

Taxa de fundos de varejo, atacado e exclusivos - um estudo comparativo

São Paulo, 09 de abril de 2008.

SUMÁRIO

- 1 – INTRODUÇÃO
- 2- SEGMENTAÇÃO DE MERCADO
- 3 - TAXA DE ADMINISTRAÇÃO
- 4 – O ESTUDO
- 5 – DISTRIBUIÇÃO e SERVIÇOS AGREGADOS
- 6 - OBRIGAÇÕES LEGAIS e TRIBUTAÇÃO
- 7 - GESTÃO, MOVIMENTAÇÃO DA CARTEIRA E PRAZO DE PERMANÊNCIA
- 8 - CICLO DE VIDA E ESCALA
- 9 - PRODUTOS DIFERENTES, CUSTOS DISTINTOS
- 10 - ESTATÍSTICAS - VAREJO, ATACADO e EXCLUSIVOS/RESTRITOS
- 11 - COMPARAÇÕES INTERNACIONAIS
- 12 – CONCLUSÕES
- 12 - REFERÊNCIAS

1- INTRODUÇÃO

Taxa de administração é pauta recorrente em discussões, análises e reportagens. O assunto sempre é polêmico, e a publicação deste estudo tem o objetivo de agregar informações ao debate. Há diferenças entre os segmentos de mercado que influenciam diretamente na composição das taxas, e estes fatores são de grande relevância em um mercado complexo: 7.921 fundos, totalizando R\$ 1,16 trilhão de reais, de 10,9 milhões de cotistas (dados de fevereiro/2008).

Usar como síntese do setor amostras de fundos dentre os maiores de cada categoria (renda fixa, ações, multimercado...), dedicados aos diferentes segmentos de clientes, e compará-los diretamente tem sido usual. Este tipo de amostra certamente engloba parcela representativa do patrimônio do setor, porém, **considerar fundos de mesma categoria, mas de segmentos de investidores distintos, e compará-los como iguais, leva a um cenário incompleto**, e acreditamos que fatos adicionais podem enriquecer o debate.

O presente estudo tem o objetivo de trazer estas informações adicionais, e demonstrar que **fundos dedicados a segmento distintos, mesmo que tenham mesmo patrimônio e política de investimento, tem diferenças consideráveis**, e estas influenciam de forma decisiva na composição da taxa de administração.

Tais particularidades não estão restritas ao público alvo e canais de distribuição, mas também **obrigações legais, controle tributário, gestão e “ciclo de vida” distintos - que impactam o pricing** de forma relevante.

Em um extremo da cadeia – **atacado e exclusivos/restritos – o investidor compra mais gestão e menos serviços**, enquanto no outro extremo – **varejo – além da gestão, há uma série de outros serviços envolvidos**. Analisando veremos que a similaridade entre fundos de segmentos distintos não vai além da política de investimento.

Finalmente ressaltamos que este estudo não tem o objetivo de concluir qual é o *“preço justo”* que deve ser cobrado de um fundo de investimento, tarefa

que depende em grande parte do investidor, que deve ter uma postura pró ativa, analisando as opções de investimento existentes e buscando maximizar seus rendimentos.

Como referência utilizaremos informações públicas, disponíveis na base de dados da ANBID, no site da Febraban e normas referentes à fundos de investimento, EFPCs (Entidades Fechadas de Previdência Complementar) e seguradoras, disponíveis nos sites da CVM, SPC e SUSEP.

2- SEGMENTAÇÃO DE MERCADO

Apenas para efeito deste estudo – já que há diversos critérios no mercado quando o assunto é segmentação – iremos dividir o setor em três **macro-segmentos**, do ponto de vista do tipo de investidor:

VAREJO: fundos **condominiais abertos** – aqueles em que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas a qualquer tempo (ao contrário dos fundos fechados, em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo) – com **mais de 2 mil cotistas**, com **investimento mínimo inicial inferior a R\$ 20.000,00**, e em que **nenhum investidor possua saldo médio superior a R\$ 105.000,00**;

ATACADO: também são fundos **condominiais abertos**, mas voltados para os segmentos **corporativo, institucional (fundos de pensão e seguradoras) e private banking**, grupo que tem como característica principal reunir um **reduzido número de indivíduos com saldo na casa dos muitos milhares ou milhões para investir, em um único aporte**. Veremos que neste segmento há até características legais diferenciadas dos fundos de varejo (quando destinados a investidores qualificados). Consideramos aqui os fundos que não se enquadram no conceito anterior de varejo e nem no conceito a seguir de “*Exclusivos e restritos*”;

EXCLUSIVOS e RESTRITOS: consideram-se “*exclusivos*” fundos abertos, para investidores qualificados, constituídos para receber **aplicações de um único cotista**. É um condomínio com um “*único dono*”. Já os restritos, são fundos

condominiais abertos, mas “*restritos*” a um grupo definido de até **20 investidores**, pertencentes a um **mesmo grupo empresarial ou família**. Estamos falando de investidores que, **em um único aporte, investem de milhões a bilhões**. Além disso, não são cercados dos mesmos serviços disponíveis para o varejo, ou seja, não necessitam de uma rede de agências, postos bancários, caixas eletrônicos, *call center* e portais na *internet* para sua distribuição. Um único *officer* atende a diversos clientes deste segmento.

Veremos que, apesar de sujeitos a mesma regra legal, os segmentos têm particularidades que demandam estruturas diferentes – o que se reflete em serviços e custos agregados, e por consequência, taxas de administração diferenciada.

3 - TAXA DE ADMINISTRAÇÃO

Conforme definido na Instrução CVM 409, que regula os fundos de investimento, “*A administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo.*”

Para o funcionamento de um fundo, é necessário, ao menos:

ADMINISTRAÇÃO: inclui a **constituição** do mesmo e todos os **atos societários** decorrentes – **registro na CVM e ANBID, assembléias, regulamentos e prospecto**. O administrador é responsável não só por tais atos, mas também pelo **controle de movimentações**, recebendo as **aplicações e pagando os resgates**. Para tanto, este calcula **diariamente o valor dos ativos da carteira, processa as operações** feitas pelo gestor e **chega ao valor da cota utilizado nas movimentações**;

GESTOR: é o responsável pela **aplicação da política de investimento**. Determina as estratégias a serem utilizadas, dentro dos ativos e limites determinados pelas normas e pelo regulamento do fundo;

CUSTÓDIA e DISTRIBUIÇÃO: Pode ser realizada pelo próprio administrador, ou por terceiros contratados. **Custódia é a “guarda” dos ativos, liquidação de operações e controle de eventos** relacionados aos ativos do fundo (dividendos, bonificações...). A **distribuição é a venda do fundo** ao investidor.

A **taxa de administração**, de forma direta ou indireta, **remunera esta cadeia de serviços**. Vale notar que, além da taxa de administração, o fundo pode ainda cobrar **taxa de performance, taxa de ingresso e taxa de saída**.

No mercado brasileiro o usual é apenas a cobrança de taxa de administração em fundos mais conservadores (Curto Prazo, DI e Renda Fixa) e, em fundos mais “arrojados”, há a cobrança de taxa de performance, e em alguns poucos casos, taxa de saída.

A taxa de performance só é paga caso o gestor ultrapasse determinado indicador de desempenho, por exemplo: em fundos de ações, o gestor pode estabelecer que a taxa de performance é 20% do que exceder o IBOVESPA, ou um gestor de Multimercado pode definir também um percentual do que exceder o CDI, por exemplo.

Logo, a taxa só é devida, caso o gestor ultrapasse a performance estabelecida, tendo como referência um *benchmark* compatível com a política de investimento do fundo. É uma remuneração adicional pelo bom desempenho.

Já as **taxas de entrada e saída** em geral têm os seguintes objetivos: **remunerar o distribuidor, incentivar o investimento de longo prazo e desestimular o de curto prazo**. A taxa de entrada muitas vezes é revertida ao distribuidor, já a de saída, muitas vezes é cobrada apenas se o investidor decidir resgatar os recursos abaixo de determinado prazo, ficando isento de pagamento caso permaneça por prazo mais longo. A lógica é que, ambas as taxas são cobradas como um percentual fixo em relação à aplicação, e tem seu custo diluído caso o investimento tenha prazo mais longo.

Tais taxas também são mais comuns em fundos multimercado e de ações, visando compatibilizar o prazo dos investimentos – de longo prazo – com o prazo de permanência dos investidores. Em fundos mais conservadores (Renda Fixa, DI...), não é usual a cobrança destas taxas.

Já no mercado internacional a cobrança destas taxas é usual, portanto, ao comparar a taxa de administração média do Brasil com outros países, devemos tomar cuidado, pois muitas vezes, além da taxa de administração, são cobradas estas taxas de entrada e de saída.

4 – O ESTUDO

Agora que já dividimos o mercado de fundos em três segmentos, e explicitamos o que engloba a taxa de administração, analisaremos em maior profundidade os seguintes aspectos, que implicam em custos e serviços diferenciados:

Distribuição, serviços agregados e sinergia – veremos que **há uma grande diferença na forma como os produtos são distribuídos nos três segmentos**. Estamos falando de plataformas distintas, com níveis diferentes de serviços agregados na distribuição e diferentes graus de sinergia com os demais produtos;

Obrigações legais e tributação – Além dos **requisitos definidos pela CVM**, para maior ou menor proteção do investidor de acordo com o seu grau de conhecimento técnico, veremos que também existem **obrigações legais em relação à Receita Federal**, de controle tributário em alguns segmentos e em outros não;

Gestão, movimentação da carteira e prazo de permanência – Não é só a estratégia operacional do fundo que tem impacto na gestão. **O comportamento do investidor também traz a necessidade de uma gestão diferenciada**, ou seja, dois fundos com a mesma política de investimento, se dedicados a segmentos diferentes, não terão a gestão feita da mesma forma, demandando estruturas de porte diferente. Além disso, há investidores que estão sujeitos a regras legais de alocação (seguradoras e fundos de pensão), que tornam a gestão mais padronizada;

Ciclo de vida e escala – Tamanho apenas não é relevante. O **ciclo de vida do produto e do investidor tem impactos na questão de escala**. Dois fundos de um mesmo tamanho têm dinâmicas diferentes, que, de forma similar a questão da gestão, demanda cuidado especial quando buscamos fazer comparações.

Tudo isso impacta a taxa de administração.

5 – DISTRIBUIÇÃO e SERVIÇOS AGREGADOS

No **varejo** temos um **“alto custo por R\$ investido”**, já que envolve ampla **rede de agências**, milhares de **funcionários** para atender milhões de clientes, **caixas eletrônicos**, **portal na internet**, **call center**, **folhetaria**, **propaganda em jornais**, **revistas**, **rádio e TV**. Já um **fundo exclusivo dispensa todos estes requisitos**, e um único **officer** atende diversos clientes, cada um com saldo médio na casa dos milhões ou bilhões. Ou seja, os gastos de distribuição, atendimento e **marketing** são residuais.

No mercado de fundos, cada um dos segmentos de investidores está em uma **“plataforma”** de distribuição diferente. Começamos analisando a **plataforma varejo**, que **disponibiliza aos clientes diversos tipos de fundos, e uma ampla gama de produtos e serviços bancários, a qualquer tempo**.

Este cliente tem a sua disposição opções para todos os perfis de risco: conservadores, moderados e agressivos, e opções acessíveis para as mais diversas capacidades de poupança, com investimentos mínimos iniciando em cerca de R\$ 50,00. Fazer frente a estes serviços significa manter uma estrutura **“avantajada”** para atender a milhões de investidores, em um país de 8,5 milhões de quilômetros quadrados:

- **Trazendo em números**¹, estamos falando de uma **rede de distribuição** com mais de **18.087 agências**, **10.220 postos de atendimento** e **32.776 caixas eletrônicos**. O sistema financeiro

¹ **O setor bancário em 2006** – Portal de Informações – FEBRABAN.

emprega **424.993 empregados**, sendo **73,8% lotados em agências** e postos de atendimento (que são em boa parte pontos de distribuição do varejo), **6,6% em mesas** e plataformas de atendimento remoto (dentre estes os investidores em fundos no atacado e fundos exclusivos/restritos). O restante são funcionários de suporte e apoio (contabilidade, processamento de dados e serviços administrativos, por exemplo);

- Estes diversos canais de distribuição bancária - **agências, postos bancários, internet e call center** - **dão ao investidor a possibilidade de atendimento “ilimitado”**, não só durante o horário comercial, mas também, por telefone ou internet, 24 horas por dia. Segundo balanço anual do setor bancário realizado pela FEBRABAN, em 2006 a **rede bancária brasileira** foi responsável por **3,278 bilhões de transações via internet banking** envolvendo pessoas físicas, mais **2,885 bilhões de pessoas jurídicas**, **801 milhões de atendimentos eletrônicos em call centers**, **somados a mais 393 milhões de atendimentos com a intervenção de atendentes;**

- Estes dados incluem não só movimentações envolvendo fundos de investimento, mas todo tipo de transação bancária, de pagamentos de conta, consultas, saques, depósitos, emissões de cheques e transferências, por exemplo. Pela escala de grandeza dos números, **podemos estimar que ocorram milhões de movimentações** que dizem respeito a **saldo, extrato, aplicações, resgates e informações sobre fundos** de investimento. Ou seja, em se tratando de um universo de bilhões de transações, esta informação é relevante para mensurar a **“infra-estrutura”** bancária necessária, e os custos envolvidos. **Atender o varejo** implica em amplo **investimento** de capital em **agências, postos, caixas, pessoal, parque tecnológico, sistemas de telefonia e gravação de ligações, sistemas de controle de conta corrente, departamento legal e sistemas de compliance;**

- Vale ainda lembrar que, destes mais de 400 mil funcionários, aqueles que atendem a investidores precisam obrigatoriamente ser certificados. A certificação **CPA-10**, destinada a quem atende investidores no varejo já tem **113.331 profissionais certificados (a um custo unitário de R\$ 145,00)**, e a **CPA-20**, destinados a quem atende investidores qualificados **15.298 (R\$ 300,00)**. Estamos falando então de um custo de

mais de R\$ 21 milhões apenas de taxas de inscrição dos profissionais aprovados. Se considerarmos que a média de aprovação é de 50%, para atingir este número, o custo dobra. Além da taxa de inscrição, as instituições investiram e investem grandes quantias em treinamentos para capacitar estes profissionais antes da realização da prova.

Já nos segmentos de fundos de atacado e exclusivos/restritos, este custo global cai de forma substancial. Estes investidores não demandam toda esta infra-estrutura, já que tem o atendimento centralizado no *officer* da conta. Um único funcionário tem condições de atender diversos clientes, pois presta um serviço limitado, quando no muito, visitando o cliente 1 (uma) vez por mês, sendo muitas vezes este contato apenas telefônico, por e-mail, ou visitas trimestrais e/ou semestrais.

O custo de infra-estrutura de atacado e exclusivos/restritos (agências, postos bancários, caixas eletrônicos, *internet banking* e *call centers*) é pouco representativo, basta olhar que **73,8% dos mais de 400 mil funcionários dos bancos estão lotados nas agências, e apenas 6,6% em mesas e plataformas de atendimento remoto**, o que inclui os funcionários que atendem a estes segmentos, e ainda os atendentes de *call center*, que atendem em sua maior parte, o varejo.

6 - OBRIGAÇÕES LEGAIS e TRIBUTAÇÃO

Há uma diferenciação clara em termos de obrigações legais quando estamos tratando dos 3 segmentos distintos, tanto entre si, quanto quando comparados com os outros investimentos (CDBs, operações compromissadas, compra direta de ações e demais opções disponíveis em uma agência).

Fundos de varejo são obrigados pela CVM a disponibilizar aos investidores regulamento e prospecto (um “resumo” do regulamento) no ato da aplicação, e termo de ciência em que o investidor assinala concordar com os termos contidos nestes documentos no momento do investimento.

Qualquer alteração do regulamento só pode ocorrer através de uma **assembléia de cotistas, convocada com 30 dias de antecedência – pelo correio**, listando os assuntos a serem deliberados – e **recebendo ainda o investidor**, após a assembléia, **correspondência informando sobre seu resultado e as decisões tomadas**. Além da comunicação dos resultados, **as mudanças só podem ser implantadas após 30 dias**, dando então prazo a investidores que não concordam com tais mudanças de saírem do investimento, ainda pela “*regra antiga*”. Todos estes atos, além de custo administrativo (funcionários e escritórios de advocacia), têm o custo de papelaria, correio e cartório.

Já os **fundos exclusivos e restritos, e boa parte dos fundos de atacado**, caso destinados a investidores qualificados (que comprovarem possuir investimentos financeiros de ao menos R\$ 300.000,00), **são dispensados pela CVM de elaborar um prospecto, e tem processos de convocação, realização e comunicação de resultados de assembléias simplificados**, já que estamos falando de um único, ou de alguns poucos investidores por fundos. Logo, os custos relacionados às obrigações legais são bastante reduzidos.

Por outro lado, **demais produto de investimento oferecido na rede bancária não tem nenhum destes custos**, pois não estão sujeitos ao mesmo nível de exigências definidos pela CVM para fundos de investimento: **não tem regulamento, não convocam assembléia, não estão sujeitos à aprovação do cotista em assembléia, assinatura de termo, comunicações, registros de cartório...**

Além de diferentes custos de distribuição, dos serviços agregados, e de custos decorrentes de obrigações legais (regulamento, prospecto e assembléia) há também **diferenças significativas no controle tributário** destes segmentos.

Os **administradores de fundos exclusivos e restritos** – caso os investimentos sejam de **seguradoras, fundos de pensão**, regimes próprios de previdência complementar e órgãos governamentais – **não são legalmente responsáveis pelo controle e retenção de**

imposto de renda, já que são ativos garantidores de provisões e reservas técnicas, e estes investidores são legalmente responsáveis pelo controle e retenção, dos impostos devidos.

Já nos **fundos de varejo e atacado**, o **administrador tem obrigação legal de controlar e recolher o imposto de renda**, e ainda, nos casos aplicáveis, **controlar perdas em um fundo que podem gerar crédito tributário** para ganhos em outros, fazendo a compensação.

Sobre este Imposto de Renda, no caso do varejo e atacado:

-Nos fundos de **renda fixa**, **recolher semestralmente o chamado “come cotas” de 15%** e ainda, no resgate, recolher o **imposto complementar, baseado na tabela regressiva que vai de 22,5% a 15%**, de acordo com o prazo de permanência e o prazo de maturação dos ativos na carteira;

-Na **renda variável**, a tributação é mais simples, apenas com a incidência de 15% de alíquota por ocasião do resgate, mas também é responsabilidade legal do administrador;

-**Além do imposto de renda**, o administrador precisa ainda controlar e recolher, se aplicável, **IOF** para resgates feitos em prazo inferior a 30 dias da data de aplicação no fundo. A partir do 30º dia de aplicação não há incidência de IOF.

7 - GESTÃO, MOVIMENTAÇÃO DA CARTEIRA e PRAZO DE PERMANÊNCIA

Seguradoras e fundos de pensão – que constituem a maior parte dos investidores em **fundos exclusivos/restritos** – seguem uma regulamentação própria para aplicação de recursos, logo, **a estruturação de produtos e a gestão tende a ser mais “padronizada”**. O administrador do fundo deve seguir a política de investimento, alinhada com as regras contidas na regulamentação específica destinadas a este público, que impõem limites de alocação por tipo de ativo e restrições a certos tipos de operações.

Ou seja, entre si, estes fundos têm políticas de investimento mais similares, e, como visam objetivos de longo prazo, **tem uma previsibilidade maior do Patrimônio sob gestão**. O gestor estabelece então as estratégias, acompanha a evolução da carteira com os movimentos de mercado, revendo a estratégia de Longo Prazo de tempos em tempos.

Varejo e atacado não estão sujeitos a regra específica de alocação de portfólio definida por um regulador. O investidor aloca seus recursos da forma que achar mais adequado - e não de acordo com normas a respeito. Portanto, tem um grau de liberdade muito maior que o das seguradoras e fundos de pensão, que, para alteração da alocação de seu portfólio dependem de aprovações de conselhos de investimento ou normas específicas do órgão regulador do setor.

Logo, no segmento de varejo, não basta apenas boa gestão, é preciso também capacidade de desenvolvimento de novos produtos, analisando as mudanças de comportamento do investidor.

8 - CICLO DE VIDA e ESCALA

É importante notar também diferenças no ciclo de vida e **escala** dos segmentos. Um fundo de **atacado**, ou um **exclusivo/restrito**, já se **inicia com um investimento na escala de vários milhões ou bilhões**. Esse montante **começa então a gerar receita para o administrador em D+0, com baixo custo de distribuição**. Raramente este aporte de recursos será resgatado em prazo inferior a 1 (um) ano.

Já um fundo de **varejo**, **começa com saldo zero**, e ao longo do tempo, vai recebendo várias aplicações individuais e de valores baixos, até atingir um estágio de maturação. **Não é nada incomum um fundo de varejo levar mais de 1 ano para atingir o mesmo porte de um fundo de atacado ou um exclusivo/restrito**.

Este ciclo de vida no **varejo** significa que, **para o produto trazer retorno** ao administrador, é **necessário treinamento, esforço da força de vendas para a captação dos recursos, propaganda, e o retorno para o administrador**

vem no médio/longo prazo. No fundo de atacado temos uma situação intermediária, ou seja, leva semanas ou meses para atingir a maturidade. Como já expomos acima, **no fundo exclusivo/restrito, a maturação é de um único dia.**

Na tabela abaixo fica clara também a questão da escala. Nela demonstramos o saldo médio por segmento de investidor em cada categoria de fundo, independente da “idade” de cada fundo, e os diferentes ciclos de vida.

Categoria	Segmento	Saldo médio por investidor
Referenciado DI	Varejo	R\$ 20.550
	Exclusivo/restrito	R\$ 52.304.764
	Atacado	R\$ 285.702
Renda Fixa	Varejo	R\$ 22.986
	Exclusivo/restrito	R\$ 103.151.258
	Atacado	R\$ 175.890
Multimercado	Varejo	R\$ 44.512
	Exclusivo/restrito	R\$ 34.061.100
	Atacado	R\$ 248.033
Ações	Varejo	R\$ 5.318
	Exclusivo/restrito	R\$ 51.363.836
	Atacado	R\$ 149.298

Fonte: ANBID

Podemos observar que o **saldo médio** por investidor de um fundo DI do varejo é de cerca de R\$ 20 mil, de atacado R\$ 285 mil e

exclusivos/restritos de R\$ 52 milhões. Ou seja, **um investidor de atacado na média tem um saldo 14 vezes maior que um de varejo, e um exclusivo/restrito, 2,5 mil vezes mais!**

Em outros segmentos a relação entre varejo e fundos restritos/exclusivos é ainda maior: **um exclusivo/restrito na Renda Fixa tem saldo médio 4,5 mil vezes maior que no varejo, e no caso de fundos de ações, 9,6 mil vezes mais.**

Para trazer estes números para a realidade, compare o caso de fundos de ações. **Manter um fundo de ações no varejo, do mesmo porte que um do segmento exclusivos/restritos significa atender 9,6 mil investidores, ao invés de um único.**

Para compararmos **em termos de escala**, basta saber que, segundo dados da FEBRABAN, no encerramento de 2006 havia 102,6 milhões de contas correntes no país. Como são 18.087 agências pelo país, isto significa dizer que, **na média, cada agência possui 5,7 mil clientes. Logo, um único fundo exclusivo de ações teria o saldo equivalente a quase duas agências de investidores com fundos de ações.**

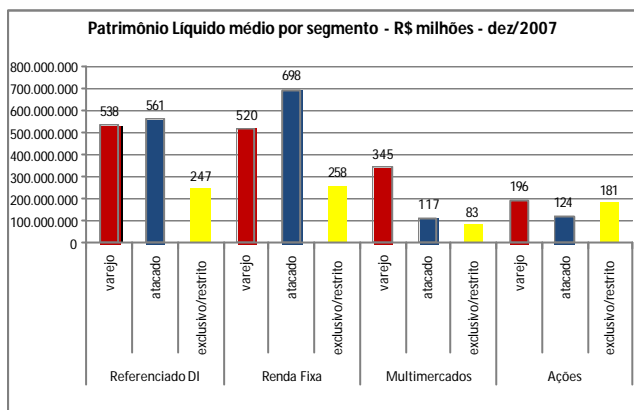
9 - PRODUTOS DIFERENTES, CUSTOS DISTINTOS

Na tabela abaixo listamos um resumo geral de todas as características dos segmentos abordadas ao longo do estudo:

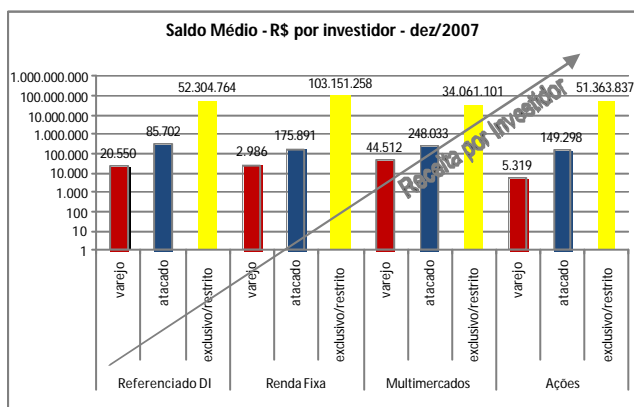
Característica	Exclusivos e restritos	Atacado	Varejo
Público Alvo	Fundações, seguradoras, empresas e clientes <i>private</i> de grande porte	Empresas de médio porte e clientes <i>private</i>	Pessoas físicas e pequenas empresas
Numero de cotistas	1 a 20	Centenas ou milhares	Milhares ou milhões
Investimento mínimo	R\$ milhões ou bilhões	R\$ centenas de milhares ou milhões	R\$ 50,00
Custo de distribuição, serviços agregados e sinergia	Baixo custo de distribuição por R\$ investido - não é necessário agência, caixa eletrônico, posto bancário, portal na <i>internet</i> ou <i>call center</i>	Características intermediárias	Alto custo por R\$ investido – 18.087 agências, 424.993 funcionários, 32.776 caixas eletrônicos, portais na internet, <i>call centers</i> , folhetaria, propaganda em jornais, revistas, rádio e TV

	Investidor tem relacionamento com diversos bancos, comprando produtos diferentes em cada um, buscando a melhor relação custo/benefício	Semelhante aos fundos exclusivos/restritos, mas em menor escala	Em geral o cliente compra também os serviços bancários tradicionais atrelados à conta corrente, em 1 ou 2 bancos
Obrigações legais e tributação	Regulamento	Regulamento	Regulamento, prospecto e correspondência
	Em muitos casos, o administrador não é responsável pelo controle e recolhimento de IR, sendo responsabilidade do investidor junto à Receita Federal	Tabela regressiva, com controle individual de IR e emissão de informe anual de rendimentos	Idem
Movimentações na carteira, prazo de permanência e ciclo de produtos	Movimentações são mais raras e previsíveis	Movimentações são mais raras e previsíveis.	Movimentações diárias e menos previsíveis
	A relação é de longo prazo, em geral por vários anos, com avaliação anual do desempenho	Investimento de médio ou longo prazo	Imprevisível
	Limites para investimentos definidos em regulamentação específica, os produtos são mais padronizados, e os fluxos são mais previsíveis	Idem ao Varejo	Investidor não está sujeito a nenhuma regra específica de alocação. Investe aonde achar mais adequado. Portanto, a concorrência entre produtos é bem maior
Ciclo de vida e escala	Previsível, começa com um grande aporte de recursos já no primeiro dia do fundo, e assim permanece a longo prazo	Intermediário	Imprevisível. Começa com pouco volume de recursos, podendo crescer ou não, de acordo com a aceitação. Maturação no longo prazo.

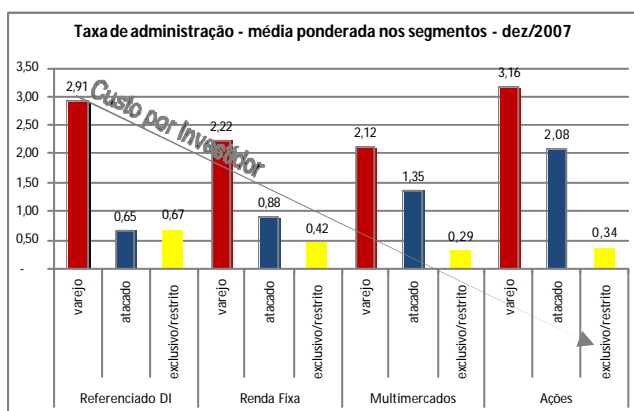
10 - ESTATÍSTICAS - VAREJO, ATACADO e EXCLUSIVOS/RESTRITOS



Fonte: ANBID



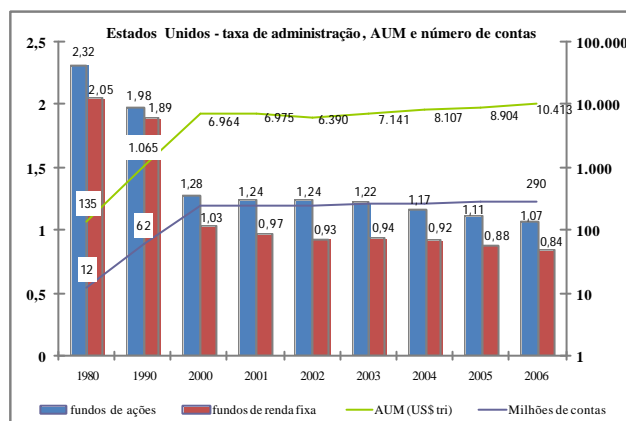
Fonte: ANBID



Fonte: ANBID

11 - COMPARAÇÕES INTERNACIONAIS

Além de análises, também buscaremos aqui comparação do nosso mercado com o setor de fundos nos outros países. Como *proxy* do mercado mundial – que é de cerca de US\$ 26 trilhões – utilizaremos o **mercado americano**, o maior do mundo, com US\$ 11,7 trilhões (fevereiro/2008), pertencentes a 54,9 milhões de investidores (dezembro/2006). Abaixo, podemos observar a evolução da **taxa de administração** (eixo da esquerda, em termos percentuais), **AUM – Assets Under Management** (eixo da direita, em US\$ bilhões) e **número de contas de investidores** (eixo da direita, milhares de contas):



Fonte: 2007 ICI FACT BOOK

Brasil – evolução da taxa de administração - VAREJO							
Ano	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Renda Fixa	3,01	2,82	2,53	2,54	2,44	2,32	2,22

Fonte: ANBID

Os dados de taxa de administração incorporam também taxas de entrada e saída, comuns no mercado americano. Vale nota que alguns estudos acabam não considerando estas taxas adicionais, observando só a taxa de administração, fazendo comparações equivocadas com o mercado brasileiro.

Não há dados históricos disponíveis desde 1980 sobre demais tipos de fundos, mas, no encerramento de 2006, podemos compor a seguinte tabela geral de taxas no mercado americano:

ESTADOS UNIDOS - consolidado (dez/06)	
Categoria	Taxa de administração (média ponderada)
Fundos de ação	1,07%
Fundos "híbridos"	0,80%
Fundos de Renda Fixa	0,84%

Fonte: 2007 ICI FACT BOOK

Como não temos as estatísticas americanas divididas por tipo de investidor, para fazermos a comparação com o mercado local, iremos consolidar os dados apresentados até aqui dos segmentos varejo, atacado e exclusivos/restritos:

BRASIL - consolidado (dez/06)	
Categoria	Taxa de administração (média ponderada)
Fundos de ação	1,18%
Fundos Multimercado	0,35%
Fundos de Renda Fixa	0,86%

Fonte: ANBID

Comparando as duas tabelas, notaremos que a **taxas de administração cobrada no Brasil estão alinhada com o mercado mundial**, sendo no caso dos fundos multimercado, até mesmo inferior a média do mercado americano.

Porém, vale notar que no **mercado brasileiro, a participação de fundos exclusivos – pertencentes a empresas, seguradoras, fundos de pensão e clientes de *private banking* – é bastante relevante**. Este fato leva a média global de taxa de administração bastante baixa, já que, como já exposto aqui, tais fundos – pela questão de economia de escala, baixo valor de distribuição e controle – pagam taxa de administração mais baixa.

Como não temos informações sobre a existência ou não, e ainda a relevância de instrumentos similares aos fundos exclusivos no mercado americano, para traçar um cenário alternativo, calculamos a taxa média brasileira **excluindo os fundos exclusivos**:

BRASIL – consolidado excluindo exclusivos/restritos (dez/06)	
Categoria	Taxa de administração (média ponderada)
Fundos de ação	2,63%
Fundos Multimercado	1,36%
Fundos de Renda Fixa	1,18%

Fonte: ANBID

Nesta segunda hipótese, com exceção dos fundos de ação, as taxas médias do mercado brasileiro também não ficam em patamar muito distante do mercado americano, mesmo com a exclusão dos fundos exclusivo.

Considerando os dois cenários, além da comparação direta de taxas, há diferenças relevantes entre os dois mercados que justificam taxas um pouco superiores, sendo:

-“**Porte**” – Como podemos observar no gráfico no início desta seção, no mercado americano, houve uma **queda expressiva na taxa de administração da década de 80/90 para os anos 2000**, mesmo período em que assistimos a uma *“mudança de patamar”* do mercado de fundos, que avançou de **US\$ 135 bilhões em 1980, para US\$ 1 trilhão em 1990 e finalmente, US\$ 6 trilhões em 2000**. É um crescimento de **4344% no período**. Mesmo de contarmos que esta taxa inclui a rentabilidade das carteiras, é um crescimento explosivo. **Ou seja, o “porte” do mercado parece ser um indicador direto de queda da taxa de administração, diluindo os custos fixos;**

-**Penetração** – O número de investidores também apresentou crescimento vertiginoso. Em **1980** o mercado tinha **4,6 milhões de cotistas** avançando para **54,9 milhões em 2006**. Não é necessário analisar a evolução da população do país para perceber que **a penetração do produto aumentou expressivamente, tendo hoje 12 vezes mais cotistas que em 1980;**

-**Saldo médio** - Em 2006 o total de recursos sobre gestão nos Estados Unidos era de US\$ 10,4 trilhões, logo, fazendo uma conta simples, estamos falando de um **saldo médio de US\$ 193 mil**, frente a **US\$ 63 mil no Brasil** (US\$ 688 bilhões – em fevereiro de 2008 – pertencentes a 10,9 milhões de cotistas). Como falamos ao longo do estudo, **salvos médios maiores trazem ganhos de escala relevantes;**

-**Fundos de ações** – No caso destes fundos, no mercado americano, há também outro fator que pode ter contribuído para as quedas nas taxas de administração neste segmento - o expressivo **aumento na participação** destes no *market share* da década de 90 para os anos 2000, passando de

22% do setor para 56%. No Brasil, este segmento historicamente representa de 10% a 15% do setor;

- Fundos de renda fixa – Nestes segmentos, a taxa de administração cobrada nos dois países não tem descolamento relevante. Se observarmos a evolução da taxa de administração de Renda Fixa, perceberemos já há um movimento significativo de queda, o que deve se consolidar com o crescimento, e também ocorrer em fundos de ações;

- No caso da comparação dos multimercado com os “híbridos” americanos há de se considerar que estes têm características mais próximas dos fundos balanceados no Brasil, enquanto os nossos multimercado tem gestão ativa, fazendo uso de derivativos e alavancagem. Logo, os fundos “híbridos”, comparados com os multimercado, realmente têm custo de gestão menor.

12 - CONCLUSÕES

Como dito no início deste estudo, o tema taxa de administração é pauta recorrente de discussões, análises e reportagens, e apenas buscamos agregar mais informações ao debate. Destacamos do estudo:

- Comparar fundos de mesma categoria, mas de segmentos de investidores distintos, como iguais, leva a um cenário incompleto, já que dois fundos - mesmo tendo patrimônio e política de investimento idêntica - têm diferenças consideráveis que vão bem além do público alvo distinto;

- As diferenças mais relevantes são o custo dos canais de distribuição, as obrigações legais, os controles tributários, a gestão e o “ciclo de vida”, todos com impacto no *pricing*;

- A taxa de administração remunera – de forma direta ou indireta - toda a cadeia de serviços do fundo: administração, gestão, custódia e distribuição. De acordo com o segmento de investidor, e suas particularidades, os custos envolvidos nestes serviços variam bastante, principalmente administração e distribuição;

- Em fundos de atacado, e nos exclusivos/restritos, a proposta de valor é mais focada na gestão do que

serviço, enquanto no outro extremo – o varejo –, além da gestão, há uma série de outros serviços envolvidos;

- No varejo, a distribuição tem “*alto custo por R\$ investido*”, já que envolve ampla rede de agências (18,087), postos bancários (10.222), caixas eletrônicos (32.776), *websites* e *call centers*. O setor financeiro tem 424.993 empregados, sendo 73,8% em agências, atendendo este segmento;

- Em contrapartida, um fundo exclusivo/restrito tem “*baixo custo pro R\$ investido*”, já que não necessita de toda esta estrutura de distribuição, sendo suficiente um único *officer* para atender diversos clientes, cada um com aplicações de milhões ou bilhões;

- Além do custo de distribuição, o varejo tem obrigações legais em relação a sua governança (CVM) e controle tributário (SRF) bastante superior a dos fundos de atacado e exclusivos/restritos. Estas obrigações recaem sobre o serviço de administração, e inclui todo o custo de disponibilização de regulamento, prospecto, termo de ciência, correspondências para convocação, *report* de assembleias e ainda o controle de IR e seu recolhimento. No caso dos fundos exclusivos/restritos e os de atacado, há maior flexibilidade nestas questões;

- O ciclo de vida dos produtos também é diferente. Um fundo de atacado ou exclusivo/restrito já inicia com R\$ milhões ou bilhões de saldo, já no varejo, há um período maior de maturação, podendo levar mais de 1 (um) ano para atingir o mesmo porte. Neste período, há grande custo de propaganda e treinamento da força de vendas, o que não há nos fundos exclusivos/restritos. Ou seja, o retorno de um novo produto para o administrador, no primeiro caso, é em D+0, e no varejo, no médio/longo prazo;

- Comparamos ainda o setor de fundos local com o mercado americano, e pudemos perceber que as taxas de administração no Brasil não estão em patamar muito distante deste mercado, mesmo se descontarmos os fundos exclusivos da análise;

- No mercado americano, da década de 80/90 para os anos 2000, as taxas de administração sofreram uma

queda brusca no mesmo momento em que o volume sob gestão e o número de investidores avançou de forma expressiva. Ou seja, podemos esperar que com o crescimento do mercado brasileiro em termos de volume, e, com maior penetração dentre os brasileiros, que possa haver movimento semelhante com as taxas de administração locais;

- Particularmente no caso de fundos de ações, aumento expressivo do *market share* destes produtos parecem ter sido também um fator importante no mercado americano. Apenas 22% dos recursos estavam em fundos de ações em 1990, passando a 56% em 2000. Provavelmente também podemos esperar algo parecido no mercado local com a estabilidade a Longo Prazo.

13 - REFERÊNCIAS

www.febraban.org.br - *O setor bancário em 2006* – Portal de Informações – FEBRABAN;

www.ici.org - *2007 ICI FACT BOOK*;

www.anbid.com.br – seção de estatísticas.