

4 Resultados

Esta seção apresenta os resultados principais do trabalho, ou seja, as estimações das regressões (8) e (9), que comparam os desempenhos e as taxas de administração dos dois grupos de fundos: os associados a bancos grandes e os independentes.

4.1. Desempenho

A presente seção está dividida em duas partes. A primeira estima o desempenho dos fundos, a partir do modelo de apreçamento de risco discutido na seção de metodologia. A segunda parte da seção utiliza essas estimativas como variável dependente na equação (8), para explicá-la a partir da *dummy* de banco grande, definido como um dos cinco maiores bancos no Brasil pelo critério de depósitos a vista, e das características dos fundos. O coeficiente da *dummy* de banco grande capta a diferença entre o retorno ajustado por risco dos fundos dos bancos grandes e dos independentes.

4.1.1. Estimando as medidas de desempenho

Antes de explicar os desempenhos dos fundos a partir de suas características, é importante ter uma idéia de como essas estimativas de desempenho são distribuídas.

A tabela 3 apresenta os desempenhos estimados (líquidos das tarifas) para os dois grupos de fundos: os independentes e os associados aos cinco maiores bancos. Para cada grupo de fundos, temos quatro estimativas de desempenho, cada uma delas representando uma forma funcional para a taxa estocástica de desconto. Em todas as estimativas, o desempenho líquido dos fundos dos bancos grandes superou o dos independentes, sendo todas as diferenças estatisticamente

significativas ao nível de 5%. Esses resultados são contrários à hipótese de que os bancos grandes obtêm lucros extraordinários no mercado de fundos de ações.

Para os fundos dos bancos grandes, o retorno médio ajustado pelo risco varia de 0,2% ao ano para a taxa estocástica de desconto exponencial (Bakschi-Chen) a 1,8% ao ano na taxa de desconto afim sobre fatores macroeconômicos. O desempenho na popular medida do alfa de Jensen é de 0,4% ao ano. Nos fundos independentes, o desempenho ajustado pelo risco varia de menos 0,6% na medida do alfa de Jensen a 1,1% na taxa de desconto afim nos fatores macroeconômicos.

4.1.2.

Controlando pelas características dos fundos

A tabela 4 apresenta os resultados da regressão (8), que explica o desempenho dos fundos a partir de três características dos fundos (tamanho, rotatividade e despesa), *dummies* de ano e a *dummy* de fundo associado a banco grande, que é a nossa variável de interesse. Para incorporar variáveis não observadas dos fundos – como aplicação mínima e habilidade dos gestores – a regressão inclui efeitos fixos.

A tabela 4 inclui resultados de quatro regressões, uma para cada modelo da taxa estocástica de desconto: O modelo exponencial de Bakshi-Chen, os modelos afins com fatores macroeconômicos (FNT) e fatores *traded* (FT), e o alfa de Jensen. Em todas as regressões, um coeficiente negativo para a *dummy* de fundos de banco grande é evidência de que esses fundos detêm poder de mercado.

Como a tabela mostra, os sinais do coeficiente da *dummy* de banco grande variam com o modelo da taxa estocástica de desconto. No modelo exponencial e no alfa de Jensen, o desempenho dos fundos dos bancos grandes é menor do que o dos fundos independentes. No modelo do alfa de Jensen, a diferença de desempenho é de apenas 0,2% ao ano, aumentando para 0,5% no modelo exponencial. Note, também, que a diferença de desempenho só é estatisticamente significativa no modelo exponencial e, ainda assim, ao nível de 10%.

O desempenho relativo dos fundos se reverte quando usamos os modelos afins da taxa estocástica de desconto. Para o modelo que usa fatores macroeconômicos, o desempenho dos fundos dos bancos grandes supera o dos independentes em 0,4%, sendo que a diferença aumenta para 0,8% no modelo

afim sobre fatores *traded*. Nesse último modelo, a diferença é estatisticamente significativa a 10%.

Em resumo, dois modelos apontam uma fraca vantagem para os fundos independentes enquanto que os outros dois modelos apontam uma fraca vantagem para os fundos dos bancos grandes. No geral, os dados sugerem que os dois grupos de fundos têm o mesmo desempenho, contrariamente à hipótese de que bancos grandes se beneficiam de lucros extraordinários no mercado de fundos de investimento.⁷

Os resultados das regressões de desempenho também mostram que, como esperado, fundos com maiores despesas têm um pior desempenho. Nos modelos do alfa de Jensen e de fatores afins macroeconômicos (FNT), por exemplo, um aumento de 0,1% na razão da despesa sobre o ativo total (isto é, a razão aumenta de 0,1% para 0,2%) leva a uma queda no desempenho de cerca de 2 pontos base (0,02%). Em contraste, o tamanho do fundo (medido pelo Patrimônio Líquido) e a rotatividade da carteira não se mostraram significativos na regressão.

4.2. Taxa de Administração

A cobrança de elevadas taxas de administração é outro sinal de poder de mercado. A tabela 5 apresenta os resultados da regressão (9), que explica as taxas de administração cobradas a partir de características dos fundos, *dummies* de ano e uma variável indicadora que toma valor igual a um para os fundos ligados aos cinco maiores bancos em termos de depósitos a vista. Um sinal positivo para o coeficiente dessa última variável é evidência de que poder de mercado permite que os fundos dos bancos grandes imponham tarifas mais elevadas.

Contrariamente à hipótese de poder de mercado, os fundos dos bancos grandes cobram taxas de administração mais reduzidas: 0,4% ao ano. Essa diferença é estatisticamente significativa a um nível de significância de 1%. A regressão também mostra que, tudo o mais constante, as tarifas são maiores nos

⁷ A falta de evidência de poder de mercado para os fundos dos bancos se mantém (resultados não descritos nas tabelas) quando comparamos os desempenhos não condicionais dos fundos e quando usamos o excesso de retorno dos fundos em relação ao *benchmark* (Ibovespa), em vez dos retornos líquidos das tarifas. Da mesma forma, os resultados se mantêm quando incluímos a idade do fundo (em anos). Neste caso, a *dummy* do ano de 2005 é retirada para evitar colinearidade perfeita.

fundos com maiores despesas administrativas e nos fundos mais antigos, sendo essas duas diferenças significativas ao nível de 1%. Em contraste, as tarifas são estatisticamente menores nos fundos com maior patrimônio e menor rotatividade, ainda que seus impactos econômicos sejam reduzidos. Da mesma forma, a presença de endividamento não tem um impacto econômico relevante sobre as tarifas dos bancos, sendo que, nesse caso, o coeficiente da alavancagem não é estatisticamente diferente de zero.

Assim como na análise do desempenho dos fundos, a regressão das tarifas ignora algumas variáveis não observáveis, que provavelmente têm um papel importante na determinação das tarifas dos fundos. Por exemplo, fundos que exigem um elevado montante mínimo para aplicação provavelmente cobram tarifas menores. Na análise de desempenho, usamos efeitos fixos para controlar variáveis não observadas – como o montante mínimo de aplicação – que devem variar pouco no tempo.

Infelizmente, as tarifas dos fundos variam pouco no tempo, o que invalida o uso de efeitos fixos na estimação dos parâmetros da regressão (9). Portanto, as interpretações dos parâmetros estimados devem ser encaradas com certa dose de cautela. Em particular, a inferência de uma menor tarifa cobrada pelos fundos dos grandes bancos será espúria, se esses últimos impuserem montantes mais elevados de aplicação mínima.

Entretanto, a tabela 4 apresenta evidência de competição, que diminui o espaço para os fundos dos bancos grandes se beneficiarem de lucros extraordinários. Em particular, os coeficientes negativos das quatro *dummies* de tempo capturam uma queda das tarifas nos anos recentes, que é consistente com a redução de um importante componente das despesas operacionais dos fundos: os custos de telecomunicações. Em boa parte, essa redução de custos é devida aos ganhos de produtividade nos setores de computação e fibras-ópticas. Mas, independentemente da razão da redução de custos, é pouco provável que ela levasse a uma substancial queda de tarifas, caso os fundos dos bancos grandes usufruíssem de um substancial poder de mercado.

Em comparação com o ano base de 2002, as tarifas médias são 0,27 pontos percentuais mais baixas em 2005 e 0,41 pontos percentuais mais baixas em 2006,

sendo as diferenças estatisticamente significativas aos níveis de 10 e 5%, respectivamente. Ou seja, a queda das tarifas médias têm sido substancial, como deveria ocorrer caso o mercado de fundos no Brasil operasse competitivamente.