

1 Introdução

No Brasil, parece existir uma percepção generalizada de que as principais instituições financeiras detêm poder de mercado. Tal percepção é corroborada pelos trabalhos de Nakane (2003) e Nakane, Alencar e Kanczuk (2006), que estimaram custos marginais superiores para as tarifas de produtos bancários cobradas por bancos comerciais com carteiras de crédito no Brasil entre os meses de dezembro de 2002 a dezembro de 2003.

Supondo que exista algum grau de poder de mercado no setor de serviços bancários, uma pergunta natural é se os bancos brasileiros conseguem estendê-lo para outras atividades de intermediação financeira. Ora, uma candidata natural para extensão do poder de mercado – caso ele exista – é a atividade de gerência de recursos. Nos últimos dez anos, a indústria dos fundos de investimento cresceu mais de três vezes, alcançando um patrimônio líquido superior a um trilhão de reais em 2007.¹ Contudo, apesar de todos os grandes bancos comerciais brasileiros serem gestores de fundos de investimentos, não parece existir uma percepção marcante de que seus fundos de investimentos tenham poder mercado. Será que, no Brasil, o mercado de fundos é significativamente mais competitivo do que o mercado bancário tradicional?

Para responder essa pergunta, este trabalho analisa as taxas de administração e os retornos líquidos dos fundos de ações geridos pelos cinco maiores bancos privados com operações no Brasil, entre os anos de 2002 e 2006, comparando-os com as taxas e retornos dos demais fundos privados de ações, que, daqui por diante, chamaremos de independentes.

O foco da análise nos fundos de ações se deve à dificuldade de separar os ganhos de um investimento em renda fixa dos serviços prestados pelo fundo para a administração do caixa dos investidores. É possível, por exemplo, que fundos de

¹ O crescimento dos fundos de investimento tem atraído a atenção da mídia. O *Valor Econômico* de 24 julho de 2007, por exemplo, relata que o total aplicado em fundos de ações cresceu 242% em dois anos”, enquanto que a popularidade dos fundos multimercados foi

renda fixa de grandes instituições financeiras cobrem taxas de administração mais elevadas para compensar os custos de serviços que permitem que seus clientes administrem sobras temporárias de caixa. Em contraste, é pouco provável que investimentos em ações sejam destinos usuais para referidas sobras. Sendo assim, o foco nos fundos de ações coloca os gestores independentes em pé de igualdade com os gestores de bancos.

Tendo como base os fundos de ações, analisaremos suas taxas de administração para buscar evidência de poder de mercado. Os dados mostram que, em média, os fundos de bancos grandes cobram tarifas inferiores às dos fundos independentes: 2,02 % ao ano para os últimos e 1,5% ao ano para os primeiros. Tal diferença é estatisticamente significativa e persiste ao controlarmos por características específicas dos fundos, como despesas administrativas e o tamanho do patrimônio líquido. Controlando pelas características dos fundos, as tarifas médias dos fundos geridos pelos maiores bancos são menores do que as dos independentes em 0,4% ao ano. Ou seja, não há evidência de que os cinco maiores bancos brasileiros consigam se aproveitar de um poder de mercado para cobrar taxas de administração mais elevadas.

Obviamente, a cobrança de maiores tarifas não é a única estratégia factível para um fundo explorar poder de mercado. Uma alternativa seria investir menos na contratação de recursos humanos, sem diminuir a taxa de administração. Muito provavelmente, o menor investimento em recursos humanos deve se refletir em retornos líquidos mais baixos para os cotistas dos fundos, o que somente seria sustentável em caso de existência de poder de mercado. Uma análise dessa segunda estratégia requer uma comparação dos retornos dos fundos que, por sua vez, exige um ajuste do risco da carteira.

Para ajustar o retorno dos fundos ao risco da carteira, seguimos a literatura recente de avaliação de fundos de investimento, a qual afere o desempenho a partir dos retornos esperados previstos por uma taxa estocástica de desconto que elimine oportunidades de arbitragem. Tal análise parte de uma forma funcional para a taxa estocástica de desconto, que depende de parâmetros desconhecidos; prossegue obtendo os retornos ajustados ao risco a partir dos parâmetros estimados da taxa de desconto; e, termina com a comparação dos retornos

comentado no *Valor Econômico* de 04 junho de 2007. Esses dois artigos estão disponíveis no site <<http://www.valoronline.com.br>>.

ajustados ao risco dos dois grupos de interesse: os fundos dos cinco maiores bancos e os independentes.

Quando usamos a taxa estocástica de desconto que replica o alfa de Jensen como medida de desempenho ajustado ao risco, os fundos independentes superam os cinco maiores bancos, mas a magnitude econômica é pequena: apenas 0,2% ao ano. E a ordem de desempenho se reverte, quando estendemos o alfa de Jensen para modelos mais gerais. Por exemplo, o desempenho ajustado ao risco dos fundos dos principais bancos supera o dos independentes em 0,8% ao ano, quando usamos o retorno de mercado (Ibovespa) e a taxa de juros de longo prazo como fatores da taxa estocástica de desconto.

Os dados de desempenho, portanto, sugerem que ou não existe poder de mercado por parte dos maiores bancos com operações no Brasil, ou eles não conseguem estendê-lo para seus fundos de ações.

Este trabalho se baseia em uma vasta literatura sobre avaliação de fundos nos mercados de capitais dos países mais desenvolvidos, principalmente o americano. Assim como Jensen (1967) e Ferson, Henry e Kisgen (2003) não conseguiram captar uma relação significativa entre habilidade dos gestores e desempenho anormal dos fundos, nós não conseguimos captar uma relação entre os gestores de grandes instituições financeiras e desempenho/taxas de administração dos fundos.²

Mais na linha desta dissertação, Guo Ying Luo (2002) relaciona o desempenho dos fundos mútuos americanos com a estrutura de mercado, demonstrando que o *mark-up*, isto é a percentagem dos ativos líquidos dos fundos no total da categoria, é o maior fator determinante das taxas de administração, e que os fundos de ações são menos competitivos que os de renda fixa.

A despeito de a literatura sobre fundos brasileiros ser ainda incipiente, dois trabalhos merecem destaque: Sanvicenti (1999) e Pinto (2007). O primeiro mostra que a presença de taxas de administração contingentes ao desempenho leva a um maior esforço por parte dos gestores. O segundo, por sua vez, constata que as taxas de administração parecem responder mais à idade e ao objetivo do fundo, do

² Ainda não há um consenso sobre a importância das características pessoais dos gestores para o desempenho dos fundos nos EUA. Chevalier e Ellison (1999), por exemplo, encontram um maior excesso de retorno ajustado ao risco para fundos geridos por gestores que fizeram a graduação nas melhores universidades. Golec (1996) constata um maior excesso de retorno para fundos cujos gestores são mais novos, possuem MBA e tenham maior tempo de permanência no mesmo fundo.

que a variáveis que descrevem a distribuição dos retornos (retorno esperado e volatilidade). Nenhum desses dois estudos, porém, compara os fundos geridos pelos maiores bancos com os independentes.

O restante do presente trabalho está organizado da seguinte forma: a seção 2 apresenta a metodologia usada para comparar o desempenho e as taxas de administração dos fundos independentes e dos associados aos cinco maiores bancos privados no Brasil; a seção 3 expõe a base de dados utilizada, assim como as estatísticas descritivas; a seção 4 apresenta os resultados principais, ou seja, as estimações dos desempenhos e das taxas de administração dos fundos; a seção 5 é composta por testes de robustez; e, finalmente, a seção 6 conclui o trabalho.