bons candidatos a reserva de valor: (i) liquidez alta, (ii) fácil portabilidade geográfica, (iii) histórico de manutenção de poder compra para períodos longos.

3) Retorno histórico e análise de carteiras

O Gráfico 2, abaixo, mostra a série de preços do ouro desde o início do século XIX até hoje (em cinza), que se multiplicou por 75. O mesmo gráfico mostra a série deflacionada pelo índice de preços ao consumidor americano (em vermelho), com crescimento bem menos exuberante, já que a inflação foi também relevante nesse período. Em termos reais, e sem considerar os custos de carregamento, o preço ouro cresceu cerca de 0,65% ao ano, uma valorização pouco impressionante⁵.

⁵ As séries antigas do preço do ouro vêm de "What Was the Price of Gold Then? Importance, Measurement, and History" Lawrence H. Officer, University of Illinois at Chicago. A série de inflação vem do BLS. Ver também "Gold Returns" Barro & Misra 2013.

Gráfico 2 – Histórico de preços do ouro



Fonte: Macrobond, elaboração própria.

Gráfico 3 – Preço do ouro e seu retorno como investimento

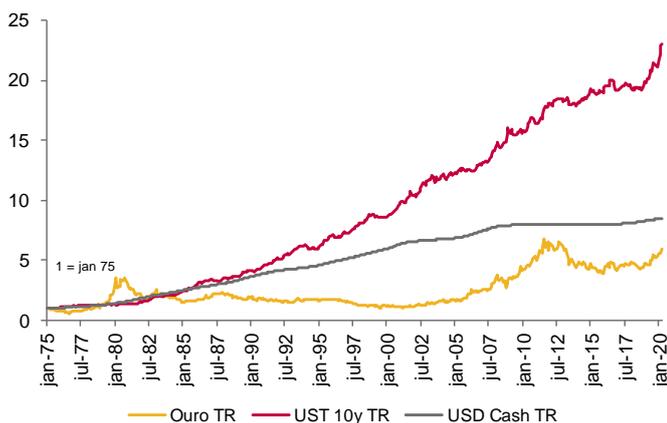


Fonte: Bloomberg, elaboração própria.

No Gráfico 3, acima, podemos ver o mesmo preço desde 1975, algum tempo após o fim do Bretton Woods e início da flutuação do preço do dólar/ouro. Para esse mesmo período, calculamos o retorno do investimento financeiro em ouro cujo retorno (de 4,0% ao ano) é menor que a variação do preço do ativo por conta de seus custos de carregamento⁶.

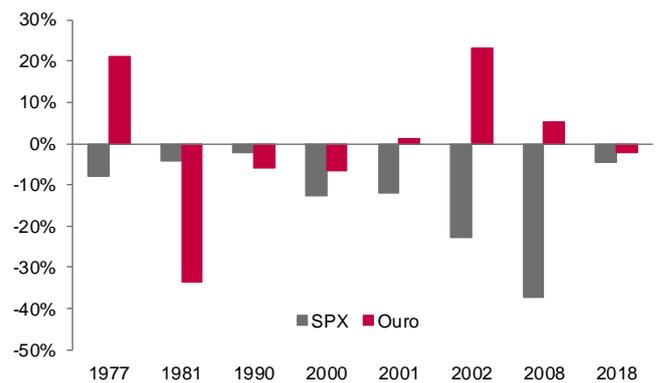
Assim, podemos comparar seu retorno nas últimas 4 décadas com ativos americanos (Gráfico 4). De forma resumida, o ouro teve desempenho basicamente equivalente ao acumulado da inflação americana (4,0% e 3,6% ao ano respectivamente), e teve desempenho inferior ao depósito remunerado à taxa *overnight* americana (4,8% ao ano) e ao investimento em títulos públicos americanos de 10-anos. Também foi extremamente inferior ao investimento em bolsa (o índice S&P500 teve retorno de 11,4% anualizado).

Gráfico 4 – Retorno de investimentos financeiros



Fonte: Bloomberg, elaboração própria

Gráfico 5 – Retorno anual do investimento em ações X ouro



Fonte: Bloomberg, elaboração própria

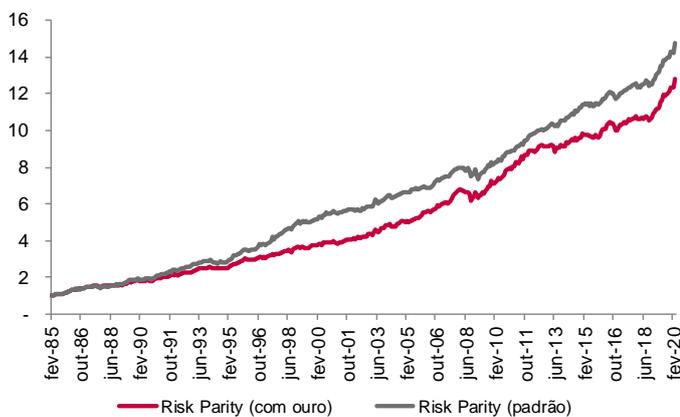
Sabendo que o ouro teve baixo retorno quando comparado a outros ativos financeiros, vamos analisar agora se seu perfil de retorno oferece algum benefício de porto seguro para a carteira. Primeiro, cabe notar que, apesar da baixa correlação do retorno do ouro com o do índice S&P 500 (+3%), ela é mais alta que a correlação dos títulos do tesouro com o S&P500 (-46%). Em seguida,

⁶ Estimamos o custo de carregamento através de ETFs lastreados com ouro físico.

podemos ver como o ouro se comportou em anos nos quais houve queda do preço de ações (gráfico 4): o metal se valorizou significativamente em apenas 2 dos últimos 8 anos de retorno real negativo⁷.

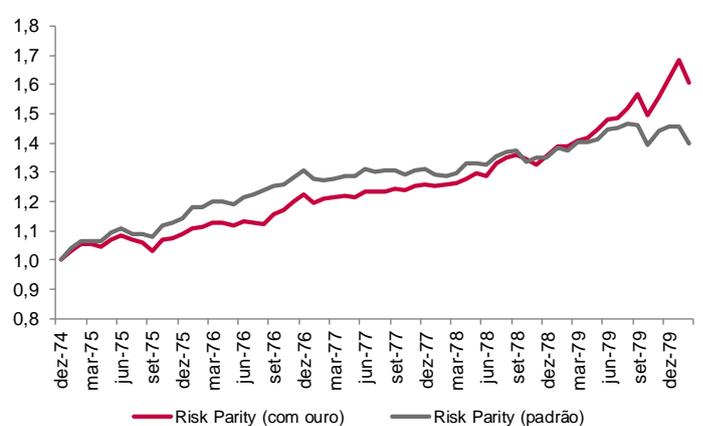
A combinação de retorno baixo, volatilidade alta e correlação baixa com ativos de risco, faz com que a alocação de ouro seja baixa ou nula em portfólios obtidos por maximização de média-variância baseados em parâmetros históricos⁸. Outro exercício que realizamos foi analisar o comportamento de portfólios que equalizam a quantidade de risco advinda de cada classe de ativo, incluindo ou não o ouro⁹. A conclusão é semelhante, historicamente a inclusão do risco desse ativo no portfólio piora as características tais como retorno, volatilidade, Sharpe e *drawdown*. A comparação gráfica dos portfólios desde 1975 com e sem o ouro bem como algumas de suas estatísticas pode ser vista abaixo.

Gráfico 6 – Desempenho de cota teórica com mesmo risco entre portfólios de 1975 até hoje



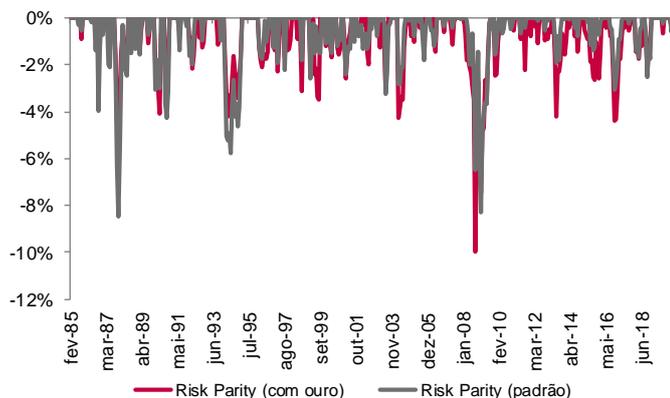
Fonte: Bloomberg, elaboração própria

Gráfico 7 – Desempenho de cota teórica com mesmo risco entre portfólios de 1975 até 1980



Fonte: Bloomberg, elaboração própria

Gráfico 8 – Drawdowns entre portfólios com mesmo risco



Fonte: Bloomberg, elaboração própria

Tabela 2 – Período de 1985 - 2020

	Risk Parity com ouro	Risk Parity Padrão
Retorno	7,7%	8,0%
Volatilidade	5,1%	5,1%
Sharpe	0,80	0,88

Risk Parity com ouro: US Equity; UST 10y; Ouro

Risk Parity padrão: US Equity; UST 10y

Fonte: Bloomberg, elaboração própria

⁷ Avaliamos também o retorno do ouro em períodos recessivos e períodos de elevação da volatilidade, com conclusão semelhante.

⁸ Fizemos essa análise considerando o ouro junto com classes de ativos americanos. Para que o ouro faça sentido em portfólios obtidos por maximização de Sharpe com os ativos do gráfico 4 e com o índice S&P500, teríamos que supor que a correlação dele com tal índice será negativa e/ou o retorno esperado dele seja cerca de 2% acima do retorno de títulos do tesouro. Ambas as hipóteses são razoáveis, mas não condizem com a média da evidência histórica.

⁹ Estratégia conhecida como *risk parity*, que dimensiona a alocação de cada ativo de maneira que sua contribuição à volatilidade total da carteira seja igual à dos outros ativos.

Há, no entanto, um período no final da década de 1970 já após o final do acordo de Bretton Woods, no qual a alocação em ouro fez sentido. Destacamos esse período no gráfico 7, acima. Esse foi o período de maior descontrole de preços nos EUA, com inflação ao consumidor rodando entre 5% e 12%. Como discutimos acima, o ouro retém alguma capacidade de reserva de valor quando ações do governo levam à depreciação acelerada da moeda de curso forçado. Será que entraremos numa situação semelhante no futuro próximo?

Conclusão

O time do K10 atua nos mercados de *commodities* ativamente. Para isso, utilizamos dados de oferta e de demanda para montar balanços e identificar possíveis desequilíbrios que seriam ajustados por movimento de preço. Contudo, o ouro é uma *commodity* peculiar. Como dito acima, ele foi, ao longo dos séculos, usado como moeda e mais recentemente como base do sistema financeiro mundial. Isso fez com que, mesmo não tendo mais utilidade como meio de pagamento, ainda mantenha *status* de reserva de valor.

Mesmo não mostrando bons resultados nas últimas décadas – retorno real aproximadamente nulo e baixa utilidade como *hedge* em períodos de estresse – é natural que investidores considerem o ouro como alternativa de investimento, pois os títulos soberanos de países desenvolvidos, que serviram como *hedge* para ativos de risco durante as últimas recessões, hoje possuem retorno real prospectivo negativo⁶.

Entendemos que o ouro pode ser um candidato adequado no caso de uma mudança de regime econômico, como o ocorrido na década de 1970. Como notamos acima, apesar dos efeitos da crise atual serem deflacionários - e isso está parcialmente precificado nos mercados de inflação implícita - o endividamento sem precedentes de governos ao redor do mundo acendem uma luz amarela.

⁶ Sobre a queda das taxas de juros de títulos soberanos e a correlação negativa desses com ativos de risco ver: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/clarida20191112a.htm>

Objetivo do Fundo

O objetivo do Fundo é buscar a valorização de suas cotas no longo prazo, por meio da realização de investimentos em ativos e valores mobiliários disponíveis nos mercados financeiro e de capitais.

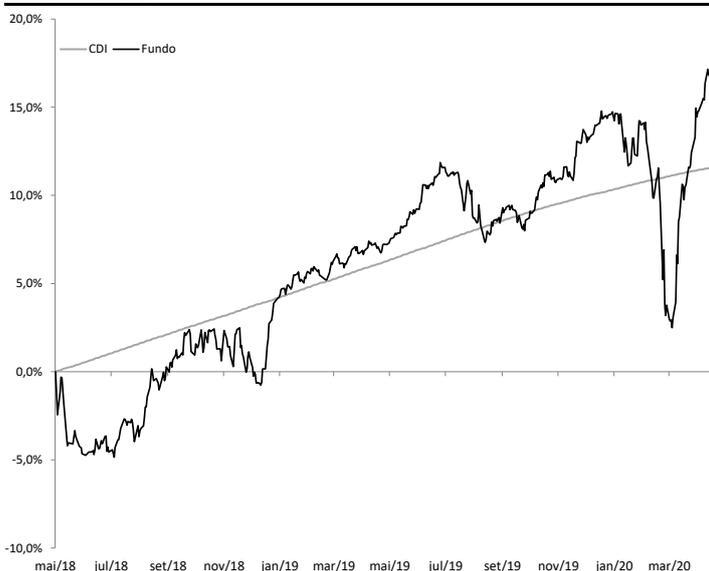
Política de Investimentos

Investir em ativos e derivativos financeiros nos mercados de valores mobiliários brasileiro e internacional, buscando oportunidades nos mercados de ações, juros, câmbio, títulos da dívida externa, índices de preços e derivativos referenciados em qualquer fator de risco. O Fundo poderá se utilizar, entre outros, de mecanismos de hedge, operações de arbitragem e estratégias ativas com derivativos para alcançar seu objetivo. Os investimentos do Fundo serão realizados com base numa criteriosa análise fundamentalista associada à rigorosa monitoração e gestão de risco. Este fundo aplica no mínimo 95% de seu patrimônio em cotas de fundos.

Retornos Líquidos - Livres de Taxa de Administração e Performance

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Início
2018					-4,04%	0,21%	1,17%	2,26%	1,33%	1,54%	0,00%	-2,16%	0,17%	0,17%
CDI					0,25%	0,52%	0,54%	0,57%	0,47%	0,54%	0,49%	0,49%	3,94%	3,94%
% CDI					-	41,32%	215,59%	399,12%	285,00%	283,61%	0,35%	-	4,24%	4,24%
2019	5,31%	-0,01%	0,60%	1,13%	0,88%	2,14%	0,12%	-2,47%	1,09%	1,24%	0,55%	2,68%	13,90%	14,09%
CDI	0,54%	0,49%	0,47%	0,52%	0,54%	0,47%	0,57%	0,50%	0,47%	0,48%	0,38%	0,38%	5,97%	10,14%
% CDI	977,55%	-	127,02%	217,22%	162,00%	456,99%	21,45%	-	234,45%	258,39%	145,49%	711,96%	232,92%	138,97%
2020	-2,11%	-1,65%	0,61%	6,03%									2,70%	17,17%
CDI	0,38%	0,29%	0,34%	0,28%									1,30%	11,57%
% CDI	-	-	178,67%	2114,62%									207,14%	148,34%

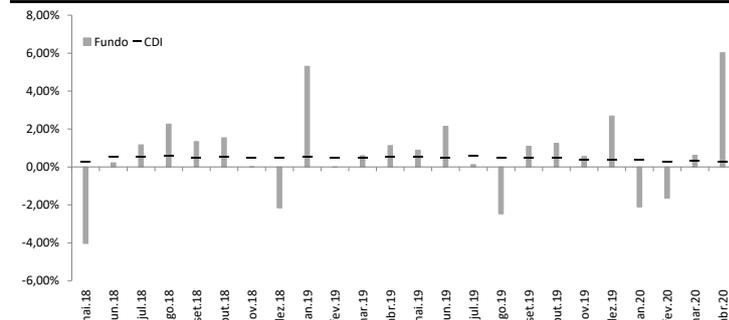
Retorno Acumulado



Estadísticas

	Últimos 12M	Início(24M)
Meses Positivos	9	18
Meses Negativos	3	6
Meses acima do CDI	8	15
Meses abaixo do CDI	4	10
Retorno Mensal Máximo	6,03%	6,03%
Retorno Mensal Médio	0,74%	0,64%
Retorno Mensal Mínimo	-2,47%	-4,04%
Volatilidade Anualizada	7,18%	6,13%
Retorno Acumulado	9,20%	17,17%
Patrimônio Líquido Médio do Fundo	135.423.984,58	78.480.647,13
Patrimônio Líquido Médio do Master	205.534.764,55	154.857.677,83

Retorno Mensal



Informações

Data de Início	16/05/2018
Patrimônio Líquido Atual do Fundo	R\$ 241.520.699,33
Patrimônio Líquido Atual do Master	R\$ 297.763.870,08
Investimento Inicial	R\$50.000,00 (Para Conta e Ordem - R\$ 25.000,00)
Movimentação Mínima	R\$ 10.000,00
Saldo Mínimo	R\$ 20.000,00 (Para Conta e Ordem - R\$ 10.000,00)
Conta Corrente para Aplicação	KAPITALO K10 FIO DE FIM - CNPJ: 29.726.133/0001-21 - Banco Bradesco - Ag.2856 - CC:22147-3
Cota de Aplicação	Cota do dia da efetiva disponibilidade dos recursos - até as 14:00h
Carência de Resgate	Não Há
Cota de Resgate	Cota D+30 dias corridos (após o pedido de resgate)
Pagamento do Resgate	1º dia útil subsequente a data de conversão de cotas
Taxa de Antecipação de Resgate	5% sobre o valor total resgatado (Cotização em D+1 - dia seguinte ao pedido)
Taxa de Administração	2,0% a.a.
Taxa de Performance	20% do que exceder CDI
Público Alvo	Investidores Qualificados
Classificação ANBIMA	Multimercados Macro
Administrador	BEM DTVM.
Gestores	Kapitalo Ciclo Gestora de Recursos Financeiros Ltda.

Kapitalo Ciclo Gestora de Recursos Financeiros Ltda.

Av. Ataulfo de Paiva, 482 - Sala 402
Leblon - CEP: 22.440-033 - Rio de Janeiro - RJ - Tel: (21) 3577-7020
www.kapitalo.com.br

BEM DTVM.

Núcleo Cidade de Deus, s/nº, Prédio Prata, 4º andar
Vila Yara - Osasco - SP - CEP: 22250-040
Tel: (11) 3684-4522 / SAC: 0800 704 8383
Ouvidoria: 0800 727 9933
www.bradescobemdtvm.com.br



A Kapitalo Ciclo não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimentos. As informações contidas nesse material são de caráter exclusivamente informativo. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS E DA TAXA DE SAÍDA. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DOS GESTORES, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS - FGC. LEIA O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. DESCRIÇÃO DO TIPO ANBIMA DISPONÍVEL NO FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES. Os investidores devem estar preparados para aceitar os riscos inerentes aos diversos mercados em que os fundos atuam e, conseqüentemente, possíveis variações no patrimônio investido. Este Fundo pode estar exposto a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Não há garantia de que este fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Este Fundo realizará investimentos em fundos que utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas nos fundos, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus quotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado, implicando na ocorrência de patrimônio líquido negativo no Fundo e na conseqüente obrigação do quotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do Fundo. O fundo investido pode investir em ativos no exterior. O imposto de Renda é retido na fonte, semestralmente, no último dia útil dos meses de maio e novembro, aplicando-se a alíquota de 15%. No resgate é aplicada a alíquota complementar, em função do prazo da aplicação, conforme descrito abaixo:

- I - 22,5% em aplicações com prazo de até 180 dias;
- II - 20% em aplicações com prazo de 181 dias até 360 dias;
- III - 17,5% em aplicações com prazo de 361 dias até 720 dias;
- IV - 15% em aplicações com prazo acima de 720 dias.