

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A ÍNDUTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL: DESCRIÇÃO,
EVOLUÇÃO E PARTICULARIDADES

Leonardo Uram

No de Matrícula: 0311300

Orientador: Walter Novaes

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”

Junho de 2006

"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor"

Agradecimentos:

À minha família, pelo carinho, apoio e compreensão em todos esses anos.

Aos meus amigos, pelo companheirismo e pela diversão nas horas em que mais precisei.

Ao Walter, por toda a ajuda durante o período de desenvolvimento da monografia.

À AAA Gestão de Recursos, por me apresentar a uma nova realidade.

Sumário:

1. Introdução	5
2. A indústria nacional de fundos: uma breve descrição	7
3. O risco sistemático dos fundos e a habilidade dos gestores nacionais	13
3.1. Metodologia	13
3.2. Descrição da amostra	14
3.3. Análise de resultados	17
4. A estrutura de remuneração dos fundos locais	23
4.1. Descrição da amostra	23
4.2. A estrutura de cobrança de taxas de administração	26
4.3. A estrutura de cobrança de taxas de performance	32
5. Conclusão	39
6. Referências bibliográficas	41

1. Introdução

A indústria de fundos tem seu processo de desenvolvimento atrelado às inovações e ao surgimento de novas estruturas e possibilidades nos mercados financeiros globais. À medida que estes se tornam mais complexos, a tarefa de otimização de investimentos se mostra cada vez mais árdua. Nesse sentido, a especialização e o conhecimento profundo de todos os mecanismos e instrumentos financeiros passam a ser pré-requisitos para uma excelência na gestão dos investimentos.

Essa necessidade crescente de especialização e a presença de custos fixos nas operações financeiras contribuem para a eliminação do amadorismo, e são os principais fatores que levam pequenos e médios investidores a transferir a gestão de seus recursos para as mãos de profissionais. Desse modo, são formados os fundos de investimento, gerenciados por especialistas que, por sua vez, são remunerados pelos serviços prestados.

O mercado de fundos de investimento, em especial o de fundos Multimercado, desenvolveu-se muito nos últimos anos em todo o mundo. A criação de novos instrumentos financeiros (como os derivativos), a consolidação das instituições que regulam o mercado, a proliferação dos chamados gestores independentes¹ e o desenvolvimento teórico quantitativo no processo de seleção de fundos e ativos contribuíram em larga margem para um crescimento exponencial do patrimônio sob gestão.

No Brasil, o crescimento da indústria de fundos de investimento, principalmente a de Fundos Multimercado, é bastante recente, tendo como ponto de partida o início da década de 90. A estabilização econômica e o controle inflacionário, resultados do Plano Real (1994), podem ser considerados marcos decisivos nesse processo, já que permitiram ao investidor uma visão real de seus ganhos, contribuindo, dessa forma, para um elevado choque positivo na demanda por fundos. Entretanto, dado o curto espaço de tempo desde a ocorrência dessas transformações estruturais nesse segmento do mercado, a literatura existente empenhada em descrevê-lo é ainda bastante reduzida.

Nesse sentido, este trabalho tem como objetivo descrever a indústria de fundos no Brasil, destacando a sua importância econômica e analisando alguns pontos

¹ São chamados de “gestores independentes” aqueles que não estão diretamente ligados a uma instituição financeira.

relevantes desse mercado, como a capacidade dos gestores nacionais, o risco sistemático assumido pelos fundos e a estrutura de remuneração dos mesmos.

Para isso, o trabalho está dividido em três etapas. Na primeira, é efetuada uma descrição geral da indústria nacional de fundos, destacando os principais tipos de fundos, a evolução da distribuição do patrimônio total entre esses grupos de fundos e questões como a regulação e o prazo de carência no Brasil e no mundo. Na segunda, utilizando o modelo CAPM, o risco sistemático dos fundos (medido pelo *beta*) e a capacidade de geração de retorno em excesso ao mercado após ajuste pelo risco sistemático (medida pelo *alfa*) são calculados e analisados, comparando os resultados médios entre os diferentes grupos de fundos. Por último, é discutida a questão da remuneração dos fundos de investimento, sua origem e suas implicações na dinâmica desse mercado, executando também uma análise comparativa entre os diferentes grupos de fundos no Brasil.

2. A indústria nacional de fundos: uma breve descrição

A indústria de fundos de investimento, no Brasil e no mundo, desempenha um papel fundamental nos mercados financeiros. Ao mesmo tempo em que fundos financiam a dívida de países e de empresas e participam do capital das mesmas, também colaboram para a diluição do risco (de crédito e de mercado) inerente ao sistema financeiro.

Além disso, os fundos de investimento podem ser considerados um importante veículo de acesso ao mercado financeiro. Indivíduos que não possuem o conhecimento ou tempo necessários para gerir seus próprios recursos, ou até mesmo que não possuem recursos suficientes para construir uma carteira individual diversificada, encontram nos fundos de investimento uma possibilidade de promover maiores ganhos.

Um fundo de investimento pode ser definido como “uma comunhão de recursos constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em títulos e valores mobiliários, bem como em quaisquer outros ativos disponíveis no mercado financeiro e de capitais” (CVM). Atualmente, os fundos de investimento nacionais são regulados e fiscalizados pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários), que busca a proteção do investidor e o bom funcionamento do mercado. A Instrução 409 da CVM, de 18 de agosto de 2004, dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. A ANBID (Associação Nacional dos Bancos de Investimento) é outro órgão que contribui para o pleno funcionamento da indústria de fundos, atuando no sentido de “auxiliar na construção, modernização e aperfeiçoamento da legislação de fundos de investimento, influenciar e dar suporte à indústria para explorar adequadamente as oportunidades de crescimento e melhorar constantemente seus pilares” (ANBID).

A evolução da indústria de fundos e a especialização dos mesmos, além da maior diversificação e utilização de novas estratégias, vêm proporcionando ao investidor uma maior variedade de produtos e opções de investimento. Até 1984, existiam apenas fundos de Ação no Brasil. Nesse ano, foram criados os primeiros fundos nacionais de Renda Fixa. Essa nova classe de fundos, que em 1984 possuía 47,58% do patrimônio total da indústria, chegou a concentrar 96,81% de todo os investimentos em fundos em 1992. Em 1991 surgiram os FAF's (fundos de aplicação financeiras), em 1992 os fundos de commodities (extintos em 1995) e em 1993 os fundos de renda fixa com capital estrangeiro.

Somente em meados da década de 1990 surgiram os primeiros fundos Multimercado e Cambial, promovendo o início de um desenvolvimento contínuo da indústria e um ganho de diversidade, sofisticação e volume. Em 1998 foram criados os primeiros fundos Referenciados DI e de Previdência. Os fundos de Privatização surgiram a partir de 2000, e apenas em 2003 foram criados os fundos de Curto Prazo, resultado da crise de 2002.

A Tabela 1 mostra como se deu a dinâmica do patrimônio líquido (PL) total da indústria entre as diferentes classes de fundos ao longo dos anos. Os dados excluem o patrimônio de fundos de fundos, evitando uma dupla contagem dos valores. Além disso, o patrimônio líquido total doméstico (exibido na última coluna da Tabela 1) está deflacionado pelo IGP.

Tabela 1

**Dados de Patrimônio Líquido Anual - Distribuição % por Tipo
Fundos de Investimento**

Período	Curto Prazo	Refer. DI	Renda Fixa	Multimercado	Cambial	Ações	Previdência	Privatização	Outros	PL Total Doméstico em R\$ milhões constantes
dez/72	-	-	-	-	-	100,00	-	-	-	7.164,32
dez/73	-	-	-	-	-	100,00	-	-	-	6.565,90
dez/74	-	-	-	-	-	100,00	-	-	-	5.416,01
dez/75	-	-	-	-	-	100,00	-	-	-	5.938,01
dez/76	-	-	-	-	-	100,00	-	-	-	6.385,73
dez/77	-	-	-	-	-	100,00	-	-	-	7.984,98
dez/78	-	-	-	-	-	100,00	-	-	-	7.683,49
dez/79	-	-	-	-	-	100,00	-	-	-	8.436,61
dez/80	-	-	-	-	-	100,00	-	-	-	6.030,21
dez/81	-	-	-	-	-	100,00	-	-	-	6.135,43
dez/82	-	-	-	-	-	100,00	-	-	-	6.737,92
dez/83	-	-	-	-	-	100,00	-	-	-	10.589,81
dez/84	-	-	47,58	-	-	52,42	-	-	-	16.999,71
dez/85	-	-	53,64	-	-	46,36	-	-	-	31.241,01
dez/86	-	-	31,52	-	-	68,48	-	-	-	22.115,50
dez/87	-	-	86,80	-	-	13,20	-	-	-	32.097,46
dez/88	-	-	92,58	-	-	7,42	-	-	-	64.268,28
dez/89	-	-	95,35	-	-	4,65	-	-	-	115.550,90
dez/90	-	-	95,96	-	-	4,04	-	-	-	33.925,99
dez/91	-	-	95,70	-	-	4,30	-	-	-	64.186,44
dez/92	-	-	96,81	-	-	3,19	-	-	-	87.847,88
dez/93	-	-	91,19	-	-	8,81	-	-	-	106.398,47
dez/94	-	-	92,70	-	-	7,24	-	-	0,06	142.179,95
dez/95	-	-	83,45	13,24	0,37	2,77	-	-	0,17	166.574,44
dez/96	-	-	83,55	11,18	1,22	3,89	-	-	0,16	285.336,54
dez/97	-	-	79,90	7,82	0,79	11,23	-	-	0,27	295.062,40
dez/98	-	27,62	56,42	6,01	0,82	8,53	0,10	-	0,51	330.967,13
dez/99	-	33,61	50,36	5,47	1,10	9,01	0,36	-	0,09	414.703,83
dez/00	-	30,46	55,20	4,16	1,19	7,28	0,78	0,84	0,10	507.867,74
dez/01	-	29,34	37,42	22,46	2,12	6,41	1,44	0,72	0,08	533.341,70
dez/02	-	25,41	33,97	26,64	1,73	7,84	2,98	1,33	0,10	421.997,29
dez/03	2,82	19,57	34,70	28,55	1,36	6,95	4,48	1,29	0,29	565.714,70
dez/04	3,77	18,67	31,30	29,67	0,81	7,27	6,03	1,31	1,18	600.114,22
dez/05	2,82	20,77	40,96	17,70	0,30	7,09	6,78	1,47	2,12	721.614,72
abr/06	3,03	20,06	40,58	18,35	0,21	7,35	6,68	1,65	2,09	805.400,74

Fonte: www.anbid.com.br

Atualmente, a maior parte do patrimônio líquido da indústria de fundos local está concentrada em fundos caracterizados por possuírem riscos bastante reduzidos. Os tipos “Curto Prazo”, “Referenciado DI” e “Renda Fixa” concentram juntos 63,67% de

todo o PL da indústria (em abril de 2006), o que pode ser considerado um número bastante elevado, reflexo das altíssimas taxas de juros praticadas no Brasil. Entretanto, é impossível negar que a década de 1990 representou um grande avanço na indústria local de fundos, com a criação de diversos tipos de fundos, que praticam as mais variadas estratégias. Os fundos Multimercado, por exemplo, chegaram a concentrar 29,67% do PL total da indústria (em dezembro de 2004), uma fatia significativa do mercado, dado o recente nascimento dessa classe de fundos no país.

Além de analisar a evolução da distribuição percentual do patrimônio total da indústria por tipos de fundos, é importante também observar o crescimento exponencial do montante de recursos totais sob a gestão dos fundos. Desde o início da década de 1990 até abril de 2006, o PL total da indústria cresceu 597%. Logicamente, grande parte desse crescimento possui caráter orgânico, entretanto, é impossível contestar que houve um importante choque positivo na demanda por fundos.

Nessa direção, a evolução na regulamentação e na classificação dos fundos, de acordo com as novas estratégias adotadas pelos gestores e o tipo de risco assumido pelo fundo, contribuiu em larga margem para o crescimento desse mercado. O desenvolvimento de critérios mais específicos e consistentes de classificação de fundos exerce impacto bastante positivo sobre o funcionamento da indústria, beneficiando, principalmente, o investidor.

A classificação atual dos fundos de investimento, definida pela ANBID (lançada em 2001, e aprimorada ao longo dos anos), possui exatamente esse objetivo: proporcionar aos investidores uma melhor compreensão dos produtos, facilitando a tarefa de seleção de fundos e a execução de análises comparativas entre os mesmos. Além disso, a nova classificação enquadra os fundos por perfil de risco, sendo bem mais detalhada do que as classificações anteriores. Essa classificação será utilizada para comparar os diferentes tipos de fundos nas análises realizadas neste trabalho. A Tabela 2 mostra a classificação atual da ANBID.

Tabela 2

**Classificação ANBID dos Fundos de Investimento
(regulamentados pela Instrução CVM 409/2004)**

Categoria ANBID	Tipo ANBID	Riscos
Curto Prazo	Curto Prazo	DI/SELIC
Referenciados	Referenciado DI	Indexador de Referência
	Referenciado Outros	
Renda Fixa	Renda Fixa	Juros + Ind de Preços
	Renda Fixa Crédito	Juros + Crédito + Ind de Preços
	Renda Fixa com Alavancagem	Juros + Crédito + Ind de Preços + Alavancagem
Multimercados	Balanceados	Diversas Classes de Ativos
	Multimercados Sem RV	
	Multimercados Com RV	
	Multimercados Sem RV Com Alavancagem	
	Multimercados Com RV Com Alavancagem	
Capital Protegido		
Investimento no Exterior	Investimento no Exterior	Títulos da dívida externa e taxa de câmbio
IBOVESPA	Ações IBOVESPA Indexado	Índice de Referência
	Ações IBOVESPA Ativo	
	Ações IBOVESPA Ativo Alavancado	Índice de Referência + Alavancagem
IBX	Ações IBX Indexado	Indexador referência
	Ações IBX Ativo	
	Ações IBX Ativo Com Alavancagem	Índice de Referência + Alavancagem
Ações Setoriais	Ações Setoriais Telecomunicações	Risco do Setor
	Ações Setoriais Energia	
Ações Outros	Ações Outros	-
	Ações Outros Com Alavancagem	Alavancagem
Cambial	Cambial Dólar Sem Alavancagem	Moeda de Referência
	Cambial Euro Sem Alavancagem	
	Cambial Dólar Com Alavancagem	Moeda de Referência + Alavancagem
	Cambial Outros Sem Alavancagem	Variação das Moedas
	Cambial Outros Com Alavancagem	Variação das Moedas + Alavancagem

Fonte: www.anbid.com.br

No que diz respeito à regulação, a Instrução CVM 409, de 18 de agosto de 2004, conforme já mencionado, dispõe sobre as regras de funcionamento da indústria nacional de fundos. As principais inovações presentes nessa Instrução estão ligadas ao aumento de informações prestadas e ao maior poder de decisão conferido ao investidor. Além disso, aumentam as responsabilidades dos gestores no sentido de proporcionar maior transparência aos seus clientes. Entretanto, aumentam também as responsabilidades dos investidores, já que estes passam a ter que arcar com possíveis prejuízos que superem o patrimônio do fundo.

No Brasil, os fundos de investimento operam todos sob a mesma regulação. Os fundos Multimercado, nesse sentido, devem seguir a mesma legislação aplicada aos

fundos tradicionais, o que não acontece nos EUA, onde a regulação é diferenciada, com liberdades operacionais muito maiores para os chamados *hedge funds* (classe correspondente aos fundos Multimercado locais). Entre essas liberdades adicionais está a possibilidade de cobrança de taxas de performance sem restrições, a liberdade no uso da alavancagem² e na avaliação dos ativos do fundo e a possibilidade de seleção de clientes (fundos restritos a investidores qualificados ou a investimentos mínimos elevados). Essas diferenciações são justificadas pelo argumento de que esse mercado (de *hedge funds*) realmente necessita de maior liberdade para funcionar bem, e que os clientes desse tipo de fundo possuem maior aptidão ao risco e têm consciência da possibilidade de perdas acentuadas. Contudo, essa regulação mais fraca implica em uma menor transparência dos fundos, o que não é desejável.

Outra diferença importante entre a indústria de fundos local e a estrangeira (principalmente de fundos Multimercado) é a questão relativa ao estabelecimento de prazos de carência. No Brasil, a grande maioria dos fundos de investimento possui liquidez diária, enquanto que no exterior, a prática da carência é bastante comum. Os investidores estrangeiros, na média, possuem uma visão de mais longo prazo em relação à maturação de seus investimentos, admitindo maior volatilidade no curto prazo. Desse modo, a aceitação de prazos de resgates longos é mais simples, já que há uma consciência de que o gestor necessita de tempo e tranquilidade para alcançar seus objetivos.

Já no Brasil, seja pela visão de curto prazo do investidor médio ou pela dura concorrência dos fundos referenciados à taxa de juros (que possuem liquidez diária), muitos fundos acabam optando pela conversão dos movimentos em um dia útil, o que limita a atuação do gestor, já que este deve manter uma parcela significativa do patrimônio em caixa para eventuais resgates, além de optar por ativos mais líquidos e formar posições menos arriscadas, limitando também seus ganhos.

Esse problema se torna mais grave em fundos que visam à geração de retorno absoluto no longo prazo, como os fundos Multimercado. Em 01/03/2005, de acordo com um estudo realizado³, apenas 7% dos fundos dessa classe possuíam carência maior que 30 dias, 22% praticavam carência entre 2 e 30 dias, e a grande maioria (71%)

² Segundo definição da ANBID, “um fundo é considerado alavancado sempre que existir possibilidade (diferente de zero) de perda superior ao patrimônio do fundo, desconsiderando-se casos de default nos ativos do fundo”.

³ Ver HYKAVEI, Maílson. “Efeito do prazo de carência no risco de fundos no Brasil”.

possuíam liquidez diária. Desse modo, a própria concorrência do mercado acaba levando muitos gestores a adotar prazos de carência mais curtos, uma vez que é uma tarefa comercial árdua captar recursos para fundos com prazos de carência longos, enquanto que existem vários produtos semelhantes com liquidez diária.

3. O risco sistemático dos fundos e a habilidade dos gestores nacionais

Este capítulo tem como objetivo calcular e analisar o risco sistemático dos fundos brasileiros e a habilidade dos gestores nacionais. Procura-se comparar os resultados obtidos entre os diferentes grupos de fundos, com o intuito de encontrar possíveis diferenças importantes entre eles, que possam explicar parte da dinâmica de funcionamento da indústria de fundos local.

Para o desenvolvimento das análises propostas, foi feito um levantamento e uma organização dos dados históricos relativos aos fundos brasileiros, dividindo os fundos por classes definidas pela ANBID e por grupos criados através da combinação de diferentes classes. Em seguida, para calcular o risco sistemático dos fundos e a capacidade dos gestores de gerar valor excedente ao mercado (após ajuste pelo risco sistemático assumido), foi utilizado o modelo CAPM. Por último, para testar se os resultados obtidos são significativamente diferentes entre as classes de fundos, foram aplicados testes de diferença de médias entre os grupos analisados.

3.1. Metodologia

O modelo CAPM foi criado por Sharpe (1964), como uma extensão do trabalho de Markowitz, e permite avaliar o retorno esperado dos ativos (ou portfólios) individualmente. Admite-se que o mercado seja diversificado, eliminando assim o chamado risco não sistemático (risco desvinculado dos movimentos do mercado como um todo). A equação de equilíbrio do modelo apresenta uma relação entre o retorno esperado do ativo (ou portfólio) em questão (ER_i) e o retorno esperado da chamada “carteira de mercado” (ER_m). Na equação, também está presente a rentabilidade dos ativos sem risco (r):

$$ER_i = r + (ER_m - r)\beta_i$$

onde,

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

O coeficiente β_i representa o risco de mercado (ou risco sistemático) do ativo (ou portfólio) em questão. Um ativo livre de risco sistemático possui β_i igual a zero (já que não possui correlação com o mercado), ao passo que o próprio portfólio de mercado possui β_i igual a um (uma vez que a sua covariância com a carteira de mercado é igual à variância de mercado).

Entretanto, conforme já mencionado, essa é uma equação de equilíbrio. Na prática, é possível que existam portfólios que consigam obter excesso de retorno após o ajuste pelo risco de mercado. Ou seja, parte do retorno obtido por essas carteiras é resultado da habilidade do gestor, e não da direção do mercado. Nesse sentido, o portfólio deve ter ativos diferentes da carteira de mercado, resultando, por conseguinte, em um maior risco não sistemático. A equação, desse modo, é dada por:

$$ER_i = r + (ER_m - r)\beta_i + \alpha_i$$

Intuitivamente, o α_i (alfa) pode ser considerado uma medida de sucesso do gestor. Com um α_i (alfa) positivo, a gestão do fundo pode ser considerada bem sucedida, e vice-versa. O alfa é a “medida de performance” utilizada para qualificar os gestores e comparar o desempenho dos mesmos.

No esforço de medir o alfa e o beta dos fundos, foi efetuada uma regressão para cada fundo de acordo com a equação proposta pelo modelo. Utilizou-se o retorno histórico (rentabilidades mensais no período de janeiro de 2002 a maio de 2004) dos fundos como retorno esperado dos mesmos (ER_i). Além disso, utilizou-se o retorno histórico do CDI⁴ e do Ibovespa Médio⁵ como dados para o retorno do ativo sem risco (r) e para a rentabilidade esperada da carteira de mercado (ER_m), respectivamente.

3.2. Descrição da amostra

⁴ O CDI (Certificado de Depósito Interbancário) é a taxa de referência no mercado de juros, originada da média negociada entre instituições financeiras.

⁵ O Ibovespa Médio é a média aritmética do índice Ibovespa, calculada a cada 30 segundos, durante o dia.

A amostra⁶ inicial utilizada contém dados (retornos mensais e classificação ANBID) referentes a 3457 fundos de investimentos (número total de fundos em funcionamento em 31/12/2001, incluindo os fundos de fundos). No sentido de viabilizar e qualificar os testes propostos foram realizados alguns filtros na amostra inicial. Primeiramente, concentrou-se o estudo apenas em fundos de Ação⁷ e Multimercado⁸ com gestão ativa, em que a habilidade do gestor usualmente contribui para a geração de retornos diferenciados ao mercado. Em seguida, foram selecionados apenas os fundos que estavam em funcionamento durante todo o período de 31/12/2001 a 31/05/2004, sendo este o período de análise do estudo. Com isso, restaram na amostra 762 fundos.

Esses fundos, que pertencem a 10 tipos ANBID distintos (conforme definido no processo de filtragem), foram também combinados em novos grupos, com o objetivo de possibilitar a realização testes que sejam capazes de analisar a influência da presença de renda variável e de alavancagem sobre os resultados dos fundos, além de comparar os resultados dos dois grandes grupos analisados (Ação e Multimercado). Assim, criou-se 8 novos grupos de fundos, formando um total de 18 grupos. A composição de cada grupo criado está descrita na Tabela 3. Cada coluna da tabela representa um grupo criado e cada linha representa um tipo definido pela ANBID. Se determinado tipo da ANBID faz parte de um grupo criado, o cruzamento da coluna referente ao grupo criado com a linha do tipo ANBID está marcado com um “X”. Os grupos de fundos foram numerados de 1 a 18, para facilitar a exposição das análises realizadas.

⁶ Com base em dados do sistema *Quantum Axis*.

⁷ Os fundos de Ação dos seguintes tipos ANBID foram incluídos: “Ações Ibovespa Ativo”, “Ações Ibovespa Ativo com Alavancagem”, “Ações IBX Ativo”, “Ações IBX Ativo com Alavancagem”, “Ações Outros” e “Ações Outros com Alavancagem”.

⁸ Os fundos Multimercado dos seguintes tipos ANBID foram incluídos: “Multimercados com Renda Variável”, “Multimercados com Renda Variável com Alavancagem”, “Multimercados sem Renda Variável”, “Multimercados sem Renda Variável com Alavancagem”.

Tabela 3

		Grupos Criados									
		11	12	13	14	15	16	17	18		
		Ações Alavancado	Ações não Alavancado	Multimercado com RV	Multimercado sem RV	Multimercado Alavancado	Multimercado não Alavancado	Ações	Multimercado		
Tipos ANBID	1	Ações Ibovespa ativo		X						X	
	2	Ações Ibovespa ativo com alavancagem	X							X	
	3	Ações IBX ativo		X						X	
	4	Ações IBX ativo com alavancagem	X							X	
	5	Ações outros		X						X	
	6	Ações outros com alavancagem	X							X	
	7	Multimercados com RV			X				X		X
	8	Multimercados com RV com Alavancagem			X		X				X
	9	Multimercados sem RV				X		X			X
	10	Multimercados sem RV com Alavancagem				X	X				X

A Tabela 4 mostra o número de fundos da amostra final por grupo de fundos:

Tabela 4

		Numeração dos Grupos	Grupos	Número de fundos na amostra final
Tipos ANBID	1		Ações Ibovespa ativo	75
	2		Ações Ibovespa ativo com alavancagem	26
	3		Ações IBX ativo	45
	4		Ações IBX ativo com alavancagem	2
	5		Ações outros	39
	6		Ações outros com alavancagem	10
	7		Multimercados com RV	127
	8		Multimercados com RV com Alavancagem	303
	9		Multimercados sem RV	112
	10		Multimercados sem RV com Alavancagem	23
Grupos Criados	11		Ações Alavancado	38
	12		Ações não Alavancado	159
	13		Multimercado com RV	430
	14		Multimercado sem RV	135
	15		Multimercado Alavancado	326
	16		Multimercado não Alavancado	239
	17		Ações	197
	18		Multimercado	565

3.3. Análise de resultados

Os resultados encontrados estão dispostos na Tabela 5:

Tabela 5

Grupos		1	2	3	4	5
		Número de fundos	Média Alfa	Média Beta	Desvio Padrão Alfa	Desvio Padrão Beta
1	Ações Ibovespa ativo	75	-2,12%	0,84	8,39%	12,81%
2	Ações Ibovespa ativo com alavancagem	26	3,06%	0,86	7,77%	18,64%
3	Ações IBX ativo	45	3,18%	0,77	5,05%	12,53%
4	Ações IBX ativo com alavancagem	2	5,05%	0,77	1,02%	0,51%
5	Ações outros	39	6,44%	0,62	10,62%	24,59%
6	Ações outros com alavancagem	10	1,49%	0,48	22,82%	33,06%
7	Multimercados com RV	127	0,86%	0,04	3,54%	16,55%
8	Multimercados com RV com Alavancagem	303	1,35%	0,00	7,29%	16,44%
9	Multimercados sem RV	112	0,84%	0,00	2,50%	11,77%
10	Multimercados sem RV com Alavancagem	23	2,78%	0,00	15,30%	28,04%
11	Ações Alavancado	38	2,75%	0,75	12,97%	28,08%
12	Ações não Alavancado	159	1,48%	0,77	8,96%	18,49%
13	Multimercado com RV	430	1,21%	0,02	6,41%	16,54%
14	Multimercado sem RV	135	1,17%	0,00	6,64%	15,61%
15	Multimercado Alavancado	326	1,45%	0,00	8,08%	17,45%
16	Multimercado não Alavancado	239	0,85%	0,02	3,09%	14,62%
17	Ações	197	1,72%	0,77	9,83%	20,61%
18	Multimercado	565	1,20%	0,01	6,46%	16,32%

A coluna 2 apresenta a média aritmética dos alfas encontrados por grupo de fundos, ao passo que a coluna 3 apresenta a média aritmética dos betas. Nas colunas 4 e 5 estão presentes, respectivamente, o desvio padrão dos alfas e betas por grupo de fundos.

A partir desses resultados obtidos, é possível realizar testes comparativos para analisar quais diferenças são estatisticamente significativas entre os alfas e betas médios encontrados para os grupos. Nesse sentido, foram realizados testes de diferença de médias entre os diferentes grupos de fundos.

A Tabela 6 mostra as estatísticas t dos testes realizados entre os grupos definidos pela ANBID (grupos 1 a 10) no que diz respeito ao alfa médio de cada tipo de fundo. Cada número da tabela corresponde à estatística t do teste de diferença de médias entre o grupo da linha e o da coluna correspondentes. Por exemplo, o número que se encontra na primeira linha e na segunda coluna (-2,87) corresponde à estatística t do teste de diferença de médias entre os grupos “Ações Ibovespa ativo” e “Ações Ibovespa ativo com alavancagem”. Como o número é negativo, conclui-se que o alfa médio do primeiro grupo (localizado na linha 1) é menor do que o alfa médio do segundo (localizado na coluna 2). Desse modo, a tabela pode ser considerada uma matriz simétrica, com a diagonal principal preenchida por zeros.

Tabela 6

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
	Ações Ibovespa ativo	Ações Ibovespa ativo com alavancagem	Ações IBX ativo	Ações IBX ativo com alavancagem	Ações outros	Ações outros com alavancagem	Multimercados com RV	Multimercados com RV com Alavancagem	Multimercados sem RV	Multimercados sem RV com Alavancagem	
1	Ações Ibovespa ativo	0,00	-2,87	-4,33	-5,95	-4,37	-0,50	-2,93	-3,29	-2,98	-1,47
2	Ações Ibovespa ativo com alavancagem	2,87	0,00	-0,07	-1,18	-1,48	0,21	1,42	1,08	1,44	0,08
3	Ações IBX ativo	4,33	0,07	0,00	-1,80	-1,75	0,23	2,85	2,12	2,96	0,12
4	Ações IBX ativo com alavancagem	5,95	1,18	1,80	0,00	-0,75	0,49	5,35	4,45	5,57	0,70
5	Ações outros	4,37	1,48	1,75	0,75	0,00	0,67	3,22	2,90	3,26	1,01
6	Ações outros com alavancagem	0,50	-0,21	-0,23	-0,49	-0,67	0,00	0,09	0,02	0,09	-0,16
7	Multimercados com RV	2,93	-1,42	-2,85	-5,35	-3,22	-0,09	0,00	-0,94	0,04	-0,60
8	Multimercados com RV com Alavancagem	3,29	-1,08	-2,12	-4,45	-2,90	-0,02	0,94	0,00	1,06	-0,44
9	Multimercados sem RV	2,98	-1,44	-2,96	-5,57	-3,26	-0,09	-0,04	-1,06	0,00	-0,60
10	Multimercados sem RV com Alavancagem	1,47	-0,08	-0,12	-0,70	-1,01	0,16	0,60	0,44	0,60	0,00

Como se pode observar, em apenas uma pequena parcela dos testes realizados é possível rejeitar a hipótese nula de que as médias dos alfas entre os grupos são iguais, ao nível de significância de 5%.

Como principal resultado, é possível observar que o grupo “Ações Ibovespa Ativo” (grupo 1) apresentou um alfa médio significativamente inferior à maioria dos outros grupos. Além disso, os grupos 3, 4 e 5 apresentaram alfas significativamente superiores aos alfas dos grupos 7, 8 e 9. Essas foram as únicas diferenças significativas estatisticamente, ao nível de significância de 5%.

Esses resultados, apesar de serem válidos, não permitem alcançar nenhuma conclusão definitiva. Apesar da maioria dos grupos que envolvem fundos de Ação (grupos 3, 4 e 5) possuírem alfas significativamente superiores aos alfas dos grupos que envolvem fundos Multimercado (grupos 7, 8 e 9), o grupo “Ações Ibovespa Ativo” (grupo 1) equilibra a balança, apresentando alfa médio significativamente inferior à maioria dos fundos Multimercado.

Foram realizados, em seguida, testes entre os grupos criados (grupos 11 a 18) para verificar se a alavancagem e a presença de renda variável possuem influência significativa sobre a geração de alfa, além de procurar uma diferença significativa entre os alfas médios dos fundos de Ação e Multimercado (grupos 17 e 18). A Tabela 7 mostra as estatísticas t dos testes realizados entre os grupos criados (grupos 11 a 18) no que diz respeito ao alfa médio de cada grupo.

Tabela 7

Testes			
1	2	3	4
Ações Alavancado	Multimercado Alavancado	Multimercado com RV	Ações
Ações não Alavancado	Multimercado não Alavancado	Multimercado sem RV	Multimercado
-0,57	-1,23	-0,05	-0,70

Foram realizados 4 testes. No primeiro, testou-se a influência da alavancagem sobre o alfa médio dos fundos de Ação, comparando os grupos 11 e 12. No segundo, testou-se a influência da alavancagem sobre o alfa médio dos fundos Multimercado, comparando os grupos 15 e 16. No terceiro, testou-se a influência da renda variável sobre o alfa médio dos fundos Multimercado, comparando os grupos 13 e 14. No quarto, testou-se se há diferença significativa estatisticamente entre o alfa médio dos fundos de Ação (grupo 17) e Multimercado (grupo 18).

Não foi possível rejeitar a hipótese nula de que a média dos alfas dos grupos são iguais em nenhum dos 4 testes descritos acima, ao nível de significância de 5%. Assim, não é possível concluir que a possibilidade de alavancagem ou a presença de renda variável possuem influência efetiva sobre o alfa dos fundos no período analisado, a um nível de significância de 5%. Além disso, também não é possível chegar a nenhuma conclusão no que diz respeito à diferença entre as médias dos alfas de fundos de Ação e fundos Multimercado, já que as médias não são estatisticamente diferentes, ao nível de significância de 5%.

A Tabela 8 mostra as estatísticas t dos testes realizados entre os grupos definidos pela ANBID (grupos 1 a 10) no que diz respeito ao beta médio de cada tipo de fundo. A dinâmica de apresentação da Tabela 8 é a mesma da Tabela 6, já explicada anteriormente.

Tabela 8

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Ações Ibovespa ativo	Ações Ibovespa ativo com alavancagem	Ações IBX ativo	Ações IBX ativo com alavancagem	Ações outros	Ações outros com alavancagem	Multimercados com RV	Multimercados com RV com Alavancagem	Multimercados sem RV	Multimercados sem RV com Alavancagem
1	0,00	-0,51	2,86	4,40	5,13	3,45	38,35	47,62	45,42	13,92
2	0,51	0,00	2,15	2,38	4,39	3,47	20,81	22,68	22,53	12,47
3	-2,86	-2,15	0,00	-0,06	3,39	2,78	30,78	36,67	35,53	12,57
4	-4,40	-2,38	0,06	0,00	3,76	2,84	48,45	76,06	66,18	13,19
5	-5,13	-4,39	-3,39	-3,76	0,00	1,33	13,89	15,32	15,27	8,85
6	-3,45	-3,47	-2,78	-2,84	-1,33	0,00	4,13	4,50	4,53	3,97
7	-38,35	-20,81	-30,78	-48,45	-13,89	-4,13	0,00	2,09	2,23	0,66
8	-47,62	-22,68	-36,67	-76,06	-15,32	-4,50	-2,09	0,00	0,31	0,06
9	-45,42	-22,53	-35,53	-66,18	-15,27	-4,53	-2,23	-0,31	0,00	-0,02
10	-13,92	-12,47	-12,57	-13,19	-8,85	-3,97	-0,66	-0,06	0,02	0,00

Conforme descrito na Tabela 8, os grupos 7, 8, 9 e 10 possuem betas médios significativamente inferiores aos betas médios dos grupos 1, 2, 3, 4, 5 e 6, ao nível de significância de 5%. Ou seja, os grupos que envolvem fundos Multimercado possuem betas médios significativamente inferiores aos que envolvem fundos de Ação. Esse resultado já era previsto, uma vez que a correlação média entre um fundo de Ação e o Ibovespa Médio (índice utilizado como “carteira de mercado”) é muito maior do que entre um fundo Multimercado e o Ibovespa Médio, devido às diferenças em suas estratégias e mandatos (fundos de Ação investem fundamentalmente em ações, enquanto que os fundos Multimercado podem atuar nos mais diversos mercados⁹).

Entre os grupos que envolvem fundos de Ação, pode-se afirmar que os que utilizam o IBX como índice de referência¹⁰ (grupos 3 e 4) possuem, na média, betas significativamente menores do que os que utilizam o Ibovespa como referência (grupos 1 e 2), e que os grupos compostos por fundos de Ação que não possuem nenhum índice de referência explícito (grupos 5 e 6) possuem betas médios significativamente menores do que os que possuem (grupos 1, 2, 3 e 4), ao nível de significância de 5%. Esses resultados também já eram previstos, uma vez que o índice escolhido como “carteira de mercado” é o Ibovespa Médio.

Os fundos de Ação que utilizam determinado índice como referência, buscando superá-lo, geralmente acabam operando as ações que compõem esse índice, evitando grandes perdas (ou ganhos) em relação ao mesmo. Assim, é de se esperar que fundos que busquem superar o Ibovespa possuam correlação maior com esse índice do que fundos que busquem superar outro índice (como o IBX). Além disso, os fundos que não possuem nenhum índice de referência explícito possuem maior liberdade operacional do que os fundos que utilizam índices como referência, operando as ações que lhes convém, independentemente de fazerem ou não parte de algum índice. Assim, os movimentos desse tipo de fundo (grupos 5 e 6) possuem muito menos correlação com os movimentos da “carteira de mercado” (Ibovespa Médio), apresentando betas menores.

Ainda dentro dos grupos que envolvem fundos de Ação, não foi possível observar diferenças significativas estatisticamente entre os grupos alavancados e não

⁹ Ver www.anbid.com.br em Fundos de Investimento, Classificação.

¹⁰ O “índice de referência” (ou *benchmark*) de um fundo é aquele que o mesmo busca superar, através de uma gestão ativa.

alavancados. Ou seja, as diferenças entre os grupos 1, 3 e 5 e os grupos 2, 4 e 6, respectivamente, não são significativas estatisticamente, ao nível de significância de 5%. Esse resultado, relativo à alavancagem, será comentado após a apresentação dos testes entre os grupos criados (grupos 11 a 18).

Dentro dos grupos que envolvem fundos Multimercado, o grupo 7 possui um beta médio significativamente superior ao beta médio do grupo 9, ao nível de significância de 5%, reflexo do efeito positivo da presença de renda variável sobre o risco sistemático dos fundos Multimercado. Entretanto, esse resultado não pode ser observado quando comparadas as médias dos betas dos grupos 8 e 10 (a diferença não é significativa estatisticamente ao nível de significância de 5%).

Foram realizados, em seguida, testes entre os grupos criados (grupos 11 a 18) para verificar se a alavancagem e a presença de renda variável possuem influência significativa sobre o beta, além de procurar uma diferença significativa nos betas médios dos fundos de Ação e Multimercado (grupos 17 e 18). A Tabela 9 mostra as estatísticas t dos testes realizados entre os grupos criados (grupos 11 a 18) no que diz respeito ao beta médio de cada grupo.

Tabela 9

Testes			
1	2	3	4
Ações Alavancado	Multimercado Alavancado	Multimercado com RV	Ações
Ações não Alavancado	Multimercado não Alavancado	Multimercado sem RV	Multimercado
t	0,28	1,29	-0,97
			-46,52

Foram realizados 4 testes. No primeiro, testou-se a influência da alavancagem sobre o beta médio dos fundos de Ação, comparando os grupos 11 e 12. No segundo, testou-se a influência da alavancagem sobre o beta médio dos fundos Multimercado, comparando os grupos 15 e 16. No terceiro, testou-se a influência da renda variável sobre o beta médio dos fundos Multimercado, comparando os grupos 13 e 14. No quarto, testou-se a existência de diferença significativa estatisticamente entre o beta médio dos fundos de Ação (grupo 17) e Multimercado (grupo 18).

Conforme já esperado e observado de forma indireta na Tabela 8, o teste 4 da Tabela 9 comprova que o grupo “Ações” apresenta beta médio significativamente superior ao do grupo “Multimercado” (ao nível de significância de 5%), reflexo da

diferença de estratégias e mandatos entre os fundos desses grupos, e da conseqüente maior correlação do primeiro com o Ibovespa Médio.

Em relação ao primeiro teste da Tabela 9, não foi possível rejeitar a hipótese nula de que fundos de Ação alavancados (grupo 11) e não alavancados (grupo 12) possuem betas médios iguais, ao nível de significância de 5%. A alavancagem, dada uma correlação média positiva entre os fundos de Ação e a “carteira de mercado”, deveria contribuir para a geração de betas maiores, já que pequenos movimentos no mercado poderiam gerar grandes movimentos nos fundos, em situações de grande alavancagem. Assim, o resultado encontrado difere do resultado esperado. A justificativa para esse resultado encontrado está na forma de atuação de muitos dos fundos locais que, na média, assumem riscos reduzidos com medo de sofrer perdas substanciais no curto prazo e conseqüentes resgates. Desse modo, muitos fundos que admitem alavancagem e que estão classificados como alavancados acabam abrindo mão desse recurso, aproximando os betas médios dos grupos que admitem alavancagem dos que não admitem.

O teste 2 da Tabela 9 também não apresenta diferença significativa estatisticamente, ao nível de significância de 5%. Entretanto, o efeito esperado da alavancagem não é o mesmo do que no teste 1, já que a correlação dos grupos 15 e 16 com o Ibovespa Médio é muito pequena (os betas não são estatisticamente diferentes de zero, ao nível de significância de 5%). Já no teste 3, esperava-se que a renda variável implicasse em um beta mais elevado. Apesar da média dos betas do grupo 13 ser maior que a do grupo 14, essa diferença não é significativa estatisticamente, ao nível de significância de 5%.

4. A estrutura de remuneração dos fundos locais

Sinteticamente, as instituições gestoras são remuneradas através de taxas de administração e de taxas de performance. A taxa de administração incide sobre o patrimônio líquido total do fundo, sendo cobrada de forma proporcional (por exemplo, 1% do PL do fundo). De tal modo, quanto maior for o patrimônio sob gestão do fundo, maior será essa remuneração, para uma dada taxa. Já a taxa de performance incide proporcionalmente sobre o ganho adicional do fundo em relação ao seu índice de performance¹¹, que o fundo busca superar. Assim, a taxa de performance só é cobrada no caso do fundo conseguir obter um desempenho melhor do que esse índice. Além disso, muitos fundos adotam o critério de marca d'água, que só admite pagamento de taxa de performance se o valor da cota do fundo na data teórica de pagamento for maior do que o valor da cota na data do último pagamento. Nesse caso, a taxa de performance só é paga após a recuperação das perdas passadas por parte do gestor.

No esforço de expor argumentos importantes relativos à cobrança dessas taxas e de descrever a estrutura de remuneração da indústria nacional de fundos, este capítulo está dividido em 3 seções. Na primeira, a amostra utilizada é descrita e os grupos de análise (criados ou definidos pela ANBID) são dispostos. Na segunda, é abordada uma discussão relativa à cobrança de taxas de administração, apresentando uma análise comparativa das taxas de administração médias entre os diferentes grupos. Por último, é abordada uma discussão relativa à cobrança de taxas de performance, apresentando uma análise comparativa das taxas de performance médias entre os diferentes grupos.

4.1. Descrição da Amostra

A amostra¹² inicial é composta por dados (taxas de administração e performance, índices de performance, patrimônio líquido e tipo ANBID) de 3457 fundos em funcionamento no dia 31/12/2001. Muitos dos fundos da amostra não possuem dados disponíveis relativos à taxa de administração (162 fundos) e/ou à taxa de performance (462 fundos). Nesse sentido, as análises comparativas serão feitas levando em conta apenas os fundos que possuem dados disponíveis. Além disso, foram excluídos da

¹¹ O “índice de performance” é aquele utilizado como medida de desempenho relativo do fundo, no esforço de calcular o montante a ser pago pelos clientes via taxas de performance.

¹² Com base em dados do sistema *Quantum Axis*.

amostra os fundos de previdência e os de privatização, que não são o foco de análise. Na amostra estão presentes também os fundos de fundos.

Para observar as diferenças na estrutura de remuneração dos diferentes tipos de fundo no Brasil, foi utilizada a classificação da ANBID, com dados disponíveis para 28 tipos de fundos. Além disso, foram criados 13 novos grupos, combinando esses tipos de acordo com o mercado de atuação e o estilo de gestão (ativa ou passiva). Os tipos ANBID e os grupos criados estão dispostos e numerados nas Tabelas 10 e 11, respectivamente. Também está descrito nas tabelas o número de fundos com dados disponíveis na amostra para cada grupo de fundos.

Tabela 10

Numeração	Tipos de fundo definidos pela ANBID	Fundos com taxa de administração disponível	Fundos com taxa de performance disponível
1	Ações fechado	15	13
2	Ações Ibovespa ativo	153	144
3	Ações Ibovespa ativo com alavancagem	67	68
4	Ações Ibovespa indexado	54	54
5	Ações IBX ativo	76	72
6	Ações IBX ativo com alavancagem	4	4
7	Ações IBX indexado	5	5
8	Ações outros	84	83
9	Ações outros com alavancagem	22	19
10	Ações setoriais energia	7	7
11	Ações setoriais telecomunicações	12	12
12	Balaceados	88	76
13	Cambial Dólar sem Alavancagem	87	83
14	Cambial Euro sem Alavancagem	4	4
15	Cambial outros com alavancagem	1	1
16	Capital protegido	35	35
17	Curto prazo	35	34
18	Investimento no exterior	19	19
19	Multimercados com RV	218	188
20	Multimercados com RV com alavancagem	597	522
21	Multimercados sem RV	201	165
22	Multimercados sem RV com alavancagem	80	61
23	Referenciado DI	461	420
24	Referenciado outros	7	4
25	Renda fixa	370	323
26	Renda fixa com alavancagem	20	17
27	Renda fixa crédito	40	37
28	Renda fixa multi índices	225	211
	Não classificado	14	14
	TOTAL	3001	2695

Tabela 11

Numeração	Grupos criados	Fundos com taxa de administração disponível	Fundos com taxa de performance disponível
29	Ações	499	481
30	Ações Ativo	406	390
31	Ações Passivo	59	59
32	Ações ativo com alavancagem	93	91
33	Ações ativo sem alavancagem	313	299
34	Multimercados	1219	1047
35	Multimercados com RV	815	710
36	Multimercados sem RV	281	226
37	Multimercados com alavancagem	677	583
38	Multimercados sem alavancagem	419	353
39	Curto prazo	35	34
40	Renda fixa	655	588
41	Referenciados	468	424

Na Tabela 12, está definida a composição dos grupos criados. Cada coluna da tabela representa um grupo criado e cada linha representa um tipo definido pela ANBID. Se determinado tipo da ANBID faz parte de um grupo criado, o cruzamento da coluna referente ao grupo criado com a linha do tipo ANBID está marcado com um “X”. A Tabela 12 também apresenta a numeração dos grupos, que será útil na realização das análises.

Tabela 12

		Grupos Criados													
		29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	
		Ações	Ações Ativo	Ações Passivo	Ações ativo com alavancagem	Ações ativo sem alavancagem	Multimercados	Multimercados com RV	Multimercados sem RV	Multimercados com alavancagem	Multimercados sem alavancagem	Curto prazo	Renda fixa	Referenciados	
Tipo ANBID	1	Ações fechado	X												
	2	Ações Ibovespa ativo	X	X			X								
	3	Ações Ibovespa ativo com alavancagem	X	X		X									
	4	Ações Ibovespa indexado	X		X										
	5	Ações IBX ativo	X	X			X								
	6	Ações IBX ativo com alavancagem	X	X		X									
	7	Ações IBX indexado	X		X										
	8	Ações outros	X	X			X								
	9	Ações outros com alavancagem	X	X		X									
	10	Ações setoriais energia	X												
	11	Ações setoriais telecomunicações	X												
	12	Balanceados						X							
	13	Cambial Dólar sem Alavancagem													
	14	Cambial Euro sem Alavancagem													
	15	Cambial outros com alavancagem													
	16	Capital protegido						X							
	17	Curto prazo											X		
	18	Investimento no exterior													
	19	Multimercados com RV						X	X			X			
	20	Multimercados com RV com alavancagem						X	X		X				
	21	Multimercados sem RV						X		X		X			
	22	Multimercados sem RV com alavancagem						X		X	X				
	23	Referenciado DI													X
	24	Referenciado outros													X
	25	Renda fixa												X	
	26	Renda fixa com alavancagem												X	
	27	Renda fixa crédito												X	
	28	Renda fixa multi índices												X	

Como se pode perceber na Tabela 12, o grupo criado “Curto Prazo” (grupo 39) é composto apenas pelo tipo ANBID “Curto Prazo” (grupo 17). Assim, esses dois grupos são idênticos.

4.2. A estrutura de cobrança de taxas de administração

A taxa de administração é a forma de remuneração mais comum e importante dos fundos de investimento em geral. Dos 3001 fundos da amostra com dados disponíveis para taxa de administração, apenas 12% não cobram essa taxa. É interessante notar que, dos que não cobram (351 fundos), apenas 8 fundos cobram taxa de performance (levando em conta somente os fundos com dados disponíveis). Com isso, pode-se chegar a duas conclusões. A primeira, é que não é costume um fundo

cobrar apenas taxa de performance, enfatizando a importância da taxa de administração. A segunda, é que muitos fundos da amostra (283 fundos) não cobram nem taxa de performance nem taxa de administração. Esses fundos são fundos próprios, ou seja, fundos cujo único cliente é o próprio gestor. Assim, não faz sentido o gestor remunerar a si próprio. Como o foco de análise não está concentrado nesse tipo de fundo, os cálculos serão realizados levando em conta somente os fundos que efetivamente cobram taxa de administração.

Com o objetivo de comparar a estrutura de remuneração via taxas de administração entre os diferentes grupos de fundos da indústria nacional (descritos nas Tabelas 10 e 11), foram calculadas as médias e os desvios padrões das taxas de administração desses grupos e, posteriormente, efetuados testes de diferença de médias. As contas foram feitas, primeiramente, utilizando toda a amostra disponível e, posteriormente, utilizando somente a parcela da amostra com dados referentes aos fundos que efetivamente cobram taxa de administração que, conforme mencionado anteriormente, são o principal foco de análise.

Nas Tabelas 13 e 14 estão dispostos os resultados iniciais. Na amostra, há 14 fundos que não estão classificados, e aparecem na Tabela 13 como tipo “Não Classificado”.

Tabela 13

Numeração	Tipo Anbid	Fundos disponíveis			Fundos disponíveis que cobram taxa de administração		
		Média	DP	N	Média	DP	N
1	Ações fechado	1,62%	1,75%	15	1,62%	1,75%	15
2	Ações Ibovespa ativo	1,97%	2,19%	153	2,14%	2,20%	141
3	Ações Ibovespa ativo com alavancagem	1,93%	1,44%	67	2,02%	1,41%	64
4	Ações Ibovespa indexado	1,79%	1,68%	54	1,89%	1,67%	51
5	Ações IBX ativo	1,29%	1,43%	76	1,42%	1,44%	69
6	Ações IBX ativo com alavancagem	0,58%	0,65%	4	0,58%	0,65%	4
7	Ações IBX indexado	2,14%	2,70%	5	2,14%	2,70%	5
8	Ações outros	3,07%	2,48%	84	3,31%	2,41%	78
9	Ações outros com alavancagem	1,53%	1,66%	22	1,77%	1,67%	19
10	Ações setoriais energia	2,50%	0,65%	7	2,50%	0,65%	7
11	Ações setoriais telecomunicações	2,29%	1,14%	12	2,50%	0,92%	11
12	Balaceados	1,55%	1,23%	88	1,68%	1,19%	81
13	Cambial Dólar sem Alavancagem	1,10%	0,77%	87	1,28%	0,68%	75
14	Cambial Euro sem Alavancagem	0,94%	0,13%	4	0,94%	0,13%	4
15	Cambial outros com alavancagem	1,00%	-	1	1,00%	-	1
16	Capital protegido	3,11%	1,38%	35	3,11%	1,38%	35
17	Curto prazo	3,68%	3,56%	35	4,30%	3,48%	30
18	Investimento no exterior	1,22%	0,68%	19	1,28%	0,64%	18
19	Multimercados com RV	0,52%	0,70%	218	0,60%	0,73%	187
20	Multimercados com RV com alavancagem	0,70%	0,68%	597	0,77%	0,68%	544
21	Multimercados sem RV	0,36%	0,46%	201	0,45%	0,48%	158
22	Multimercados sem RV com alavancagem	0,59%	0,66%	80	0,67%	0,67%	70
23	Referenciado DI	1,13%	1,68%	461	1,31%	1,74%	398
24	Referenciado outros	0,30%	0,31%	7	0,35%	0,31%	6
25	Renda fixa	1,30%	2,16%	370	1,46%	2,24%	329
26	Renda fixa com alavancagem	0,37%	0,41%	20	0,41%	0,41%	18
27	Renda fixa crédito	0,73%	0,76%	40	0,76%	0,76%	38
28	Renda fixa multi índices	0,68%	1,22%	225	0,83%	1,30%	183
	Não classificado	0,61%	0,90%	14	0,77%	0,96%	11

Tabela 14

Numeração	Grupos Criados	Fundos disponíveis			Fundos disponíveis que cobram taxa de administração		
		Média	DP	N	Média	DP	N
29	Ações	2,00%	2,00%	499	2,15%	1,99%	464
30	Ações Ativo	2,03%	2,07%	406	2,20%	2,07%	375
31	Ações Passivo	1,82%	1,76%	59	1,92%	1,75%	56
32	Ações ativo com alavancagem	1,78%	1,49%	93	1,90%	1,46%	87
33	Ações ativo sem alavancagem	2,10%	2,21%	313	2,28%	2,21%	288
34	Multimercados	0,74%	0,89%	1219	0,83%	0,90%	1075
35	Multimercados com RV	0,65%	0,69%	815	0,73%	0,69%	731
36	Multimercados sem RV	0,42%	0,54%	281	0,52%	0,55%	228
37	Multimercados com alavancagem	0,69%	0,68%	677	0,76%	0,68%	614
38	Multimercados sem alavancagem	0,44%	0,61%	419	0,53%	0,63%	345
39	Curto prazo	3,68%	3,56%	35	4,30%	3,48%	30
40	Renda fixa	1,02%	1,81%	655	1,18%	1,90%	568
41	Referenciados	1,12%	1,67%	468	1,30%	1,74%	404

Ao contrario do que foi feito no capítulo 2, em que foram comparados todos os tipos ANBID entre si (nas Tabelas 6 e 8), os testes de diferença de médias entre as taxas de administração serão realizados somente entre os grupos criados (grupos 29 a 41), suficientes para testar os argumentos propostos.

A Tabela 15 mostra as estatísticas t dos testes de diferença de médias realizados entre alguns dos grupos criados (grupos 29, 34, 39, 40, 41) no que diz respeito à taxa de administração média de cada grupo de fundo. A dinâmica de apresentação da Tabela 15 é a mesma das Tabelas 6 e 8, já explicada anteriormente.

Tabela 15

		Grupo 29	Grupo 34	Grupo 39	Grupo 40	Grupo 41
		Ações	Multimercados	Curto prazo	Renda fixa	Referenciados
Grupo 29	Ações	0,00	13,71	-3,34	8,01	6,76
Grupo 34	Multimercados	-13,71	0,00	-5,44	-4,08	-5,14
Grupo 39	Curto prazo	3,34	5,44	0,00	4,87	4,67
Grupo 40	Renda fixa	-8,01	4,08	-4,87	0,00	-1,04
Grupo 41	Referenciados	-6,76	5,14	-4,67	1,04	0,00

Na Tabela 16, assim como nas Tabelas 7 e 9, são realizados 4 testes entre grupos de fundos criados. No primeiro, testa-se a influência do estilo de gestão (ativa ou passiva) sobre a taxa de administração média dos grupos, comparando os grupos 30 e 31. No segundo, testa-se a influência da alavancagem sobre as taxas médias dos fundos de Ação ativos, comparando os grupos 32 e 33. No terceiro, testa-se a influência da renda variável sobre as taxas dos fundos Multimercado, comparando os grupos 35 e 36. No quarto, testa-se a influência da alavancagem sobre as taxas médias dos fundos Multimercado, comparando os grupos 37 e 38.

Tabela 16

Teste 1	Teste 2	Teste 3	Teste 4	
Grupo 30	Grupo 32	Grupo 35	Grupo 37	
Ações Ativo	Ações ativo com alavancagem	Multimercados com RV	Multimercados com alavancagem	
Ações Passivo	Ações ativo sem alavancagem	Multimercados sem RV	Multimercados sem alavancagem	
Grupo 31	Grupo 33	Grupo 36	Grupo 38	
t	-1,08	1,88	-4,62	-5,21

Antes de analisar os resultados obtidos nas Tabelas 15 e 16, é importante discutir algumas questões fundamentais relativas à determinação das taxas de administração pelos fundos de investimento, para que a explicação desses resultados seja facilitada.

Conforme já mencionado, a taxa de administração é cobrada sobre o montante total de recursos administrados pelo fundo. A estrutura de remuneração proveniente de taxas de administração funciona, assim, como um estímulo à captação de novos recursos. Desse modo, surge uma forte concorrência entre as diferentes casas de gestão no sentido de aumentar o montante de recursos sob sua gestão. Essa concorrência acaba alinhando os interesses dos investidores aos interesses dos gestores, já que estes procuram agradar e atender às necessidades e objetivos dos seus clientes para conseguir uma remuneração maior.

Essa forma de remuneração, entretanto, pode ser bastante perversa, principalmente em mercados pouco desenvolvidos e em fundos que costumam operar ativos com pouca liquidez. Isso se deve ao fato da existência de uma relação positiva entre o patrimônio de um fundo e sua dificuldade no processo de alocação de recursos nessas circunstâncias. Por exemplo, fundos de Ação que operam ações com pouca liquidez e pequeno volume de negociação diário, caso possuam patrimônio líquido muito elevado, teriam dificuldades em formar e desfazer grandes posições, já que não haveria oferta ou demanda suficiente para que seus movimentos não modificassem significativamente os preços das ações. Desse modo, a liquidez do ativo de um fundo e o grau de diversificação de sua carteira de ativos são critérios fundamentais para o cálculo de níveis ótimos de recursos sob gestão. Nesse sentido, para preservar a sua capacidade de gestão e de promover bons desempenhos e para defender a satisfação dos investidores que já compõem o quadro de clientes, muitos fundos, quando atingem determinado nível de patrimônio líquido, decidem não aceitar novas captações. Esse

nível ótimo de recursos sob gestão é determinado de forma subjetiva e unilateral por parte dos gestores.

No processo de determinação da taxa de administração do fundo, alguns pontos são de extrema relevância. Primeiramente, as taxas de administração estão diretamente relacionadas com o público alvo dos fundos. Fundos de varejo, voltados para um público de menor poder aquisitivo e menor capacidade de investimento, costumam cobrar taxas de administração maiores, muitas vezes abusivas, ao passo que “fundos de atacado” e “fundos *private*”, voltados para clientes “maiores”, como fundos de fundos e outros clientes com maior poder aquisitivo e capacidade de investimento, costumam cobrar taxas de administração menores. Quanto maior o montante de recursos que o indivíduo está disposto a investir, maior o seu poder de barganha em relação aos gestores, obtendo melhores condições de investimento (taxas menores). Esse maior poder de barganha é fruto da concorrência entre os fundos por esse tipo de cliente.

O procedimento de diferenciação de taxas (de acordo com o “tamanho” do cliente) não é tão simples. No Brasil, um fundo não pode fazer distinções entre os seus clientes, por exemplo, discriminando taxas de administração. Assim, as casas de gestão, para atrair os clientes “maiores” sem perder os “menores”, acabam criando vários fundos, com regulamentos diferentes. Nos regulamentos, estão dispostas todas as condições legais e características particulares de cada fundo. Através da criação de fundos com altas “aplicações iniciais mínimas”, a casa de gestão pode efetuar uma diferenciação na cobrança de suas taxas.

Além disso, para um mesmo público alvo, fundos com maiores riscos e com gestão de recursos mais ativa costumam cobrar taxas de administração maiores do que os fundos que assumem menores riscos. Fundos muito pouco voláteis e que buscam superar o CDI, por exemplo, teriam grandes dificuldades em alcançar seus objetivos se cobrassem altas taxas, já que o retorno líquido seria bastante prejudicado. Assim, estes fundos, para um dado público alvo, acabam optando por taxas de administração menores.

Entretanto, quando comparados fundos que possuem diferentes tipos de clientes, esse resultado já não é trivial. Clientes mais abastados e com maior nível de instrução possuem, na média, uma visão de mais longo prazo em relação aos seus investimentos, admitindo maior volatilidade. Assim, fundos que possuem maior risco acabam capturando clientes com maior capacidade de investimento, o que contribui para que suas taxas de administração sejam menores.

Os resultados obtidos nas Tabelas 15 e 16 sustentam alguns desses argumentos. Na Tabela 15, é possível constatar que o grupo “Curto Prazo” possui taxa de administração média significativamente maior do que todos os outros grupos, ao nível de significância de 5%. Esse resultado já era esperado, devido ao público alvo médio de baixa renda desse tipo de fundo. Os fundos desse grupo são os que possuem riscos mais reduzidos¹³. Desse modo, esse tipo de fundo acaba sendo ideal para os grandes bancos de varejo ofertarem aos seus clientes de pequena capacidade de investimento, já que a possibilidade de perdas substanciais é mínima.

O grupo “Multimercados”, por sua vez, apresentou taxa de administração média significativamente inferior a todos os outros grupos da Tabela 15, ao nível de significância de 5%. Esse resultado também já era esperado, devido ao cliente médio de alta renda desse tipo de fundo. Os fundos Multimercado, ao investirem nos mais diversos mercados e por possuírem estratégias diferenciadas, geram um ganho de diversificação, objetivando, em geral, a obtenção de retornos absolutos no longo prazo. Assim, esses fundos se encaixam no perfil de investimento de clientes mais conscientes e instruídos (e com maior capacidade de investimento), o que colabora para a ocorrência de taxas de administração menores.

O grupo “Referenciados” apresentou taxa de administração média razoavelmente baixa, superando apenas a taxa média dos grupos “Multimercados” e “Renda Fixa”. Esse tipo de fundo (que pode investir em títulos públicos de prazos mais longos), por possuir gestão passiva (assim como os fundos do grupo “Curto Prazo”), também deveria atrair indivíduos de baixa renda média. Entretanto, a altíssima taxa de juros praticada no Brasil faz com que esse grupo possua também muitos clientes “grandes” e com elevada capacidade de investimento. A maioria dos fundos de fundos Multimercado, por exemplo, investe grande parcela de seu patrimônio nesse tipo de fundo. Assim, existem vários fundos Referenciados com altíssimas “aplicações iniciais mínimas”, retratando o tipo de cliente desse grupo.

O grupo “Ações” apresentou taxa de administração média alta, significativamente superior às taxas dos grupos 34, 40 e 41, enquanto que o grupo “Renda Fixa” apresentou taxa de administração média baixa, significativamente inferior às taxas dos grupos 29, 39 e 41, ao nível de significância de 5%.

¹³ Ver www.anbid.com.br em Fundos de Investimento, Classificação.

Na Tabela 16 também é possível observar alguns resultados significativos. O grupo “Multimercados com RV” apresentou taxa de administração média significativamente superior à taxa do grupo “Multimercados sem RV” e o grupo “Multimercados com Alavancagem” apresentou taxa de administração média significativamente superior à taxa do grupo “Multimercados sem Alavancagem”, ao nível de significância de 5%. Esses dois pares de grupos possuem, basicamente, perfis de clientes semelhantes, já que são todos fundos Multimercado. Assim, esses resultados estão de acordo com o argumento de que fundos com menos arriscados possuem menores taxa de administração, para um dado tipo de cliente. Ou seja, a ausência de alavancagem ou a ausência de renda variável, que acaba limitando o risco, leva os gestores a optarem por taxas de administração menores, para conseguir atingir as suas metas que, no caso dos fundos Multimercado, geralmente consistem em superar o CDI.

4.3. A estrutura de cobrança de taxas de performance

A estrutura de remuneração via taxas de performance não é tão recorrente entre os fundos de investimento quanto à estrutura ligada às taxas de administração. Dos 2695 fundos com taxas de performance disponíveis, apenas 21% (557 fundos) efetivamente cobram esse tipo de taxa.

Esse resultado, porém, não é tão dramático quanto parece. A análise da taxa de performance, diferentemente da análise da taxa de administração, deve ser baseada na própria lógica da cobrança. Como já mencionado na discussão inicial desse capítulo, a taxa de performance é cobrada pelo empenho adicional dos gestores e pela sua capacidade de obter desempenhos melhores do que seus respectivos índices de performance. Ela é um prêmio para habilidade do gestor. Assim, a taxa de performance só faz sentido em fundos que possuem gestão de recursos ativa, e que buscam a geração de alfa. Em fundos de gestão passiva, que simplesmente acompanham os movimentos do mercado, não faz sentido remunerar esse empenho adicional, já que ele não existe. Os fundos de Ação (não indexados) e os fundos Multimercado, tipicamente, cobram taxas de performance, pois possuem gestão ativa de recursos. Na amostra, eles representam juntos 82% dos fundos que cobram taxa de performance.

Com o objetivo de comparar a estrutura de remuneração via taxas de performance entre os diferentes grupos de fundos da indústria nacional (descritos nas Tabelas 10 e 11), foram calculadas as médias e os desvios padrões das taxas de

performance desses grupos e, posteriormente, efetuados testes de diferença de médias. As contas foram feitas, primeiramente, utilizando toda a amostra disponível e, posteriormente, utilizando somente a parcela da amostra com dados referentes aos fundos que efetivamente cobram taxa de administração. Ao contrário das taxas de administração, nesse caso, a análise deve ser focada em toda a amostra disponível, já que os fundos que não cobram taxa de performance também são importantes nas estatísticas dos testes.

Nas Tabela 17 e 18 estão dispostos os resultados iniciais. Na amostra, há 14 fundos que não estão classificados, e aparecem na Tabela 17 como tipo “Não Classificado”.

Tabela 17

Numeração	Tipo Anbid	Fundos disponíveis			Fundos disponíveis que cobram taxa de performance		
		Média	DP	N	Média	DP	N
1	Ações fechado	12,31%	9,04%	13	17,78%	3,63%	9
2	Ações Ibovespa ativo	4,07%	7,68%	144	17,22%	4,68%	34
3	Ações Ibovespa ativo com alavancagem	4,92%	8,40%	68	17,61%	5,20%	19
4	Ações Ibovespa indexado	0,37%	2,72%	54	20,00%	-	1
5	Ações IBX ativo	4,68%	7,77%	72	16,05%	4,78%	21
6	Ações IBX ativo com alavancagem	5,00%	10,00%	4	20,00%	-	1
7	Ações IBX indexado	0,00%	-	5	-	-	0
8	Ações outros	4,46%	7,62%	83	16,82%	2,97%	22
9	Ações outros com alavancagem	3,42%	8,17%	19	21,67%	2,89%	3
10	Ações setoriais energia	0,00%	-	7	-	-	0
11	Ações setoriais telecomunicações	2,92%	10,10%	12	35,00%	-	1
12	Balancedos	4,34%	8,42%	76	19,41%	4,64%	17
13	Cambial Dólar sem Alavancagem	2,29%	5,86%	83	15,83%	4,69%	12
14	Cambial Euro sem Alavancagem	3,75%	7,50%	4	15,00%	-	1
15	Cambial outros com alavancagem	12,00%	-	1	12,00%	-	1
16	Capital protegido	0,43%	2,54%	35	15,00%	-	1
17	Curto prazo	0,00%	-	34	-	-	0
18	Investimento no exterior	1,05%	3,15%	19	10,00%	0,00%	2
19	Multimercados com RV	6,14%	10,07%	188	19,25%	8,07%	60
20	Multimercados com RV com alavancagem	7,79%	10,08%	522	19,92%	4,19%	204
21	Multimercados sem RV	4,30%	8,66%	165	19,19%	6,92%	37
22	Multimercados sem RV com alavancagem	8,61%	10,09%	61	19,44%	4,00%	27
23	Referenciado DI	0,52%	4,17%	420	24,44%	15,90%	9
24	Referenciado outros	0,00%	-	4	-	-	0
25	Renda fixa	1,98%	6,81%	323	19,33%	10,95%	33
26	Renda fixa com alavancagem	12,06%	17,33%	17	22,78%	18,05%	9
27	Renda fixa crédito	5,49%	11,33%	37	22,56%	12,04%	9
28	Renda fixa multi índices	1,82%	7,02%	211	21,28%	13,07%	18
	Não classificado	7,50%	9,35%	14	17,50%	4,18%	6

Tabela 18

Numeração	Grupos Criados	Fundos disponíveis			Fundos disponíveis que cobram taxa de performance		
		Média	DP	N	Média	DP	N
29	Ações	4,01%	7,66%	481	17,36%	4,67%	111
30	Ações Ativo	4,39%	7,82%	390	17,12%	4,46%	100
31	Ações Passivo	0,34%	2,60%	59	20,00%	-	1
32	Ações ativo com alavancagem	4,61%	8,34%	91	18,24%	5,00%	23
33	Ações ativo sem alavancagem	4,32%	7,66%	299	16,79%	4,27%	77
34	Multimercados	6,49%	9,75%	1047	19,65%	5,37%	346
35	Multimercados com RV	7,35%	10,09%	710	19,77%	5,31%	264
36	Multimercados sem RV	5,46%	9,24%	226	19,30%	5,83%	64
37	Multimercados com alavancagem	7,87%	10,07%	583	19,87%	4,16%	231
38	Multimercados sem alavancagem	5,28%	9,47%	353	19,23%	7,62%	97
39	Curto prazo	0,00%	-	34	-	-	0
40	Renda fixa	2,43%	7,91%	588	11,46%	12,51%	69
41	Referenciados	0,52%	4,15%	424	24,44%	15,90%	9

Assim como na seção anterior (referente às taxas de administração), os testes de diferença de médias entre as taxas de performance serão realizados somente entre os grupos criados (grupos 29 a 41), suficientes para testar os argumentos propostos.

A Tabela 19 mostra as estatísticas t dos testes de diferença de médias realizados entre alguns dos grupos criados (grupos 29, 34, 40, 41) no que diz respeito à taxa de performance média de cada tipo de fundo. A dinâmica de apresentação da Tabela 19 é a mesma das Tabelas 6 e 8, já explicada anteriormente.

Tabela 19

		Grupo 29	Grupo 34	Grupo 40	Grupo 41
		Ações	Multimercados	Renda fixa	Referenciados
Grupo 29	Ações	0,00	-5,39	3,30	8,65
Grupo 34	Multimercados	5,39	0,00	9,15	16,48
Grupo 40	Renda fixa	-3,30	-9,15	0,00	4,98
Grupo 41	Referenciados	-8,65	-16,48	-4,98	0,00

Na Tabela 20, assim como nas Tabelas 7 e 9, são realizados 4 testes entre grupos de fundos criados. No primeiro, testa-se a influência do estilo de gestão (ativa ou passiva) sobre a taxa de performance média dos grupos, comparando os grupos 30 e 31. No segundo, testa-se a influência da alavancagem sobre as taxas médias dos fundos de Ação ativos, comparando os grupos 32 e 33. No terceiro, testa-se a influência da renda variável sobre as taxas médias dos fundos Multimercado, comparando os grupos 35 e 36. No quarto, testa-se a influência da alavancagem sobre as taxas médias dos fundos Multimercado, comparando os grupos 37 e 38.

Tabela 20

Grupo 30	Grupo 32	Grupo 35	Grupo 37
Ações Ativo	Ações ativo com alavancagem	Multimercados com RV	Multimercados com alavancagem
Ações Passivo	Ações ativo sem alavancagem	Multimercados sem RV	Multimercados sem alavancagem
Grupo 31	Grupo 33	Grupo 36	Grupo 38
t	-7,77	-0,29	-2,61
			-3,96

Os resultados obtidos, tanto na Tabela 19 quanto na Tabela 20, são consistentes com o argumento apresentado anteriormente, de que as taxas de performance são justificadas pelo grau de atividade na gestão dos fundos. Não foram apresentados os resultados relativos ao grupo “Curto Prazo”, já que não há fundos desse grupo que cobram taxa de performance (o que é totalmente compreensível, dada sua estratégia de gestão passiva).

Na Tabela 19, o grupo “Multimercados” possui taxa de performance média significativamente superior a todos os outros grupos, enquanto que o grupo “Ações” possui taxa de performance média significativamente superior às taxas médias dos grupos 40 e 41, ao nível de significância de 5%. Esses resultados obtidos são compatíveis com os resultados esperados. Os fundos Multimercado, conforme já mencionado, são caracterizados por uma gestão ativa dos recursos, buscando a geração de retornos em excesso ao mercado. Os fundos de Ação (com exceção dos fundos de Ação indexados) também possuem essas características. Assim, é justo que esses dois grupos cobrem taxas de performance relativamente maiores, para premiar esse esforço adicional dos gestores.

Ainda na Tabela 19, observa-se que o grupo “Referenciados” possui taxa de performance média significativamente menor do que todos os outros grupos, inclusive o grupo “Renda Fixa”, ao nível de significância de 5%. Esse resultado também não é surpreendente, já que o nível de atividade médio da gestão dos fundos de Renda Fixa é maior do que o dos fundos Referenciados (que simplesmente refletem seus índices de referência).

Na Tabela 20, é observado que a diferença entre a taxa de performance média entre os grupos 30 e 31 é significativa estatisticamente, ao nível de significância de 5%, retratando novamente a influência do estilo de gestão sobre as taxas de performance dos

fundos. Além disso, também é verificado que fundos Multimercado alavancados e com renda variável possuem taxas médias significativamente superiores às taxas médias dos não alavancados e sem renda variável, respectivamente. A utilização de alavancagem e a atuação no mercado acionário exigem uma “habilidade extra” por parte do gestor, justificando taxas de performance médias maiores.

Até agora, o principal argumento descrito para justificar a presença de taxas de performance maiores ou menores é o estilo de gestão (ativa ou passiva) do fundo. Entretanto, é interessante observar na amostra que, mesmo entre os tipos de fundos que se caracterizam por possuir gestão de recursos ativa, apenas uma parcela reduzida dos fundos efetivamente cobra taxas de performance. Entre os fundos Multimercado, apenas 33% dos fundos disponíveis na amostra cobram taxa de performance, enquanto que entre os fundos de Ação ativos apenas 26% cobram essa taxa.

Essa constatação pode ser justificada por duas linhas de argumentação distintas. A primeira se baseia nas altíssimas taxas de juros praticadas no Brasil. Essa peculiaridade nacional atua como um entrave adicional à cobrança de taxas de performance. Isso ocorre porque muitos dos fundos que concorrem com os fundos de gestão ativa são indexados à taxa de juros (ou seja, o custo de oportunidade de investir em um fundo de gestão ativa é a taxa de juros). Esses fundos, por seu estilo de gestão passiva, não cobram taxa de performance. Assim, o indivíduo que decide investir em fundos brasileiros, para optar por fundos de gestão ativa que cobram taxa de performance, devem acreditar que a rentabilidade do fundo, líquida de performance, irá superar a taxa de juros local em larga margem (para recompensá-lo pelo risco de mercado corrido), o que não é uma tarefa fácil. Desse modo, para se tornarem competitivos comercialmente, muitos fundos acabam abrindo mão da cobrança de taxa de performance.

A segunda linha de argumentação se baseia nas falhas dos critérios de classificação de fundos. Mesmo apresentando melhoras significativas em relação às classificações anteriores, ainda existem muitos fundos classificados de forma equivocada atualmente. Entre os fundos Multimercado, por exemplo, existem vários fundos que adotam uma gestão passiva de seus recursos, investindo sua carteira em títulos ou operações que busquem acompanhar as variações do CDI ou SELIC¹⁴. Assim,

¹⁴ A SELIC representa a taxa de juros básicos do país.

mesmo estando classificados como Multimercado, esses fundos acabam não cobrando taxa de performance.

Além da questão ligada ao estilo de gestão (ativa ou passiva) dos fundos, outras questões relativas à estrutura de remuneração baseada na cobrança de taxas de performance também merecem destaque. Como já mencionado anteriormente, a taxa de performance incide proporcionalmente sobre o ganho do fundo em relação ao seu índice de performance. O critério de seleção desses índices é subjetivo, sendo determinado individualmente por cada casa de gestão. Em geral, os fundos tendem a adotar índices de performance que acompanhem o mercado em que eles operam. Por exemplo, os fundos de Ação, normalmente, utilizam o Ibovespa ou o IBX (principais índices de ações brasileiros). Entretanto, para fundos atuantes em vários mercados, como os fundos Multimercado, não há no Brasil um índice consistente e difundido que acompanhe suas operações. Assim, a maioria desses fundos acaba utilizando o CDI como referência, o que traz volatilidade para a sua remuneração, pois os choques (tanto positivos quanto negativos) nos mercados em que os fundos operam não exercem impacto também sobre o índice de performance. Na amostra, dos 346 fundos do grupo “Multimercados”, 97% (337 fundos) possuem o CDI (ou alguma proporção do mesmo) ou a SELIC como índice de performance.

Outra questão importante na discussão que envolve as taxas de performance é a responsabilidade das mesmas nas relações entre interesses dos investidores e dos gestores. Não há dúvidas de que a instauração de taxas de performance como remuneração adicional dos fundos estimula um maior empenho dos gestores na tarefa de obter desempenhos melhores, e que superem em larga margem o seu índice de referência. Assim, a busca por uma maior remuneração acaba levando a um maior esforço dos gestores, o que, por sua vez, beneficia diretamente os investidores. Com isso, é possível considerar a taxa de performance um instrumento de alinhamento entre os interesses dos gestores e dos investidores.

No entanto, esse cenário benigno descrito relacionado às taxas de performance não é tão trivial quanto parece. Um custo inerente a essa estrutura de remuneração é o estímulo fornecido ao gestor na tomada de um risco maior. Esse custo se baseia na estrutura assimétrica da remuneração dos gestores. Caso o desempenho do fundo supere o seu índice de performance, os gestores obterão recompensas tanto fiduciárias quanto subjetivas (como o maior reconhecimento). Entretanto, no caso de o gestor obter desempenho inferior ao seu índice de performance, não há perdas fiduciárias diretas.

Desse modo, em períodos em que o fundo estiver com um desempenho inferior ao seu índice de performance, há incentivos à tomada de um risco maior (na tentativa de superar o índice de performance), o que pode não ser a estratégia ótima para o investidor. Esse problema pode ser ainda agravado pela eventual existência de critérios de marca d'água e pela altíssima taxa de juros praticada no Brasil, utilizada como índice de referência por muitos fundos de investimento nacionais.

Por último, é importante salientar a questão da padronização das taxas de performance entre os fundos de investimento nacionais. A determinação das taxas de performance pelos gestores não reflete as particularidades de cada fundo, e sim as taxas de performance do mercado em geral (da concorrência). Com isso, entre os fundos que cobram performance, é comum a utilização de determinados níveis específicos de taxas. De acordo com a amostra, dos fundos que cobram taxas de performance, 55% cobram taxas de 20%, 20% cobram taxas de 15% , 10 cobram taxas de 10% e apenas 15% cobram outros valores de taxas. A “despadronização” seria uma evolução bastante interessante na indústria, no sentido de cada taxa de performance responder às particularidades de cada fundo, o que beneficiaria o investidor no processo de seleção de fundos.

5. Conclusão

Este trabalho procurou traçar um panorama geral da indústria nacional de fundos de investimento, realizando uma descrição abrangente desse mercado e destacando alguns pontos específicos relevantes, como o risco sistemático, a habilidade dos gestores e a estrutura de remuneração dos fundos brasileiros.

Constatou-se que a indústria de fundos local está em pleno processo de desenvolvimento, através da criação de novos tipos de produtos (cada vez mais específicos e diferenciados), da implementação de critérios de classificação e regulação mais consistentes e do crescimento exponencial do patrimônio líquido total sob gestão. Entretanto, também foi observado que o risco médio assumido pelos fundos é ainda bastante reduzido, e que a estrutura de prazos de carência vigente possui um efeito perverso sobre o desempenho dos fundos, reflexo das condições culturais e econômicas locais. Assim, comparando os mercados de fundos interno e externo, é possível perceber que a indústria local ainda está longe de sua estrutura ótima, e que ainda há um longo caminho a ser percorrido.

Em relação à capacidade de geração de alfa pelos diferentes grupos de fundos, poucos resultados comparativos significativos foram alcançados. Observou-se um alfa médio superior dos fundos de Ação em relação aos fundos Multimercado, entretanto, essa diferença não é significativa estatisticamente, ao nível de significância de 5%.

Já em relação ao risco sistemático dos diferentes grupos de fundos, constatou-se que os fundos de Ação possuem betas médios significativamente superiores aos dos fundos Multimercado, ao nível de significância de 5%, refletindo a maior correlação entre o primeiro grupo e a “carteira de mercado”. Além disso, também foi observado que fundos de Ação que não possuem um índice de referência explícito possuem riscos sistemáticos relativamente menores, e que a possibilidade de alavancagem entre os fundos de Ação nacionais não é um determinante tão importante do risco sistemático, com poucos fundos efetivamente utilizando essa ferramenta.

No que diz respeito à estrutura de remuneração do mercado nacional de fundos, observou-se que o critério de determinação de taxas de administração está ligado à “qualificação” do público alvo dos fundos, com maiores taxas para clientes com maior capacidade de investimento. Para fundos que possuem o mesmo público alvo, as taxas de administração diferem de acordo com a estrutura de riscos do fundo, com fundos mais arriscados cobrando taxas maiores.

Já em relação às taxas de performance, constatou-se que o estilo de gestão dos fundos é o principal critério de existência e determinação das mesmas, com fundos mais empenhados e com gestão de recursos mais ativa possuindo taxas médias significativamente maiores do que fundos com gestão passiva. Por último, observou-se a ocorrência de uma padronização na magnitude das taxas de performance cobradas, devido a questões relativas à concorrência.

6. Referências bibliográficas

LEVY, H. e SARNAT, M. **Portfolio and Investment Selection: Theory and Practice.** [Englewood Cliffs, NJ]: Prentice-Hall International, 1984.

OLIVEIRA, R. DONATO. **Desempenho, Persistência dos Retornos e Captação na Indústria de Fundos Multimercados no Brasil.** [Rio de Janeiro], 2005.

ORG. por VARGA, GYORGY e LEAL, RICARDO. **Gestão de Investimentos e Fundos,** [Rio de Janeiro]: Financial Consultoria, 2006.

PERLINGEIRO, A. GASTELITURRE. **Um Panorama Geral sobre um Gerenciamento Ativo de Carteiras de Sucesso.** [Rio de Janeiro], 2001.

WOOLDRIDGE, JEFFREY M. **Introductory Econometrics: a modern approach,** [Cincinnati, Ohio]: Thomson South-Western, 2003.