

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

GUILHERME LIMA PIMPINATO

**RETORNO, RISCO E TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO EM FUNDOS DE  
INVESTIMENTO: ESTUDO COMPARATIVO DOS FUNDOS DE RENDA FIXA,  
MULTIMERCADO E AÇÕES NO MERCADO BRASILEIRO CONFORME PORTE  
DO INVESTIMENTO NO PERÍODO DE 2010 A 2016.**

CURITIBA

2016

GUILHERME LIMA PIMPINATO

**RETORNO, RISCO E TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO EM FUNDOS DE  
INVESTIMENTO: ESTUDO COMPARATIVO DOS FUNDOS DE RENDA FIXA,  
MULTIMERCADO E AÇÕES NO MERCADO BRASILEIRO CONFORME PORTE  
DO INVESTIMENTO NO PERÍODO DE 2010 A 2016.**

Monografia apresentada ao Departamento de Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da UFPR, como requisito para obtenção do título de especialista no Curso de Pós-Graduação em Contabilidade e Finanças – Turma 2015.

Orientador: Prof. Luciano M. Scherer.

CURITIBA

2016

*Dedico esse trabalho de conclusão de curso aos meus pais, à minha esposa e aos meus filhos.*

## **Agradecimentos**

Primeiramente, agradecemos a Deus, pela saúde, disposição e força para vencer as dificuldades encontradas pelo caminho.

À Universidade Federal do Paraná e todo seu corpo docente, que contribuíram de forma decisiva para meu crescimento intelectual e conclusão deste estudo.

Ao coordenador de curso, pelo incentivo e apoio fundamentais para a persistência na realização da pesquisa.

Aos colegas de classe, pelo agradável convívio, troca de experiência e de conhecimento.

Aos familiares, principalmente, em especial à minha esposa, pelo apoio nas horas difíceis, por não desistir de me apoiar e por estar sempre ao meu lado. Seu amor e companheirismo foram essenciais para o êxito desse estudo.

Aos filhos, por entenderem que o pai precisava estudar.

“Cada sonho que você deixa pra trás, é um pedaço do seu futuro que deixa de existir.”

*Steve Jobs*

## RESUMO

O presente trabalho analisa o impacto das taxas de administração e do Imposto de Renda sobre os rendimentos financeiros provenientes de aplicação de recursos em fundos de renda fixa, fundos multimercados e fundos de ação. Para tal, foram utilizados dados da ANBIMA, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, referentes às taxas de administração médias aplicadas no período de 2010 a 2016 conforme classe de volume de aporte inicial de investimentos nos fundos. Por meio da elaboração de cenários, demonstrou-se o custo, em termos de rentabilidade real, das taxas e impostos quando comparadas as classes de investimento. Por último, foram apresentadas sugestões de políticas públicas para mitigar os problemas, como o uso dos bancos públicos para baixar as taxas médias, a não discriminação conforme volume de aportes, a transparência das taxas aplicadas pelas instituições, a educação financeira nas escolas e a divulgação das rentabilidades reais.

Palavras-chave: Fundos de renda fixa. Fundos multimercado. Fundos de ação. Taxa de administração de fundos de investimento.

## **ABSTRACT**

The present paper analyzes the impact of administration and Income Tax rates on returns from the application of funds in fixed income funds, multimarket funds and action funds. For this purpose, data from ANBIMA, the Brazilian Association of Financial and Capital Market Entities, were used, referring to the average administration rates applied in the period from 2010 to 2016 according to the volume class of initial investment contribution in the funds. Through the elaboration of scenarios, the cost of the rates and taxes in terms of real profitability was compared when comparing the investment classes. Finally, suggestions were made for public policies to mitigate the problems, such as the use of public banks for low average rates, non-discrimination according to the volume of contributions, transparency of fees applied by institutions, financial education in schools and dissemination of real returns.

Key words: Fixed income funds. Multimarket funds. Equities funds. Management fee of investment funds.

## LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – VARIAÇÃO ANUAL DO IPCA ATÉ 1993.....	12
GRÁFICO 2 – VARIAÇÃO ANUAL DO IPCA DE 1994 A 2016.....	13
GRÁFICO 3 – VARIAÇÃO ANUAL DO ÍNDICE DE GINI DE 1981 A 2014.....	13

## LISTA DE QUADROS

QUADRO 1. IPCA. ÍNDICE MENSAL DE 2010 a 2016.....	14
QUADRO 2. TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO MÉDIA DOS FUNDOS DE RENDA FIXA. ....	33
QUADRO 3. TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO MÉDIA DOS FUNDOS MULTIMERCADOS.....	35
QUADRO 4. TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO MÉDIA DOS FUNDOS DE AÇÕES.....	36
QUADRO 5. VOLUME APLICADO NOS FUNDOS EM MILHÕES DE REAIS EM MOEDA CONSTANTE. ....	37
QUADRO 6. TAXAS UTILIZADAS NA ELABORAÇÃO DOS CENÁRIOS. ....	39
QUADRO 7. RENTABILIDADE REAL AO ANO DE FUNDOS DE ATÉ R\$ 25 MIL...39	
QUADRO 8. RENTABILIDADE REAL AO ANO DE FUNDOS DE R\$ 25 MIL ATÉ R\$ 100 MIL. ....	40
QUADRO 9. RENTABILIDADE REAL AO ANO PROJETA DE FUNDOS ACIMA DE R\$ 100 MIL.....	41
QUADRO 10. TAXAS DE INFLAÇÃO PELO IPCA. ....	42
QUADRO 11. RENTABILIDADE NECESSÁRIA PARA MANTER CAPITAL CONSTANTE COM INFLAÇÃO MÉDIA, TAXA DE ADM. E IR.....	42
QUADRO 12. DESTINAÇÃO DOS RETORNOS REAIS NOS PEQUENOS INVESTIMENTOS DE FUNDOS DE RENDA FIXA.....	44
QUADRO 13. DESTINAÇÃO DOS RETORNOS REAIS NOS PEQUENOS INVESTIMENTOS DE FUNDOS MULTIMERCADOS.....	45
QUADRO 14. DESTINAÇÃO DOS RETORNOS REAIS NOS PEQUENOS INVESTIMENTOS DE FUNDOS DE AÇÕES.....	45

## **LISTA DE SIGLAS**

ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimento

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

BCB - Banco Central do Brasil

CDB – Certificado de Depósito Bancário

FGC - Fundo Garantidor de Créditos

IOF - Imposto sobre Operações Financeiras

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo

PL – Patrimônio Líquido

RDB - Recibos de Depósitos Bancários

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia

STN – Secretaria do Tesouro Nacional

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO .....	12
1.1. CONTEXTO E PROBLEMA .....	12
1.2. OBJETIVOS .....	15
1.2.1. OBJETIVO GERAL.....	15
1.2.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS .....	16
1.3. JUSTIFICATIVA .....	16
1.4. ESTRUTURA DO TRABALHO .....	17
2. REVISÃO TEÓRICO-EMPÍRICA.....	18
2.1. MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS .....	18
2.2. FUNDOS DE INVESTIMENTO .....	18
2.2.1. FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM AÇÕES .....	19
2.2.2. FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM RENDA FIXA .....	20
2.2.3. FUNDOS MULTIMERCADOS.....	20
2.2.4. POUPANÇA .....	20
2.2.5. TESOURO DIRETO .....	21
2.2.5.1. LTN.....	22
2.2.5.2. NTN-F.....	22
2.2.5.3. LFT .....	22
2.2.5.4. NTN-B .....	23
2.3. RISCOS.....	23
2.3.1. OPERACIONAL E ESTRATÉGICO.....	23
2.3.2. CRÉDITO .....	24
2.3.3. LIQUIDEZ.....	25
2.3.4. LEGAL.....	25
2.3.5. SOBERANO .....	26
2.3.6. FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC. ....	26
2.4. REVISÃO TEÓRICA .....	27
3. METODOLOGIA.....	31
3.1. CLASSIFICAÇÃO DOS PARÂMETROS DA PESQUISA (CLASSIFICAÇÃO METODOLÓGICA).....	31

3.2. DESCRIÇÃO DOS PARÂMETROS DA PESQUISA (PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS) .....	31
4. RESULTADOS .....	33
4.1. ANÁLISE DOS DADOS.....	33
4.1.1. TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO .....	33
4.1.2. VOLUME DE APLICAÇÃO NOS FUNDOS.....	37
4.2. SIMULAÇÃO DE CENÁRIOS.....	38
4.2.1. CENÁRIO 1 – INVESTIMENTOS ATÉ R\$ 25.000,00.....	39
4.2.2. CENÁRIO 2 – INVESTIMENTOS ENTRE R\$ 25.000,00 E R\$ 100.000,00.....	40
4.2.3. CENÁRIO 3 – INVESTIMENTOS ACIMA DE R\$ 100.000,00. ....	41
4.3. COMPARATIVO ENTRE OS RESULTADOS .....	41
5. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES.....	47
5.1. EXTENSÕES PARA TRABALHOS FUTUROS.....	49
REFERÊNCIAS.....	50

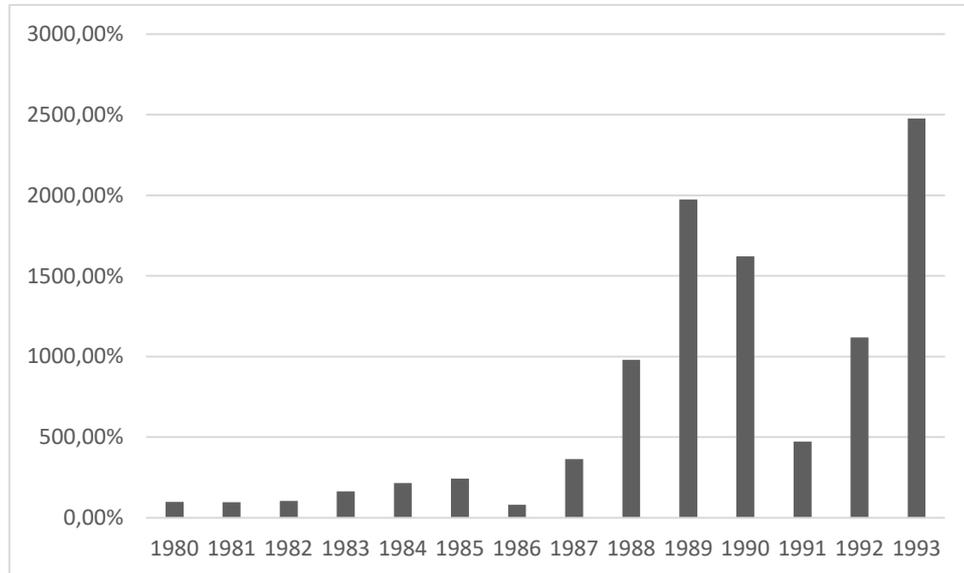
## 1. INTRODUÇÃO

### 1.1. CONTEXTO E PROBLEMA

Dos anos 80 até 1994, quando se deu a introdução do Plano Real, o Brasil viveu anos de turbulência política e econômica, com episódios de hiperinflação, recessão econômica e estagflação, o que deixou a economia menos produtiva, com maiores custos de transação, taxas de desemprego altas e indexação generalizada.

Com histórico de elevada inflação, instabilidade financeira e juros altos, houve desenvolvimento significativo do sistema financeiro no período, adaptando-se à elevação contínua dos preços. A classe média bancarizada protegia seu capital por meio de aplicações financeiras de prazo curtíssimo. Por outro lado, a classe baixa, em sua imensa maioria então desbancarizada, não tinha a mesma possibilidade de proteger seu capital.

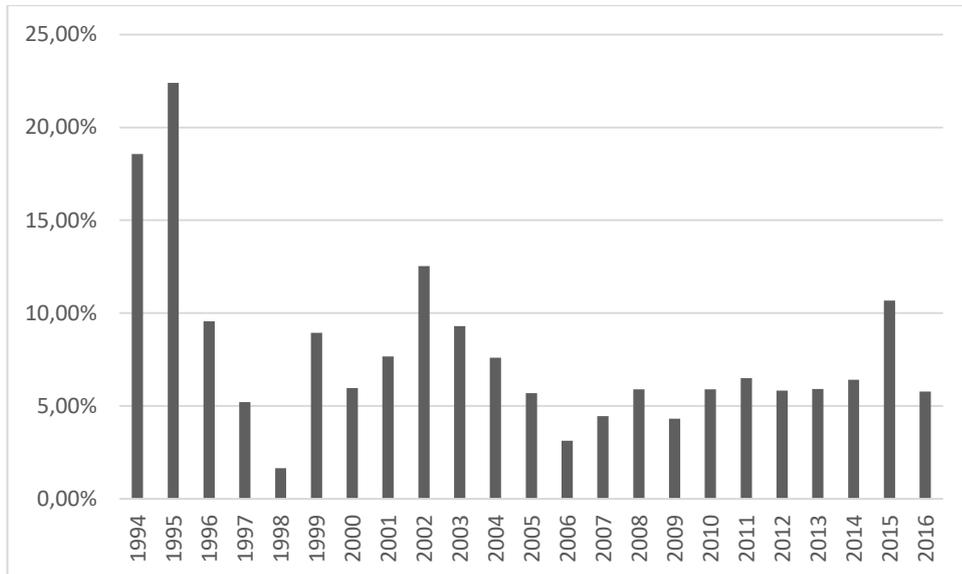
GRÁFICO 1 – VARIAÇÃO ANUAL DO IPCA ATÉ 1993.



Fonte: IBGE (2016).

O Plano Real, instituído em 1994, em um momento de abundância de capital internacional, foi bem-sucedido em controlar a inflação por meio de âncoras cambiais e pela desindexação parcial, obtida com a troca de moeda. A inflação de preços teve redução abrupta, como pode ser observado nos números apresentados no Gráfico 2.

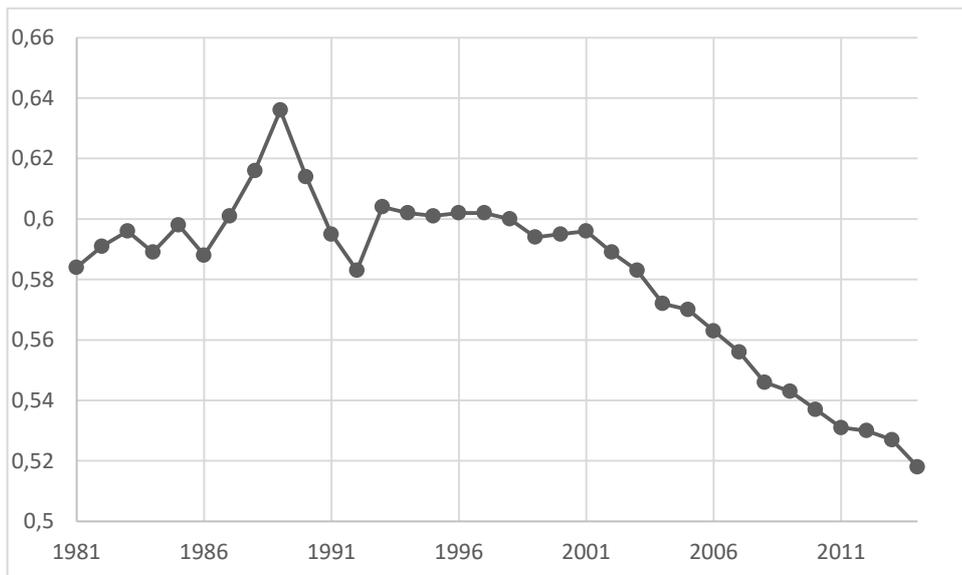
GRÁFICO 2 – VARIAÇÃO ANUAL DO IPCA DE 1994 A 2016.



Fonte: IBGE (2016).

É importante observar que a renda real dos mais pobres teve uma elevação muito significativa por conta do controle da inflação, reduzindo a desigualdade de renda no país. O Gráfico 3 apresenta a evolução do Índice de Gini, que mede a desigualdade em uma região (quanto maior o índice, mais desigual é o país).

GRÁFICO 3 – VARIAÇÃO ANUAL DO ÍNDICE DE GINI DE 1981 A 2014.



Fonte: Ipeadata (2016).

Nota-se, portanto, uma melhora significativa da redução da desigualdade observada no país, a partir de 2001. Apesar do crescente acesso da população mais pobre aos bancos, as classes mais baixas continuaram, nesse período, praticamente aplicando a maior parte das suas economias na chamada Caderneta de Poupança. Durante muitos anos, em decorrência das altas taxas de administração dos fundos e do imposto sobre a renda incidido sobre os ganhos, a Poupança foi a aplicação mais rentável para o pequeno poupador. Devido à inexistência de imposto sobre os ganhos e sem taxas de administração, em períodos de inflação média e Taxa SELIC acima de 8,5%, é comum a Poupança render mais do que fundos com exigência de aportes iniciais baixos.

Desde 1994, portanto, o Brasil não mais passou por experiências de hiperinflação, no que pese ter vivido episódios de crise política em 2002 e 2015-16. Nos últimos seis anos, a inflação se estabilizou, oscilando em torno de uma média de 6,3%.

QUADRO 1. IPCA – ÍNDICE MENSAL DE 2010 a 2016.

Mês	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
JAN	4,59%	5,99%	6,22%	6,15%	5,59%	7,14%	10,71%
FEV	4,83%	6,01%	5,85%	6,31%	5,68%	7,70%	10,36%
MAR	5,17%	6,30%	5,24%	6,59%	6,15%	8,13%	9,39%
ABR	5,26%	6,51%	5,10%	6,49%	6,28%	8,17%	9,28%
MAI	5,22%	6,55%	4,99%	6,50%	6,38%	8,47%	9,32%
JUN	4,84%	6,71%	4,92%	6,70%	6,52%	8,89%	8,84%
JUL	4,60%	6,87%	5,20%	6,27%	6,50%	9,56%	8,74%
AGO	4,49%	7,23%	5,24%	6,09%	6,51%	9,53%	8,97%
SET	4,70%	7,31%	5,28%	5,86%	6,75%	9,49%	8,48%
OUT	5,20%	6,97%	5,45%	5,84%	6,59%	9,93%	7,87%
NOV	5,64%	6,64%	5,53%	5,77%	6,56%	10,48%	
DEZ	5,91%	6,50%	5,84%	5,91%	6,41%	10,67%	

Fonte: IBGE (2016).

Uma vez alcançada a estabilidade da economia, o Brasil passou a ser visto pela comunidade internacional como um mercado emergente relativamente seguro, ao menos até 2015. O cumprimento de contratos e o pagamento sistemático das dívidas contraídas e dos juros da dívida pública, além de um maior acúmulo de reservas internacionais, gerou confiabilidade e credibilidade. Em paralelo, as instituições financeiras brasileiras se modernizaram e se internacionalizaram.

Neste contexto, o mercado financeiro brasileiro começou a se adequar aos padrões internacionais de negociações. O mercado acionário, por sua vez, sofreu forte expansão por meio das plataformas de *home broker*, que tornaram possível ao investidor classificado como pessoa física operar diretamente na compra e venda de ações.

Apesar da evolução da economia e das instituições financeiras sob vários aspectos, como o avanço tecnológico, o home banking, a maior rede bancária, a existência de fundos cada mais diversificados e uma regulação mais atuante, o pequeno investidor que possui capital para investir baixo, menor do que R\$ 25 mil, por exemplo, continua carecendo de boas e fáceis opções de investimento.

A permanência desse pequeno investidor na Caderneta da Poupança, além do hábito e da garantia, se deve às dificuldades enfrentadas para se encontrar bons fundos. Na maioria dos fundos disponibilizada para o pequeno investidor incide imposto sobre a renda e paga-se taxas de administração muito altas, de forma direta ou indireta (fundos com sorteios).

Estudar o comportamento das taxas de administração nos últimos anos passa a ser importante para subsidiar políticas públicas que auxiliem a criação de produtos de investimento realmente úteis e que respeitem os interesses do pequeno investidor.

## 1.2. OBJETIVOS

### 1.2.1. OBJETIVO GERAL

O objetivo principal desta monografia é avaliar a evolução das taxas de administração médias dos fundos de investimento no período de 2010 a 2016, por

meio de um estudo comparativo dos fundos de renda fixa, multimercado e ações no mercado brasileiro conforme porte do investimento inicial.

### 1.2.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Ao avaliar a evolução das taxas de administração médias das instituições financeiras no Brasil, outros objetivos específicos de pesquisa se destacam:

- Avaliar o impacto da inflação de preços na rentabilidade dos fundos.
- Elaborar cenários que comparam a rentabilidade real dos fundos com diferentes níveis de inflação de preços nominal.
- Comparar as taxas de administração dos fundos de investimento por modalidade e classe.
- Sugerir políticas públicas de intervenção e regulamentação que possam reduzir os custos em termos de retornos reais das aplicações em fundos originadas de pequenos investidores.

### 1.3. JUSTIFICATIVA

Estudar a evolução das taxas de administração nos últimos anos é fundamental para o correto balizamento das políticas públicas regulatórias das instituições bancárias. O período de 2010 a 2016 foi escolhido por fazer um recorte temporal de um ciclo político correspondente ao Governo Dilma, marcado por intervencionismo creditício na economia, acomodação em níveis inflacionários acima da meta, insolvência fiscal gradativa e desconfiança popular.

A prática de taxas de administração altas para os pequenos investidores, pelo baixo montante investido, não contribui sobremaneira para a elevação da lucratividade dos bancos, quando comparado às fatias provenientes dos grandes investidores, mas pode ser responsável por afastar o pequeno poupador dos fundos administrados por bancos, principalmente o investidor mais jovem. O público de faixa etária menor está mais disposto a aprender a operar diretamente a compra e venda de títulos públicos, por meio do Tesouro Direto, e de ações, por meio da BM&FBovespa.

Portanto, a avaliação das taxas de administração pode permitir a sugestão de políticas públicas que aprimorem a poupança dos pequenos investidores,

trazendo ganhos para eles mesmos, para o governo e para os próprios bancos, ao fidelizar os clientes.

#### 1.4. ESTRUTURA DO TRABALHO

A presente monografia, depois de apresentar os objetivos e a justificativa nesta introdução, faz uma revisão teórica-empírica dos principais artigos que abordam os fundos de investimento no Brasil, as modalidades de investimento disponíveis aos investidores não institucionais e os tipos de riscos enfrentados. Em seguida, é apresentada a metodologia utilizada para a pesquisa.

Os dados são apresentados na quarta seção, juntamente com os cenários elaborados para o estudo das rentabilidades reais apresentadas pelos fundos. Por último, na quinta seção, são apresentadas as principais conclusões do estudo. São feitas sugestões de aprimoramento das políticas públicas e são observadas possíveis extensões do estudo.

## 2. REVISÃO TEÓRICO-EMPÍRICA

### 2.1. MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS

Segundo Fortuna (2008), em economia, um mercado financeiro é um mecanismo que permite a compra e venda (comércio) de valores mobiliários (por exemplo ações e obrigações), mercadorias (como pedras preciosas ou produtos agrícolas) e outros bens fungíveis com baixo custo de transação e preços que refletem a hipótese do mercado eficiente.

Nos investimentos, rentabilidade é o retorno sobre o capital investido em determinado ativo financeiro. O risco é a incerteza associada ao retorno do investimento, tendo em vista o desconhecimento a respeito de eventos futuros que podem afetar o desempenho positivo e esperado dos ativos. Segundo Souza e Clemente (2004), risco e retorno estão inter-relacionados. Em um mercado competitivo, ativos com maior risco devem, em tese, fornecer maior retorno aos investidores, tendo em vista que, por hipótese, os indivíduos têm aversão ao risco. Não obstante, maior risco pode ser aceito pelos investidores, desde que devidamente remunerado por um nível maior de retorno.

Em seguida é feita revisão empírica, apresentando os conceitos e práticas de fundos de investimento e taxas de administração. Além disso, a aplicação em fundos de investimento é comparada à principal aplicação concorrente para os pequenos e médios investidores, a poupança. Também são arrolados os títulos públicos do Tesouro Nacional disponíveis aos investidores e que compõe a maior parte das carteiras dos fundos de investimento em renda fixa e multimercados.

Por último, após apresentar a revisão empírica conceitual, é feita a revisão teórica e acadêmica, contextualizando os temas abordados nas discussões realizadas sobre as taxas de administração, os fundos de investimento e as decisões de portfólio dos investidores tipo pessoa física.

### 2.2. FUNDOS DE INVESTIMENTO

De acordo com Fortuna (2008), os fundos de investimento são condomínios que reúnem recursos de um conjunto de investidores com o objetivo de obter ganhos financeiros a partir da aquisição de uma carteira de títulos ou valores

mobiliários. Para Assaf Neto (2001), os fundos tornam possível a diversificação dos investimentos, disponibilizando alternativas com diversas relações entre risco e retorno. A incidência de Imposto de Renda ocorre semestralmente ("come-cotas") ou no momento no resgate (de acordo com a Tabela Regressiva).

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM é o principal órgão regulamentador de fundos de investimento no Brasil. O Caderno CVM 03 (2014) esclarece que o fundo é criado por um administrador, usualmente uma instituição financeira, que formalmente o constitui e define os seus objetivos, as políticas de investimento e as categorias de ativos financeiros em que poderá investir. Também cabe ao administrador definir as taxas que cobrará pelos serviços e outras regras gerais de participação e organização.

Os fundos de investimento podem investir em diversos ativos financeiros: CDBs, ações, debêntures, moedas estrangeiras, investimentos estrangeiros, derivativos, entre outros.

A taxa de administração remunera o administrador pelos serviços de administração e gestão da carteira. É cobrada em todos os fundos de investimentos. Embora seja divulgada como um percentual anual, é provisionada proporcional e diariamente, como despesa do fundo. Na regulamentação atual, não há limites máximos nem mínimos estabelecidos para a taxa.

Embora incomuns, outros tipos de taxas podem ser cobradas, como a taxa de entrada e saída e a taxa de performance. Esta última não é cobrada nas instituições financeiras que atuam nos mercados varejistas, mas é comum em fundos fechados que captam recursos de investidores qualificados ou institucionais.

### 2.2.1. FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM AÇÕES

Segundo a CVM, os fundos de ações devem investir no mínimo 67% do seu patrimônio em ações que sejam admitidas à negociação em mercado de bolsa ou balcão organizado ou em ativos relacionados. Assim sendo, cabe observar que os fundos de ações não precisam estar alocados em ações na integralidade de seu capital: 2/3 é suficiente. O fator de risco desses fundos é a oscilação dos preços dos ativos, isto é, as ações em sua carteira, na maior parte das vezes.

Tendo em vista que muitos fundos se dedicam exclusivamente a uma única empresa, a CVM exige que o regulamento e o prospecto dos fundos de ações

alertem que o fundo pode estar exposto a significativa concentração em ativos financeiros de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. É interessante, ademais, observar que a CVM indica que os fundos de ações são recomendáveis para aqueles que possuem objetivos de longo prazo, aceitando um nível maior de riscos para poder auferir uma rentabilidade mais elevada. Não há referência à natureza possivelmente especulativa desses fundos.

### 2.2.2. FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM RENDA FIXA

De acordo com o Caderno CVM 03 (*op. cit.*), os fundos de renda fixa devem aplicar pelo menos oitenta por cento de seus recursos em ativos de renda fixa. Portanto, em decorrência deste percentual estabelecido, eles têm como principal fator de risco a variação da taxa de juros ou de índice de preços.

É importante observar que os fundos de renda fixa podem, sim, incluir na carteira títulos que apresentam maior risco de crédito, como os títulos privados, e podem utilizar derivativos tanto para proteção da carteira quanto para alavancagem, desde que respeitados os limites normatizados.

### 2.2.3. FUNDOS MULTIMERCADOS

A regulamentação dos fundos multimercados é a mais livre do que a dos fundos de renda fixa ou de ações. Não existe compromisso de concentração de recursos em nenhum ativo em especial. Na maior parte das vezes promovem uma mescla de títulos públicos, ações e moedas, fazendo uso de derivativos para proteger a carteira de variações indesejadas.

Do ponto de vista de mercado, prometem entregar aos investidores um produto com investimentos diversificados, ainda que com exposição ao risco controlada. Ao menos em tese, podem cobrar taxas de administração maiores, tendo em vista o trabalho ativo dos gestores encarregados de sua gestão.

### 2.2.4. POUPANÇA

A remuneração da caderneta de poupança é de 0,5% ao mês (6,17% a.a.), mais a variação da Taxa Referencial - TR. Em outras palavras, os valores

depositados em poupança são remunerados com base TR, acrescida de juros de 0,5% ao mês. Os valores depositados e mantidos em depósito por prazo inferior a um mês não recebem nenhuma remuneração. A TR utilizada é aquela do dia do depósito. Não há montante mínimo para a aplicação. Ademais, a Poupança é isenta de tributos.

A Taxa Referencial é uma taxa de juros básica divulgada mensalmente pelo Banco Central e calculada a partir do rendimento mensal médio dos CDBs e Recibos de Depósitos Bancários - RDBs. É usada para a correção das aplicações da caderneta de poupança e das prestações dos empréstimos do Sistema Financeiro da Habitação. Embora seja usada como indexador dos contratos, a TR é uma taxa de juros e não pode ser confundida com inflação.

#### 2.2.5. TESOURO DIRETO

O Tesouro Direto é um programa do Tesouro Nacional desenvolvido em parceria com a BMF&F Bovespa para venda de títulos públicos federais para pessoas físicas, por meio da internet. Concebido em 2002, esse programa surgiu com o objetivo de democratizar o acesso aos títulos públicos, ao permitir aplicações com apenas R\$ 30,00.

A rentabilidade varia de acordo com o tipo de título e o preço de aquisição, podendo ser pré-fixada (LTN), indexada à taxa SELIC (LFT) ou indexada ao IGP-M (NTN-C). Sobre os rendimentos dos títulos, incide o Imposto de Renda e nos investimentos de prazo inferior a 30 dias, incide o Imposto sobre Operações Financeiras - IOF.

É interessante observar o texto da própria Secretaria do Tesouro Nacional - STN, sobre a relação entre o Tesouro Direto e as taxas de administração bancárias: “antes do Tesouro Direto, o investimento em títulos públicos por pessoas físicas era possível somente indiretamente, por meio de fundos de renda fixa que, por cobrarem elevadas taxas de administração, especialmente em aplicações de baixo valor, reduziam a atratividade desse tipo de investimento.” (em <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro-direto-conheca-o-tesouro-direto>, acesso em 14/10/2016).

#### 2.2.5.1. LTN

A LTN, atualmente Tesouro Prefixado 2019 e Tesouro Prefixado 2023 — os números tratam do ano do vencimento dos títulos — são títulos cujo pagamento ocorre de uma só vez, ao final da aplicação. Como se trata de um título prefixado, em geral há variação no valor de mercado no decorrer do prazo de aplicação. Isso acontece porque as variações das taxas de juros introduzem outros preços dos títulos no mercado.

Em geral, portanto, os títulos prefixados, embora pareçam mais seguros no momento da aplicação, apresentam riscos maiores, porque se pactua uma taxa de juros e inflação fixas, apesar dessas variáveis mudarem de valores ao longo do tempo.

#### 2.2.5.2. NTN-F

A NTN-F é um título semelhante à LTN, mas apresenta o pagamento semestral de juros. Isso significa que o rendimento é recebido pelo investidor ao longo do período da aplicação, diferentemente do título Tesouro Prefixado. Os pagamentos semestrais, nesse caso, representam uma antecipação da rentabilidade contratada.

Trata-se um título raramente utilizado em fundos de investimento. Além de desnecessários os aportes semestrais, no pagamento desses rendimentos há incidência de imposto de renda (IR), obedecendo a tabela regressiva, que se inicia em 22,5%, até 15%.

#### 2.2.5.3. LFT

A antiga LFT, atualmente Tesouro Selic, é o título público mais simples e com menor risco disponível no mercado. Não existe pagamento de juros semestrais e a rentabilidade do título é indexada à Taxa Selic. O valor de mercado apresenta baixa volatilidade. Com poucas variações no valor do título, são indicados para quem tem um perfil mais conservador.

#### 2.2.5.4. NTN-B

Esse é o título mais popular entre os investidores do Tesouro Direto, ainda que menos importante do que as LFTs para os fundos de investimento. Foi renomeado como Tesouro IPCA+ seguido do ano de vencimento do título.

Seu rendimento é composto por duas parcelas: uma taxa de juros prefixada e a variação da inflação (IPCA). Desse modo, independente da variação da inflação, a rentabilidade total do título sempre será superior a ela. A rentabilidade real, nesse caso, é dada pela taxa de juros prefixada, contratada no momento da compra do título.

Esse título possui risco menor do que o título inteiramente prefixado, mas maior do que o Tesouro Selic. Prefixa uma parte, a dos juros real, deixando variável o componente inflacionário. Dada essa característica, somado ao fato de esse título possuir disponibilidades de vencimentos mais longos, ele é indicado para quem deseja poupar para a aposentadoria, compra de casa e estudo dos filhos, dentre outros objetivos de longo prazo.

### 2.3. RISCOS

Da Silva Zonatto (2010) explica como o risco é conceituado e classificado. Em geral, o risco é a representação de uma possibilidade de um evento negativo ocorrer e afetar a empresa ou o investidor. De certa forma, o risco é tudo aquilo que foge ao planejado em um contexto previsível. O conceito atual remete à quantificação e qualificação da incerteza, em relação às perdas e ganhos dependentes de rumo tomado pelos acontecimentos.

São diversos os riscos expostos pela administração dos fundos de investimento. Por ser muito difícil controlar tantos riscos é que se supõe a necessidade de se contratar a gestão profissional dos fundos e pagar taxas de administração eventualmente altas com o intuito de proteger seus investimentos.

#### 2.3.1. OPERACIONAL E ESTRATÉGICO

As empresas, instituições e governos costumam traçar planos de longo prazo, plurianuais, que contemplem diretrizes estratégicas para a administração. É

com esse intuito que a missão é traçada e, em decorrência desta, os objetivos e metas. Contudo, pode ocorrer de a estratégia traçada ser a melhor ou estar em um contexto de rápida mudança de ambiente, de concorrência ou de cenário global. O risco estratégico, portanto, retrata a dificuldade de não lograr êxito na adaptação perante às mudanças ou de trilhar caminhos errados por conta da estratégia adotada.

Os riscos operacionais, segundo Da Silva Zonatto (*op.cit.*), representam perdas ocasionadas por processos de produção falhos. Também se referem aos sistemas inadequados, o mau desempenho das funções administrativas, as fraudes de colaboradores, os conluíus de alta direção, a falta de segregação nas funções, etc.

Tais riscos estão presentes na administração dos fundos de investimento, uma vez que podem ter problemas tanto no nível operacional (a gestão diária da carteira, o ajuste dos betas, a recomposição da diversificação) quanto no nível estratégico (o planejamento das operações de longo prazo das atividades do fundo, coadunadas com o ambiente global de negócios).

### 2.3.2. CRÉDITO

Os riscos de crédito estão associados à previsibilidade e ao bom andamento das operações de crédito realizadas pela empresa. Se assemelham aos riscos de liquidez, conforme se verá em seguida, embora de forma inversa. O risco de crédito está relacionado ao risco de não conseguir reaver o dinheiro que foi emprestado a alguém. O risco de liquidez, ao contrário, é o risco de não conseguir tomar dinheiro emprestado de alguém.

O risco de crédito afeta as empresas porque muitas vezes elas têm recursos a receber. É especialmente importante no caso dos bancos, que emprestam dinheiro a pessoas físicas e jurídicas. Mas não deixa de afetar governos, porque estes geralmente gerenciam bancos públicos que subsidiam os investimentos no país, além de apoiar as políticas agrícolas e industriais.

No caso governamental, o risco de créditos podres nas carteiras dos bancos de investimentos públicos pode gerar passivos muito grandes não previstos, que produzam um aumento inesperado e significativo na dívida pública, afetando a

capacidade de o governo honrar seus compromissos e aumentando em muito o risco de insolvência.

### 2.3.3. LIQUIDEZ

Os riscos de liquidez estão relacionados à capacidade das empresas e governos honrarem seus compromissos. É o risco da insuficiência de recursos disponíveis para o cumprimento das obrigações pactuadas.

No estudo dos fundos de investimento, o risco de liquidez está presente pelo risco de o governo não cumprir com os compromissos pactuados por meio de títulos públicos ou das empresas não pagarem suas dívidas assumidas em títulos de renda fixa que compõem os Certificados de Depósitos Bancários, ou CDBs. De outro modo, os riscos de liquidez retratam a impossibilidade de a empresa liquidar ativos ou obter novos financiamentos para a rolagem das dívidas anteriores.

### 2.3.4. LEGAL

Os riscos legais se apresentam para as empresas e para os investidores como a incerteza em relação aos marcos regulatórios e legais vigentes. A alteração inesperada da legislação, por exemplo, pode trazer custos não previstos para as empresas. A mudança dos regramentos fiscais pode prejudicar decisivamente os investidores, que comparam opções de investimento com a melhor precisão possível. Alguns pontos percentuais a mais ou a menos podem transformar um bom investimento em um mau investimento, e vice-versa.

Setores muito regulamentados, como o de telecomunicações, bancos e energia, do qual fazem parte as grandes empresas de capital aberto no Brasil, estão sujeitos a descumprimento de contratos por parte do governo e legislação incerta. Além de perturbarem a previsibilidade das receitas das empresas, provocam alterações no valor das ações que prejudicam, por certo, os investidores finais.

Além disso, alterações na política tributária e nas regras de importação e exportação afetam os mercados de modo marcante, trazendo forte grau de incerteza à condução dos negócios.

### 2.3.5. SOBERANO

De acordo com Canuto (2003, p.8), o risco-soberano é “o risco de crédito associado a operações de crédito concedido a Estados soberanos”. Avaliar tal risco demanda estudar “a capacidade e a disposição de um governo servir integralmente a sua dívida nos prazos e condições acordados com os credores quando da contratação do empréstimo”.

O mesmo autor alerta (p.16) que “risco-soberano e risco-país, embora fortemente relacionados, dizem respeito a objetos distintos”. Esclarece que “o risco-país é um conceito mais abrangente que se reporta, para além do risco soberano, ao risco de inadimplência dos demais credores residentes em um país associado a fatores que podem estar sob o controle do governo, mas não estão sob o controle das empresas privadas ou dos indivíduos”.

### 2.3.6. FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC.

De acordo com o Banco Central do Brasil - BCB, o Fundo Garantidor de Créditos é uma entidade privada, sem fins lucrativos, que administra um mecanismo de proteção aos correntistas, poupadores e investidores, que permite recuperar os depósitos ou créditos mantidos em instituição financeira, até determinado valor, em caso de intervenção, de liquidação ou de falência.

O total de créditos de cada pessoa contra a mesma instituição associada, ou contra todas as instituições associadas do mesmo conglomerado financeiro, é garantido até o valor de R\$ 250.000,00.

É interessante observar o FGC abrange, de modo geral, os depósitos e as letras, mas não os fundos de investimento. A aplicação em fundos não está coberta pelo FGC porque o patrimônio dos bancos não se confunde com o patrimônio dos fundos de investimento financeiros administrados. É preciso observar que, quando um banco enfrenta dificuldades, os cotistas do fundo podem fazer assembleias e mudar a administração do fundo para outra instituição. Em geral, o fundo de investimento é acompanhado e fiscalizado pela Comissão de Valores Mobiliários.

## 2.4. REVISÃO TEÓRICA

De modo geral, de acordo com o estabelecido pioneiramente por Markowitz (1952), um portfólio eficiente é aquele que apresenta o máximo de retorno esperado para determinado nível de risco, ou o menor nível de risco para determinado retorno esperado. O portfólio ótimo é encontrado por meio de um problema de programação quadrática que utiliza critérios de retorno médio e variância.

Ceretta e Da Costa Jr. (2001) observaram que a escolha do investidor por determinado investimento é uma decisão que envolve múltiplos atributos. Dentre os vários possíveis, pode-se citar: risco e retorno em período recente; risco e retorno em período maior de tempo; custos de administração envolvidos; investimento mínimo necessário; e movimentação mínima. Assim, a seleção de um investimento não é uma decisão simples, baseada apenas em dois atributos como risco e retorno.

Pandelo Jr. (2010) realizou pesquisa quantitativa com 180 clientes de bancos, de faixa etária majoritária entre 26 e 40 anos, e trouxe interessantes achados. Dois terços se consideram moderados, enquanto apenas seis por cento se consideram agressivos. Quinze por cento têm como objetivo de investimento a aquisição de um bem durável; 43% a compra de um imóvel e 42% para montar uma carteira para a aposentadoria. Os números, colhidos em 2008, demonstraram que 21% destinava os recursos para a poupança, 46% para a renda fixa e 33% para a renda variável. No que se refere às expectativas de retorno, somente 18% esperavam manter a taxa de retorno presente, enquanto 82% esperavam rentabilidades superiores às correntes.

Outros achados interessantes do autor se referem a uma migração para uma postura mais agressiva e de maior exposição ao risco caso tivessem mais dinheiro ou se tornassem ricos, além de um teste de aceitação de ganho de resultado muito conservador. 27% não suportam perdas de capital na carteira de investimentos, 52% aceitariam uma perda de até dez por cento do capital investido e 21% de até 30% do capital investido.

Fonseca *et al.* (2007) compararam a performance, em termos de risco e retorno, dos fundos de renda fixa e dos fundos de renda variável, utilizando os índices de Sharpe e Sortino. Os resultados indicaram que as duas categorias de fundos não apresentaram diferença estatística significativa em termos do retorno médio no período. Contudo, as diferenças na variância durante o período analisado

levaram a uma melhor relação risco e retorno para os fundos de renda fixa, fato associado às altas taxas de juros praticadas no mercado brasileiro no período analisado.

Almenara Andaku e Figueiredo Pinto (2003) avaliaram a existência de persistência de performance (continuidade de fundos com bom desempenho, repetindo no futuro o bom desempenho passado) em fundos de ações brasileiros no período de 1994 a 2001. Os autores confirmaram a presença da *performance persistence* somente para fundos de longo prazo, com prazos superiores a um ano.

Dalmácio e Nossa (2004) investigaram a relação entre as taxas de administração dos fundos de investimento e a rentabilidade de suas carteiras. Foram analisados 1.281 fundos de investimento, com dados provenientes da ANBID, Associação Nacional dos Bancos de Investimento. Para os autores, “em 80% dos tipos de fundos analisados, verificou-se que os fundos de investimento que cobraram as menores taxas de administração obtiveram os maiores rendimentos, ou as menores perdas” (p.69).

Rochman e Ribeiro (2003), também fazendo uma análise quantitativa extensa, a partir de 1.585 fundos, para os anos de 2000 e 2001, alcançaram resultados semelhantes. Os autores observaram que os fundos direcionados aos clientes do segmento Atacado e fundos de gestores que contratam agências de *rating* possuem melhor rentabilidade do que os demais, enquanto a taxa de administração cobrada e o grau de alavancagem influenciaram negativamente o desempenho.

Leusin e Brito (2008) avaliaram os fundos de investimento no período de 1998 a 2003 de acordo com o *market timing*, a capacidade de os gestores anteciparem diferenças de retorno das ações em relação a um ativo de renda fixa, a partir de uma análise macroeconômica. Espera-se que o gestor que se considera capaz de prever o movimento relativo das ações ou do mercado acionário em relação à renda fixa realocará preventivamente os seus recursos naqueles ativos de maior retorno esperado. Os autores identificaram que existe algum grau de habilidade em *market timing* nos gestores brasileiros, diferentemente dos americanos, por exemplo, em que se demonstrou não haver *market timing*. Portanto, houve evidência de que a especulação da gestão ativa dos fundos trouxe resultados, principalmente nos momentos de maior instabilidade econômica. Vale alertar, contudo, que somente uma minoria de gestores (11,1%) apresentou tal habilidade e

os ganhos ocorreram somente perante grandes movimentos e não pequenos movimentos das variáveis.

Malaquias e Junior (2013) avaliaram 831 fundos no período de 2007 a 2011. O estudo demonstrou que, em média, os fundos não agregaram valor extraordinário aos seus cotistas. Tanto a taxa de administração como a taxa de performance não apresentaram correlação com a rentabilidade dos fundos. Os fundos com maiores retornos foram os maiores em patrimônio líquido e com gestores novatos. Por último, os resultados mostraram que as informações passadas e publicamente disponíveis sobre os fundos multimercados se constituíram em informações relevantes para obtenção de retornos extraordinários. Cotistas que negociaram cotas com base na rentabilidade do gestor e no tamanho do fundo tenderam a apresentar melhor performance que os demais cotistas.

Villela e Leal (2008) repararam que existem muitos estudos sobre o desempenho dos fundos de ações no Brasil, mas poucos tratando dos fundos de renda fixa, que são mais relevantes em termos de volume administrado. Avaliando o período de 2000 a 2002, observaram não existir melhor desempenho nos fundos prefixados em vez dos pós-fixados.

Martins *et al.* (2016) avaliaram a efetividade das taxas de administração cobradas em cinquenta fundos para o período de 2005 a 2008. Segundo os autores, “o estudo da correlação entre as taxas de administração efetivamente cobradas e a divulgada evidenciou que os coeficientes são positivos, moderados e estatisticamente significativos e a relação não é perfeita, ou seja, nem todos os fundos que divulgam taxas elevadas cobram tais taxas elevadas”. (p. 42)

Borges e Martelanc (2015) verificaram até que ponto os retornos de fundos de investimento em ações no Brasil se devem à habilidade dos gestores ou à sorte. A metodologia utilizada é a de Fama e French (2010), com simulações *bootstrap* de fundos de investimento de gestão ativa para o período de 2000 a 2013. Os resultados revelaram haver retornos anormais positivos justificando a habilidade, porém modestos e concentrados em gestores de grandes fundos. Em fundos pequenos não houve demonstração da habilidade dos gestores em gerar ganhos anormais. O desempenho melhor dos grandes gestores se explicaria pela diluição dos custos operacionais e pela maior disponibilidade de recursos financeiros e humanos qualificados.

Milani e Ceretta (2013) avaliaram 162 fundos de investimento no período de 2001 a 2009. Os dados mostraram que os fundos de investimento em ações brasileiros apresentam indícios de efeito tamanho, pois, em geral, fundos com patrimônio líquido maior tendem a apresentar melhor performance. Em geral, aumentos no PL dos fundos, avaliados por meio da defasagem do efeito do PL, geram aumento no excesso de retorno. Ademais, conforme um fundo envelhece, seu excesso de retorno aumenta.

De Abreu Pontes e Malaquias (2016) avaliaram 54 fundos multimercados *long and short*, fundos com proteção hedge, no período de 2009 a 2014. Esses fundos operam posições compradas e vendidas e admitem algum grau de alavancagem. Não foi identificado prêmio de *lockup* aos cotistas, quando aplicável (impedimento temporário de liquidez, quando é preciso avisar o gestor com alguma antecedência antes de retirar os recursos). As variáveis tipo do fundo, idade, taxa de performance e tamanho do fundo não demonstraram significância estatística em seus efeitos. A única variável com significância em seu efeito foi a taxa de administração. De modo geral, o retorno dos fundos *long and short* foi penalizado pelas taxas aplicadas.

### 3. METODOLOGIA

#### 3.1. CLASSIFICAÇÃO DOS PARÂMETROS DA PESQUISA (CLASSIFICAÇÃO METODOLÓGICA)

A metodologia aplicada à pesquisa, quanto aos objetivos, foi descritiva. Conforme Triviños (1987, apud BEUREN, 2006, p.81):

O estudo descritivo exige do pesquisador uma delimitação precisa de técnicas, métodos, modelos e teorias que orientarão a coleta e interpretação dos dados, cujo objetivo é conferir validade científica a pesquisa. A população e a amostra também devem ser delimitadas, assim como os objetivos, os termos, as variáveis, as hipóteses e as questões de pesquisa.

Quanto aos procedimentos, a pesquisa foi documental. Segundo Silva e Grigolo (2002, apud BEUREN, 2006, p.89):

A pesquisa documental vale-se de materiais que ainda não receberam nenhuma análise aprofundada. Esse tipo de pesquisa visa, assim, selecionar, tratar e interpretar a informação bruta, buscando extrair dela algum sentido e introduzir-lhe algum valor, podendo, desse modo, contribuir com a comunidade científica a fim de que outros possam voltar a desempenhar futuramente o mesmo papel.

De acordo com Ilse Maria Beuren *et al* (2006, p.90), a pesquisa documental é adequada:

(...) quando se deseja analisar o comportamento de determinado setor da economia, como os aspectos relacionados à situação patrimonial, econômica e financeira. Não obstante isso, estudos históricos geralmente valem-se da análise documental.

Quanto à abordagem do problema, o método aplicado foi quantitativo, caracterizando-se “pelo emprego de instrumentos estatísticos, tanto na coleta quanto no tratamento dos dados” (BEUREN *et al*, 2006, p.92).

Acrescente-se que “a abordagem quantitativa é frequentemente aplicada nos estudos descritivos, que procuram descobrir e classificar a relação entre variáveis e a relação de causalidade entre fenômenos” (BEUREN *et al*, 2006, p.93).

#### 3.2. DESCRIÇÃO DOS PARÂMETROS DA PESQUISA (PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS)

A abrangência da pesquisa refere-se ao período compreendido entre 2010 a 2016, levando em consideração as taxas de inflação observadas no período e as

taxas de administração médias cobradas pelas instituições financeiras para diferentes níveis de aporte de capital inicial.

Os dados são disponibilizados pela ANBIMA. Devido à qualidade dos dados captados e publicados por essa associação, foram selecionados três faixas de valores que envolvem tanto pequenos, médios e grandes investidores, podendo incluir tanto pessoa física quanto pessoa jurídica, para os aportes iniciais. As faixas são de investimentos até R\$ 25 mil, de R\$ 25 mil a R\$ 100 mil e acima de R\$ 100 mil.

A análise dos dados, tendo como contexto a conjuntura econômica do período, permite analisar a evolução das taxas de administração dos fundos de acordo com as diferentes classes de fundos e tamanho de aportes. Isso possibilita avaliar até que ponto existe distinção significativa entre pequenos e grandes investidores.

Uma vez confirmada a diferença de taxas e sua mudança ao longo do tempo, pode-se avaliar as políticas públicas ou políticas corporativas das instituições financeiras que auxiliem os pequenos poupadores.

## 4. RESULTADOS

### 4.1. ANÁLISE DOS DADOS

#### 4.1.1. TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO

Foram utilizados, para a análise, dados provenientes da ANBIMA. No quadro abaixo são apresentados dados das taxas de administração dos fundos de renda fixa, para o período de 2010 a 2016.

QUADRO 2. TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO MÉDIA DOS FUNDOS DE RENDA FIXA.

Período	Até R\$ 1 mil	De R\$ 1 mil a R\$ 25 mil	De R\$ 25 mil a R\$ 100 mil	Acima de R\$ 100 mil
dez-10	3,65	1,82	0,96	0,64
dez-11	3,57	1,94	0,95	0,66
dez-12	2,81	1,36	0,91	0,64
dez-13	2,96	1,37	0,85	0,59
dez-14	2,92	1,22	0,89	0,57
dez-15	2,82	1,13	0,87	0,53
set-16	2,78	1,11	0,90	0,53

Fonte: ANBIMA (2016).

A leitura do quadro revela a queda das taxas de administração média para os fundos de renda fixa no período de 2010 a 2016, em todas as faixas de porte de investimento inicial. Para investimentos na ordem de até R\$ 1.000,00, observou-se uma redução de 3,65% para 2,78%, ou seja, uma redução de 23,8%.

Na faixa de investimento inicial de R\$ 1 mil a R\$ 25 mil houve uma redução mais acentuada em termos percentuais, da ordem de 39,1%, de 1,82 pontos percentuais para 1,11.

Nas faixas de investimento inicial maior, de R\$ 25 mil a R\$ 100 mil e acima de R\$ 100 mil, a redução observada foi menor. Houve uma estabilização do valor das taxas, em torno da casa dos 0,9, para o primeiro caso, e na casa dos 0,5, para o segundo caso.

Embora do ponto de vista dos aplicadores as taxas de administração dos fundos para aportes pequenos pareçam abusivas, do ponto de vista dos bancos elas podem refletir uma tentativa de reequilibrar os ganhos anuais por cliente em carteira. Para se exemplificar, considerando um custo de 0,4% ao ano para a custódia dos títulos, R\$ 1.000,00 aplicados por um cliente renderiam R\$ 23,80 ao banco; R\$ 50 mil, por sua vez, valeriam R\$ 250,00; por último, R\$ 1 milhão renderiam R\$ 1,3 mil à entidade.

É interessante observar que o montante absoluto pago por clientes com aportes maiores é bem mais alto do que no caso de clientes de aportes pequenos. De qualquer modo, para os bancos, é interessante apresentar as taxas em conjunto, para ao menos parecer que o cliente de alta renda está sendo beneficiado por condições melhores. Ademais, clientes com aportes maiores podem escolher o banco em que serão correntistas baseados na qualidade dos produtos financeiros de aplicação oferecidos.

Assim sendo, cumpre observar que as taxas de administração dos fundos de aporte maior de R\$ 100 mil assumem valores que respeitam a natureza concorrencial do negócio. Em outras palavras, um correntista pode retirar seu dinheiro dos bancos para alocá-los em uma corretora, no Tesouro Direto ou em outro banco com taxas de administração mais vantajosas. O mesmo não acontece com o pequeno investidor, cuja escolha da instituição financeira não se baseia na taxa de administração dos volumes aplicados, mas em outros critérios, como localidade ou determinação da fonte pagadora principal de seus rendimentos.

QUADRO 3. TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO MÉDIA DOS FUNDOS MULTIMERCADOS.

Período	Até R\$ 1 mil	De R\$ 1 mil a R\$ 25 mil	De R\$ 25 mil a R\$ 100 mil	Acima de R\$ 100 mil
dez-10	1,78	2,00	1,65	1,69
dez-11	1,61	2,02	1,61	1,80
dez-12	1,52	2,07	2,01	1,30
dez-13	1,30	1,93	2,04	1,71
dez-14	1,25	2,06	1,82	1,68
dez-15	1,19	2,03	1,87	1,82
set-16	1,26	1,83	1,84	1,82

Fonte: ANBIMA (2016).

A análise dos números disponíveis para a taxa de administração média dos fundos multimercados revela dados interessantes. Ao contrário da situação verificada nos fundos de renda fixa para os últimos seis anos, no caso dos fundos multimercados não houve redução pronunciada quando se analisa os dados totais dos fundos. As taxas médias permaneceram em valores muito próximos: 1,86 em 2010, os mesmos 1,86 em 2013 e 1,83 em 2016. Não houve, portanto, pressão concorrencial que poderia ter motivado a queda de preço nesses fundos.

Cumprе salientar a maior facilidade de as instituições financeiras repassarem seus custos para esses fundos que supostamente exigiriam maior capacidade de análise das casas e custos mais significativos, tendo em vista a necessidade de operarem diversos mercados.

Observou-se uma queda significativa da taxa de administração cobrada nas aplicações menores, de até R\$ 1.000,00. Embora, em princípio, tal número não faça sentido, ele decorreu da metodologia aplicada nas pesquisas da ANBIMA. Como apenas uma instituição financeira possui tal produto, os resultados foram influenciados pela política isolada de um único banco.

Excetuando a faixa de até R\$ 1.000,00, todas as demais faixas, mais importantes para a pesquisa, revelaram uma convergência para valores em torno de 1,83%. As diferenças observadas em dezembro de 2010 para os fundos — de dois por cento para aqueles com aplicação inicial mínima de até R\$ 25 mil e 1,67% em média para aqueles com aplicações maiores — deixaram de existir ao longo do

tempo. Em outras palavras, os fundos multimercados passaram a custar, para o cliente bancário, o mesmo percentual, independentemente do tamanho da aplicação. Concluindo, observou-se que não existe discriminação, por parte dos bancos, na cobrança de taxas de administração em razão do tamanho da aplicação inicial dos clientes.

QUADRO 4. TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO MÉDIA DOS FUNDOS DE AÇÕES.

Período	Até R\$ 1 mil	De R\$ 1 mil a R\$ 25 mil	De R\$ 25 mil a R\$ 100 mil	Acima de R\$ 100 mil
dez-10	2,24	2,95	1,86	1,06
dez-11	2,23	2,93	1,45	1,04
dez-12	2,28	2,93	1,67	N/D
dez-13	2,18	2,87	1,26	2,00
dez-14	2,14	2,84	1,72	1,90
dez-15	2,21	2,41	1,75	1,90
set-16	2,12	2,66	1,71	1,90

Fonte: ANBIMA (2016).

Semelhante à situação observada para os fundos de renda fixa, verificou-se a existência de taxas de administração menores na faixa de aplicações iniciais de até R\$ 1.000,00 em decorrência da existência de um baixo número de instituições financeiras que aceitam aplicações nesse montante. De qualquer modo, para essa faixa de aplicação, não houve redução significativa das taxas cobradas, que partiram de 2,22 em dezembro de 2010 para 2,12 em setembro de 2016, perfazendo uma redução de pouco menos de cinco por cento.

Na faixa inicial de aplicação de R\$ 1 mil a R\$ 25 mil, houve redução de 9,8%, de 2,95% em 2010 até 2,66% em 2016. No entanto, esse montante de redução não foi suficiente para baratear as taxas de administração de forma significativa. As taxas continuam muito altas para a faixa analisada, perfazendo a maior taxa de administração de fundos no momento da análise.

Também se observa uma resistência para a queda nas taxas de administração nos fundos de aplicação entre R\$ 25 mil e R\$ 100 mil. Embora tenha

havido uma queda significativa em dezembro de 2013, os valores das taxas voltaram a crescer e retornaram a média histórica, em torno de 1,7%.

Fundos com exigência de aplicação de volumes altos, acima de R\$ 100 mil, que possuíam taxas de administração menores no passado, ao redor de 1,05% em 2010 e 2011, tiveram seus valores aumentados para 1,9% dos últimos anos.

Convém lembrar que as taxas de administração dos fundos de ações seguem os parâmetros convencionais de mercado norte-americano, em torno de dois por cento. (Fortuna, 2008). Esse valor foi implementado na época em que não existiam *home brokers* e que os corretores tinham um papel realmente ativo na construção de carteiras, mas segue persistindo até hoje, como um padrão do mercado financeiro. No Brasil, como se vê no Quadro 4, a situação não é diferente, e as taxas cobradas se aproximam desse valor histórico.

#### 4.1.2. VOLUME DE APLICAÇÃO NOS FUNDOS.

A análise do volume aplicado nos fundos no mesmo período examinado para as taxas de administração, a saber, de 2010 a 2016, pode revelar o perfil do investidor brasileiro de modo geral. O quadro abaixo sintetiza as informações.

QUADRO 5. VOLUME APLICADO NOS FUNDOS EM MILHÕES DE REAIS EM MOEDA CONSTANTE.

Período	Renda Fixa	Multimercados	Ações	Previdência
dez-10	1.059.955,1	591.044,1	276.164,9	268.709,6
dez-11	1.266.703,6	555.688,8	252.422,2	321.051,2
dez-12	1.351.262,5	612.360,1	260.753,9	375.122,5
dez-13	1.366.149,2	619.608,3	251.481,6	403.197,5
dez-14	1.465.754,1	625.590,8	207.503,2	469.384,1
dez-15	1.497.476,8	628.961,0	148.762,6	520.105,0
set-16	1.606.302,1	651.276,8	159.445,6	576.643,9

Fonte: ANBIMA (2016).

Os dados revelam um aumento real de 51,6% no volume aplicado nos fundos de renda fixa no período de 2010 a 2016. No mesmo período, houve um

aumento pequeno, se comparado, dos fundos multimercados, de 10,2%. Em sentido contrário, houve redução do volume total em fundos de ações, em 43,4%. Parte dessa diminuição, contudo, decorreu do mau desempenho dos fundos, não significando retirada líquida das aplicações. De todo modo, observou-se uma mudança na composição da distribuição dos recursos nos fundos, com menor participação dos fundos de ações e maior em renda fixa.

Além disso, os dados revelam forte aversão ao risco dos investidores. O volume destinado às ações fez menos de dez por cento do volume alocado em fundos de renda fixa.

Outra mudança digna de nota do período examinado é o crescimento expressivo dos recursos investidos em fundos previdenciários, que mais do que dobraram entre 2010 e 2016.

#### 4.2. SIMULAÇÃO DE CENÁRIOS.

Utilizando a rentabilidade média oferecida pelos fundos de investimento, é possível analisar a perda de rentabilidade do pequeno investidor devido às taxas de administração diferentes que paga.

A Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013, estabeleceu, em seu artigo 1º, que “as pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários não podem recomendar produtos, realizar operações ou prestar serviços sem que verifiquem sua adequação ao perfil do cliente.” Em virtude dessa exigência, as instituições passaram a identificar os perfis conservador, moderado e arrojado dos clientes.

A ANBIMA emitiu, por meio do seu Conselho de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento, “Diretrizes para adequação do produto, serviço ou operação ao perfil do investidor.” Contudo, a definição dos parâmetros utilizados para a classificação dos investidores é de competência de cada instituição financeira. Portanto, não existe padronização para os critérios.

Assim sendo, para fins comparativos, definiu-se os seguintes perfis de investidores:

- i) Conservador: aplicação de cem por cento em Renda Fixa.
- ii) Moderado: aplicação em setenta por cento em Renda Fixa e trinta por cento em Multimercados.

- iii) Agressivo: aplicação de 33,3% em Renda Fixa, 33,3% em Multimercados e 33,3% em Ações.

De acordo com a teoria do risco e retorno (Fama e James, 1973), espera-se que aplicações com maior risco apresentem, em média, maior retorno, em uma situação de equilíbrio de mercado. Dessa forma, foram elaborados cenários que contemplam diferentes níveis de inflação e de retorno real dos ativos, mas respeitando a condição de que ativos com maior risco devem apresentar maior retorno.

O quadro abaixo resume os parâmetros utilizados para a elaboração dos cenários, baseado nas tendências e médias observadas no período estudado, de 2010 a 2016.

QUADRO 6. TAXAS UTILIZADAS NA ELABORAÇÃO DOS CENÁRIOS.

	Renda Fixa	Multimercados	Ações
Taxa de Administração (Até R\$ 25 mil)	1,1	2,0	2,7
Taxa de Administração (De R\$ 25 mil a R\$ 100 mil)	0,9	1,9	1,7
Taxa de Administração (Acima de 100 mil)	0,5	1,8	1,2
Rentabilidade Nominal	8%	9%	10%

Fonte: elaboração própria (2016).

#### 4.2.1. CENÁRIO 1 – INVESTIMENTOS ATÉ R\$ 25.000,00.

O quadro abaixo apresenta o retorno de investimentos em diferentes categorias de fundos levando em consideração diferentes níveis de retorno real decorrentes de taxas de inflação crescentes e taxas de administração constantes.

QUADRO 7. RENTABILIDADE REAL AO ANO DE FUNDOS DE ATÉ R\$ 25 MIL.

Inflação	Renda Fixa com taxa	Multimercados com taxa	Ações com taxa
4%	2,9%	3,0%	3,3%
6%	0,9%	1,0%	1,3%
8%	-1,1	-1,0%	-0,7%
10%	-3,1	-3,0%	-2,7%

Fonte: elaboração própria (2016).

É interessante observar que as taxas de rentabilidade, dadas as taxas de administração cobradas, tendem a oscilar em uma amplitude pequena. Embora a rentabilidade nominal, pelo cenário elaborado, distinga em dois por cento, quando consideradas as taxas de administração as rentabilidades praticamente se igualam — a diferença cai de dois por cento para 0,4%. Em todos os casos, o pequeno investidor depende de uma tendência de queda da inflação para obter rentabilidades positivas.

#### 4.2.2. CENÁRIO 2 – INVESTIMENTOS ENTRE R\$ 25.000,00 E R\$ 100.000,00.

Esse cenário avalia o resultado para investimentos típicos da classe A e B, que poupam de modo significativo e sistemático. Na faixa de R\$ 25 mil a R\$ 100 mil, as taxas de administração variam pouco para os fundos de renda fixa e os multimercados, mas possuem uma variação de um ponto percentual nos fundos de ações, afetando, positivamente, a rentabilidade auferida.

QUADRO 8. RENTABILIDADE REAL AO ANO DE FUNDOS DE R\$ 25 MIL ATÉ R\$ 100 MIL.

Inflação	Renda Fixa com taxa	Multimercados com taxa	Ações com taxa
4%	3,1%	3,1%	4,3%
6%	1,1%	1,1%	2,3%
8%	-0,9%	-0,9%	0,7%
10%	-2,9%	-2,9%	-1,3%

Fonte: elaboração própria (2016).

A leitura do quadro, feito a partir dos parâmetros anteriormente assumidos, revela pouca vantagem do investidor em realizar aportes em fundos multimercado quando comparado aos aportes em renda fixa. A rentabilidade adicional prometida por tais fundos, apesar do maior risco assumido, é inteiramente capturada pelas taxas de administração dos bancos.

A queda substancial das taxas de administração promovida para os fundos de ação que competem pela clientela com aportes de até cem mil reais tem, como consequência, retornos significativamente superiores, apesar do maior risco assumido.

É importante notar que uma possível causa da redução das taxas de administração nessa faixa de investimentos pode ser decorrente da concorrência

enfrentada com as corretoras de ações, que possuem presença nos estratos de renda médio da população jovem.

#### 4.2.3. CENÁRIO 3 – INVESTIMENTOS ACIMA DE R\$ 100.000,00.

Nesse terceiro cenário, são analisados os investimentos com aportes superiores a cem mil reais. Como visto, as taxas de administração ainda são altas nesse segmento, principalmente em decorrência dos custos de custódia e de corretagem dos títulos públicos.

QUADRO 9. RENTABILIDADE REAL AO ANO PROJETA DE FUNDOS ACIMA DE R\$ 100 MIL.

Inflação	Renda Fixa com taxa	Multimercados com taxa	Ações com taxa
4%	3,5%	3,2%	4,8%
6%	1,5%	1,2%	2,8%
8%	-0,5%	-0,8%	1,2%
10%	-2,5%	-2,8%	-0,8%

Fonte: elaboração própria (2016).

Para os fundos com aporte acima de cem mil reais, os fundos multimercados deixam de ser uma boa opção, em média. Pelos parâmetros utilizados, os fundos multimercados fornecem retornos menores do que os de renda fixa, ainda que com um risco maior.

#### 4.3. COMPARATIVO ENTRE OS RESULTADOS

Os cenários corroboram as vantagens em se aplicar em fundos de renda fixa no Brasil, quando comparados aos fundos multimercado e os fundos de ações. Embora as rentabilidades sejam semelhantes ou até menores levando em consideração os últimos anos, os multimercados e os de ações têm um risco muito maior.

QUADRO 10. TAXAS DE INFLAÇÃO PELO IPCA.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
IPCA	5,9%	6,5%	5,8%	5,9%	6,4%	10,7%	6,9%
SELIC	10,75%	11%	7,25%	10%	11,75%	14,25%	14%
IBOV	1,0%	-18,1%	7,4%	-15,5%	-2,9%	-13,3%	49,8%

Fonte: IBGE (2016).

Obs.: dados de 2016 projetados em novembro.

A inflação média, mensurada pelo IPCA, para o período estudado, de 2010 a 2016, foi de 6,9%. Os valores mostram números frequentemente próximos ou superiores ao teto da meta de inflação, que é de 6,5%. O Quadro 11 mostra a rentabilidade necessária para que não haja perda de rendimentos do investidor, levando em consideração a inflação média observada, as taxas de administração pagas e o Imposto de Renda incidente sobre os ganhos das aplicações financeiras.

A legislação tributária se baseia na Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004, art.1º; Instrução Normativa SRF 487, de 30 de dezembro de 2004, art. 7º e Instrução Normativa SRF nº 575, de 28 de novembro de 2005, art. 11). Em geral, a cobrança é de 15% sobre os rendimentos nominais.

QUADRO 11. RENTABILIDADE NECESSÁRIA PARA MANTER CAPITAL CONSTANTE COM INFLAÇÃO MÉDIA, TAXA DE ADM. E IR.

	Renda Fixa	Multimercados	Ações
Fundo de até R\$ 25 mil	9,4	10,5	11,3
Fundo de R\$ 25 mil a R\$ 100 mil	9,2	10,4	10,1
Fundo acima de 100 mil	8,7	10,2	9,5

Fonte: elaboração própria (2016).

A comparação entre os resultados mostra o porquê de a renda fixa ser a aplicação preferida dos brasileiros. Em geral, as taxas de juros vigentes no país nos últimos anos possibilitaram superar a rentabilidade necessária para se manter o capital constante, exceto pelo ano de 2012, quando houve rentabilidade negativa para a maioria dos fundos.

Considerando que a Taxa Selic média para o período estudado foi de 11,3%, nota-se que o pequeno investidor tem recebido retornos próximos de dois por cento ao ano, um valor diminuto, pode-se julgar, em um contexto de divulgação midiática

de se tratar de um país com as mais altas taxas de juros do mundo (Holland, 2006). De qualquer modo, trata-se da modalidade mais vantajosa, quando comparada aos multimercados e às ações.

Levando em consideração que a rentabilidade necessária para auferir ganhos nos fundos de ações é de 11,3%, coincidentemente a mesma Taxa Selic média dos últimos anos, pode-se perceber o quão difícil é para o pequeno investidor lucrar com a aplicação nesses fundos. Para manter os recursos em níveis constantes, sem perder dinheiro, o pequeno investidor precisa de que a carteira de ações do fundo tenha um ganho de 4,5% em termos reais, um percentual pouco compatível com as médias históricas observadas.

Observando as comparações para os investimentos de aporte acima de R\$ 25 mil ou acima de R\$ 100 mil, pode-se notar que os fundos multimercados não são vantajosos de modo geral. A maioria deles tem ações e títulos de renda fixa em sua composição, como se fossem, portanto, uma mescla desses dois tipos de fundos. No entanto, cobram mais caro por isso. O valor mais alto da taxa de administração é justificado pelo fato de, em algum grau, operarem outros produtos, como moedas, *commodities* e derivativos.

Embora a taxa de administração dos fundos populares pareça baixa em termos absolutos, de um a três por cento, o que para o leigo pode parecer negligenciável, quando analisada em termos reais ela é altíssima. O quadro abaixo traz algumas hipóteses de rentabilidade dos fundos para ilustrar a destinação dos ganhos reais, descontada da inflação, portanto, para o investidor, o banco (taxa de administração) e o governo.

QUADRO 12. DESTINAÇÃO DOS RETORNOS REAIS NOS PEQUENOS INVESTIMENTOS DE FUNDOS DE RENDA FIXA.

Retorno nominal	Retorno real	Parcela do Investidor	Parcela do Banco	Parcela do Governo
9,40%	2,50%	0,0%	43,8%	56,2%
9,90%	3,00%	13,8%	36,7%	49,5%
10,40%	3,50%	24,0%	31,4%	44,6%
10,90%	4,00%	31,6%	27,5%	40,9%
11,40%	4,50%	37,6%	24,4%	38,0%
11,90%	5,00%	42,3%	22,0%	35,7%
12,40%	5,50%	46,2%	20,0%	33,8%

Fonte: elaboração própria (2016).

Obs.: inflação de 6,9%, IR de 15% e taxa de administração de 1,1%.

É interessante notar que as taxas cobradas pelos bancos e pelo governo, quando observadas em termos reais, emergem com valores bem maiores. Embora o governo divulgue e exija a cobrança de quinze por cento de Imposto de Renda, o exame do quadro mostra que a parcela que retorna ao governo é muito maior.

Considerando que a Taxa SELIC média no período estudado foi de 11,3%, pode-se observar que o governo arrecada aproximadamente 2/5 dos recursos reais gerados pelos títulos públicos. À primeira vista parece irracional que o governo cobre impostos sobre os próprios rendimentos pagos por meio de títulos públicos. Num segundo momento, no entanto, tal medida surge como um modo do governo competir com outros produtos financeiros por meio de rentabilidades maiores.

QUADRO 13. DESTINAÇÃO DOS RETORNOS REAIS NOS PEQUENOS INVESTIMENTOS DE FUNDOS MULTIMERCADOS.

Retorno nominal	Retorno real	Parcela do Investidor	Parcela do Banco	Parcela do Governo
10,50%	3,6%	0,0%	55,4%	44,6%
11,20%	4,3%	14,4%	46,5%	39,1%
11,90%	5,0%	24,3%	40,0%	35,7%
12,60%	5,7%	31,8%	35,1%	33,2%
13,30%	6,4%	37,6%	31,3%	31,2%
14,00%	7,1%	42,3%	28,2%	29,6%
14,70%	7,8%	46,1%	25,6%	28,3%

Fonte: elaboração própria (2016).

Obs.: inflação de 6,9%, IR de 15% e taxa de administração de 2,0%.

A leitura do quadro revela que um retorno nominal em torno de 13,0% gera uma divisão de ganhos de 1/3 para os investidores, 1/3 para os bancos e 1/3 para o governo. Mesmo um retorno real de 3,6%, bastante significativo, significa nenhum ganho para o investidor.

QUADRO 14. DESTINAÇÃO DOS RETORNOS REAIS NOS PEQUENOS INVESTIMENTOS DE FUNDOS DE AÇÕES.

Retorno nominal	Retorno real	Parcela do Investidor	Parcela do Banco	Parcela do Governo
11,30%	4,4%	0,0%	61,5%	38,5%
12,30%	5,4%	15,8%	50,0%	34,2%
13,30%	6,4%	26,6%	42,2%	31,2%
14,30%	7,4%	34,5%	36,5%	29,0%
15,30%	8,4%	40,5%	32,1%	27,3%
16,30%	9,4%	45,3%	28,7%	26,0%
17,30%	10,4%	49,1%	26,0%	25,0%

Fonte: elaboração própria (2016).

Obs.: inflação de 6,9%, IR de 15% e taxa de administração de 2,7%.

A distribuição dos retornos reais é mais desigual no caso dos fundos de ações, em decorrência da maior taxa de administração. Os ganhos que são destinados ao investidor só ultrapassam a parcela destinada ao banco e ao governo a partir de uma rentabilidade nominal ao ano de 14,5%. Embora os investimentos em ações estejam sujeitos a uma volatilidade muito grande, o prêmio pelo risco é tomado, em sua maior parte, pelas instituições financeiras, que não se expõem a nenhum risco adicional por tal alocação de capital.

Avaliando os cenários estudados incorporando o perfil de risco dos investidores, observa-se, dados os parâmetros anteriormente predefinidos, que os investidores pequenos conservadores pagam 1,1% de taxa de administração, os investidores moderados pagam 1,37% e os investidores agressivos 1,93%.

## 5. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

O período analisado, de 2010 a 2016, foi marcado por taxas de inflação sistematicamente acima do centro da meta, de 4,5%, tendo uma média de 6,9% ao ano, bem superior às taxas de inflação típicas de países desenvolvidos, que oscilam entre dois a três por cento (Ball e Sheridan, 2004). Isso caracteriza o Brasil como um país de inflação média.

A comparação das taxas de juros brasileiras com as taxas de juros de países desenvolvidos, sem levar em consideração o contexto do valor absoluto observado, de inflação média, risco de insolvência do governo e incidência de imposto de renda, garante a impressão de termos juros muito altos para o investidor. Ainda que isso seja, geralmente, veiculado como crítica pela imprensa e pelo público em geral, o efeito é muito positivo para as instituições financeiras e para o próprio governo federal, tendo em vista que serve como publicidade espontânea das aplicações financeiras em renda fixa.

Observa-se, portanto, que “o país de juros mais alto do mundo” fornece retornos reais aos pequenos investidores muito baixos, tendo em vista que a maior parte dos ganhos é capturado pelas instituições financeiras e pelo governo.

O nível ruim de educação financeira da população contribui para a persistência da comunicação utilizada com o intuito de ludibriar os investidores. Fala-se em uma taxa de administração de “apenas” 1,1% para os fundos de renda fixa, mas com uma cobrança real efetiva de 45% dos retornos reais, em média, no período estudado. Cobra-se quinze por cento de Imposto sobre a Renda dos ganhos auferidos nas aplicações, mas, levando em conta as médias das variáveis analisadas, esse percentual se traduz em números bem diferentes, próximos de quarenta por cento de impostos.

As taxas de administração de outros produtos, como os fundos multimercado e os fundos de ações, são muito elevadas, fazendo com que, na maioria dos anos, os pequenos investidores tenham prejuízo nas aplicações. No caso dos fundos de ações, quando a rentabilidade destes se iguala à Taxa Selic média, 11,3% no período considerado, o pequeno investidor não tem retorno nenhum, apenas consegue fazer a correção monetária dos seus investimentos. Por outro lado, nesse mesmo nível de rentabilidade, o banco captura 61,5% dos retornos reais do fundo, enquanto o governo leva 38,5%.

Os números mostrados nesse trabalho revelam a necessidade urgente de melhorias da supervisão governamental das entidades administradoras de fundos, principalmente daquelas que atuam no varejo e tem como correntistas os pequenos investidores.

Grandes investidores têm vários mecanismos de proteção que os pequenos investidores não têm. Volumes maior de capital permitem investimentos em imóveis, por exemplo, algo fora do alcance dos pequenos investidores, cujo capital investido é insuficiente para comprar um único imóvel, ainda que pequeno. Grandes investidores podem alocar seu capital em fundos com taxas de administração menores e deixar o recurso sob cuidados de gestores dedicados às contas. Em comparação, pequenos investidores estão geralmente presos às agências bancárias próximas da residência ou em que recebem salários de seus empregadores, em um contexto que não se assemelha a um mercado concorrencial de produtos financeiros.

Ademais, há uma grande diferença, também, no nível de educação financeira entre pequenos e grandes investidores. Investidores oriundos de classes B, C, D e E, que possuem um nível de educação menor do que os investidores grandes, possuem maior dificuldade em operar com conceitos de matemática financeira. Isso tem como consequência uma maior aceitação passiva das taxas de administração aplicadas pelo banco e uma maior dificuldade em se buscar alternativas no mercado financeiro não necessariamente atreladas às entidades bancárias varejistas.

Não podemos desconsiderar o custo mais alto dos pequenos investidores de estudar modos de aplicação alternativa, abrir contas em corretoras de valores ou explorar outros canais de investimento. Com pouco capital a investir, o pequeno se resigna a pagar as taxas de administração supostamente baixas impostas pelos bancos.

A análise dos dados, portanto, revelou existir uma relação abusiva entre instituições financeiras e governo, por um lado, e pequenos investidores, por outro. Para mitigar o problema, algumas ações podem ser implementadas, quais sejam:

- i) O governo pode usar os bancos públicos para reduzir as taxas de administração cobradas nos fundos de renda fixa, multimercados e de ações de aportes inferiores a R\$ 25 mil.

- ii) Pode-se instituir regulamentações que limitem as taxas de administração para fundos de aporte pequeno ou exigir que não haja diferenciação de taxas conforme o volume dos aportes iniciais.
- iii) A transparência das taxas de administração pode ser incrementada, por meio da publicação das taxas, em comparações, por órgãos de pesquisa do governo, como o Banco Central ou o Ipea.
- iv) A educação financeira pode ser instituída nas escolas com o intuito de preparar as crianças para entender os princípios de matemática financeira.
- v) Pode-se exigir que o desempenho dos fundos ou a rentabilidade projetada deles, no material publicitário das instituições financeiras, apresente as rentabilidades reais dos fundos após descontar as taxas de administração, a inflação e o Imposto de Renda.

Esse conjunto de medidas contribuiria sobremaneira para a proteção do pequeno investidor, que, hoje, é vítima de um sistema que promete altíssimas taxas de juros, mas, na prática, entrega taxas de juros reais irrisórias ou negativas muitas vezes.

### 5.1. EXTENSÕES PARA TRABALHOS FUTUROS.

Extensões desse trabalho podem estudar o perfil do pequeno investidor, de acordo com a renda, ocupação, idade, gênero, etc. Também podem buscar avaliar, qualitativamente, como os investidores tomam decisão acerca de sua escolha de fundos, para examinar os porquês de investirem, muitas vezes, de modo subótimo.

Muitas vezes se assume, de modo simplista, que a alocação em fundos ruins se deve à péssima educação financeira do brasileiro. Pesquisar com mais atenção os motivos subjacentes a tal decisão alocatória é fundamental para a definição de políticas públicas que auxiliem o pequeno investidor e contribuam para que ele tome melhores decisões de investimento.

## REFERÊNCIAS

- ALMENARA ANDAKU, Fabio Takashi; FIGUEIREDO PINTO, Antonio Carlos. A persistência de desempenho dos fundos de investimento em ações no Brasil. **Revista de Economia e Administração**, v. 2, n. 2, 2003.
- ASSAF NETO, Alexandre. Mercado financeiro. 2001.
- BALL, Laurence M.; SHERIDAN, Niamh. Does inflation targeting matter? In: **The Inflation-Targeting Debate**. University of Chicago Press, 2004. p. 249-282.
- BEUREN, Ilse Maria *et al.* **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2006. 200 p.
- BORGES, Elaine Cristina; MARTELANC, Roy. Sorte ou habilidade: uma avaliação dos fundos de investimento no Brasil. **Revista de Administração**, v. 50, n. 2, p. 196, 2015.
- Cadernos CVM 3. Fundos de Investimento/CVM. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.
- CANUTO, Otaviano; SANTOS, P.F. dos. Risco-soberano e prêmios de risco em economias emergentes. **Temas de Economia Internacional**, v. 1, 2003.
- CERETTA, Paulo Sergio; DA COSTA JR, Newton CA. Avaliação e seleção de fundos de investimento: um enfoque sobre múltiplos atributos. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 5, n. 1, p. 7-22, 2001.
- DA SILVA ZONATTO, Vinícius Costa; BEUREN, Ilse Maria. Categorias de Riscos Evidenciadas nos Relatórios da Administração de Empresas Brasileiras com ADRs. **Revista Brasileira de Gestão de negócios**, v. 12, n. 35, p. 141, 2010.
- DALMÁCIO, Flávia Zóboli; NOSSA, Valcemiro. A teoria de agência aplicada aos fundos de investimento. **Brazilian Business Review**, v. 1, n. 1, p. 31-44, 2004.
- DE ABREU PONTES, Gleison; ROGERS, Pablo; MALAQUIAS, Rodrigo Fernandes. Os fundos long and short entregam o prêmio de *lockup*? Evidências empíricas no Brasil. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 26, n. 3, p. 106-123, 2016.
- FAMA, Eugene F.; MACBETH, James D. Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. **The journal of political economy**, p. 607-636, 1973.
- FONSECA, Nelson Ferreira et al. Análise do desempenho recente de fundos de investimento no Brasil. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 18, n. 1, p. 95-116, 2007.
- FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. São Paulo: Qualitymark, 2008.
- HOLLAND, Márcio. Por que as taxas de juros reais de curto prazo são tão elevadas no Brasil? **Economia e Tecnologia**, v.04, n.1, 2006.

LEMES JR., Antonio Barbosa. CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. RIGO, Cláudio Miessa. **Fundamentos de finanças empresariais: técnicas e práticas essenciais**. Rio de Janeiro: LTC, 2015. 320 p.

LEUSIN, Liliana de; BRITO, Ricardo D. Market timing e avaliação de desempenho dos fundos brasileiros. **Revista de administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 22-36, 2008.

MALAQUIAS, Rodrigo Fernandes; JUNIOR, William Eid. Eficiência de Mercado e Desempenho de Fundos Multimercados. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 1, p. 119, 2013.

MARKOWITZ, H. M. Portfolio selection. **Journal of Finance**, v. 7, n. 1, p. 77-91, 1952.

MARTINS, Michelle Felix; DE OLIVEIRA, Karine Gonzaga; MALAQUIAS, Rodrigo Fernandes. Relação entre taxas de administração divulgadas e efetivas em fundos de investimento. **Revista Eletrônica de Ciências Sociais Aplicadas-ISSN 2176-5766**, v. 4, n. 1, p. 27-45, 2016.

MILANI, Bruno; CERETTA, Paulo Sérgio. Efeito tamanho nos fundos de investimento brasileiros. **Revista de Administração da UFSM**, v. 6, n. 1, p. 119-138, 2013.

PANDELO JR, Domingos Rodrigues. Análise do Perfil do Investidor com Base em Análise de suas Percepções Subjetivas de Risco e Retorno. **Revista Cesumar-Ciências Humanas e Sociais Aplicadas**, v. 15, n. 1, 2010.

ROCHMAN, Ricardo Ratner; RIBEIRO, Marcos Poplawski. A Relação entre a Estrutura, Conduta e Desempenho da Indústria de Fundos de Investimento: um estudo de painel. **Disponível em <http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/3EBF/paper/viewFile/1626/737>**. Acesso em, v. 28, n. 05, 2003.

SOUZA, Alceu; CLEMENTE, Ademir. **Decisões financeiras e análise de investimentos: fundamentos, técnicas e aplicações**. São Paulo: Atlas, 2004.

VILELLA, Paulo Alvarez; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. O desempenho de fundos de renda fixa e o índice de renda de mercado (IRF-M). **RAE-eletrônica**, v. 7, n. 1, 2008.