

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
EA- ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO**

**Thais de Paulo Aquino**

**ESTUDO DA PRECIFICAÇÃO DE TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO DE FUNDOS DE  
INVESTIMENTO**

**Porto Alegre  
2010**

**Thais de Paulo Aquino**

**ESTUDO DA PRECIFICAÇÃO DE TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO DE FUNDOS DE  
INVESTIMENTO**

Trabalho de Conclusão de Curso de graduação a ser apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Profº Dr. Fernando Bins Luce

**Porto Alegre  
2010**

**Thais de Paulo Aquino**

**ESTUDO DA PRECIFICAÇÃO DE TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO DE FUNDOS DE  
INVESTIMENTO**

Trabalho de conclusão de curso de  
graduação apresentado ao Departamento de  
Ciências Administrativas da Universidade  
Federal do Rio Grande do Sul como requisito  
parcial para a obtenção do grau de Bacharel  
em Administração.

Conceito final:

Aprovado em ..... de .....de.....

BANCA EXAMINADORA

---

Prof. - UFRGS

---

Prof. - UFRGS

---

Orientador: Prof. Dr. Fernando Bins Luce - UFRGS

## RESUMO

A teoria pouco nos apresenta a respeito de formação de preço de serviços financeiros. Este trabalho tem como objetivo principal estudar o processo de precificação das taxas de administração de fundos de investimento negociados no mercado brasileiro bem como os fatores mais relevantes para sua formação. A partir da realização de entrevistas em profundidade com especialistas de mercado, o estudo buscou suas respostas de maneira totalmente qualitativa. Os resultados apresentados demonstram que independente do porte da instituição financeira ou da complexidade de seus processos o mercado é fator determinante para a tomada de qualquer decisão no que tange o preço.

**Palavras-Chave:** Marketing. Precificação. Fundos de investimento. Taxa de administração.

## LISTA DE TABELAS E QUADROS

Tabela 1: Critério para análise de fundos.....	49
Tabela 2: Fundos “Ibovespa ativo” com patrimônio superior a R\$100 milhões....	54
Tabela 3: Fundos Referenciados DI patrimônio mínimo R\$1bilhão.....	60
Quadro1: Perfil dos entrevistados.....	51
Quadro 2: Quadro de resumo de respostas.....	77

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Cálculo do Valor da Cota .....	20
Figura 2: Classificação ANBID de fundos de investimento.....	31
Figura 3: Espectro de tangibilidade.....	33
Figura 4: Taxas de administração por categoria segmento todos.....	57
Figura 5: Taxas de administração por categoria segmento varejo.....	57
Figura 6: Evolução das taxas de administração fundos referenciados DI.....	66
Figura 7: Evolução das taxas de administração fundos de renda fixa.....	66
Figura 8: Evolução das taxas de administração fundos multimercado.....	66
Figura 9: Evolução das taxas de administração fundos de ações.....	68

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>8</b>
<b>1 DEFINIÇÃO DO TEMA DE ESTUDO.....</b>	<b>10</b>
<b>2 JUSTIFICATIVA.....</b>	<b>12</b>
<b>3 OBJETIVOS.....</b>	<b>13</b>
3.1 OBJETIVO GERAL.....	13
3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	13
<b>4 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....</b>	<b>14</b>
4.1 FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	14
<b>4.1.1 Riscos dos fundos de investimento.....</b>	<b>15</b>
<b>4.1.2 Participantes de um fundo de investimentos.....</b>	<b>15</b>
<b>4.1.3 As taxas de fundos de investimento.....</b>	<b>18</b>
<b>4.1.4 Cotas de fundos de investimento.....</b>	<b>19</b>
<b>4.1.5 Classificação dos fundos de investimento.....</b>	<b>21</b>
4.2 MARKETING DE SERVIÇOS.....	31
<b>4.2.1 Características de bens e de serviços.....</b>	<b>32</b>
<b>4.2.2 O composto de Marketing de serviços.....</b>	<b>35</b>
4.3 PREÇO.....	39
<b>4.3.1 Estratégias de formação de preços.....</b>	<b>40</b>
<b>5 METODOLOGIA.....</b>	<b>45</b>
5.1 ESTUDO EXPLORATÓRIO.....	45
<b>5.1.1 Vertente da Pesquisa.....</b>	<b>46</b>
<b>5.1.2 Dados Secundários.....</b>	<b>47</b>
<b>5.1.3 Entrevistas em profundidade.....</b>	<b>47</b>
5.2 PROCEDIMENTO DE ANÁLISE DE DADOS.....	49
<b>6 ANÁLISE DOS DADOS.....</b>	<b>51</b>
6.1 AS VARIAÇÕES NOS PREÇOS DAS TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO PRATICADAS NO MERCADO.....	52

6.2 OS CRITÉRIOS ADOTADOS PELAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS AO DEFINIREM AS TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO DE SEUS FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	61
6.3 O MOVIMENTO DAS TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO CENÁRIO BRASILEIRO.....	65
6.4 A TAXA DE PERFORMANCE NO MERCADO BRASILEIRO.....	70
<b>6.4.1 Fundos de varejo <i>versus</i> fundos exclusivos.....</b>	<b>73</b>
<b>6.4.2 A taxa de administração para o investidor.....</b>	<b>75</b>
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>78</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>81</b>
<b>ANEXO A - ROTEIRO PARA ENTREVISTA.....</b>	<b>84</b>



## INTRODUÇÃO

Em uma economia forte e desenvolvida o mercado financeiro é acessível a investidores de todos os portes. A caminhada para esse desenvolvimento, porém, conta com uma série de mudanças tanto na qualidade quanto na quantidade dos serviços.

Além de absorver o excedente financeiro de alguns e distribuir àqueles que o necessitam, os fundos de investimento representam a fase econômica que vive uma nação, a partir da análise de suas rentabilidades, taxas, composição de carteira. Os fundos de investimento podem financiar operações de empresas privadas, através da aquisição de ações, debêntures e notas promissórias, e do próprio Governo através dos títulos públicos.

Assim, fundos de investimento são sinônimo de facilidade, profissionalismo e comodidade para seus cotistas. Afinal, são geridos por especialistas, permitem a diversificação entre diversos mercados e não necessitam envolvimento direto.

Atualmente, a relativamente nova indústria de fundos de investimento brasileira passa por um momento de êxtase. São mais de 9500 fundos de investimento englobando as mais variadas categorias, ações, multimercados, referenciados DI, por exemplo, podendo ser exclusivos ou abertos para captação. Segundo dados da Associação Brasileira de Entidades de Mercado Financeiro e de Capitais – ANBIMA -, o patrimônio líquido do mercado doméstico subiu 2,3% no ano, passando de R\$ 1,5 bilhões de captação.

O surgimento de novos produtos e o crescente interesse do investidor por opções de diversificação tem feito as instituições financeiras preocuparem-se cada vez mais em atingir a desejos de clientes cada vez mais sedentos por diferenciação e qualidade. Dessa forma. As taxas de administração praticadas pelos fundos tronam-se importantes fatores no processo de tomada de decisão do investidor.

No mercado brasileiro, as taxas de administração cobradas ainda possuem muitas discrepâncias. Logo, o objetivo desse trabalho é entender a motivação das instituições financeiras ao determinarem o preço das taxas de administração de seus

fundos de investimento.

Esse estudo buscou levantar características do setor de serviços e da indústria de fundos de investimento nacional. Foram então determinados os objetivos que se buscava alcançar ao longo do trabalho a fim de desvendar a problemática em questão. Em seguida, através da realização de entrevistas em profundidade com especialistas do mercado financeiro, buscou-se saber quais os principais fatores de composição do preço da taxa de administração bem como os motivos para que algumas classificações de fundos tenham suas taxas em constante redução enquanto outras apresentam elevação. A partir da transcrição dos dados ofertados pelos especialistas foram feitos comparativos e análises dessas informações chegando às conclusões.

## 1 DEFINIÇÃO DO TEMA DE ESTUDO

O setor de serviços é o segmento da economia mundial que cresce mais rapidamente, e o que mais absorve mão-de-obra (MINADEO, 2008). Segundo o Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comercio Exterior, o setor foi responsável por 65,3% do valor total do PIB brasileiro em 2008 e, ao mesmo tempo, foi o maior receptor de investimentos diretos. Além disso, o Ministério do Trabalho apurou que, em 2007, o setor de serviços abrangeu 76,03% do volume de empregos do país. Para Lovelock e Wright (2001), a importância do setor de serviços na estrutura econômica mundial tem atingido patamares cada vez mais significativos. O setor de serviços é hoje o que possui maior participação na economia global, tanto nos países ricos como nos países em desenvolvimento, em 2000 foi responsável por pouco mais de 75% da economia global (LOVELOCK e WRIGTH, 2001).

Sendo assim, eleva-se o interesse pelas particularidades do marketing de serviços (KOTLER, 2006). Ao abordarmos o mix de marketing dos serviços, porém, esse tema gera uma série de incertezas de como praticá-los no dia a dia da empresa. Mais que isso, ao deparar-se com o momento de precificar o serviço prestado, o administrador tem dificuldades na tomada de decisão. Diferente de produtos industrializados que, no processo de precificação levam em consideração custos fixos e variáveis de fabricação, ao precificar serviços também deve ser levada em conta a avaliação que os consumidores terão do mesmo.

Esse tipo de observação torna-se ainda mais evidente ao depararmos-nos com serviços financeiros. Ao nos direcionarmos à um banco para abrir uma conta corrente ou perguntarmos ao gerente de contas as melhores opções de investimentos devemos levar em consideração, além da qualidade do serviço prestado, o atendimento, as instalações em que somos recebidos, o nível de conhecimento do atendente, o material e os equipamentos que são disponibilizados e o preço do serviço. E é nesse ponto, que muitas instituições pecam.

Dentre as opções de produtos e serviços oferecidos pelas instituições financeiras os fundos de investimentos são alternativas de custo e envolvimento reduzidos por parte do cliente, uma vez que contam com gestão terceirizada e

despesas rateadas entre todos os participantes.

Atualmente, o mercado brasileiro apresenta fundos de investimentos com taxas de administração que variam de 0% à 6% ao ano. Muitos desses fundos são categorizados da mesma forma na Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID) e possuem rentabilidades muito próximas. Mas o que faz a administração do fundo optar por taxar os investimentos de forma tão discrepante?

A intangibilidade dos serviços financeiros torna a política de determinação de preços desses serviços ainda mais complexa, pois os profissionais envolvidos nesse mercado são, na maioria das vezes, muito bem remunerados, a estrutura em que o cliente é recebido é de extrema qualidade e o investimento realizado para a manutenção de clientes já existentes em carteira, bem como as despesas para a prospecção de novos clientes são extremamente altas. Sendo assim, faz-se muito importante um aprofundamento de quais os fatores que influenciam na determinação do preço da taxa de administração de um fundo de investimentos, uma vez que o retorno gerado por muitos clientes acaba não cobrindo seus próprios custos.

Com um mercado financeiro cada dia mais aquecido, o Brasil vem se destacando na evolução do seu sistema financeiro. Hoje, o número de pessoas que deixam aplicações conservadoras e tradicionais como a poupança e o CDB bancário a fim de obter melhores resultados seja através da renda variável ou outras formas de diversificar suas operações de renda fixa é muito grande. Segundo a BMF&Bovespa, o volume de títulos públicos negociados através da BMF&Bovespa foi o maior dos valores da história da instituição. Além disso, a constante redução na taxa de juros brasileira tem motivado os investidores a buscarem diferentes opções de investimento.

Dessa forma, a intenção deste trabalho é entender, do ponto de vista de marketing estratégico, a melhor forma de determinar o preço de um fundo de investimentos, seja ele de renda fixa, variável, multimercado ou qualquer outra natureza. Além disso, compreender se, através desse conhecimento, é possível gerar competitividade no mercado unicamente devido às taxas cobradas e em que nível essas são relevantes na tomada de decisão do investidor.

## 2 JUSTIFICATIVA

O mercado de fundos de investimento, e de investimentos em geral, tem tornado-se cada dia mais popular no Brasil. Há 5 anos acompanho o mercado financeiro através do trabalho em instituições financeiras que me possibilitaram entender mais a respeito do sistema financeiro nacional e seus diversos agentes. Essa experiência aprofunda meu conhecimento no mercado de fundos de investimento e aumenta minha curiosidade em saber como funcionam os mesmos do ponto de vista administrativo.

No dia a dia percebo que, muitas vezes, o cliente não gera retorno suficiente para cobrir o custo empregado na sua prospecção e na manutenção de sua conta junto ao responsável administrativo e à equipe de gestão do fundo. Mais que isso, percebo que clientes menores, de varejo, necessitariam de um prazo de investimento consideravelmente maior em relação a clientes com aplicações superiores para que as despesas geradas pela abertura de sua conta sejam pagas. Desta forma, algumas perguntas surgem ao refletir sobre o tema: em que se valem as empresas ao determinar as taxas de administração ou *performance* dos fundos de investimento? Por que é tão discrepante a diferença entre taxas de administração de diferentes bancos ou gestores de recursos? São levados em consideração os custos fixos operacionais ou muitas vezes é apenas uma tendência de mercado a fim de destacar-se frente à concorrência?

Por isso, entender os fatores que fazem parte do processo de tomada de decisão da taxa de administração a ser praticada em um fundo específico é meu principal objetivo com esse trabalho. Além disso, esse trabalho objetiva auxiliar as instituições financeiras no processo de determinação das taxas de administração de seus fundos de investimento, bem como facilitar a mensuração do retorno que cada cliente pode gerar, calculando, assim, de forma mais apurada, o orçamento disponível para a prospecção de novos clientes e o utilizado na manutenção dos que já existem. Do ponto de vista acadêmico, o trabalho vem a suprir a baixa oferta de publicações relacionadas à precificação de serviços ainda mais quando falamos de literatura nacional.

### **3 OBJETIVOS**

#### **3.1 OBJETIVO GERAL**

Analisar o processo de precificação das taxas de administração de fundos de investimento dentro das suas classificações pelas instituições financeiras.

#### **3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS**

- a) Identificar e comparar as diferentes taxas de administração praticadas em fundos de investimentos comercializados no Brasil;
- b) Identificar os critérios utilizados pelas instituições financeiras para definir as taxas de administração;
- c) Identificar as estratégias de precificação adotadas pelas instituições financeiras.

## 4 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Nesse capítulo é realizada a revisão de literatura utilizada no trabalho e que abordará os seguintes tópicos: fundos de investimento, marketing de serviços e formação de preços. Esses conceitos auxiliarão no entendimento do processo de precificação das taxas de administração de fundos de investimento.

### 4.1 FUNDOS DE INVESTIMENTO

De acordo com o site da ANBID (Associação Nacional de Bancos de Investimento), fundos de investimentos existem desde o século XIX. O primeiro foi criado na Bélgica e logo depois na Holanda, França e Inglaterra. O primeiro fundo mútuo nos Estados Unidos teve início de suas operações em 1924, e existe até hoje. No Brasil, o primeiro fundo foi criado em 1957.

A Associação conceitua um fundo de investimento como um condomínio que reúne 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. Os fundos, por se apresentarem como uma forma coletiva de aplicação de recursos, trazem vantagens, sobretudo ao pequeno investidor com baixo volume individual de capital disponível para a aplicação financeira (ASSAF NETO, 2010). Esse benefício é nítido, uma vez que os pequenos valores têm melhores condições do mercado financeiro, custos reduzidos e gestão e administração profissional dos seus recursos, mantendo-se em igualdade com grandes investidores. Isto é, os participantes não necessitam dominar técnicas de análise sofisticadas ou manter-se informados a respeito do mercado financeiro. Sem dúvidas, os fundos de investimento oferecem condições mais favoráveis de negociação e podem obter melhores resultados do que se os cotistas fossem atuar isoladamente (ASSAF NETO, 2010).

O segredo do Fundo de Investimento é a idéia de condomínio – a aplicação em conjunto-, ou seja, embora os aplicadores tenham o direito de resgatar suas cotas a qualquer momento, nem todos o fazem ao mesmo tempo, isto é, sempre fica uma grande soma disponível, que pode ser aplicada em títulos mais rentáveis. (FORTUNA, 2005, p. 451)

#### 4.1.1 Riscos dos fundos de investimento

A diversificação dos investimentos é possibilitada através da aplicação em suas diferentes classes, visando diluir o risco e aumentar o potencial de retorno. Essa mesma diversificação possibilita a redução do risco do investimento. Quanto maior a possibilidade de retorno de um fundo, maior também será o risco assumido pelo aplicador (ASSAF NETO, 2010). É natural que fundos que possuam um perfil de risco mais baixo obtenham retornos menores, se comparados aos de maior risco. Logo, cabe a cada investidor, conhecer o seu perfil de risco e optar por investimentos que estejam de acordo com essa análise.

Existem quatro riscos principais presentes nos fundos de investimento. São eles:

- **Risco de crédito:** é associado a possíveis perdas que o não pagamento de um título – ou pagamento em atraso – pela instituição emitente pode gerar ao patrimônio do fundo. Caso isso ocorra, a rentabilidade da carteira reduz-se pela perda de valor sofrida pelo título. Para reduzir esse risco, as empresas contratam agências especializadas, denominadas agências de *rating* responsáveis por classificarem o risco de crédito referente às obrigações que serão lançadas no mercado. O grau de risco determinado pela agência é a probabilidade de inadimplência da empresa devedora e as características da dívida emitida;
- **Risco de mercado:** os preços dos ativos oscilam por natureza, uns mais, outros menos. A variação do preço dos títulos é denominada volatilidade. O risco de mercado é vinculado à possibilidade de variação no valor dos títulos da carteira de investimentos do fundo. Essa perda pode ser



determinada por indicadores como inflação, taxa de juros da economia, variação do cambio, resultados da empresa. Esse risco pode ser dividido em outros dois:

- **Risco Sistemático:** parte da volatilidade dos ativos tem riscos comuns a todo o mercado, como a determinação de uma nova taxa básica de juros;
  - **Risco não sistemático ou específico:** é correspondente à características específicas do ativo, como por exemplo a divulgação de prejuízo anual por parte da empresa emissora do título.
- 
- **Risco de liquidez:** trata-se das possíveis dificuldades encontradas para a venda de títulos da carteira de investimentos, seja por baixa atratividade do mercado sobre os títulos ou pela baixa liquidez dos ativos de um mercado específico. Caso essa operação, mesmo com baixa liquidez ocorra, o valor é alterado substancialmente;
  - **Risco Operacional:** são relacionados às perdas inesperadas de uma instituição em função de erros operacionais, medidas de controle, erros humanos, danificação na estrutura de apoio, falha na modelagem de produtos e serviços ou mudanças no ambiente empresarial.

#### 4.1.2 Participantes de um fundo de investimentos

Os fundos são regidos por um regulamento que deve ser disponibilizado à todos os participantes juntamente com o prospecto no momento de seu ingresso (ASSAF NETO, 2010). Esse prospecto é o material legal do fundo e estabelece as regras básicas de seu funcionamento, bem como os possíveis riscos envolvidos, os tipos de ativos participantes da carteira, seus limites máximos e mínimos de

negociação, as estratégias de investimento escolhidas e os participantes envolvidos no fundo.

Segundo a instrução 409 da CVM, 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.

- **Administrador:** a gestão do fundo de investimento é desempenhada por uma empresa eleita pelos cotistas. Sua competência abrange as atividades legais e operacionais como contabilidade dos fundos, processamento do valor da cota, cálculos de imposto de renda, emissão de extratos e envio dos mesmos aos cotistas. O administrador também disponibiliza uma ouvidoria e serviço de esclarecimento de dúvidas e atendimento aos cotistas do fundo. É o responsável pela constituição do fundo e pela prestação de informações à CVM;
- **Gestor:** tem a responsabilidade de selecionar os ativos que irão compor a carteira levando em consideração o melhor risco-retorno adequado à estratégia e política de investimento definida pelo fundo. É o gestor que realiza a compra e a venda dos ativos no mercado em representação dos cotistas;
- **Custodiante:** é o responsável pela “guarda” dos ativos do fundo. É quem envia as informações de transações financeiras do fundo ao administrador e gestor;
- **Distribuidor:** é quem realiza a comercialização das cotas do fundo. Pode ser o próprio administrador ou terceiros.
- **Auditoria Externa:** todo o fundo de investimento deve ter um auditor independente que audite suas contas no mínimo uma vez ao ano, de acordo com regulamentação da CVM – Comissão de Valores Mobiliários.

Tanto o gestor quanto o administrador do fundo devem ser credenciados na CVM para que suas funções sejam exercidas. Outro ponto importante é que os recursos dos fundos nunca se misturam aos da instituição administradora.

Atualmente, fundos de investimento funcionam sobre a autorização da CVM e cabe à ANBID auxiliar na construção, modernização e aperfeiçoamento da sua legislação, influenciar e dar suporte à indústria para explorar adequadamente as oportunidades de crescimento e melhorar constantemente seus pilares.

#### **4.1.3 As taxas de fundos de investimento**

Os fundos de investimento cobram de seus participantes uma série de encargos. Esses encargos podem ser taxas de administração ou performance, contribuições que possam incidir sobre os bens, diretos e obrigações do fundo, despesas com impressão e expedição de documentos de comunicação aos cotistas, honorários e despesas do auditor, emolumentos e comissões das operações do fundo, despesas de constituição ou liquidação do fundo. Aos cotistas, essas despesas são repassadas em forma de taxas.

- **Taxa de administração:** essa taxa é fixada pela administradora do fundo e deve ser prevista em seu regulamento, qualquer alteração para mais na taxa deve ser votada em assembléia de cotistas, em casos de redução, a movimentação é livre. É cobrada sobre o resultado final do cotista independente de rentabilidade positiva ou negativa. Em geral, essa taxa é cobrada em termos anuais e é descontada diariamente sobre o patrimônio do fundo. Ou seja, a cota apresentada diariamente já vem líquida dos valores das taxas;
- **Taxa de performance:** é cobrada de acordo com o desempenho que apresentado pela carteira do fundo em comparação com um índice de mercado da mesma natureza do fundo (Índice Bovespa, no caso da bolsa de valores ou CDI, para aplicações de renda fixa). Sua cobrança é realizada após o desconto da taxa de administração. Um fundo com uma

taxa de performance de 20% sobre seu *benchmark* significa que será cobrado esse percentual sobre o rendimento que exceder o referencial no período determinado, geralmente semestral ou anual. É vedada a vinculação da taxa de performance a percentuais inferiores a 100% do parâmetro de referência. Nem todos os fundos cobram taxas de performance. Essa cobrança deve estar explícita no regulamento do fundo assim como o período estipulado de cobrança, no mínimo, semestral. A cota do fundo também é líquida de taxa de performance;

- **Taxa de entrada ou saída:** alguns fundos, como por exemplo, de prazo de resgate mais longo, possuem taxas e ingresso ou de saída.

Cabe ao administrador zelar para que as despesas com a contratação de terceiros prestadores de serviços não excedam o montante total da taxa de administração fixada no regulamento do fundo, correndo às suas expensas o pagamento de quaisquer despesas que ultrapassem esse limite.

As taxas de administração estipuladas não podem ser aumentadas sem prévia aprovação da assembleia geral, mas podem ser reduzidas unilateralmente pelo administrador, que deve comunicar esse fato, de imediato, à CVM e aos cotistas, promovendo a devida alteração no regulamento e, se for o caso, no prospecto.

Nos fundos abertos, as taxas de administração e de performance devem ser provisionadas por dia útil, sempre como despesa do fundo e apropriadas conforme estabelecido no regulamento.

#### **4.1.4 Cotas de fundos de investimento**

O fundo de investimento é dividido em participações conhecidas por cotas. As cotas do fundo proporcionam direito e obrigações iguais a todos os condôminos. Correspondem a frações ideais de seu patrimônio, são escriturais e nominativas.

Todo o valor aplicado em um fundo de investimentos corresponde a certa quantidade de cotas (ASSAF NETO, 2010).

O valor da cota do dia é o resultado da divisão do patrimônio líquido pelo número de cotas do fundo, sempre calculados no momento de fechamento de mercado. Esse patrimônio, formado pelos investidores é convertido nos ativos do fundo. Diariamente a negociação dos títulos que lastreiam a cota refletem em seu valor, mesmo que seja uma valorização ou desvalorização. Qualquer investidor que desejar entrar no fundo pagará o valor de cota atualizado conforme a política do fundo.

$$\text{Valor da cota} = \frac{\text{Patrimônio do fundo - despesas}}{\text{Número total de cotas}}$$

**Figura 1:** Cálculo do valor da cota

A Anbid regulamenta que todos os fundos de investimento devem ter seus ativos e, em consequência, a valorização de suas cotas, calculados com base nos preços transacionados no mercado. O nome desta prática é **Marcação a Mercado (MAM)**. O objetivo dessa prática é distribuir as riquezas do fundo de melhor forma, evitando perdas e ganhos entre os participantes.

A MAM também é importante por mais bem expressar o desempenho das cotas, incorporando aos ativos de sua carteira as oscilações de mercado. Em outras palavras, pela MAM os ativos de todos os fundos de investimento devem refletir os preços de mercado que seriam efetivamente negociados. (ASSAF NETO, 2010, p. 285)

Quando não há marcação dos ativos a mercado diariamente, há o risco de haver um rateio desigual entre os cotistas no momento do resgate de cotas. Por exemplo, um cotista que resgata seu valor total aplicado gera prejuízo para os cotistas que ficam caso já tenha havido desvalorização do mercado. No caso de

valorização, os novos cotistas pagam um preço extra, e nos resgates sofrem o prêmio extra.

#### 4.1.5 Classificação dos fundos de investimento

Fundos de investimento podem ser divididos em abertos e fechados.

- **Fundos abertos:** são aqueles em que o cotista pode solicitar resgate de suas cotas em qualquer momento. Logo, o número de cotas do fundo é variável. No momento em que o cotista compra cotas novos ativos são adquiridos, quando o cotista resgata, suas cotas desaparecem e o administrador vende cotas para pagar o resgate. Os fundos abertos podem ter prazo indeterminado de duração;
- **Fundos fechados:** O resgate das cotas só acontece ao término do prazo de duração do fundo, em deliberação de assembléia, havendo previsão no regulamento do fundo ou no caso de liquidação do mesmo. Possuem prazo de vida pré-definida junto ao cotista. São negociados em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado, tendo um número de cotistas limitado por estatuto e tem um prazo determinado de duração Alguns fundos permitem resgate prévio com a cobrança de taxa de saída previamente estabelecida no regulamento do fundo.

Além disso, a ANBID divide inicialmente os fundos de investimento em dois grades grupos:

- **Fundo de renda fixa:** Investem, no mínimo, 80% de seu patrimônio líquido em títulos de renda fixa (títulos públicos federais ou de baixo risco de crédito). Sua carteira pode conter, em menor número e desde que autorizados por lei, outros ativos, como ações ou títulos cuja taxa de retorno seja variável, mas, em sua maioria, é composta por ativos que tem uma taxa previamente acordada (títulos sintetizados através do uso de derivativos). De acordo com a ANBID podem ser referenciados, não referenciados e genéricos. Podem ser classificados como Médio e Alto

Risco que permitam mais de 20% de sua carteira em títulos de médio e alto risco de crédito;

- Fundos de renda variável: são aqueles cuja composição é, em sua maior parte, composto por aplicações em ações e/ou títulos cuja taxa de retorno é variável. Sua performance depende, pois, do seu desempenho no mercado.

Após a divisão inicial, a ANBID divide os fundos de investimento nas seguintes categorias:

#### **a) Fundos de Curto Prazo**

Os investimentos são realizados exclusivamente em: títulos públicos federais ou privados prefixados; títulos públicos federais – de emissão do Tesouro Nacional e/ou BACEN - ou privados indexados à taxa Selic/CDI ou a outra taxa de juros; e títulos públicos federais ou privados indexados a índices de preços. Seus preços máximos podem ter vencimento em até 375 dias, o prazo médio da carteira deve ser de inferior a 60 dias. A utilização de derivativos é permitida apenas para proteção da carteira de ativos do fundo.

Esse fundo pode investir em títulos privados, desde que o emissor seja classificado como de baixo risco de crédito.

##### **i. Referenciados DI:**

Tem como objetivo investir, no mínimo, 95% do valor de sua carteira em títulos ou operações que procuram acompanhar as variações do CDI ou SELIC. Esses títulos podem estar sujeitos à oscilações oriundas do ágio ou deságio dos títulos em relação aos seus parâmetros de referência. O montante não aplicado em operações que busquem acompanhar as variações destes parâmetros de referência deve ser aplicado somente em operações permitidas para os Fundos Curto Prazo. Esses fundos seguem as disposições do artigo 94 da Instrução CVM 409.

##### **ii. Referenciados Outros:**

Fundos que objetivam investir, no mínimo, 95% do valor de sua carteira em títulos ou operações que busquem acompanhar as variações de um parâmetro de referência diferente daqueles definidos no item 2.1 acima, estando também sujeitos às oscilações decorrentes do ágio/deságio dos títulos em relação ao seu parâmetro de referência. Os recursos não aplicados em operações que acompanham o parâmetro de referência devem ser aplicados somente em operações permitidas para os Fundos Curto Prazo. Não são permitidas moedas estrangeiras ou ações como referencial.

#### **b) Fundos Cambiais**

Aplicam, no mínimo, 80% de sua carteira em ativos – considerando qualquer espectro de risco ou crédito – relacionados diretamente ou sintetizados via derivativos, à moeda estrangeira determinada. Os recursos não aplicados em ativos relacionados direta ou indiretamente à moeda estrangeira determinada devem ser aplicados somente em títulos e operações de Renda Fixa (Pré ou Pós fixada à taxa Selic/CDI). Esse tipo de fundo não admite alavancagem. Normalmente, as moedas de referência são o Dólar ou o Euro.

#### **c) Fundos Multimercado:**

São fundos que admitem estratégias adotadas pela equipe de gestão a fim de atingir os objetivos propostos prevalecendo sobre os instrumentos utilizados. Podem possuir ativos de renda variável ou fixa, com ou sem alavancagem e, em sua política de investimento são envolvidos vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator especial. São divididos em dez categorias específicas:

- i. Multimercados Macro: realizam operações em diversas classes de ativos (renda fixa, renda variável, câmbio, etc.) definindo as estratégias de investimento baseadas em cenários macroeconômicos de médio e longo prazo, atuando de forma direcional. Admitem alavancagem.
- ii. Multimercados Trading: concentram as estratégias de investimento em diferentes mercados ou classes de ativos, explorando oportunidades



- de ganhos originados por movimentos de curto prazo nos preços dos ativos. Aditem alavancagem.
- iii. Multimercados Multiestratégia: podem adotar mais de uma estratégia de investimento, sem o compromisso declarado de se dedicarem a uma em particular. Aditem alavancagem.
  - iv. Multimercados Multigestor: têm por objetivo investir em mais de um fundo geridos por gestores distintos. A principal competência envolvida consiste no processo de seleção de gestores. Aditem alavancagem.
  - v. Multimercados Juros e Moedas: buscam retorno no longo prazo através de investimentos em ativos de renda fixa, admitindo estratégias que impliquem em risco de juros do mercado doméstico, risco de índice de preço e risco de moeda estrangeira. Não são permitidas estratégias que impliquem em risco de renda variável (ações, etc.). Aditem alavancagem.
  - vi. Multimercados Estratégia Específica: adotam estratégia de investimento que implique em riscos específicos, tais como commodities e índice futuro. Aditem alavancagem.
  - vii. Long and Short – Neutro: fazem operações de ativos e derivativos ligados ao mercado de renda variável, montando posições compradas e vendidas, com o objetivo de manterem a exposição neutra ao risco do mercado acionário. Os recursos remanescentes em caixa devem ficar investidos em operações permitidas ao tipo Referenciado DI. Aditem alavancagem.
  - viii. Long and Short – Direcional: fazem operações de ativos e derivativos ligados ao mercado de renda variável, montando posições compradas e vendidas. O resultado deve ser proveniente, preponderantemente, da diferença entre essas posições. Os recursos remanescentes em caixa devem ficar investidos em operações permitidas ao tipo Referenciado DI. Aditem alavancagem.

- ix. Balanceados: buscam retorno no longo prazo através de investimento em diversas classes de ativos (renda fixa, ações, câmbio, etc.). Estes fundos utilizam uma estratégia de investimento diversificada e, deslocamentos táticos entre as classes de ativos ou estratégia explícita de rebalanceamento de curto prazo. Devem ter explicitado o mix de ativos (percentual de cada classe de ativo) com o qual devem ser comparados (asset allocation benchmark). Sendo assim, esses fundos não podem ser comparados a um indicador de desempenho que reflita apenas uma classe de ativos (por exemplo: 100% CDI). Não admitem alavancagem.
- x. Capital Protegido: buscam retornos em mercados de risco procurando proteger parcial ou totalmente o principal investido.

#### **d) Fundos de Dívida Externa**

São fundos que têm como objetivo investir preponderantemente em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União. Devem seguir o disposto no artigo 96 da instrução CVM 409.

#### **e) Fundos de Ações**

Os Fundos de Ações devem possuir, no mínimo, 67% da carteira em ações à vista, bônus ou recibos de subscrição, certificados de depósito de ações, cotas de fundos de ações, cotas de fundos de índice de ações, Brazilian Depositary Receipts (BDRs) classificados como níveis II e III ou ações de entidades de mercado de balcão organizado.

As aplicações em renda variável devem ter sua precificação realizada pelo preço de mercado, ajustado pela dedução do valor do tributo devido sobre os valores de ganhos de capital, dividendos ou juros sobre capital próprio.

Assim como os fundos multimercado, possuem uma série de classificações específicas que limitam o tipo de operação realizada:

#### **1. Fundos de Ações Ibovespa**

**1.1. Ações Ibovespa Indexado:** o objetivo de investimento é acompanhar o comportamento do índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa). Não admitem alavancagem.

**1.2. Ações Ibovespa Ativo:** utilizam o Índice Bovespa como referência e tem como objetivo explícito superar este índice. Admitem alavancagem apenas para a proteção de carteira.

## **2. Fundos de Ações IBrX**

**2.1. Ações IBrX Indexado:** O objetivo de investimento é acompanhar o comportamento do Índice Brasil das 100 maiores empresas (IBrX) ou do Índice Brasileiro das 50 maiores empresas (IBrX 50). Não admitem alavancagem.

**2.2. Ações IBrX Ativo:** que utilizam o IBrX ou o IBrX 50 como referência, tendo objetivo explícito de superar o respectivo índice. Admitem alavancagem.

**3. Fundos de Ações Setoriais:** investem em empresas pertencentes a um mesmo setor ou conjunto de setores da economia. Estes fundos devem explicitar em suas políticas de investimento os setores, subsetores ou segmentos elegíveis para aplicação, conforme classificação setorial definida pela Bolsa de Valores de São Paulo. Não admitem alavancagem.

**3.1. Ações Setoriais Telecomunicações** tem como estratégia é investir em ações do setor de telecomunicações. Os recursos remanescentes em caixa devem ficar investidos em operações do tipo Referenciado DI.

**3.2. Ações Setoriais Energia:** sua estratégia é investir em ações do setor de energia. Os recursos remanescentes em caixa devem ficar investidos em operações permitidas ao tipo Referenciado DI.

**3.3. Ações Setoriais Livre:** classificam-se neste subsegmento os Fundos de Ações Setoriais que não se enquadrem em nenhum dos subsegmentos anteriores. Seus recursos remanescentes em caixa devem ficar investidos em operações permitidas ao tipo Referenciado DI.

**3.4. Ações Setoriais Privatização Petrobrás – FGTS:** regulamentados pelas Instruções CVM 141/1991, 157/1991, 266/1997, 279/1998 e suas modificações, permitem ao investidor utilizar percentual do seu FGTS para aquisição de ações da Petrobrás.

**3.5. Ações Setoriais Privatização Petrobrás – Recursos Próprios:** regulamentados pela Instrução CVM 409/2004 e suas modificações e que atendem aos requisitos estabelecidos em ofertas de valores mobiliários no âmbito do Programa Nacional de Desestatização e dos Programas Estaduais de Desestatização.

**3.6. Ações Setoriais Privatização Vale – FGTS:** regulamentados pelas Instruções CVM 141/1991, 157/1991, 266/1997, 279/1998 e suas modificações, permitem ao investidor utilizar um percentual do seu FGTS na aquisição de ações da Cia Vale do Rio Doce.

**3.7. Ações Setoriais Privatização Vale – Recursos Próprios:** regulamentados pela Instrução CVM 409/2004 e suas modificações e que atendem aos requisitos estabelecidos em ofertas de valores mobiliários no âmbito do Programa Nacional de Desestatização e dos Programas Estaduais de Desestatização.

**4. Fundos de Ações Privatização FGTS – Livre:** regulamentados pelas Instruções CVM 141/1991, 157/1991, 266/1997, 279/1998 e suas modificações. Estes fundos podem aplicar em outros valores mobiliários que não aqueles objeto da privatização e, suas cotas são integralizadas exclusivamente com recursos resultantes da transferência de recursos dos Fundos de Ações Setoriais Privatização - FGTS.

**5. Fundos de Ações Small Caps:** sua carteira investe, no mínimo, 90% em ações de empresas que não estejam incluídas entre as 25 maiores participações do IBrX, ou seja, ações de empresas com relativa mente baixa e média liquidez de mercado. Os 10% remanescentes podem ser investidos em ações de maior liquidez ou capitalização de mercado, desde que não estejam incluídas entre as 10 maiores participações do IBrX, ou em caixa. Os recursos remanescentes em caixa devem

ficar investidos em operações permitidas ao tipo Referenciado DI. Não admitem alavancagem a não ser para a proteção de carteira.

**6. Fundos de Ações Dividendos:** sua carteira investe somente em ações de empresas com histórico de *dividend yield* (renda gerada por dividendos) consistente ou que, na visão do gestor, apresentem essas perspectivas. Os recursos remanescentes em caixa devem ficar investidos em operações permitidas ao tipo Referenciado DI. Não admitem alavancagem a não ser para a proteção de carteira.

**7. Fundos de Ações Sustentabilidade/Governança:** investem somente em empresas que apresentam bons níveis de governança corporativa, ou que se destacam em responsabilidade social e sustentabilidade empresarial no longo prazo, conforme critérios estabelecidos por entidades reconhecidas no mercado ou supervisionados por conselho não vinculado à gestão do fundo. Os recursos remanescentes em caixa devem ficar investidos em operações permitidas ao tipo Referenciado DI. Não admitem alavancagem a não ser para a proteção e carteira.

**8. Fundos de Ações Livre:** classificam-se neste segmento os fundos de ações abertos que não se enquadrem em nenhum dos segmentos anteriores (7.1. a 7.7., e seus subsegmentos). Admitem alavancagem somente para a proteção de carteira.

**9. Fundos Fechados de Ações:** de condomínio fechado regulamentados pela Instrução CVM 409/2004 e suas modificações.

**f) Fundos Exclusivos Fechados:**

Fundos de investimentos exclusivos têm apenas um cotista. São constituídos sob a forma de condomínio fechado e devem apresentar, no máximo, uma única amortização de cotas a cada período de 12 meses. Não podem ser considerados exclusivos fechados os fundos de Investimento em Ações, Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Ações, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, assim como os fundos de investimento não compreendidos na disciplina do Código de Regulação e Melhores Práticas da ANBID para os Fundos de Investimento, tais como os Fundos de Investimentos em Participações e

Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações, bem como os Fundos de Investimento Imobiliários e os Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento Imobiliários.

Apenas investidores qualificados podem ser cotistas dos fundos exclusivos. Segundo Fortuna (2005), são considerados investidores qualificados:

- Instituições financeiras;
- Companhias seguradoras e sociedades de capitalização;
- Entidades abertas e entidades fechadas de previdência complementar;
- Pessoas Físicas ou Jurídicas que possuem investimento financeiro superior a R\$ 300.000,00 e que atestem por escrito a condição de Investidor Qualificado;
- Fundos de Investimento exclusivos de investidores qualificados; e
- Administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios.

Além das citadas acima, ainda existem outras categorias de fundos de investimento menos populares ao mercado de varejo mas também categorizadas pela ANBIMA.

- **Fundos de Previdência**

Nesta categoria incluem-se os Fundo de Aposentadoria Programada Individual (FAPI's) e Fundos Exclusivos para Plano Gerador de Benefício Livre (PGBL's). Podem seguir as seguintes classificações:

- a) Previdência Referenciado DI;
- b) Previdência Renda Fixa;
- c) Previdência Renda Fixa Médio e Alto Risco;
- d) Previdência Cambial Dólar;

- e) Previdência Balanceados;
- f) Previdência Multimercados Sem Renda Variável;
- g) Previdência Multimercados Com Renda Variável.

- **Fundos Off Shore**

São fundos constituídos fora do território brasileiro, mas cujo gestor localiza-se no Brasil. Podem ser divididos em:

1. Off Shore Renda Fixa;
2. Off Shore Renda Variável;
3. Off Shore Mistos.

- **Fundos de Investimentos em direitos creditórios:** São regulamentados pelas Instruções CVM 356/2001 e CVM 399/2003 e suas modificações;
- **Fundos de Investimento Imobiliário:** São regulamentados pelas Instruções CVM 205/1994 e CVM 206/1994 e suas modificações;
- **Fundos de Índice:** Fundos regulamentados pela Instrução CVM 359/2002;
- **Fundos de Participações:** Fundos regulamentados pelas Instruções CVM 153/1991, 209/1994 e 391/2003 e suas modificações

Segue abaixo, um quadro explicativo formulado pela ANBID com a classificação padrão de fundos de investimento.

Classificação ANBID de Fundos de Investimento (Atualizada pela Deliberação N°. 39 de 03/03/09)			
Categoria ANBID	Tipo ANBID	Riscos	
Curto Prazo	Curto Prazo	DIVEREUC	
	Aplicação Automática		
Referenciados	Referenciado DI	Índice de Referência	
	Referenciado Outros		
Renda Fixa	Renda Fixa*	Juros Mercado Doméstico + Ind de Preços + Alavancagem	
	Renda Fixa Médio e Alto Risco *	Juros Mercado Doméstico + Crédito + Ind de Preços + Alavancagem	
Multimercados	Long And Short - Neutro *	Renda Variável + Alavancagem	
	Long And Short - Direcional *	Renda Variável + Alavancagem	
	Multimercados Macro *	Diversas Classes de Ativos + Alavancagem	
	Multimercados Trading *		
	Multimercados Multiestratégia *		
	Multimercados Multi gestor *		
	Multimercados Juros e Moedas *		
	Multimercados Estratégia Específica *		
	Balaneados	Diversas Classes de Ativos	
Capital Protegido			
Investimento no Exterior	Investimento no Exterior	Títulos da dívida externa e taxa de câmbio	
Ações	Ações IBOVESPA Indexado	Índice de Referência	
	Ações IBOVESPA Ativo *	Índice de Referência + Alavancagem	
	Ações IBIX Indexado	Índice de Referência	
	Ações IBIX Ativo *	Índice de Referência + Alavancagem	
	Ações Setoriais Telecomunicações	Renda Variável	
	Ações Setoriais Energia		
	Ações Setoriais Livre		
	Ações Setoriais Privatização Petrobrás - FGTS		
	Ações Setoriais Privatização Petrobrás – Recursos Próprios		
	Ações Setoriais Privatização Vale - FGTS		
	Ações Setoriais Privatização Vale – Recursos Próprios		
	Ações Privatização FGTS - Livre		
	Ações Small Caps		
	Ações Dividendos		
	Ações Sustentabilidade/Governança		
	Ações Livre *		Renda Variável + Alavancagem
	Fundos Fechados de Ações		Renda Variável
	Cambial	Cambial Dólar	Moeda de Referência
		Cambial Euro	

\* Tipo ANBID admite alavancagem

**Figura 2: Classificação ANBID de fundos de investimento.**

Fonte: [www.anbid.com.br](http://www.anbid.com.br)

## 4.2 MARKETING DE SERVIÇOS

Serviços são atividades econômicas que criam valor e fornecem benefícios para clientes em tempos e lugares específicos, em decorrência da realização de mudanças em nome do destinatário ou por vontade do mesmo (LOVELOCK e



WRIGHT, 2001). Para Kotler (2008), serviço é toda atividade que uma parte pode oferecer a outra, que seja totalmente intangível e que não resulte na propriedade de um bem. Zeithaml & Bitner (2003) define amplamente serviços como ações processos ou atuações que não são tangíveis, não podem ser tocadas ou vistas e sentidas. Logo, serviços não são produzidos por empresas de serviços apenas, mas também por fabricantes de produtos em geral. Dessa forma, a distinção entre serviço e serviço ao cliente, se torna importante. O serviço ao cliente é o serviço prestado para dar apoio ao grupo de produtos principais de uma empresa (ZEITHAML & BITNER, 2003). Ao comprar um automóvel, alguns serviços podem ser oferecidos adicionalmente ao cliente, como a revisão após um período determinado da compra ou o esclarecimento de dúvidas de uso do produto através de um *call center* disponibilizado pela empresa. Já o serviço propriamente dito é aquele oferecido como atividade principal de uma empresa aos seus clientes, como por exemplo, um corte de cabelo ou uma aula na faculdade. O setor de serviços é a parte da economia representada por serviços de todas as naturezas, incluindo os oferecidos por organizações públicas e sem fins lucrativos.

#### **4.2.1 Características de bens e de serviços**

Outra definição importante a ser feita é a distinção entre bens e produtos. Lovelock e Wright (2001) define produto como a produção central, seja ela um serviço ou bem fabricado, realizada por uma empresa. Já bens, são objetos ou dispositivos que propiciam benefícios aos clientes por meio de sua propriedade ou uso. Sendo assim, encontramos a principal diferença entre bens e serviços: a intangibilidade dos mesmos, que faz com que, normalmente, o cliente extraia valor do serviço sem obter a propriedade de qualquer bem tangível (LOVELOCK e WRIGHT, 2001).

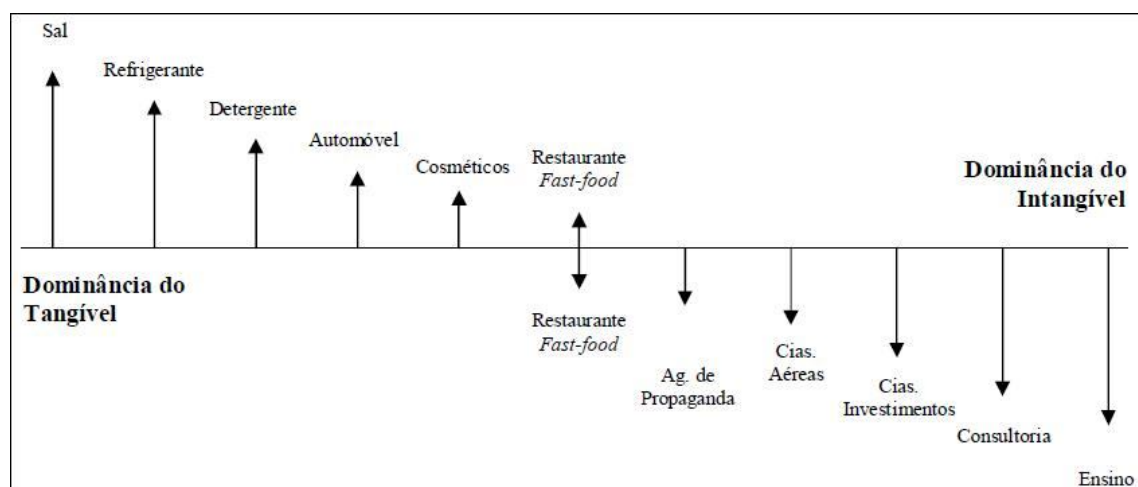
##### **a) Intangibilidade**

Serviços não podem ser vistos, tocados, sentidos, carregados como é possível de ser fazer com bens tangíveis. A intangibilidade pode ser determinante ao

delimitarmos se uma oferta é ou não um serviço, a partir disso, concluímos que apenas poucos produtos são pura ou plenamente tangíveis (ZEITHAML & BITNER, 2003).

A figura abaixo demonstra essa relação. Em um extremo são classificados os bens sem qualquer tipo de serviço, ou “puramente tangíveis” enquanto no outro extremo estão aqueles sem qualquer tipo de nem físico, os “serviços puros”. Entretanto, é notável que produtos tenham elementos tanto de bens quanto de serviço. Para isso, a escala abaixo é apresentada por diversos autores, a fim de mensurar os níveis de serviços presentes em muitos bens e os produtos envolvidos na produção de diversos tipos de serviços.

Os serviços de investimento encontram-se na área em que o intangível é dominante, mas ainda assim, alguns elementos tangíveis são necessários para a efetivação do negócio por parte do cliente.



**Figura 2: Espectro de tangibilidade**  
 Fonte: Adaptado de Shostack (1977, p. 77)

## b) Heterogeneidade

Por serem prestados por seres humanos, a probabilidade de dois serviços serem exatamente iguais é muito baixa. Os funcionários que prestam o serviço frequentemente são o serviço aos olhos do cliente (ZEITHAME & BITNER, 2003). Além disso, dois clientes nunca serão os mesmos e cada um terá experiências e percepções exclusivas do consumo do serviço. Zeithaml & Bitner (2003), afirmam

que a heterogeneidade é, em larga escala, o resultado da interação humana e de variações aí decorrentes. Lovelock e Wright (2001), ressaltam que, em serviços de alto contato, os clientes não somente entram em contato com os responsáveis pela prestação dos serviços, mas também realizam contato com outros clientes. As experiências vividas e relatadas pelo clientes podem ser fatores cruciais no processo de tomada de decisão da prestadora de serviço. Além disso, não há certeza de que o serviço executado atenda o que foi planejado e divulgado uma vez que a qualidade do serviço depende de diversos fatores e muitos deles, podem ser incontroláveis.

### **c) Produção e consumo simultâneos**

A maior parte dos bens é produzida para depois ser consumida. Nos serviços, a maior parte é vendida para depois ser consumida e produzida (ZEITHAML & BITNER, 2003). Logo, em muitas partes do processo de produção o cliente está presente e além de presenciar, participa do processo de produção do produto. Sendo assim, serviços não podem ser produzidos em massa, e o envolvimento simultâneo de um ou mais clientes pode afetar não só a qualidade do serviço prestado como também o a experiência vivida por diferentes clientes. Um exemplo é uma viagem de avião ou um jantar em um restaurante muito cheio, os chamados “clientes problema” podem causar efeitos não somente a eles mesmos como também aos demais clientes que estejam consumindo o serviço no mesmo momento. Outro ponto importante é a capacidade que os funcionários tem de influenciar o processo de produção: qualquer ponto fora do planejado inicialmente pode influenciar o consumo e percepção de muitos clientes.

### **d) Perecibilidade**

Serviços não podem ser preservados, estocados ou devolvidos. É impossível devolver uma viagem de avião ou um corte de cabelo. Além disso, segundo Zeithaml e Bitner (2003), a previsão de demanda e o planejamento de capacidade instalada tornem-se desafios aos gestores. Quando a demanda excede a capacidade, os clientes podem sair desapontados por não haver disponibilidade de estoque reserva (LOVELOCK e WRIGHT, 2001). Ou ainda, manter uma estrutura ociosa quando não há demanda suficiente pode ser penoso a empresa.

Outro ponto importante é a importância do tempo. A maioria dos serviços é entregue em tempo real. Os clientes estão fisicamente presentes para recebê-los a demora na prestação pode ser um conflitante.

#### **4.2.2 O composto de Marketing de serviços**

Em se tratando de marketing de produto, os “4 Ps” – produto, promoção, praça (distribuição) e preço – são elementos estratégicos básicos considerados pelos profissionais de marketing (LOVELOCK e WRIGHT, 2001). São elementos centrais em qualquer decisão de um plano de marketing. Sua noção de composto sugere que todas as variáveis são inter-relacionadas e dependem umas das outras em uma medida ideal para um determinado segmento em um determinado momento (ZEITHAML & BITNER, 2003).

Ao abordarmos o marketing de serviços, temos conhecimento de que, muitas vezes, seu consumo e produção são simultâneos. Além disso, as busca constante de clientes por indicadores de tangibilidade do serviço adquirido contribuem para a inclusão de variáveis adicionais ao composto do marketing de serviços. Lovelock e Wright (2001) consideram os “8 Ps” do marketing de serviços, já Zeithaml e Bitner (2003) consideram apenas “7Ps”. Abordaremos o conceito de 8 variáveis adotado por Lovelock e Wright (2001): produto (elementos do produto), lugar e tempo (*place and time*), processo, produtividade e qualidade, pessoas, promoção e educação. praça (distribuição), evidência física (*physical evidence*), e preços e outros custos do serviço.

Segundo Zetihml e Bitner (2003), os novos elementos do composto de marketing de serviços são incluídos no composto do marketing de serviços por estarem dentro do controle da empresa e qualquer um deles pode influenciar a decisão inicial do cliente e seus níveis de satisfação.

- **Produto (elementos do produto):** São considerados todos os componentes do desempenho do serviço que criam valor para os clientes (LOVELOCK e WEIGHT, 2001). No caso de serviços, deverão ser levados em consideração elementos como manutenção do nível de qualidade, garantias, apresentação. A escolha dessas características e dos demais elementos envolvidos no produto final deverão ser expostos ao cliente de acordo com os benefícios por ele desejados e o grau de desempenho que os concorrentes do mesmo setor apresentam;
- **Lugar e tempo:** corresponde às decisões tomadas em relação à como e quando e de que forma o serviço será disponibilizado ao cliente. De acordo com a natureza do serviço, os canais de distribuição poderão ser eletrônicos ou presenciais; a exposição poderá ser feita diretamente pela empresa fornecedora do serviço ou através de agentes intermediários ou espaços em pontos de distribuição; a entrega do serviço também poderá contar com agentes intermediários comissionados com percentuais sobre um valor acordado, como o que ocorre no mercado financeiro;
- **Processo:** Segundo Zeithaml e Bitner (2003) correspondem aos procedimentos, mecanismos e o roteiro das atividades através dos quais o serviço é executado. Alguns serviços, devido a sua complexidade, exigem do cliente o acompanhamento de uma série de padrões a fim de completar o processo, caso sejam mal concebidos ou demorados, esse processos podem irritar os clientes alterando sua percepção a respeito do benefício final da compra. Os processos podem ser seguidos em linha ou de forma padronizada, outros podem ser totalmente individualizados e exclusivos, o ponto importante é o de a empresa entender que essas são formas de julgamento do serviço por parte do cliente;
- **Produtividade e qualidade:** Lovelock e Wright (2001) frisam que os dois assuntos devem ser abordados separadamente. A produtividade consiste no grau de eficácia com que os insumos do serviço são transformados em produtos que adicionam valor ao cliente. A produtividade é afetada no momento em que controles de custo são realizados pela gerência a fim de melhorar a produtividade, porém, cortes de custo podem afetar

percepções de funcionários e de clientes. Já a qualidade é conceituada como o grau em que um serviço satisfaz os clientes ao atender suas necessidades, desejos e expectativas (LOVELOCK e WRIGHT, 2001). A qualidade é elemento essencial para que os clientes diferenciem o produto da concorrência e a fidelização aumente. Assim como a produtividade, a qualidade está diretamente ligada aos custos da empresa e deve ser cuidadosamente analisada junto ao departamento financeiro a fim de não comprometer os resultados da empresa;

- **Pessoas:** aara Zeithaml e Wright (2003), todo e qualquer agente humano que desempenha um papel no processo de execução ou consumo de um serviço influenciam as decisões do comprador. Essas pessoas podem ser compradores, funcionários da empresa, clientes da empresa ou fornecedores. A interação direta e pessoal entre clientes e funcionários da empresa pode ser crucial para as percepções de qualidade do serviço por parte do cliente. Clientes, normalmente, julgam a qualidade do serviço que recebem através da avaliação das pessoas que os atendem. Como essas pessoas estão vestidas, sua aparência pessoal, suas atitudes e comportamentos, em conjunto, influenciam a percepção dos clientes em relação aos serviços (ZEITHAML e BITNER, 2003). Conforme reforçam Zeithaml e Bitner (2003), em outras situações, o próprio cliente pode influenciar o resultado final do serviço, como no caso de consultorias, caso o cliente não apresente as informações necessárias no tempo certo e executando as atividades de forma padrão. Já em teatro, jogos de futebol ou aulas presenciais, o comportamento de outros clientes podem influenciar a qualidade dos serviços recebidos por outros;
- **Promoção e educação:** segundo Lovelock e Wright (2001), correspondem a todas as atividades e incentivos de comunicação destinados a aumentar a preferência do cliente por um determinado serviço ou fornecedor. Os autores reforçam que três papéis são cruciais para o desempenho dessa atividade: fornecimento de informações e conselhos necessários, persuasão de clientes-alvo em relação aos méritos do produto e incentivo dos clientes a aderirem em momentos específicos.

No marketing de serviços, principalmente à clientes novos, a comunicação é educacional. É papel das empresas explicarem os benefícios do serviço, como e onde obtê-los e como realizarem os processos do serviço, para isso, é necessário a determinação de um número ideal de pessoas que compõe o time que fornecera o serviços, além disso, é preciso recrutar, selecionar e treinar pessoas aptas e qualificadas a transmitirem a comunicação da empresa aos clientes. As decisões de propaganda e mídia também devem focar públicos alvo e relacionar de forma correta o conteúdo veiculado através das mídias (televisão, rádio, jornal, internet, por exemplo);

- **Evidencia física:** de acordo com Zeithaml e Bitner (2003), trata-se do ambiente no qual o serviço é executado e onde a empresa interage com o cliente, assim como qualquer componente tangível que facilite o desempenho ou comunicação do serviço. As empresas de serviço precisam administrar cuidadosamente a evidência física, uma vez que essa pode impactar profundamente sobre as decisões dos clientes (LOVELOCK e WRIGHT, 2001). A aparência dos veículos, estrutura das instalações físicas, mobília, cartões de visita, garantias, vestimentas e aparência do quadro pessoal, qualidade e clareza da informação prestada, material impresso, são sob a percepção dos clientes, todas representações tangíveis do serviço. Especialmente quando os clientes têm pouco a julgar do serviço, o uso de indicadores e símbolos será feito a fim de proporcionar, por parte das empresas, o envio de mensagens consistentes a respeito da organização;
- **Preço e outros custos de serviço:** classificados como a despesa em dinheiro, tempo e esforço que os clientes incorrem ao comprar e consumir serviços (LOVELOCK e WRIGHT, 2001). O preço não se limita a determinar o valor a ser pago pelo cliente na compra do serviço, mas também considerar o tempo, esforço intelectual e físico e experiências sensoriais vividas pelo cliente ao consumir o serviço. Obviamente, responsabilidades tradicionais como cálculo da margem, repasse de

comissões, condições de pagamento e crédito, diferenciação e descontos devem ser levados em consideração.

#### 4.3 PREÇO

Churchill e Peter (2000) conceituam o preço como sendo a quantidade de dinheiro a ser cobrado em troca de determinado bem ou serviço. Mais especificamente, é o valor pecuniário que os consumidores trocam pelo benefício de possuírem um produto ou utilizarem determinado serviço.

Para Kotler (1998), o preço determina o valor de um produto aos olhos do cliente e em relação aos produtos do concorrente.

O preço cobrado por um produto estabelece o valor de troca para as partes envolvidas. Assim sendo, o consumidor está disposto a trocar dinheiro por uma série de valores que a empresa empregou em um produto (SEMENIK e BAMOSSY, 1995).

Ao contrário dos outros três componentes do composto de marketing, que geram custo, o preço é responsável pela obtenção de receitas (KOTLER, 1999). Diante disso, a escolha de decisões corretas envolvendo o preço e da utilização de estratégias adequadas são fundamentais para o atingimento dos objetivos.

Carneiro et. al. (2004) afirma que a decisão sobre o preço deve ser coerente com as demais decisões de marketing e com as estratégias da empresa, contribuindo para o atingimento das metas estabelecidas. Diante disso, a formação dos preços deve ocorrer de forma sistemática e estratégica, levando em consideração as variáveis internas e externas da organização, bem como o valor que os clientes estão dispostos a pagar pelos produtos.

Para Kotler (2000), os fatores que são determinantes para a formação do preço são: a demanda dos clientes, o custo e os preços dos concorrentes. A singularidade do produto é importante já que afetará a avaliação dos clientes e



posicionará o mesmo perante a concorrência. Dessa forma, quando maior for a diferenciação, maior a possibilidade de se cobrar um preço mais elevado.

Para o autor, o preço tem um efeito psicológico sobre os consumidores, já que muitos o utilizam como indicador de qualidade. Isso acontece porque os compradores possuem em mente um preço de referência formado com a lembrança dos preços atuais, preços anteriores ou no contexto da compra.

Para Aaker (1998), a relação entre o preço e a qualidade percebida depende de outros aspectos. Ele tende a ser sugestão de qualidade do produto sempre que outras informações não estiverem disponibilizadas. Ao contrário, quando sugestões intrínsecas ou extrínsecas estiverem disponíveis, a relação preço e qualidade tenderá a ser mais superficial.

Dolan e Simon (2002) são mais específicos e afirmam que os preços são determinados pelo mercado e as organizações precisam se adaptar para conseguir aumentar os seus resultados. Com isso, a elaboração dos preços deve ser baseada na percepção dos consumidores. Os autores desenvolveram um modelo que permite trabalhar com o valor do produto e não apenas com os custos e o lucro desejado pelo consumidor.

#### **4.3.1 Estratégias de formação de preços**

A política de formação de preços é um dos pontos chave da estratégia de marketing de empresas que almejam o sucesso.

Para Bernardi (2004), podem-se seguir três caminhos na formação dos preços. No primeiro, a empresa determina os seus objetivos para depois determinar os seus preços. Os objetivos podem ser:

- Penetração de mercado;
- Preço e exclusividade;

- Recuperação do caixa;
- Aumento da participação;
- Maximização dos resultados;
- Promoção para o produto ou serviço;
- Relação preço e qualidade;
- Relação preço e oportunidade.

Para o autor, o segundo caminho a ser seguido é a política de preços em função da demanda. Neste processo, os produtos, mercadorias e serviços são oferecidos por preços diferenciados, levando-se em consideração os clientes, momentos ou locais.

A terceira possibilidade é a formação de preços em função do mercado em que atua, podendo adotar as seguintes posturas:

- Utilizar o preço médio praticado;
- Determinar preços mais baixos ou mais altos respeitando-se determinados patamares;
- Formar um preço competitivo elaborado de fora para dentro da organização.

Para Morris e Morris (1994), a precificação de um produto deve levar em consideração que a principal tarefa do negócio é criar valor no mercado e que a função do preço é refletir o valor do produto. As questões-chave para tal propósito são as necessidades e os desejos dos clientes.

Sardinha (1995) afirma que as organizações devem considerar os seguintes aspectos no momento de formação de preços: o tipo e o grau das necessidades dos consumidores. A efetiva capacidade de gastos dos consumidores em relação aos seus rendimentos, o benefício agregado ao uso do produto da firma do ponto de vista do consumidor, a relação benefício/custo percebida pelos consumidores acerca

dos produtos da empresa e dos seus concorrentes, bem como os modismos e tendências empregados na sociedade.

Em relação aos custos, Carneiro (2004), afirma que estes devem ser conhecidos e mensurados de uma forma correta, facilitando o processo de gestão empresarial. Preços bem calculados dependem de dados precisos, sistemas de custeio, informações financeiras e uma correta estrutura de formação de preços, com base nos custos (BERNARDI, 2004).

Cogan (1999) divide o assunto de estratégia de formação de preços em:

1. Estratégia de preços distintos: consiste na prática de diferentes preços para diferentes compradores. Podem ser adotadas as seguintes estratégias para atingir esse objetivo: desconto em um segundo mercado, desnatação e desconto periódico e randômico;
2. Estratégia de preços competitivos: podem ser usadas as seguintes técnicas – igualar a estratégia de competição, cotar por baixo do preço de competição, líderes de preços e seguidores, preço de penetração, preço predatório e preço inflacionário;
3. Estratégia de precificação por linhas de produtos: consiste na obtenção do máximo lucro para o conjunto de produtos da linha. As seguintes definições são usadas: preço cativo, preço isca e preço de líder, preço pacote e múltiplas-unidades de preço.

Para Urdan e Urdan (2006), existem quatro categorias de estratégias. São elas:

- a) Apreçamento competitivo: nessa categoria, a empresa define o preço para aproveitar sua posição diante dos concorrentes. Utiliza-se das seguintes estratégias:
  - Liderança de preço: realizada principalmente por empresas líderes e sólidas, que inicia a mudança de preços sabendo que os concorrentes possivelmente irão acompanhá-la;

- Estratégia de paridade de preços: são praticados preços parecidos com os da concorrência para produtos similares ou mantidas constantes as diferenças de preços entre eles;
  - Estratégia de preço de prestígio: o preço praticado é relativamente elevado e mantido assim ao longo do tempo. A empresa cobra mais em virtude do benefício dos produtos;
  - Estratégia de preço mais baixo: atua com preços mais baixos que os concorrentes;
  - Estratégia geográfica de preços: a empresa cobra custos de deslocamento do produto até a entrega aos intermediários ou aos clientes.
- b) Apreçamento de novos produtos: utiliza-se das seguintes estratégias:
- Estratégia de desnatação: o novo produto recebe o maior preço que um segmento de consumidores aceita pagar. Depois o preço é reduzido aos poucos para incorporar novos segmentos de mercado e enfrentar a entrada de novos concorrentes;
  - Estratégia de penetração: desde a introdução do produto o preço é mais baixo, normalmente próximo ao custo unitário, procurando aumentar rápido as vendas e consolidar-se no mercado.
- c) Apreçamento de conjunto de produtos: como diversas empresas não se limitam a comercializar um único produto ou serviço e estes são interligados pelos seus preços, a gestão integrada do que é cobrado é fundamental. Podem ser usadas as seguintes técnicas:
- Estratégia de linha de produtos: as empresas definem o limite superior e inferior de preço da linha e estabelecem as diferenças de preços para os produtos intermediários. Dessa forma, o produto no topo da linha atende o segmento mais exigente do mercado e propicia margem de lucro mais alta. Já o preço mais baixo da linha equivale a um produto de combate, com preço próximo do custo;

- Estratégia de pacote de produtos: a empresa vende um conjunto reunido de dois ou mais produtos, por um preço total inferior a soma dos produtos individuais que fazem parte do pacote;
  - Estratégia de produtos complementares: a venda de um produto estimula e favorece a venda de outro;
  - Estratégia de produtos substitutos: a empresa pode ampliar a linha de produtos com um novo modelo de preço inferior ou criar um produto com característica e preço superior para ser um substituto do modelo mais barato.
- d) Apreçamento discriminador: essa categoria aproveita as diferenças na sensibilidade ao preço, poder de barganha e preferências entre consumidores para vender o mesmo produto a preços distintos. As estratégias dessa categoria são:
- Estratégia de desconto para segundo mercado: o preço é definido inicialmente para o mercado prioritário da empresa. Ao mesmo tempo, oferece em u mercado secundário o mesmo produto por um preço mais baixo com o intuito de aumentar as vendas e diluir custos fixos;
  - Estratégia de descontos periódicos: são aplicadas reduções de preço em momentos e ciclos específicos;
  - Estratégia de desconto negociado: a frequência dos descontos aleatórios deve variar para que o cliente não consiga acertar quando o produto estará com um preço reduzido;
  - Estratégia de desconto negociado: consiste na redução sobre o preço normal, acertada a cada transação.
  - Estratégia de desconto por volume: são reduções concedidas sobre o preço normal em contrapartida às maiores quantidades compradas pelo cliente.

## 5 METODOLOGIA

Segundo Roesch (2005), a seção de metodologia tem como objetivo discutir como se pretende atingir os objetivos determinados para o trabalho. Este trabalho tem como objetivo geral conhecer o procedimento adotado pelas administradoras de recursos ao determinar a taxa de administração de seus fundos de investimento comercializáveis. Em sua elaboração, foram utilizados os métodos quantitativo e qualitativo. Sendo assim, temos:

a) Etapa exploratória: revisão bibliográfica e pesquisa, levantamento de dados secundários para criação de roteiro para entrevista em profundidade;

b) Etapa descritiva: aplicação da entrevista em profundidade e análise dos resultados.

### 5.1 ESTUDO EXPLORATÓRIO

Malhotra (2006) define a pesquisa exploratória como sendo um tipo de concepção de pesquisa cujo objetivo principal é auxiliar a entender a situação-problema que o pesquisador enfrenta. O autor ainda salienta que este tipo de pesquisa se caracteriza por sua flexibilidade e versatilidade com respeito aos métodos, pois protocolos e procedimentos formais de pesquisa não são empregados.

O estudo exploratório pode ser essencial como primeiro passo para se determinar uma situação de mercado dentro de um projeto de pesquisa com a obtenção de informações sobre a concorrência, produtos existentes, evolução e tendências de um segmento específico em que pretenda atuar (SAMARA, BARROS, 2002).

Malhotra (2006) esclarece também que o objetivo principal da pesquisa exploratória é ajudar a compreender o problema, fazendo uma busca para promover

critérios e maior compreensão. Para Mattar (1997), mesmo quando o pesquisador já tenha conhecimento sobre o assunto, a pesquisa exploratória se faz útil, pois para um mesmo fato em marketing poderá haver inúmeras explicações alternativas permitindo ao pesquisador, através de sua utilização, tomar conhecimento da maioria delas.

Para o presente trabalho, foram eleitos como métodos da fase exploratória da pesquisa o levantamento de dados secundários que possibilitaram fundamentar de maneira mais completa o roteiro utilizado nas entrevistas em profundidade.

### **5.1.1 Vertente da Pesquisa**

Os procedimentos metodológicos adotados nesse trabalho compõe uma pesquisa eminentemente qualitativa. A pesquisa qualitativa não possui amostra numerosa e conta com análise de dados não-estatística a fim de proporcionar uma compreensão inicial da hipótese estudada.

Segundo Malhotra (2006, p.154)

Utiliza-se a pesquisa qualitativa na forma de grupos de foco e entrevistas individuais em profundidade para descobrir quais sentimentos são importantes para os clientes. Tais sentimentos não podem ser revelados por uma pesquisa quantitativa.

O objetivo principal ao adotar a pesquisa qualitativa é o de chegar a informações que a pesquisa quantitativa não alcançaria. Para este trabalho, comparar os valores de taxas e buscar semelhanças ou padrões nas taxas empregadas não bastaria uma vez que a compreensão dos métodos adotados na determinação de taxas de administração ocorre de forma fundamentada e completa através de entrevistas em profundidade com profissionais envolvidos com o mercado financeiro.

### **5.1.2 Dados Secundários**

Dados secundários são instrumentos já coletados em outras oportunidades e que não objetivam responder a problemática da pesquisa em questão. Segundo Baker (2005), o material publicado anteriormente deve sempre ser consultado antes de se iniciar uma pesquisa.

Malhotra (2006, p 128) considera uma regra geral, levando em conta a vantagem de usar os dados secundários:

O exame dos dados secundários disponíveis é um pré-requisito para a coleta de dados primários. Comece com dados secundários. Prossiga com os dados primários somente quando as fontes de dados secundários estiverem esgotadas ou produzam retornos apenas marginais.

Inicialmente, para a etapa qualitativa desse trabalho, foram levantados dados secundários a partir da definição de três temas principais: fundos de investimento, marketing de serviços e preço. Os dados coletados a respeito de marketing serviços e precificação são oriundos de livros e artigos acadêmicos que tenham tido como base os mesmos temas. Já o levantamento de informações sobre o funcionamento de fundos de investimentos ocorreu através da busca de material divulgado pelos órgãos responsáveis pelo setor – Comissão de Valores Mobiliários – CVM -, Associação Nacional de Bancos de Investimento (ANBIMA) e Banco Central do Brasil (BACEN).

### **5.1.3 Entrevistas em profundidade**

Para esta etapa qualitativa o método adotado foi o de entrevista em profundidade. Foram elaboradas entrevistas com especialistas em gestão ou administração de fundos de investimento, com experiência ou não em empresas do setor financeiro nacional, a fim de coletar informações a respeito dos processos adotados ao determinar os preços das taxas de administração de fundos de



investimento comercializados, além de opiniões a respeito das taxas praticadas no mercado brasileiro.

Foram selecionados especialistas com experiência de mercado em instituições dos mais variados portes - abrangendo grandes bancos comerciais ou pequenos escritórios de investimento e sociedades corretoras de câmbio e valores mobiliários - e acadêmicos que possuam linhas de estudo nessa área. Nessa fase, é muito importante que os entrevistados tenham conhecimento e experiência no assunto abordado, a fim de gerar relevância através das opiniões emitidas.

A entrevista em profundidade é uma entrevista não-estruturada, direta, pessoal em que um único respondente é testado por um entrevistador altamente treinado, para descobrir motivações, crenças, atitudes e sentimentos subjacentes sobre um tópico (MALHOTRA, 2006, p.163). As perguntas semi estruturadas são perguntas abertas respondidas com as próprias palavras do entrevistado de maneira com que este exprima suas atitudes e opiniões gerais que servirão como suporte ao entrevistador para interpretar suas respostas.

Foram entrevistados seis *experts* do mercado financeiro. O roteiro, composto por perguntas abertas, procurou identificar a percepção dos entrevistados em relação à questões de estudo desse trabalho conforme podem ser identificadas no ANEXO XXX.

As entrevistas foram realizadas por telefone pela própria autora deste trabalho, ao longo dos meses de outubro e novembro e tiveram duração média de 30 minutos. As ligações realizadas eram gravadas, de forma a facilitar a transcrição e análise dos dados posteriormente.

Por tratar-se de uma pesquisa qualitativa, a qualidade das respostas era levada em consideração ao invés do número de respondentes, sendo assim, a semelhança nas respostas foi determinante para a definição do número de entrevistados. Desta forma, o número de respondentes pode ser considerado suficiente para a formação de considerações a respeito do tema trabalhado.

## 5.2 PROCEDIMENTO DE ANÁLISE DE DADOS

Uma vez que o método adotado foi o de entrevista em profundidade, não poderiam ser usadas técnicas estatísticas, os dados obtidos através das entrevistas não precisam ser preparados conforme explica Aaker (2004). O autor salienta também que a compreensão dos princípios da análise de dados pode ser importante para: conduzir o pesquisador a informações e descobertas que de outra maneira não estariam disponíveis; evitar julgamentos e conclusões errôneas; propiciar as condições para auxiliar na interpretação e compreensão das análises realizadas por outras pessoas e influenciar construtivamente os objetivos e modelo de pesquisa.

Nesse caso, a análise de conteúdo é o método mais apropriado para análise. Para Malhotra (2006, p.201), a análise de conteúdo define-se como a descrição objetiva, sistemática e quantitativa do conteúdo manifesto de uma comunicação. O mesmo autor ainda salienta que a unidade de análise pode consistir em caracteres, medidas de espaço e tempo ou tópicos.

Além disso, foram levantados relatórios com as taxas de administração e performance praticadas em fundos de investimentos de diferentes instituições. Esses relatórios foram gerados em um *software* chamado QuantumAxis que permite montar comparativos entre fundos de investimento levando em consideração diferentes variáveis como a categoria ANBID em que se enquadram, o patrimônio líquido, as taxas cobradas, os aportes mínimos, por exemplo. De posse dessas informações, foram realizadas comparações entre as taxas de administração de fundos de diferentes classificações ANBID usando como principal fator de seleção o patrimônio líquido atual do fundo (PL).

Os critérios adotados foram os seguintes:

<b>CATEGORIA</b>	<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO EM NOV/2010</b>
Referenciado DI	R\$ 200 Bilhões
Ações	R\$ 100 Milhões

**Tabela 1: Critérios para análise de fundos**

Mesmo havendo a restrição de volume de patrimônio, algumas categorias de

fundos apresentaram numerosa amostra como é o caso dos fundos de renda fixa e referenciados DI.

## 6 ANÁLISE DOS DADOS

O presente capítulo tem como objetivo analisar os resultados obtidos ao longo de toda a pesquisa. Serão analisados os resultados das entrevistas em profundidade em comparação aos dados fornecidos pelo mercado de fundos de investimento um comparativo entre os maiores fundos – em volume de patrimônio líquido – comercializados no mercado.

Para esta etapa, foram montados quadros comparativos entre fundos de investimento de quatro categorias: referenciado DI, renda fixa, multimercado e ações. Atualmente, o número de fundos no mercado brasileiro supera 9500, considerando fundos de varejo, exclusivos, abertos e fechados. Conforme já citado na seção de metodologia, o critério para a seleção dos fundos foi o patrimônio líquido.

Em relação às entrevistas, a homogeneidade encontrada ao longo das repostas permitiu determinar o número de respondentes ótimo para a avaliação dos dados obtidos. A fim de preservar a identidade dos entrevistados não são citados seus nomes, apenas suas posições no mercado, conforme pode ser visto no quadro abaixo:

<b>Entrevistados</b>	<b>Posição no mercado</b>
Entrevistado 1	Diretor de produtos de varejo de corretora nacional
Entrevistado 2	Responsável pela distribuição internacional de fundos de banco privado
Entrevistado 3	Sócio de empresa de gestão de recursos financeiros e professor acadêmico
Entrevistado 4	Analista de renda variável de corretora de câmbio, títulos e valores mobiliários
Entrevistado 5	Analista de renda fixa de grande banco misto nacional
Entrevistado 6	Sócio de empresa de gestão e controle de risco e professor acadêmico de graduação e pós graduação

**Quadro 1: Perfil dos Entrevistados**

O roteiro da entrevista buscou atingir os objetivos propostos a esse trabalho de forma ampla e aberta para discussão. Dentre as respostas apresentadas pelos entrevistados, algumas eram de consenso geral, isto é, todos tinham a mesma impressão sobre o questionamento realizado.

## 6.1 AS VARIAÇÕES NOS PREÇOS DAS TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO PRATICADAS NO MERCADO

No mercado brasileiro existe uma grande variação no valor das taxas de administração de fundos de investimento independente da categoria que se enquadram. Abaixo, estão listados mais de quarenta fundos de ações categorizados pela ANBID como “Ibovespa Ativo” e com patrimônio líquido acima de cem milhões de reais.

Nome	Aplicação mínima	Taxa de administração	Taxa de performance
ARBELA FI AÇÕES	R\$ 5.000,00	2,00%	20,00%
ARUBA FI AÇÕES	R\$ 1.000.000,00	0,30%	Não possui
BAHIA FI AÇÕES	R\$ 0,00	0,08%	20,00%
BB IBOVESPA ATIVO FIC AÇÕES	R\$ 200,00	3,00%	Não possui
BB TOP IBOVESPA ATIVO FI AÇÕES	R\$ 1.000.000,00	1,00%	Não possui
BNY MELLON ARX FI AÇÕES	R\$ 20.000,00	4,00%	Não possui
BRADESCO FIC AÇÕES	R\$ 0,00	4,00%	Não possui
BRADESCO IBOVESPA ATIVO FIC AÇÕES	R\$ 500,00	4,00%	Não possui
BRADESCO LINCE FI AÇÕES	R\$ 1.000.000,00	0,12%	10,00%
BRADESCO PRIME ACTIVE FIC AÇÕES	R\$ 5.000,00	2,50%	Não possui
BRADESCO SELECTION FI AÇÕES	R\$ 20.000,00	1,50%	Não possui
BRAM ALAVANCADO IBOVESPA FI AÇÕES	R\$ 0,00	0,00%	Não possui
BRAM FI AÇÕES	R\$ 0,00	0,00%	Não possui
BRAM IBOVESPA ATIVO FI AÇÕES	R\$ 0,00	0,00%	Não possui

Nome	Aplicação mínima	Taxa de administração	Taxa de performance
BRASIF FIC AÇÕES	R\$ 50.000,00	0,05%	Não possui
BRASILPREV TOP PLUS FI AÇÕES	R\$ 1.000.000,00	0,00%	Não possui
CSHG STRATEGY II FIC AÇÕES	R\$ 50.000,00	2,00%	20,00%
CSHG STRATEGY II MASTER FI AÇÕES	R\$ 1,00	0,00%	Não possui
ELO FI AÇÕES	R\$ 100.000,00	1,50%	Não possui
EVOLUTION FI AÇÕES	R\$ 0,00	0,87%	15,00%
FATOR INSTITUCIONAL FI AÇÕES	R\$ 100.000,00	0,40%	18,00%
FATOR JAGUAR FI AÇÕES	R\$ 20.000,00	2,00%	20,00%
FIJI FI AÇÕES	R\$ 0,00	0,30%	Não possui
GALÁXIA FI AÇÕES	R\$ 1,00	0,00%	Não possui
GAP AÇÕES FI AÇÕES	R\$ 20.000,00	3,50%	Não possui
GWI LEVERAGE FI AÇÕES	R\$ 250.000,00	1,50%	25,00%
GWI PRIVATE INVESTIMENTO NO EXTERIOR FI AÇÕES	R\$ 10.000.000,00	1,00%	Não possui
HÁRPIA FIC AÇÕES	R\$ 0,00	0,00%	Não possui
ITAÚ PERSONNALITÉ TECHNIQUE FI AÇÕES	R\$ 2.000,00	2,00%	Não possui
ITAÚ RPI IBOVESPA FIC AÇÕES	R\$ 50.000,00	1,00%	Não possui
ITAÚ SELECT IBOVESPA FIC AÇÕES	R\$ 1.000,00	4,00%	Não possui
LEGG MASON PORTFÓLIO FI AÇÕES	R\$ 0,00	0,00%	Não possui
LOURDES FI AÇÕES	R\$ 0,00	0,16%	Não possui
MISTYQUE FI AÇÕES	R\$ 100,00	1,00%	10,00%
MS EQUITIES FI AÇÕES	R\$ 300.000,00	0,25%	Não possui
OPPORTUNITY LÓGICA II FI AÇÕES	R\$ 100.000,00	4,00%	Não possui
OPPORTUNITY LÓGICA II INSTITUCIONAL FI AÇÕES	R\$ 1.000.000,00	2,00%	20,00%
OPPORTUNITY SPECIAL FI AÇÕES	R\$ 0,00	0,10%	Não possui
OPUS AÇÕES FI AÇÕES	R\$ 20.000,00	2,00%	20,00%
SAMAMBAIA MASTER FI AÇÕES	R\$ 1.000.000,00	0,02%	Não possui

Nome	Aplicação mínima	Taxa de administração	Taxa de performance
SANTANDER ATIVO FIC AÇÕES	R\$ 100.000,00	0,60%	Não possui
SANTANDER ATIVO II FI AÇÕES	R\$ 0,00	0,00%	Não possui
SANTANDER FI AÇÕES	R\$ 200,00	4,00%	Não possui
SANTANDER IBOVESPA ATIVO FIC AÇÕES	R\$ 2.000,00	2,00%	Não possui
SANTANDER INSTITUCIONAL FI AÇÕES	R\$ 100.000,00	0,75%	Não possui
SANTANDER VIGO FI AÇÕES	R\$ 0,00	0,30%	Não possui
TOULOUSE FI AÇÕES	R\$ 0,00	0,29%	Não possui
UNIBANCO BLUE FI AÇÕES	R\$ 200,00	5,00%	Não possui
XP INVESTOR FI AÇÕES	R\$ 1.000,00	2,00%	20,00%

**Tabela 1: Fundos “Ibovespa ativo” com patrimônio superior a R\$ 100 milhões.**

Fonte: QuantumAxis

Podemos perceber que as taxas de administração variam de 5% a.a. até 0% a.a.. Além disso, suas taxas de performance variam de 0% a 25%.

De acordo com os *experts* entrevistados, o principal motivo para essa discrepância entre as taxas de administração negociadas é o baixo valor de aplicação inicial desses fundos como podemos perceber no depoimento de “E1”:

A taxa de administração é a principal forma de remuneração do gestor, do administrador e do distribuidor de fundos de investimento. Seu valor tende a ser inversamente proporcional ao investimento mínimo dos fundos. Ou seja, os fundos com as menores taxas de administração tendem a ser aqueles com o investimento mínimo maior. Este aparente consenso do mercado parte do pressuposto que os prestadores de serviço do fundo, e neste caso principalmente o distribuidor, necessitarão de um investimento muito maior para captar por exemplo R\$100milhões em um fundo com investimento mínimo de R\$100,00 do que um fundo com investimento mínimo de R\$1milhão.

Para “E2”, “quase que por via de regra, produtos com maior taxa de administração exigem menores volumes de aplicação inicial”.

Essa relação inversamente proporcional entre taxas de administração e

tíquete mínimo de aplicação pode ser comprovada na Tabela 1, em que podemos perceber que muitos dos fundos que possuem taxa de administração abaixo de 0,5% a.a. possuem tíquete mínimo inicial de, pelo menos, R\$ 100.000,00, tendo a grande maioria tíquete mínimo de R\$ 1 milhão. Existem, ainda, algumas exceções que possuem taxas de administração 0% a.a. e não possuem valor mínimo de aplicação. São casos de fundos da Bradesco Asset Management e Santander que só permitem aplicações exclusivas do próprio administrador, sendo assim, não disponíveis ao mercado.

Fundos de varejo tendem a ter maior complexidade em seus processos administrativos e de distribuição como cita “E3”:

Um fundo que tem um tíquete mínimo, por exemplo R\$ 100,00 é um fundo de varejo. Esse fundo terá necessariamente muito BackOffice. Cadastrar cliente, ligar, mais o custo de aquisição do cliente, fazendo eventos, ligações, flyers. Esse é um fundo que terá muita despesa e vai demandar um BackOffice muito pontual. Então o fundo que permitir um tíquete mínimo baixo, tenderá a ter taxas de administração maiores.

A relação aplicação mínima *versus* taxa de administração se faz muito presente na amostra de fundos analisada até então. Todos os fundos com taxa igual ou superior a 5% a.a. possuem aplicações mínimas inferiores ou iguais a R\$ 1.000,00.

O poder de barganha nos segmentos *private*, *corporate* e investidor institucional é fator crucial nas taxas de administração de fundos voltados para esses níveis de clientes. Segundo “E1”, “Clientes com maior capacidade de investimento tendem a serem mais exigentes e buscarem taxas cada vez mais baixas”. A mesma opinião possui “E6”, “Quando valor mínimo de aplicação é muito alto o investidor é mais sofisticado e não vai aceitar uma taxa de administração muito alta”. “E2” salienta:

Clientes corporate, por exemplo, possuem taxas de administração mais baixas quando comparadas aos segmentos de médias empresas. Fundos de investimento para clientes *private* têm taxas de administração mais baixas que para clientes de varejo.



Esse cuidado que investidores qualificados possuem com as taxas é explicado por “E4”:

Um cliente mais qualificado, que aporta um pouco mais, vai fazer cálculo do que vai sobrar até a última linha, vai fazer desconto de taxa de administração e vai comparar com outras rentabilidades presentes no mercado.

Conforme visto na revisão de literatura, a taxa de administração é deduzida do patrimônio total do fundo e essa é uma relação que é muito importante para investidores de segmento *private*, *corporate* ou institucionais, afinal, taxas de administração mais altas comprometem a rentabilidade final do fundo.

O valor da taxa de administração se torna muito importante principalmente em fundos que oferecem menos risco e volatilidade ao investidor. Dos seis entrevistados, quatro afirmam que fundos de menor risco como renda fixa e referenciados tendem a oferecer taxas de administração mais altas principalmente ao investidor de menor porte como exemplifica “E5” no depoimento abaixo:

Um fundo de renda fixa, destinado a pessoas físicas de varejo, com aplicação mínima reduzida e que possua, por exemplo resgate automático, deve possuir uma taxa de administração maior que um fundo referenciado DI, que exija R\$ 1,0 milhão de aplicação (para clientes *private*, que buscarão rentabilidades mais elevadas).

Ou então, conforme salienta “E2”:

Fundos com 6% de taxas de administração são fundos DI ou renda fixa, fundos de baixo risco para o investidor – o que não quer dizer que não tenham risco, tem, mas mais baixo – mas cuja aplicação inicial pode ser de R\$ 100,00, ou seja para público que não tem muito recurso para investir.

Essa relação pode ser facilmente percebida ao analisarmos os relatórios estatísticos das taxas de administração praticadas no Brasil publicados mensalmente no site da ANBIMA. Esse relatório calcula as taxas médias praticadas em quatro categorias de fundos de investimento e usam como cálculo base a média ponderada das taxas de administração pelo patrimônio líquido dos fundos disponibilizados pelas suas administradoras. Para a confecção desse relatório

alguns itens são relevantes:

1. São excluídos da amostra os fundos destinados exclusivamente a aplicação de outros fundos de investimento e fundos que não cobram taxa de administração;
2. São considerados Fundos de Relacionamento aqueles cujo valor mínimo de aplicação inicial é menor ou igual a R\$ 1 ou não possuem restrições;
3. A amostra de Varejo deste relatório é constituída por fundos informados pelas maiores instituições como sendo distribuídos para este público.

No mês de agosto, a média entre as taxas de administração das categorias Referenciado DI, Renda Fixa, Multimercado e Ações para todos os segmentos de fundos é apresentada no quadro abaixo.

<b>SEGMENTO - TODOS</b>		
<b>Taxas de Administração por Categoria ANBIMA de Fundo de Investimento</b>		
<b>Agosto/2010</b>		
		<b>Média (%)</b>
Categorias	Referenciado DI	0,91
	Renda Fixa	0,87
	Multimercados	1,37
	Ações	2,14

**Figura 4: Taxas de administração por categoria - segmento todos**

Fonte: Site da ANBIMA

A ANBIMA disponibiliza uma tabela para as mesmas categorias exclusivo ao segmento Varejo:

<b>SEGMENTO - VAREJO</b>		
<b>Taxas de Administração por Categoria</b>		
<b>Agosto/2010</b>		
		<b>Média (%)</b>
Categorias	Referenciado DI	1,41
	Renda Fixa	1,14
	Multimercados	1,86
	Ações	2,23

**Figura 5: Taxas de administração por categoria - segmento varejo**

Fonte: Site da ANBIMA

Ao compararmos as taxas do segmento “todos” com as do segmento “varejo” nota-se que os fundos de varejo de todas as categorias possuem taxas de administração mais elevadas quando comparadas ao geral. Naturalmente, as baixas taxas praticadas pelo mercado para os segmentos *private*, *corporate* e institucional trazem as médias gerais para baixo.

O quadro abaixo apresenta quarenta fundos referenciados DI e suas taxas de administração e performance e valores de aplicação mínimos. A amostra possui apenas quarenta fundos uma vez que o critério de seleção foi o patrimônio mínimo de R\$ 200 bilhões. Esse valor foi assim determinado, pois existem mais de 450 fundos referenciados DI no país.

Nome	Aplicação mínima	Taxa de administração	Taxa de performance
BB 50 MIL FIC REFERENCIADO DI LP	R\$ 50.000,00	1,00%	Não possui
BB 500 MIL FIC REFERENCIADO DI LP	R\$ 500.000,00	0,50%	Não possui
BB 90 MIL FIC REFERENCIADO DI LP	R\$ 90.000,00	0,80%	Não possui
BB ESTILO FIC REFERENCIADO DI	R\$ 0,00	1,00%	Não possui
BB ESTILO FIC REFERENCIADO DI LP	R\$ 10.000,00	0,70%	Não possui
BB NOSSA CAIXA VIP FIC REFERENCIADO DI LP	R\$ 100.000,00	0,80%	Não possui
BB TOP DI C FI REFERENCIADO DI	R\$ 0,00	0,00%	Não possui
BB TOP DI FI REFERENCIADO DI LP	R\$ 0,00	0,00%	Não possui
BB TOP PRINCIPAL FI REFERENCIADO DI LP	R\$ 0,00	0,00%	Não possui
BRANCO FEDERAL EXTRA FI REFERENCIADO DI	R\$ 0,00	0,15%	Não possui
BRANCO HIPERFUNDO FIC REFERENCIADO DI	R\$ 100,00	4,50%	Não possui
BRANCO PLATINUM FIC REFERENCIADO DI	R\$ 80.000,00	1,00%	Não possui
BRANCO PREMIUM FI REFERENCIADO DI	R\$ 1.000.000,00	0,20%	Não possui
BRANCO UNIÃO FI REFERENCIADO DI	R\$ 0,00	0,00%	Não possui
BRAM RUBI FI REFERENCIADO DI	R\$ 0,00	0,00%	Não possui

Nome	Aplicação mínima	Taxa de administração	Taxa de performance
BTG PACTUAL YIELD FI REFERENCIADO DI CRÉDITO PRIVADO	R\$ 3.000,00	0,30%	Não possui
CORP FI REFERENCIADO DI	R\$ 1,00	0,00%	Não possui
CSHG MASTER FI REFERENCIADO DI	R\$ 1,00	0,00%	Não possui
GOV PP FI REFERENCIADO DI	R\$ 1,00	0,15%	Não possui
HSBC EXECUTIVO FI REFERENCIADO DI CRÉDITO PRIVADO LP	R\$ 300.000,00	0,30%	Não possui
HSBC FI REFERENCIADO DI LP	R\$ 1.000.000,00	0,15%	Não possui
ITAÚ FI REFERENCIADO DI	R\$ 1,00	0,00%	Não possui
ITAÚ PERSONNALITÉ MAXIME FIC REFERENCIADO DI	R\$ 50.000,00	1,00%	Não possui
ITAÚ SOBERANO FI REFERENCIADO DI LP	R\$ 1,00	0,15%	Não possui
LEGG MASON MAX EXCELLENT FIC REFERENCIADO DI	R\$ 250.000,00	0,65%	Não possui
PRIVATE EXCLUSIVE FIC REFERENCIADO DI	R\$ 5.000,00	0,30%	Não possui
REAL FI REFERENCIADO DI CRÉDITO PRIVADO	R\$ 0,00	0,00%	Não possui
REAL PRIORITY VAN GOGH FIC REFERENCIADO DI	R\$ 100.000,00	0,70%	Não possui
SAFRA FI REFERENCIADO DI CRÉDITO PRIVADO	R\$ 0,00	0,05%	Não possui
SAFRA INSTITUCIONAL FIC REFERENCIADO DI CRÉDITO PRIVADO	R\$ 1.000.000,00	0,45%	Não possui
SANTANDER CLASSIC FIC REFERENCIADO DI	R\$ 100,00	5,00%	Não possui
SANTANDER FI REFERENCIADO DI	R\$ 0,00	0,00%	Não possui
SANTANDER MASTER FIC REFERENCIADO DI	R\$ 30.000,00	1,00%	Não possui
SANTANDER TÍTULOS PÚBLICOS FI REFERENCIADO DI	R\$ 0,00	0,00%	Não possui
SANTANDER YIELD PREMIUM FIC REFERENCIADO DI CRÉDITO PRIVADO	R\$ 100.000,00	0,50%	Não possui

Nome	Aplicação mínima	Taxa de administração	Taxa de performance
SPECIAL FI REFERENCIADO DI	R\$ 5.000,00	0,00%	Não possui
SUPER PREMIUM PRS FIC REFERENCIADO DI	R\$ 250.000,00	0,75%	Não possui
UNIBANCO TOP FI REFERENCIADO DI	R\$ 200.000,00	0,25%	Não possui
UNIBANCO VIP FIC REFERENCIADO DI	R\$ 200.000,00	0,50%	Não possui
WESTERN ASSET MAX FI REFERENCIADO DI	R\$ 0,00	0,00%	Não possui

**Tabela 3. Fundos Referenciados DI patrimônio mínimo R\$1bilhão.**

Fonte: QuantumAxis

Analisando a tabela, podemos perceber que os entrevistados possuem razão em suas argumentações. Existem dois fundos abertos voltados para o segmento varejo que apresentam valor mínimo de aplicação de R\$ 100,00 cujas taxas de administração são de 4,5% a.a e 5% a.a. Essa comparação justifica a constatação de “E3”, “quanto menor a expectativa de retorno menor tende a ser a taxa de administração”.

Além disso, os fundos de varejo presentes na tabela apresentam taxas de administração inferiores a 1%a.a. são aqueles cuja aplicação inicial é de, no mínimo, R\$ 50.000,00, como no caso do “BB 50 MIL FIC REFERENCIADO DI LP”. Para os segmentos de maior renda dos bancos de varejo encontramos taxas de administração mais baixas, porém. Na amostra, existem quatro fundos voltados para os clientes de maior renda e que contemplam menores taxas de administração e menores valores de aporte iniciais. Um deles, do BB, não possui valor mínimo de aplicação.

Como nos estudos realizado com fundos de ações, existem fundos com isenção de taxas de administração ou performance e não possuem valores mínimos de aplicação. Esses, são fundos exclusivos para aporte do próprio administrador.

Nenhum dos fundos referenciados da listagem possuem taxas de performance. Esse movimento explica a opinião de alguns dos entrevistados de que a gestão de fundo de renda fixa com baixo risco tende a não ser muito diferenciada

e, principalmente, difícil de superar o CDI conforme cita “E4”:

Esse problema é maior na renda fixa, pois á pouquíssima margem. Se tu fizer uma administração muito boa não correndo risco ao invés de dar 100% tu vai conseguir dar 110% do CDI. Mas não vai encontrar alguém que de 200% do cdi sem correr riscos.

“E3”, também dá exemplos:

Imagine um fundo que tem por objetivo entregar algo próximo 100% do CDI. O CDI está em 10,75. Se o fundo cobrar 1% é quase 10% do CDI, logo esse fundo já nasce cobrando uma rentabilidade de 90% do CDI se ele só investir em títulos públicos que rendam 100% do CDI. Ele vai ter um passivo que é a taxa de 1%, que equivale a 10% do CDI. Então o fundo terá que ter seus ativos rendendo a 110% do CDI pra poder pagar a taxa e dar 100% do CDI, o que não é fácil de se fazer sem risco, pra não dizer impossível. Logo, fundos de renda fixa devem cobrar um percentual muito abaixo.

## 6.2 OS CRITÉRIOS ADOTADOS PELAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS AO DEFINIREM AS TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO DE SEUS FUNDOS DE INVESTIMENTO

Sendo essa a questão central desse trabalho, muitos fatores de formação de preço poderiam ser apresentados: penetração de mercado, exclusividade de produto e serviço, recuperação de caixa, maximização de resultados, preço de promoção, preço de prestígio ou simplesmente custos e margem de lucro. Porém, alguns, como preço de mercado e custos da operação foram mais citados pelos especialistas.

O cálculo do preço de serviço é mais complexo que o do preço de um produto. No caso da indústria de fundos de investimento existe a dificuldade de mensurar tantos intangíveis envolvidos como, por exemplo, as possibilidades de rentabilidade e a assessoria prestada ao cotista. “E3” confirma a dificuldade em mensurar os custos de produtos financeiros:

Os custos não são facilmente mensuráveis, não é um calculo totalmente taylorista em que faço o custo homem x hora do gestor, pois isso é difícil. Tirar o gestor em um dia que está inspirado para levá-lo pra atender um cliente é um custo que não tem como medir. É preciso contar com o bom

senso. Cada caso é um caso, cada cliente é um cliente. Nós gestores temos que ponderar os clientes e suas demandas vis a vis às receitas que eles geram.

Além disso, quanto maior o porte da empresa maior o número de envolvidos, principalmente na distribuição. Abaixo, é feita uma possível divisão entre custos diretos e indiretos incorridos ao longo da gestão, comercialização e distribuição de um fundo de investimentos. Seriam eles:

- a) custos indiretos: gerentes e assessores de investimento nas agencias ou centrais de atendimento; manutenção dos canais de distribuição dos fundos: internet, central telefônica, caixas eletrônicos; propaganda e marketing de divulgação de rentabilidades; eventos e outros custos de prospecção de novos clientes;
- b) custos diretos: salários da equipe de gestão e despesas de *backoffice* e *middleoffice* do fundo de investimento; despesas com a administradora do fundo; despesas de auditoria externa obrigatória ou outros custos que suportem a gestão do produto.

Para “E2” essa divisão faz sentido:

Na verdade você tem como calcular, apesar de mais complicado ou mais complexo o custo de um produto, por exemplo no banco. Você tem custos de distribuição, quanto custa um gerente na agencia, quantos tempo o gerente leva para vender o produto para o cliente, custo de manutenção de canais como caixa eletrônico, internet, eu chamaria esses de custos indiretos. Mas também existem custos diretos, para um fundo de investimentos, o salário do gestor, todos os custos que suportam a gestão do produto.

Conforme explicado anteriormente, clientes menores demoram mais a se pagar que clientes maiores, afinal, a receita gerada por aplicações de investidores de varejo é muito pequena. É preciso anho de escala nas operações para que essa operação valha a pena. “Um investidor de R\$ 100,00 em um fundo com taxa de 2% a.a. vai dar R\$ 20,00 por ano de receita. Esse cliente só irá se pagar em 20 anos”, diz “E3”. Esse cálculo faz todo sentido, afinal, o custo de prospecção desse cliente bem como sua assessoria e manutenção tornam-se muito elevados em comparação

com a receita que geram.

Todos os entrevistados concordam que os custos são fatores relevantes para a formação de preço, como cita “E1”: “No que diz respeito à precificação das taxas de administração todos os custos são considerados, uma vez que é ela a responsável por remunerar os prestadores de serviço dos fundos de investimento”.

Por outro lado, no que tange a capacidade que possuem as instituições financeiras de calcularem os custos de suas operações, houve divergência de respostas. Segundo “E2”:

Normalmente as empresas consideram a margem que desejam ter nos seus negócios, ou seja, receita bruta – custos – margem líquida de x%. Em estruturas menores, isso é mais fácil de ser feito, em estruturas maiores é mais complexo, é preciso ter muito controle. Mas é factível de ser feito. Todas as empresas deveriam fazer.

A opinião de “E4” é semelhante:

Acho que os grandes bancos não fazem esses cálculos de custo, eles sabem que tem demanda, público alvo pra isso e vão ter um fundo grande então seguem mais a média do mercado para precificar nessa média. Já os menores fazem ao contrário. Eu tenho tais custos e a média mercado cobra tanto, será que vale a pena eu abrir esse fundo? custos.

Já “E6” diverge totalmente em sua opinião: “Se analisarmos uma empresa grande eles consideram todos os custos incorridos, agora, uma empresa pequena nem sabe quanto custa administrar todas as despesas do fundo”.

Essa diferença é bastante interessante, pois, a amostra de entrevistados é composta por profissionais de instituições dos mais variados portes e todos os que atuam no mercado financeiro, independente do porte da instituição, afirmam que, por mais precário que seja o sistema de controle de custos e despesas das empresas, todas os levam em consideração.

Além dos custos, outros fatores de formação do preço passaram a ser citadas pelos entrevistados. Para “E5”:



A avaliação de todos os custos envolvidos nos fundos de investimento é fator preponderante ao lançar um produto. É necessário, assim, avaliação para definir qual será a taxa de administração que justifique a viabilidade de cada fundo e, a partir daí, verificar se tal taxa está adequada a realidade do produto e, principalmente do mercado.

A realidade praticada pelo mercado para, 100% dos entrevistados, é ainda mais importante do que os cálculos de custos ou margens de lucro, conforme citou “E5” no depoimento acima. “E3” explicita sua opinião no depoimento abaixo:

Acho que o custo é o fator de formação de preço menos importante. Sinceramente, o principal fator que determina a precificação de uma taxa de um fundo ou de uma cobrança de carteira de um cliente é o mercado. Como qualquer coisa. Em qualquer mercado, não só financeiro, o preço é determinado pelo mercado.

O mesmo diz “E4”: “Por mais que haja discrepâncias grandes, as taxas de administração acabam sendo levada mais ou menos pra onde o mercado está indo”.

Muitas instituições adéquam-se ao mercado para manterem a competitividade. Em alguns momentos, é necessário enxugar custos de operações ou até mesmo abortar a criação de um novo produto com o objetivo de manter as cotas saudáveis, como exemplifica “E3”:

Se chego a conclusão que meu BackOffice demanda uma taxa de 5% em um fundo de ações eu estou fora do mercado. Vou captar meia dúzia de investidores leigos, que não tem a menor noção que um fundo que cobre 5% de taxa de administração não avança em termos de rentabilidade. Mais cedo ou mais tarde, essas pessoas percebem que o retorno do fundo não anda e o fundo morre. Sai do mercado.

Mais uma vez, os investidores qualificados são personagens importantes, do ponto de vista dos entrevistados. Dos seis especialistas, três concordam que investidores qualificados possuem grande peso na determinação de taxas de administração, conforme cita “E3”:

Quando se começa um fundo, é preciso olhar o que os investidores mais qualificados e, os que têm maior sofisticação, aceitam pagar e coloco o fundo no mercado com taxas que terão aceitação. Quanto maior a taxa maior a explicação que se dá aos investidores qualificados que o fundo é competitivo. Acima de uma certa taxa é impossível convencer os

investidores que o fundo é competitivo. Logo, o que determina a taxa é o mercado.

E reforça “E4”:

Existem fundos de renda fixa cota inicial de mais de R\$100.000,00 ou mais de R\$1MM cuja taxa de administração é inferior a 1%a.a. Aí entra uma questão comercial, pois vai ser dado um desconto para um grande investidor que pagara uma taxa menor.

O *expert* “E3” ainda reforça questões de prestígio em taxas cobradas por algumas instituições:

Existem instituições que tem estratégias diferentes porque o gestor e a equipe de analistas é boa, a estrutura da instituição comporta gastar uma quantia de dinheiro para disponibilizar as pesquisas e suportes de decisão ao gestor. São coisas que nem todas as instituições conseguem fazer. Naturalmente será cobrado uma taxa de administração mais elevada mas em contrapartida deveria ser entregue um resultado, no longo prazo, maior que o dos concorrentes.

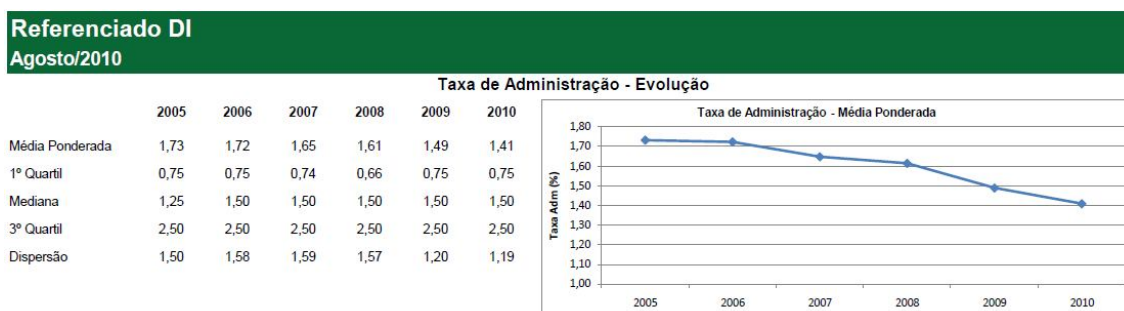
### 6.3 O MOVIMENTO DAS TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO CENÁRIO BRASILEIRO

Além dos pontos levantados pelos *experts*, contamos com o fato de que o mercado de fundos de investimento vem sofrendo muitas mudanças quando comparamos as taxas praticadas em fundos criados há cinco anos atrás aos fundos criados recentemente, independente da categoria em que se encontrem. “E4” reforça que as taxas de administração para fundos criados atualmente seguem um novo consenso de mercado: “Se a pessoa abrir um fundo de renda fixa hoje não vai abrir a 4%a.a. ou 5% a.a., vai abrir a menos de 2%. É uma nova realidade para captar novos clientes”.

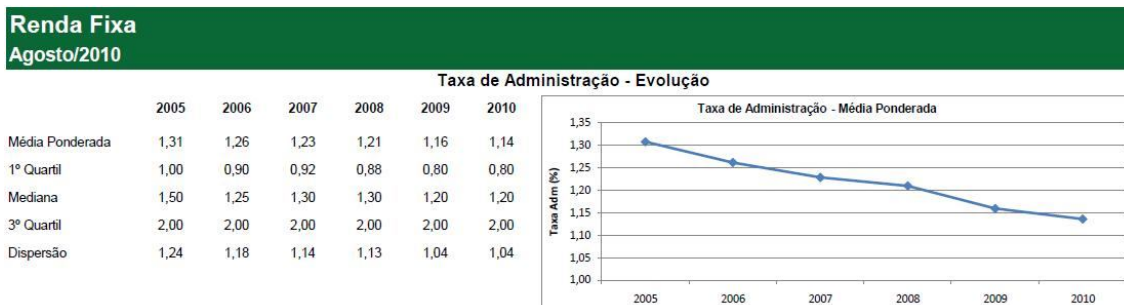
Segundo “E4”, “se tu encontras fundos com taxas de administração de 6%a.a. na renda fixa ou tem algum problema ou é um fundo arbitrado”.

Conforme relatório divulgado mensalmente pela ANBIMA, o mercado de fundos de investimento vem sofrendo algumas mudanças em suas taxas de administração. O movimento dos fundos de renda fixa é de redução das taxas, enquanto os fundos de ações e multimercado apresentam leve elevação.

Segundo o relatório divulgado pela instituição apresenta o movimento das taxas de administração praticadas no varejo ano a no dividido em suas categorias. No quadro abaixo, podemos acompanhar o movimento dos fundos de renda fixa e referenciados DI.



**Figura 6: Evolução das taxas de administração fundos referenciados DI.**  
Fonte: ANBIMA



**Figura 7: Evolução das taxas de administração fundos de renda fixa.**  
Fonte: ANBIMA

O motivo mais citado pelos entrevistados como explicação para o movimento de redução das taxas de administração dos fundos de Referenciados e de Renda Fixa foi a redução da taxa básica de juros. Quanto menor a taxa básica de juros da economia, e mantidas as taxas de administração dos fundos, menor a rentabilidade. A redução da taxa Selic – principal referencial dos fundos DI - de 12,75% a.a em 2005 para 8,75% a.a. no início de 2010 fez com que muitos fundos Referenciados,

Curto Prazo e de Renda Fixa tivessem rentabilidades muito próximas às da poupança. Esse movimento pressionou algumas gestoras de recursos a reduzirem taxas de administração uma vez que incide diretamente sobre o patrimônio do fundo, logo, qualquer redução influencia na rentabilidade final do cotista, conforme justifica “E1”, “O principal motivo da redução das taxas de administração nos fundos de renda fixa é a redução da taxa de juros, pois quanto menor o CDI, maior o impacto das taxas no resultado do fundo”. “E3”, explica esse movimento:

Quando se tinha a Selic a 20%a.a., como no caso de aproximadamente 4 anos atrás, ter taxa de administração de 1% não doeria tanto quanto ter a taxa de 1%. Com a Selic a 10%a.a., é natural que as taxas dos fundos de renda fixa sejam reduzidas. Os próprios bancos percebem que se não reduzirem as taxas, ficarão fora do mercado.

Para o expert “E4”, “o movimento de redução de taxas é mais forte na renda fixa onde se tem menor para trabalhar e dar rentabilidade para o cotista, então a taxa de administração acaba fazendo diferença grande”.

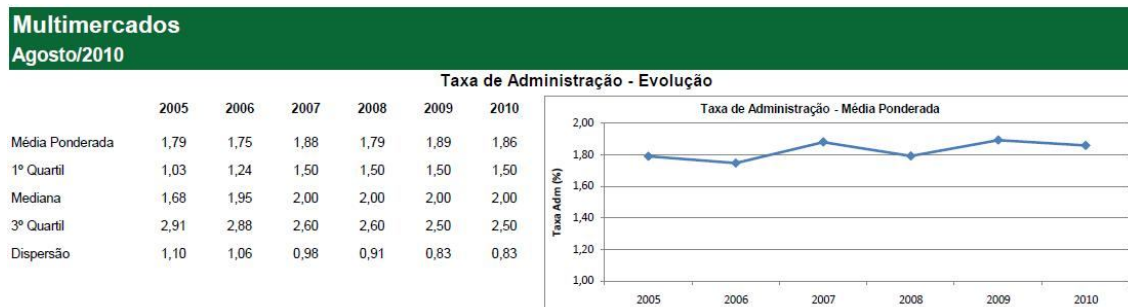
“E2” levanta outros pontos para as variações nos preços das taxas apontados pela ANBIMA, porém. Ele reforça que divulgações podem englobar fundos que, em outros momentos, faziam parte da amostra e hoje podem não fazer mais. Ou, fundos que antes não contemplavam uma determinada amostra podem ser incluídos na lista em função de aumento do patrimônio líquido oriundo campanhas comerciais de distribuição de um fundo por parte das instituições financeiras.

Existem bancos que oferecem prêmios para captarem recursos para produtos específicos, e que normalmente tem uma taxa de administração alta para poder custear esses prêmios. Isso nada tem a ver com o cerne do produto. É apenas uma campanha comercial a fim de alterar o PL do produto, por exemplo.

As campanhas comerciais implementadas por bancos também foi salientada por “E6”:

Os gerentes tem que atingir metas. Os bancos escolhem um fundo que tem taxa de administração elevada e falam para quem está na linha de frente de atendimento, tens que captar um ‘volume x’ para esse fundo.

O cenário de fundos de ações e multimercado é o oposto, segundo a ANBIMA, conforme vemos nas imagens abaixo.



**Figura 8: Evolução das taxas de administração fundos multimercado.**  
Fonte: ANBIMA



**Figura 9: Evolução das taxas de administração fundos de ações.**  
Fonte: ANBIMA

Nos últimos anos existe uma forte migração de recursos de fundos de renda fixa e referenciados para fundos de ações e multimercados. Além da redução na taxa básica de juros que motiva os investidores a buscarem opções de investimento mais rentáveis, outro motivo para esse movimento pode ser redução no tíquete mínimo de aplicação inicial popularizando alternativas de investimento que anteriormente eram disponíveis apenas para grandes investidores ou a diferenciação de carteiras e a competitividade do mercado financeiro conforme frisaram os especialistas. Por exemplo, no comentário de “E2”:

No médio prazo a pessoa que tinha dinheiro pra aplicar no produto mais caro, percebe o produto mais barato acessível, logo ele deixará de aplicar nesse fundo ou transferirá seus recursos para produtos mais baratos – sem considerar questões tributárias, no caso do IR descontado quando do resgate.

É de mesma opinião o especialista “E1”:

Nos fundos de ações e multimercado elas tendem a aumentar sim, na média, por conta da redução dos valor mínimos desses fundos gerando a já mencionada popularização.

“E3” também justifica esse movimento:

A medida que mais investidores de varejo procuram a bolsa, aumentam a procura por fundos de ações para varejo que tem taxas maiores e eles passam a ser mais relevantes no bolo todo de fundos do mercado. Logo, a medida da taxa dos fundos de ações aumenta por causa desse efeito. Não é que não esta havendo procura, mas a procura é maior em fundos de varejo que tem taxas maiores.

Para “E5” e “E2”, porém, a elevação nas taxas dos fundos de renda variável e multimercado possui uma explicação mais técnica:

Tendo em vista a maior exigência técnica envolvida na administração e gestão dos fundos de investimento de ações e multimercado (qualificação dos profissionais e maior tempo empregado na gestão), é natural o movimento de majorar as taxas de administração destes produtos. Adicionalmente, a menor participação do patrimônio destes fundos sobre o total da indústria, contribui para tal movimento.

“E2”:

Para fundos com estratégia ativa que demandam pesquisas do gestor normalmente as taxas de administração são maiores.

O *expert* “E2” tem opinião diferente a respeito da elevação na média calculada pela ANBIMA. Para ele, não houve grande mudança nessas taxas e sim variações no patrimônio líquido de fundos já existentes e que compunham a média calculada pela ANBIMA. “A criação de novos fundos só influenciaria a media se tivessem um grande PL. Fundos indexados têm tanto volume que a criação de um fundo novo com PL pequeno não é relevante”, apesar disso, salienta que “é mais fácil criar-se fundos com taxas de administração mais baixas do que reduzir as taxas atuais”. Essa informação é fundamentada pela ANBIMA que estima que o número de fundos novos cresça 25% a.a.

O comentário acima pode ser facilmente justificado pelas estatísticas. Existe um grande número de fundos exclusivos sendo criados para suprir a demanda gerada por investidores de alta renda e institucionais.

Ao ser abordada essa questão, também se buscou saber a opinião dos especialistas em relação à uma possível redução nas taxas de administração de fundos multimercado e de ações a medida que esses mercados tornem-se mais maduros e populares, efeito que seria natural caso seguissemos a regra básica de oferta e demanda da economia. Para essa indagação, foram obtidas as seguintes opiniões de alguns especialistas.

“E5”:

Com a popularização destes produtos, com conseqüente incremento em termos de patrimônio, os ganhos de uma maior escala de recursos podem gerar redução nas taxas pactuadas.

“E4”:

Quando falamos de fundo de mesmo porte acredito que a tendência para os dois – renda fixa e renda variável - é de queda.

“E6”:

Em um mercado mais competitivo é natural que as taxas dos fundos de ações caiam, mas esse movimento é muito dependente da redução da taxa básica de juros por parte do governo.

#### 6.4 A TAXA DE PERFORMANCE NO MERCADO BRASILEIRO

Os especialistas foram questionados a respeito da cobrança de taxa de performance no mercado brasileiro e sua representatividade para o investidor. Todos os especialistas concordam com “E2” ao dizer que “trata-se do prêmio mais justo aos gestores que se destacam no mercado”. “E4” possui opinião similar:

Prefiro ter uma taxa de administração baixa e ter uma alta taxa de performance para ele superar a média do mercado, ao invés de pagar uma taxa de administração alta independente de qual retorno que ele me der.

Segundo o especialista “E3”, *“a taxa de performance alinha o interesse do gestor com os investidores”*. Existe uma instrução criada pela Comissão de Valores Mobiliários denominada ‘Instrução CVM 409’, ela estabelece que a cobrança da taxa de performance deve ser feita no sistema de linha d’água. Isto é, a cobrança da taxa de performance deve ser feita acima do benchmark e acima da última cota que o fundo cobrou performance. Sempre que houver cobrança de performance em um fundo, contadores são zerados e volta-se a medir se haverá ou não nova cobrança de performance. Para “E3”:

Esse é um sistema fantástico, pois os cotistas só pagarão performance ao gestor quando duas condições forem satisfeitas: estiver operando acima do benchmark e estiver naturalmente positiva em resultado comparativamente em relação a última cota que foi cobrada. O gestor que ganha performance entrega valor para o cliente e todos ficam felizes. A performance não é um vilão, é uma amiga e é difícil de ser cobrada.

Quando questionados a respeito da popularização da taxa de performance no mercado brasileiro um dos entrevistados as respostas foram menos homogêneas.

Para “E2”, *“a taxa de administração existe para fundos de gestão ativa e que contemplam um pouco mais de risco”*. O mesmo entrevistado salienta:

O perfil do investidor de varejo é mais avesso à risco, sendo assim, não adianta criar opções de investimento de maior risco pois os clientes não irão comprar. A oscilação da cota será maior e ele (o investidor) ficará com medo.

O especialista “E5” concorda:

Dada a complexidade de suas características, a popularização do uso da taxa de performance, em mercados como o brasileiro, depende da ampliação no conhecimento dos investidores. Caso contrário, a utilização ficará restrito a poucos produtos destinados a um público muito seletivo.



A mesma opinião possui o *expert* “E4”, mas mais voltada ao mercado de renda variável:

No momento em que o mercado de renda variável for mais maduro – acredito que ainda estamos amadurecendo esse mercado. Existem 600mil CPFs cadastrados na bolsa, isso é menos de 0,5% da população, ainda há muito para crescer – deveríamos nos dar conta de que melhor ter taxa de performance a ter alta taxa de administração. A taxa de performance sempre estimula o gestor a tentar ser melhor.

Para “E6” a performance é uma taxa difícil de ser explicada até mesmo para investidores mais qualificados:

A taxa de performance cabe em mercados mais maduros e mais conhecedor do mercado de capitais. Para o pequeno investidor é difícil explicar a taxa de performance, às vezes é difícil explicar para os investidores maiores.

O especialista “E2”, concorda com “E6”, ao dizer essa aplicação ainda não é popular devido ao comportamento do próprio investidor. “é mais uma questão de estratégia de produto e aversão a risco por parte do investidor. Se o investidor comportasse não teria porque não ter taxa de performance”.

“E3” salienta que “só poderá fazer um fundo com performance com benchmark dentro da linha de ativos do fundo. Se quiser fazer fundo de ações com benchmark de renda fixa, o fundo tem que ser para investidor qualificado”.

Além disso, segundo “E2”,

Fundos exclusivos não costumam ter taxas de performance pois, geralmente, os níveis de risco são bastante baixos e o poder de barganha por parte dos investidores é bastante alto em função dos altos valores aportados. Dessa forma, a taxa é comparada entre diversas instituições antes da escolha final do gestor.

### 6.4.1 Fundos de varejo *versus* fundos exclusivos

O mercado apresenta taxas mais baixas para fundos exclusivos e mais elevadas para fundos de varejo. Conforme salientado nos itens acima, esse movimento pode ser explicado pelos valores mínimos de investimento dos fundos e pelo poder de barganha que possuem os grandes investidores. Por outro lado, levando em consideração os custos incorridos no operacional e comercial de um fundo de varejo e de um fundo exclusivo é natural de se acreditar que fundos exclusivos também trabalhem com taxas mais altas, afinal, o atendimento a um investidor deve ser mais completo e freqüente ao investidor de varejo.

Do ponto de vista operacional, fundos de varejo tendem a gerar mais custos que os exclusivos. Os fundos de varejo tem quantidades maiores de aplicações e resgates gerando maior demanda dos setores de *MidleOffice* e *BackOffice* das administradora dos fundos do que se comparados aos fundos *private*. Esses custos, porém, tendem a ser deduzidos em um rateio de despesas realizados para os fundos de varejo em que gerentes de conta, consultores de agências e operacional são divididos. “E1” diz que “os fundos exclusivos tendem a cobrar taxas menores, são destinados em sua grande maioria a clientes institucionais que buscam taxas melhores para a gestão de seus elevados patrimônios.

Alguns dos especialistas afirmam que o atendimento ao cliente *private* pode ser mais caro que a um número grande de clientes de varejo para algumas exceções, de acordo com o que vemos a seguir.

Especialista “E2”:

Alguns clientes pedem vistas do gestor e do gerente para explicar como vão as coisas. Seria um custo “one to one” muito maior do que o que existe para os investidores de tíquetes menores.

Especialista “E3”:

Se capto um cliente de 1 milhão, que gerará ao ano R\$ 20.000,00 de receita e ele demandar uma visita semanal para ficar duas horas conversando, explicando o que esta sendo feito. Devermos colocar na balança, pois não é

só o deslocamento, a gasolina, tem o tempo do gestor. Enquanto o gestor esta se envolvendo com esse cliente está gastando um tempo que poderia estar desenvolvendo estratégias, melhorando a gestão de seus produtos.

Porém, como em todos os pontos tratados anteriormente, o investidor de patrimônio maior, *private*, *corporate* ou institucional, negocia melhor suas taxas. De acordo com “E5”:

Fundos exclusivos, diante de suas características (cotista único e que, além disso, muitas vezes atua como gestor do fundo, reduzindo ainda mais as atribuições das Instituições financeiras), demandam “menor esforço” e, por conseqüência, indicariam menores taxas de administração. Ainda, o maior conhecimento do cliente, seu tamanho e a previsibilidade de seu fluxo de caixa, corroboram com a conclusão supracitada.

Alguns especialistas reforçaram que o custo de o cliente *private* será menor que os de cliente varejo em salvas exceções, porém, todos concordam que clientes varejo demandam altos custos de distribuição conforme diz “E4”:

O custo para negociar um cliente de R\$ 1.000,00 comparado com um de R\$1milhão talvez seja mais baixo, mas é mais difícil, e caro, captar mil cotistas de R\$ 1.000,00, ou seja, vai ser muito mais difícil fechar esse R\$1milhão. Então captar uma única aplicação de R\$1milhão vai dar um trabalho muito menor. Além disso, o investidor sabe que tem esse poder de barganha, afinal, R\$1milhão é um valor interessante.

Custos operacionais mais altos também são demandados por clientes varejo, de acordo com “E2”:

Fundos que se destinam a investidores com menos recursos e cujos tíquetes de aplicação e resgate são menores e demandam um operacional grande. Cada operação tem um custo e isso deve ser refletido na taxa de administração. Do ponto de vista operacional, sem dúvida, o fundo de varejo vai ter quantidade de aplicações e resgates muito maior se comparado com um fundo de segmento *private*.

#### 6.4.2 A taxa de administração para o investidor

Atualmente, as taxas tem se tornado fator importante na tomada de decisão do investidor. Não existem pesquisas científicas atualizadas que informem a relevância que a taxa de administração possui no momento da decisão de investimento, por isso, foram buscadas as opiniões dos especialistas entrevistados em relação à relevância que o investidor dá e deve dar às taxas de administração.

A medida que a concorrência aumenta e rentabilidades parecem uniformes esse é mais um ponto crítico que deve ser considerado pelo investidor.

Para fundos de renda fixa e referenciados ela se torna cada vez mais importante dado o seu significativo impacto no resultado dos fundos. Já para fundos de ações o aspecto mais relevante é a rentabilidade, dado que seu benchmark não é o CDI. Um fundo com 4% de adm pode entregar um retorno muito maior que um fundo com 0,5% de adm. Já em renda fixa esta possibilidade é muito mais remota.

Conforme citado acima por “E1”, para fundos de renda fixa, referenciados e de curto prazo, a taxa de administração é fator importante para a rentabilidade final, uma vez que é deduzida do patrimônio total do fundo. Realizar comparativos entre fundos de mesma categoria é importante para escolher o investimento mais rentável. Para “E2”, porém, além desse, outros fatores devem ser levados em consideração. É preciso, primeiramente, entender o objetivo do investimento.

O investidor deve separar o seu dinheiro de acordo com o seu objetivo, aquisição de casa, viagem, aposentadoria, a escolha do tipo de instrumento de investimento de acordo com o prazo que o investidor tem até cumprir o seu objetivo.

Além disso, conforme salienta “E5”, as normas e regras do fundo devem ser levadas em consideração juntamente a taxa de administração:

Ao decidir sobre onde investir seus recursos, para fundos de investimento, os investidores devem, sobretudo, estar atentos à qualidade do gestor, aos objetivos e regras do fundo (vide regulamento e/ou prospecto) e ao custo do produto (taxa de administração, performance).

Ativos de maior risco tendem a ter maior retorno, logo a determinação do risco que o investimento pode correr é tão importante quanto avaliar as taxas de administração de forma isolada. A correlação, isto é a dependência que um ativo tem de outro é muito importante quando se determina uma carteira de investimentos. Montar uma carteira que balanceie o movimento dos ativos pode trazer mais retorno de considerar taxas de administração isoladamente.

Já em relação à importância que o investidor dá as taxas de administração, de acordo com “E2”:

Até então, o investidor olhava apenas a rentabilidade, o que é óbvio, se você tem um fundo dando 10% ao mês, por exemplo, eu não me interessaria para o quanto ele cobra de taxa de administração. Tendo um retorno tão bom, as taxas são esquecidas.

O especialista “E4” diz que “não são todos os clientes que se preocupam com as taxas de administração ou performance. Acho que de 20 a 30% dos clientes olham pra isso”. Ele salienta que “no mercado de renda variável é muito comum ter diferença muito grande de um gestor pra outro. Quando se mostra um histórico de longo prazo consistente, o cliente não vai deixar de investir por causa da taxa”.

O hábito de perguntar o valor da taxa de administração é inerente à muitos investidores, mas nem todos entendem sua forma de cálculo, de acordo com “E3”:

Alguns investidores perguntam a taxa outros nem tanto. É preciso informar ao cliente que todo o retorno divulgado é líquido de taxas. Alguns perguntam a taxa, pois está no script mas não fazem ideia se a taxa é alta ou é baixa. Aprenderam que taxa de administração é um custo do fundo e perguntam.

Mais uma vez, investidores qualificados possuem comportamento diferenciado, segundo “E3”, “investidores mais leigos tendem a não dar tanta importância para a taxa quanto os institucionais. Os institucionais são mais rigorosos na questão da taxa”.

Sendo assim, a partir das respostas recebidas nas entrevistas um quadro de resumo de respostas foi confeccionado com a intenção de integrar consensos gerais

dos entrevistados e idéias específicas salientes ao longo da pesquisa:

<b>Opiniões Gerais</b>
O principal fator para a determinação do valor da taxa de administração de um fundo é oriundo do baixo valor de aplicação mínima.
O mercado determina o movimento das taxas de administração dos fundos comercializados no país.
Investidores qualificados possuem elevado poder de barganha no que diz respeito às taxas cobradas em fundos exclusivos.
A taxa de performance não costuma ser bem aceita pra fundos de varejo.
Clientes <i>private</i> , em geral, possuem custos de distribuição e atendimento menores que clientes de varejo.
<b>Opiniões Específicas</b>
A popularização do mercado de ações eleva as taxas cobradas por fundos dessa categoria e por fundos multimercados, uma vez que o tíquete mínimo de aplicação reduz.
As taxas cobradas em fundos de todas as categorias tendem a cair com o passar do tempo.
A tendência é de cobrança de taxa de performance em um mercado mais maduro.
Muitas vezes, a relação custo benefício não é atendida para clientes <i>private</i> , gerando mais ônus às empresas do que resultados.

**Quadro 2: Quadro de resumo de respostas.**

## CONCLUSÃO

Nesse capítulo é apresentada a conclusão do estudo desenvolvido até então. O principal objetivo desse trabalho foi entender o processo adotado pelas instituições financeiras ao determinarem os valores de suas taxas de administração. Vale ressaltar que, por se tratar de um estudo exploratório, os resultados não podem ser considerados como representantes de toda a indústria financeira nacional. Baseando-nos por informações retiradas das entrevistas em profundidade realizadas, podemos chegar a algumas conclusões.

O mercado financeiro brasileiro é um mercado que possui histórico de altas taxas básicas de juros e taxas de administração que acompanhavam esse movimento. Com o crescimento econômico e a redução da Taxa Selic as instituições financeiras viram-se obrigadas a reduzirem suas taxas de administração a fim de manter sua competitividade para que seus rentabilidades não estejam à equivalência da poupança. A herança de um mercado de melhores retornos ainda compromete as taxas cobradas por alguns fundos de investimentos que não adequaram-se à nova realidade praticada e exigida pelo investidor de maior conhecimento.

É natural que, dentro do amadurecimento que o mercado vem sofrendo novas demandas surjam por parte do investidor. É dessa forma que o mercado de ações tem tornado-se tão popular e responsável pela migração de parte dos recursos que antes contemplavam apenas a poupança ou fundos de renda fixa. O investidor torna-se mais exigente e busca opções de investimento que aliem retornos melhores à qualidade de gestão.

De acordo com os depoimentos colhidos nas entrevistas em profundidade, o principal fator que move a determinação das taxas de administração dos fundos de investimento nacionais é o próprio mercado. Mesmo sendo capazes de calcular suas margens de lucro, custos operacionais ou de divulgação, as empresas acabam analisando o mercado e precificando as taxas de seus fundos de investimento de forma coerente com o que os concorrentes praticam. Quando as empresas dão-se conta de que o valor necessário para a taxa de determinado fundo é maior que o praticado no mercado acabam reduzindo suas taxas ou mudando suas estratégias.

Apesar disso, é possível encontrar algumas exceções no mercado que adotam estratégias de formações de preço diferentes da penetração de mercado. Para alguns gestores de fundos de carteira ativa, a qualidade da gestão pode refletir em taxas mais elevadas e conseqüentes desvios da média adotada no mercado.

Essa avaliação para precificação considera, principalmente, o porte do investidor. Clientes com aporte iniciais menores tendem à sofrer maior exposição às taxas que clientes de maior porte. Logo, fundos de investimento que possuem tíquete de entrada baixos tendem a cobrar maiores taxas de administração enquanto grandes aportes atingem níveis de preço mais reduzidos.

Assim percebemos que, para o mercado financeiro, o grande investidor, dito qualificado, é personagem importantíssimo. É o investidor qualificado que possui poder de negociar preços e determina se os valores cobrados pelas instituições financeiras são satisfatórios ou não. Esse movimento é natural, afinal, grandes volumes são disputados pelas instituições financeiras e seus preços tornam-se ainda mais concorridos.

Além disso, existe um movimento de redução nas taxas de administração dos fundos de renda fixa e referenciados DI. Isso acontece, principalmente, devido a criação de novos fundos de investimento que atendem às novas demandas de investidores que seguem um caminho pautado por taxas de juros mais baixas e mercado mais competitivo. Essa demanda se torna cada vez maior a medida que o investidor amadurece e entende que é possível agregar valor mesmo em cenários de maior risco de forma consistente. Sendo assim, a máxima da economia de oferta e demanda é correta quando aplicada às taxas de administração. A popularização de mercados antes explorados apenas por investidores de grande porte, hoje, reduz o tíquete mínimo das aplicações e eleva, na média, as taxas de administração de fundos de renda variável e multimercado.

Aos poucos, o investidor brasileiro se familiariza com o mercado, tornando-se exigente e competente ao escolher suas opções de investimento e passando a considerar também os custos dos produtos, não apenas a rentabilidade isolada. Muitos outros fatores devem ser levados em consideração porém, como política do fundo, patrimônio líquido, técnicas e transparência de gestão, objetivo do



investimento, por exemplo. A indústria brasileira deve estar preparada para suprir essas necessidades anteriormente pouco exploradas.

O presente trabalho atingiu seus objetivos e expectativas de resultado a partir de uma visão oferecida por especialistas que acompanham de perto as mudanças e comportamento dos agentes do mercado. Sem dúvidas, o estudo realizado é capaz de responder muitas das indagações feitas por investidores, além de suprir uma lacuna pouco explorada pela academia.

## REFERÊNCIAS

- AAKER, David A. **Pesquisa de marketing**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2004.
- ASSAF, Alexandre Neto. Mercado Financeiro. 9.ed São Paulo:Atlas, 2010.
- FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro**: Produtos e serviços. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.
- AAKER, D. **Marcas**: gerenciando o valor da marca. 3.ed. São Paulo: Negócio, 1998.
- BAKER, Michael J. **Administração de Marketing**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
- BERNARDI, Luiz Antonio. **Manual de formação de preços**: políticas, estratégias e fundamentos. 3. ed. São Paulo. Atlas, 2004.
- CARNEIRO et al. **Formação e Administração de preços**. Rio de Janeiro: FGV, 2004.
- COGAN, Samuel. **Custos e preços**: Formação e Análise. São Paulo: Pioneira. 1999.
- CHURCHIL, G. PETER, J.P. **Marketing**: criando valor para os clientes. São Paulo: Saraiva, 2000.
- DOLAN, R.J.; SIMON, H. **Power Pricing** – how managing price transforms the bottom Line. New York: Free Press, 1997
- FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro**: Produtos e serviços. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.
- KOTLER, P. **Administração de marketing**: análise, planejamento, implementação e controle. 5.ed. São Paulo: Atlas, 1998.
- KOTLER, P. **Marketing para o século XXI**: como criar, conquistar e dominar mercados. São Paulo: Futura, 1999.
- KOTLER, P. **Administração de Marketing**. São Paulo: Atlas, 2000.
- MALHOTRA, Naresh K. **Pesquisa de marketing**: uma orientação aplicada. 4.ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

MINADEO, R. **Gestão de Marketing**. São Paulo: Atlas, 2008.

MORRIS, M.H.; MORRIS, G. **Política de preços em um mercado competitivo e inflacionado**. São Paulo: Makron Books, 1994.

**Revista Capital Aberto**. Jul/2010.

SARDINHA, J.C. **Formação de preço: a arte do negócio**. São Paulo: Makron Books, 1995.

SEMENIK, Richard J.; BAMOSSY, Gary J. **Princípios de marketing: uma perspectiva global**. São Paulo: Makron Books, 1994.

URDAN, Flávio Torres; URDAN, André Torres. **Gestão do composto de marketing**. São Paulo: Atlas, 2006.

Sites:

**ANDIMA**. Disponível em:

[http://www.anbid.com.br/institucional/CalandraRedirect/?temp=5&proj=ANBID&pub=T&comp=sec\\_FUNDOS\\_DE\\_INVESTIMENTO&db=CaI SQL2000&docid=4EBDDD76E9B84E3C83256E3000620AF9](http://www.anbid.com.br/institucional/CalandraRedirect/?temp=5&proj=ANBID&pub=T&comp=sec_FUNDOS_DE_INVESTIMENTO&db=CaI SQL2000&docid=4EBDDD76E9B84E3C83256E3000620AF9). Acessado em 18/05/2010.

**CVM**. Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=%5Cinst%5Cinst409consolid.htm>. Acessado em 21/05/2010.

**Exame**. Disponível em:

<http://exame.abril.com.br/>: Acessado em 21/10/2010;

**Isto É dinheiro**. Disponível em:

<http://www.istoedinheiro.com.br>. Acessado em 21/10/2010;

**Ministério do planejamento orçamento e gestão**. Disponível em:

<https://conteudoclippingmp.planejamento.gov.br/cadastros/noticias/2010/9/21/renovacao-dos-fundos>. Acessado em 15/11/2010

**QuantumAxis**. Disponível em:

<http://www.quantumaxis.com.br/>. Acessado em 21/11/2010.

**ANEXOS**

## ANEXO A - ROTEIRO PARA ENTREVISTA

- 1) Como você explica a variação das taxas de administração de 0,2% a.a até 6% a.a. para fundos de todas as categorias (renda fixa, referenciados, renda variável e multimercado)?
- 2) Você acredita que as gestoras de recurso levam em consideração todos os custos envolvidos na prospecção e manutenção de um cliente ao determinarem suas taxas de administração e performance? Quais outros itens da formação de preço são levados em consideração?
  - Penetração de mercado;
  - Preço e exclusividade;
  - Recuperação do caixa;
  - Maximização dos resultados;
  - Promoção para o produto ou serviço;
  - Relação preço e qualidade;
- 3) Segundo a ANBIMA, o mercado de fundos vem sofrendo algumas mudanças em suas taxas de administração. O movimento dos fundos de renda fixa é de redução das taxas, enquanto os fundos de ações e multimercado apresentam leve elevação. É coerente acreditar que com a popularização do mercado de ações o movimento das taxas dos fundos de ações também seja de redução?
- 4) Você acredita que o uso da taxa de performance é uma tendência em mercados mais maduros e desenvolvidos?
- 5) Fundos exclusivos tendem a ter gestão de carteira e de relacionamento com o cotista mais simplistas, enquanto fundos de varejo estabelecem maior complexidade de fluxos de caixa, manutenção da qualidade de gestão de carteira e manutenção de time comercial para relacionamento com cliente. Não seria natural que fundos de varejo cobrassem taxas de administração mais elevadas, movimento contrário ao que encontramos no mercado?
- 6) Na sua opinião, qual a importância do preço da taxa de administração na tomada de decisão do investimento por parte do investidor? Quais outros aspectos você acredita que podem ser levados em consideração nesse processo?