

RELAÇÃO ENTRE TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO DIVULGADAS E EFETIVAS EM FUNDOS DE INVESTIMENTO**THE RELATIONSHIP BETWEEN DISCLOSED MANAGEMENT FEES AND EFFECTIVE MANAGEMENT FEES IN INVESTMENT FUNDS****RELACIÓN ENTRE LAS TARIFAS DE ADMINISTRACIÓN DIVULGADAS Y EFECTIVAMENTE COBRADAS EM FUNDOS DE INVERSIONES**

*Michelle Felix Martins*²⁵

*Karine Gonzaga de Oliveira*²⁶

*Rodrigo Fernandes Malaquias*²⁷

RESUMO: O trabalho teve o objetivo de verificar, por meio de uma análise quantitativa, a correlação entre as taxas de administração incorridas e divulgadas pelos fundos de investimento. O estudo também buscou estudar a relação entre os administradores dos fundos e os investidores de acordo com a Teoria da Agência utilizando uma análise qualitativa por meio de entrevista. Os resultados indicam que a correlação entre taxas de administração divulgadas e efetivas é positiva, moderada e estaticamente significativa, tanto em períodos de crise como de não crise, significando que pode haver fundos de investimento que divulgam taxas mais altas, porém não cobram esse valor mais alto. Observou-se fatores que favorecem o conflito de agência entre o gestor do fundo e o investidor quanto à assimetria informacional e o auto interesse do gestor. Por outro lado, não foi evidenciado nenhum fator que indicasse risco moral e seleção adversa que poderiam aumentar o conflito de agência.

Palavras-chave: Fundos de investimento. Taxas de administração. Conflito de agência.

ABSTRACT

The aim of this paper was to verify, through a quantitative analysis, the relationship between disclosed management fees and effective management fees in investment funds. Using a qualitative approach, we also analyzed the relation of the managers of the funds and the investors, according with the Agency Theory. Our results showed that the correlation between the two types of fees were positive, moderate and statistically significant, for the entire period and for the periods of crisis and not crisis. Thus, there are investment funds that charge low management fees, but disclose that this fee is greater. We also observed the factors that favor agency conflicts, but we did not find any factor related with moral hazard and adverse selection that could improve the agency conflict.

Keywords: Investment Funds. Management Fees. Agency Conflict.

RESUMEN

²⁵ Graduada em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Uberlândia.

²⁶ Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Uberlândia.

²⁷ Doutor em Administração de Empresas (Finanças) pela EAESP/FGV. Professor dos cursos de Graduação, Mestrado e Doutorado em Ciências Contábeis na Universidade Federal de Uberlândia.

El objetivo general de este estudio fue verificar, por medio de un análisis cuantitativo, la correlación entre las tarifas de administración incurridas y divulgadas por los fondos de inversiones. El estudio también buscó descubrir la asociación entre los administradores de los fondos y los inversionistas de acuerdo con la Teoría de la Agencia utilizando un análisis cualitativo por medio de entrevista. Los resultados indican que la correlación entre las tarifas de administración divulgadas y efectivas fue positiva, moderada y estáticamente significativa, tanto en períodos de crisis como fuera de períodos de crisis. Con esto, puede haber fondos de inversiones que divulgan tarifas más altas, sin embargo, no cobran ese valor más alto. Se observaron factores que favorecen el conflicto de agencia entre el gerente del fondo y el inversionista en cuanto a la asimetría informacional y el auto interés del gerente. Por otro lado, no fue evidenciado ningún factor que indicase riesgo moral y selección adversa que podrían aumentar el conflicto de agencia.

Palabras-clave: Fondos de inversiones. Tarifas de administración. Conflicto de agencia.

1. INTRODUÇÃO

Os Fundos de Investimento são condomínios formados por investidores que pretendem aplicar de forma coletiva seus recursos. Tais fundos só podem ser constituídos com autorização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), são regidos por um regulamento e suas decisões são tomadas em Assembleia Geral (Caderno CVM de Fundos de Investimento, 2009).

Ainda de acordo com o Caderno CVM de Fundos de Investimento (2009) a finalidade dos fundos de investimento é captar e investir recursos no mercado financeiro e de capitais através da emissão de cotas, possibilitando que pequenos investidores participem do mercado de ações de forma organizada. Como o mercado acionário representa uma fonte de recursos para que as empresas desenvolvam suas atividades (OLIVEIRA e FRASCAROLI, 2014; BEIRUTH et al., 2015), o papel dos fundos de investimentos se mostra relevante, pois, por exemplo, grande parte das carteiras dos fundos de ações e de alguns fundos multimercados está investida no mercado de ações.

“Todo investimento implica certo grau de risco, então, no momento de escolher o melhor fundo para alocar seus recursos, os investidores possuem o interesse de investir na alternativa que irá gerar a melhor rentabilidade” (FONSECA e MALAQUIAS, 2012, p. 4). É responsabilidade do administrador do fundo realizar atividades gerenciais e operacionais relacionadas aos investidores e investimentos, como por exemplo, a gestão da carteira de títulos e valores mobiliários. A gestão da carteira de investimentos pode ser exercida pelo próprio administrador, assim como por

pessoa terceirizada devidamente credenciada a CVM e contratada especialmente para esta finalidade (Caderno CVM Fundos de Investimento, 2009).

Para participar de um fundo de investimento, costumeiramente é cobrado do investidor a taxa de administração referente à prestação de serviços de administração do fundo, que corresponde a um valor fixo previamente estabelecido. Como investidores com maior nível de conhecimento financeiro tendem a poupar mais (COSTA e MIRANDA, 2013), quando a otimização das as taxas cobradas pelos fundos de investimento pode ser um fator que atrai novos poupadores de recursos, de acordo com o seu respectivo nível de aversão ao risco.

Ceretta, Costa Jr. e Newton (2001), em seu trabalho sobre fundos de investimentos, afirmaram que há uma relação de troca entre risco e retorno esperado. Segundo os autores, investimentos que têm elevado nível de risco também devem ter remuneração elevada, caso contrário não conseguirão atrair investidores racionais. Assim a escolha do investidor por determinado tipo de investimento envolve múltiplos fatores, dentre eles, risco e retorno, custos envolvidos, investimento mínimo necessário e movimentação mínima.

Uma vez que elevadas taxas de administração podem corroer a performance alcançada pelos fundos (MALAQUIAS e EID JR., 2013), é relevante que os potenciais cotistas levem em consideração esta variável quando escolhem os fundos para aplicar seus recursos.

A relação entre o investidor e o administrador do fundo pode ser analisada segundo a Teoria da Agência. Dalmácio e Nossa (2004) levantaram a hipótese de que a taxa de remuneração atribuída aos administradores dos fundos de investimento é diretamente proporcional ao retorno para os investidores. Conflitos de interesses podem surgir e a Teoria da Agência pode ser aplicada para compreender o potencial conflito de interesses que pode surgir entre os investidores e os administradores de fundos.

Contudo, as taxas de administração divulgadas nos regulamentos dos fundos representam a taxa máxima que o fundo pode cobrar. As taxas efetivamente cobradas podem, então, estar sendo inferiores às divulgadas pelos fundos em seus regulamentos, fator que motivou a realização desta pesquisa. A existência de uma diferença entre estas taxas pode gerar um viés na elaboração de estudos acadêmicos, uma vez que existem estudos que trabalham com a taxa divulgada e outros que trabalham com a taxa efetivamente incorrida. Em outro ponto, dependendo do caso, pode haver também

conflitos de interesses entre os investidores e os administradores dos fundos de investimentos caso estes valores sejam significativamente diferentes.

Com base nestas considerações, foram elaboradas as duas seguintes questões de pesquisa: qual a correlação entre a taxa de administração divulgada e a taxa efetivamente cobrada dos fundos de investimentos? Quais os fatores que geram conflito de agência (interesses) entre os investidores e os administradores dos fundos de investimento?

Dessa forma, **o objetivo do trabalho foi analisar a correlação entre as taxas de administração incorridas e divulgadas pelos fundos de investimento.** Um objetivo específico do trabalho foi estudar a relação entre os administradores dos fundos e os investidores a luz da Teoria da Agência.

A relevância do estudo dos fundos de investimentos dá-se pelo fato de que, atualmente, esses fundos têm apresentado significativo crescimento no Brasil. De Dezembro de 1997 a Março de 2008 os fundos de investimento cresceram um pouco mais de três vezes; dentre eles, o patrimônio dos fundos multimercados cresceu quase doze vezes no mesmo período (GOMES; CRESTO, 2010).

Apesar desse crescimento, houve um impacto significativo no ano de 2008 pela crise financeira internacional. Essa crise influenciou a desvalorização de ativos financeiros como ações, títulos de renda fixa, *commodities*, pois estes ativos apresentam alta volatilidade (risco) quanto a investimentos. Quanto aos multimercados, houve perdas representativas e também aumento generalizado de riscos de crédito (PAIVA; SAVIOLA, 2011).

O presente estudo mostra-se relevante por investigar se, ao investidor optar por um fundo de investimento, o mesmo deve se atentar para o fato de que as taxas divulgadas podem não ser as taxas efetivamente cobradas, o que resultaria em um viés de informações. Diferentes interesses entre o investidor e o administrador dos fundos podem gerar conflitos que desfavorecem uma das partes.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Fundos de investimento, segundo Dalmácio e Zanquetto Filho (2005), são condomínios constituídos por participantes que têm como objetivo promover a aplicação coletiva de seus recursos em carteira de títulos e valores mobiliários, por meio

da emissão de cotas. A soma dos recursos dos investidores com os resultados acumulados constituem o patrimônio do fundo.

A relação existente entre o investidor e o administrador do fundo pode ser explorada com base na Teoria de Agência (MALAQUIAS, 2012; MALAQUIAS e EID JR., 2014). Desta relação, espera-se que o gestor tome decisões que visem os interesses do investidor, porém os administradores podem ter objetivos pessoais que competem com a maximização do retorno dos investimentos. (DALMÁCIO; NOSSA, 2004; MALAQUIAS, 2012).

Segundo Segatto-Mendes (2001), a Teoria da Agência procura analisar os contratos, custos e conflitos que envolvem estes contratos na relação entre o agente (que compromete em realizar tarefas) e o principal (proprietário) e os conflitos resultantes da separação entre a propriedade e o controle do capital.

O que cria conflitos entre o principal e o agente é o comportamento oportunista de alguma das partes. O oportunismo “representa um pressuposto comportamental relativo à busca do auto interesse pelos indivíduos”, segundo Segatto-Mendes (2001). Quanto à comunicação entre as partes, o agente pode omitir informações relevantes sobre alguma realidade e não disponibilizá-las a outra parte, isso causa a assimetria informacional que gera conflitos também.

Ainda segundo o autor, o agente deve estar sempre em busca da potencialização dos recursos disponibilizados. Outro fator que pode gerar conflitos de agência é a dificuldade no monitoramento do agente. Quando os resultados da firma dependem muito dos participantes (agentes) do processo (sobreposição de ações), pode dificultar a observação e a verificação das ações do agente por parte do principal.

Problemas com o risco moral e a seleção adversa também são apontados quando se analisa o conflito de agência. Risco moral refere-se a possibilidade de que o agente mude seu comportamento conforme variações nas transações financeiras. A seleção adversa pode ser entendida como a seleção “de uma carteira de indivíduos que difere em determinados atributos de risco da média observada da população total”, de acordo com Maia (2004).

Nos fundos de investimento, há uma relação de interesses entre o investidor (principal) e o administrador do fundo (agente). Desta relação espera-se que o gestor tome decisões que visem os interesses do investidor, porém os administradores podem

ter objetivos pessoais que competem com a maximização do retorno dos investimentos (DALMÁCIO; NOSSA, 2004).

Segundo Dalmácio e Nossa (2004), quando um gestor tem uma remuneração fixa ele pode apenas defender seus interesses pessoais, mas quando recebe um ordenado variável de acordo com seu esforço de trabalho, ele tende a favorecer o interesse do principal. Isso pode diminuir os conflitos, mas acarreta custos. Os custos de agenciamento “são os gastos incorridos na prevenção e resolução de conflitos entre o principal e o agente, ou seja, aqueles associados à contratação entre as partes, bem como as perdas resultantes das atitudes oportunistas do agente” (NOSSA; KASSAI; KASSAI, 2000, p. 7). As taxas de administração cobradas pelos gestores de fundos são custos de agenciamento.

Taxa de administração dos fundos de investimentos é a remuneração que os administradores de fundos percebem em troca dos serviços prestados de gestão e administração, a exemplo podemos citar a escolha da composição da carteira e das políticas de investimento, esta taxa é calculada sobre o patrimônio líquido diário do fundo. O administrador tomará as decisões de investimento a fim de valorizar o patrimônio do fundo com base nas normas e regulamentos estabelecidos pelo Banco Central e pela CVM (DALMÁCIO; ZANQUETTO FILHO, 2005).

Segundo Sanvicente (1999), taxa de performance é a taxa cobrada que varia de acordo com o desempenho do fundo, quando o rendimento é maior ela aumenta, quando o rendimento é menor ela diminui. Esta taxa costuma ser calculada em função de um indicador de mercado, como a TR, o Ibovespa, o IGP-M, dentre outros. Assim, percebem-se dois tipos de remuneração para o administrador dos fundos, uma fixa e uma variável.

Com isso, a diferença entre taxas de administração e taxas de performance consiste que, a primeira é representada por porcentagens fixadas no valor dos ativos administrados, enquanto que a segunda é estabelecida por formulas que tem como base índices de mercado e são pagas quando a rentabilidade da carteira supera a variação do índice (SANVICENTE, 1999).

Na literatura, existem diferentes estudos que abordam os fundos de investimento. Um deles foi o estudo desenvolvido por Ceretta, Costa Jr. e Newton (2001), que investigou o desempenho de fundos de investimento em ações por meio da análise envoltória de dados. A amostra compreendeu 106 fundos mútuos de

investimento de carteira livre no período de dezembro de 1997 a novembro de 1999. Foi destacado a função de utilidade esperada pelo investidor, como o risco, retorno, custos de administração, dentre outros. Após análises observaram-se que apenas sete fundos foram considerados eficientes, tais fundos combinam atributos desejáveis, como melhores taxas de retorno e atributos indesejáveis como riscos e custos.

Também buscando analisar o desempenho dos fundos, Giacomoni (2010) analisou a persistência de desempenhos mensais e trimestrais de 86 fundos multimercados, no período de junho de 2006 e novembro de 2008, o objetivo foi apurar o comportamento dos fundos em cenários distintos, como no caso da crise. Como resultado, o autor percebeu que os fundos que incorrem em maiores riscos em seus investimentos possuem retornos mais atrativos, sendo assim o desempenho do fundo depende do risco assumido.

Muitas vezes, o desempenho do fundo está ligado ao desempenho do administrador do fundo, assim, Machado-Santos e Armada (1997a) realizaram uma pesquisa constatando que houve evolução quanto a avaliação da performance dos gestores de investimentos nas últimas décadas. Sob essa questão, os autores analisaram a performance dos gestores de carteiras de investimento, incluindo aspectos sobre timing e seletividade. Foi analisada uma amostra de seis fundos de investimentos imobiliários de Portugal utilizando a metodologia de Elton e Gruber (1991) que propõe uma abordagem no sentido de isolar as componentes de timing e seletividade (diferente do que vinha sendo utilizado). Concluiu-se no trabalho que, os fundos conseguiram retornos positivos globais superando os mercados, mas as estimativas de timing evidenciaram valores favoráveis quanto a capacidade dos gestores de preverem os movimentos do mercado. Observou-se também que, em épocas baixas, os gestores têm melhores performances. Já em épocas altas, as capacidades de timing se apresentaram negativas.

Em outro artigo, Machado-Santos e Armada (1997b), propuseram analisar a performance dos gestores de carteiras de investimentos mas, desta vez, utilizando a metodologia proposta por Grinblatt e Titman (1993). A metodologia de Grinblatt e Titman propõe que o avaliador pode eliminar a necessidade de comparar os retornos com a carteira padrão (índice de mercado). Assim, essa abordagem avalia performance através da diferença entre os retornos dos títulos quando incluídos em uma carteira, com os retornos obtidos por esses mesmos títulos numa data posterior. Com isso, observou-

se que todos os fundos conseguiram retornos em excesso positivos. Mas, a evidência empírica sugere que os gestores dos fundos conseguem melhores performances quando o mercado acionista sofre variações negativas.

Saber identificar a melhor opção de investimento é um trabalho árduo. Nos fundos de investimento o conhecimento das informações do mercado e seu comportamento devem ser características do investidor (administrador do fundo). Ceretta, Costa e Newton (2001) estudaram a avaliação da análise do risco e retorno esperado em fundos de investimentos. Segundo os autores, a escolha de um investimento é uma decisão que envolve múltiplos atributos, entre eles: risco, retorno, custos, movimentação mínima, etc. O objetivo do trabalho é apresentar uma nova aplicação da técnica de análise por evolutiva de dados. Foi utilizado uma amostra de 106 fundos mútuos de investimento e analisadas por meio dos cálculos do índice ponderado de performance. Observou-se que os fundos menos eficientes procuram enfocar uma relação de dominância nos resultados de curto prazo. Atribuídos de valores extremos não definem o melhor ou pior desempenho por estarem associados a outros atributos e ponderações desejáveis ou indesejáveis.

O meio de remuneração dos administradores de fundos são as taxas de administração e as taxas de performances cobradas. A taxa de incentivo, ou a recompensa variável que o administrador do fundo recebe de acordo com a remuneração do investimento, pode ser visualizada como uma ferramenta de estímulo para os gestores terem maiores desempenhos. Elton, Gruber e Blake (2003) analisaram a taxa de incentivo no desempenho de fundos mútuos. Para este estudo foram analisados fundos da base de dados Lipper de 1990 a 1999. A amostra variou do primeiro ano de análise de 40 fundos para 108 no último ano. Observou-se que, os fundos com taxas de incentivo apresentam melhor capacidade de seleção de ações e menores custos, do que os fundos sem taxas de incentivo. O investidor é atraído por aqueles fundos onde percebem que a taxa de incentivo influencia positivamente nos retornos dos gestores.

Varga e Wengert (2011), buscando analisar as taxas cobradas pelos fundos de investimento, apresentaram em seu trabalho um quadro que demonstra a taxa de administração média, o desvio padrão e o percentual de fundos que cobram a taxa de performance, como resultado observa-se que os fundos de ações seguidos pelos fundos de curto prazo cobram as maiores taxas de administração média, tal fato se justifica por exigir muito investimento em pesquisa e maior qualificação dos gestores. A amostra dos

fundos de investimentos em análise inclui apenas os fundos não exclusivos, tais dados são referentes a 2010 e foram extraídos da Quantum.

Malaquias (2012) realizou uma análise da performance dos fundos de multimercados por meio de uma medida mais adequada às características de distribuição de frequência de seus retornos. Para realização da pesquisa foram necessárias consultas aos balancetes mensais dos fundos publicados no sítio da CVM. Para a análise foram submetidos 107 fundos e para o desenvolvimento do trabalho foram consultados 81 períodos, pois se pretendeu investigar 80 retornos. Observou-se, por meio de uma análise estatística, que a performance líquida dos fundos foi menor que zero e a performance média medida com base nos retornos brutos foi maior que zero, assim os ganhos por rentabilidade são apropriados por taxas de administração e performance. O autor destacou que o período de crise impactou significativamente as performances dos fundos e a sua relação com seus determinantes.

Quanto a Teoria da Agência, Lambert (2001) realizou uma pesquisa teórica acerca dessa abordagem e a sua aplicação na Contabilidade. O autor discutiu sobre as questões causadas por problemas de risco moral e seleção adversa. Neste cenário, observa-se que o método de avaliação dos contratos é relevante. Os sistemas de contabilidade e de orçamento, sistemas de medição de desempenho, sistemas de preços de transferência, e os sistemas de apoio à decisão afetam a forma de como as pessoas e organizações interagem. O autor relata a necessidade de modelos de incentivos, tanto pessoais como financeiros (custos). O que acontece é que as ações dos agentes não estão sendo observadas pelo principal (problemas de incentivos – risco moral), então a solução apresentada afirma que a informatividade é necessária para diminuir esse problema de agência. Outra questão de agência tratada pelo autor é a questão a otimização da alocação do esforço do agente. O agente não deve apenas ser motivado, mas sim direcionado para a ação certa. Segundo o autor, a contabilidade pode ser uma ferramenta para diminuir a questão da assimetria de informação entre o agente e o principal. Por fim, o autor discute sobre a questão da comunicação e o gerenciamento de resultados (princípio da revelação). Análises de multiperíodos (modelos de períodos de agência) são essenciais quanto exame do lucro e do fluxo de caixa. Isso pode avaliar o desempenho dos envolvidos, influenciar nas políticas e motivar as decisões de investimento em longo prazo.

Dois trabalhos levantados relacionaram a Teoria da Agência com os fundos de investimentos. O primeiro deles é o dos autores Dalmácio e Nossa (2004), que levantaram a hipótese de que a taxa de remuneração atribuída aos administradores dos fundos de investimento é diretamente proporcional ao retorno para os investidores. Já Edelen, Evans e Kadlec (2012) relacionaram a Teoria da Agência quanto a fundos mútuos sobre o papel da divulgação das informações quanto à resolução de conflitos de agência na gestão de investimentos de fundos.

O primeiro trabalho, de Dalmácio e Nossa (2004), buscou verificar, sob a perspectiva da teoria da agência, se existe uma relação entre a remuneração dos administradores dos fundos e o rendimento das carteiras. Por meio de uma pesquisa bibliográfica, os autores estabeleceram os fundamentos sobre a teoria da agência e enfatizaram os principais conflitos decorrentes das relações de agência. Foi realizada também uma pesquisa experimental em que, através de uma investigação empírico-analítica, buscou-se relacionar a teoria aos fundos de investimento. As variáveis escolhidas foram a taxa de remuneração dos administradores e a rentabilidade obtida em empresas no mês de fevereiro de 2003. O resultado obtido por meio de Teste-Z não sustentou a hipótese levantada.

O segundo trabalho comentado, de Edelen, Evans e Kadlec (2012), procurou evidenciar, por meio de uma pesquisa empírica, o papel das informações relacionado com a resolução de conflitos de agência nos fundos de investimento. Os autores se basearam na hipótese de que, uma maior transparência nas despesas operacionais do fundo resulta em menores custos de agência, ou seja, melhor desempenho de retorno. Para testar a hipótese, observou-se uma amostra de fundos de investimento na base da Morningstar de 1996 a 2009, com arquivos semi-anuais da Securities and Exchange Commission (SEC). A análise demonstra que a opacidade na divulgação de pagamento tem um efeito substancial sobre os investidores. Os gastos de fundos mútuos são menos eficientes quando pagos através do mecanismo opaco (ocultos) quanto à comissão do que quando realizados de forma transparente de contabilização. Então, percebe-se que a estratégia atribui maior custo aos administradores. O autor conclui que os gestores dos fundos utilizam essa forma mais onerosa porque assim, evidencia um impacto menor (menos negativo) sobre os fluxos dos fundos.

3. METODOLOGIA

O presente trabalho classifica-se, de acordo com os seus objetivos, como pesquisa descritiva. Segundo Gil (2002), a pesquisa descritiva a tem como objetivo principal descrever características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre as variáveis.

O problema de pesquisa foi respondido por meio de duas abordagens, sendo uma parte quantitativa, onde foi analisada a relação entre as taxas de administração divulgadas e efetivas dos fundos de investimento. Segundo Beuren (2009), a pesquisa quantitativa investiga um problema por meio de métodos estatísticos. A parte qualitativa se deu por meio de uma entrevista realizada com administradores dos fundos para análise de possíveis conflitos de agência. Segundo Richardson et al. (1999), a pesquisa qualitativa tem o objetivo de descrever e analisar a interação de variáveis e assim, compreender e classificar interação entre processos vividos por grupos sociais.

Quanto à coleta dos dados para a etapa quantitativa, as taxas de administração efetivas foram coletadas nos balancetes dos fundos de investimentos, extraídos do sítio da CVM, dividindo-se a taxa efetivamente cobrada pelo patrimônio líquido do fundo. Já a taxa divulgada foi coletada do SI-ANBID, um sistema de informações que permite acesso aos dados de fundos de investimentos cadastrados.

Ainda quanto à análise das taxas, a amostra contemplou 50 fundos de investimentos em períodos distintos analisando o comportamento das taxas de administração divulgadas e efetivamente cobradas em períodos de crise e não crise. Foram considerados os períodos de não crise de Janeiro de 2005 a Maio de 2008, enquanto o período de crise se inicia em Junho de 2008 e termina em Agosto de 2011.

Para verificar se os fundos de investimentos cobram a taxa de administração divulgada ou efetiva, foi utilizado o coeficiente de correlação de Pearson, cuja resultado varia de +1 (correlação positiva perfeita) e -1 (correlação negativa perfeita). O coeficiente de correlação é número que representa a correlação de Pearson, esse coeficiente é utilizado para avaliar uma associação medindo o grau de covariação entre duas variáveis, desse modo uma associação muito forte indica que há uma probabilidade muito alta de haver uma relação entre as variáveis, se o coeficiente de correlação for nulo, ou seja, igual à zero significa que não há nenhuma associação entre as variáveis (HAIR et al, 2006).

Quanto à etapa qualitativa, foram aplicadas entrevistas. Nesta fase, foi realizado um levantamento com seis profissionais que são ou já foram administradores de fundos de investimentos. A entrevista foi presencial, gravada (com autorização dos entrevistados) e depois transcrita. Segundo Rosa e Arnoldi (2006, p. 17),

A entrevista é uma das técnicas de coleta de dados considerada como sendo uma forma racional de conduta do pesquisador, previamente estabelecida, para dirigir com eficácia um conteúdo sistemático de conhecimentos, de maneira mais completa possível, com o mínimo de esforço de tempo.

Para a análise qualitativa da entrevista, realizou-se o processo de codificação (SAMPIERI et al., 2013). Nesse processo, após a transcrição da entrevista, é realizada a escolha das unidades constantes (com base no que foi dito pelo entrevistado), que têm um significado de acordo com a formulação do problema do trabalho. As unidades são agrupadas em códigos, que variam de acordo com as características das unidades similares. Os códigos vão produzindo e sendo encaixados nas categorias (conceitos, experiências, ideias ou fatos relevantes) e analisadas conforme a literatura.

Assim, foi realizada a transcrição da entrevista para análise. A análise se deu buscando avaliar o que foi apontado no texto (transcrição da entrevista) para obter indicadores de análise qualitativos. Na entrevista observaram-se, principalmente, questões que pudessem evidenciar a ocorrência de: auto interesse (oportunismo), assimetria informacional, risco moral (e potencialização de recursos) e seleção adversa.

4. DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Análise da correlação das taxas de administração

A Tabela 1 apresenta a média, o desvio padrão e o valor mínimo e máximo das taxas de administração divulgadas e incorridas pelos fundos, sendo esta subdivida em período de não crise (Janeiro/2005 a Maio/2008) e crise (Junho/2008 a Agosto/2011). A amostra contempla 50 fundos de investimento multimercados.

Tabela 1: Estatística descritiva das variáveis

Variáveis	Período	n	Média	Desv. Pad.	Mínimo	Máximo
Tx. Adm. Divulgada (a.m.)	-	50	0,142%	0,063%	0,033%	0,250%
Tx. Adm. Média Incorrida (a.m.)	Jan/05 a Ago/11	50	0,118%	0,056%	0,000%	0,215%
Tx. Adm. Média Incorrida - não Crise (a.m.)	Jan/05 a Maio/08	50	0,125%	0,061%	0,000%	0,252%
Tx. Adm. Média Incorrida - Crise (a.m.)	Jun/08 a Ago/11	50	0,110%	0,054%	0,000%	0,181%

Observando os valores das taxas de administração médias divulgadas e incorridas, pode-se perceber que as médias das taxas de administração não são iguais, porém são similares, a diferença percentual entre a taxa divulgada e as taxas incorridas não foi estatisticamente significativa (com base na construção de intervalos de confiança de 95%). Comparando a taxa de administração média divulgada com a taxa média incorrida em período de crise, a diferença foi de 0,032%. Este resultado indica que os valores efetivamente cobrados estão, em média, abaixo do limite divulgado pelos fundos, porém estes valores são numericamente diferentes.

Com a diferença entre os valores, o próximo passo consistiu em analisar se os fundos que cobram maiores taxas são também aqueles que divulgam as maiores taxas e vice versa. Na Tabela 2 tem-se as estimativas para a correlação entre as taxas.

Tabela 2: Coeficientes de correlação entre as taxas médias divulgadas e incorridas

Cód.	Variáveis	Estatísticas	Cód.			
			A	B	C	D
A	Tx. Adm. Divulgada (a.m.)	Coef. Correlação	1,000	0,530	0,526	0,513
		Significância	-	0,000	0,000	0,000
		n	50	50	50	50
B	Tx. Adm. Média Incorrida (a.m.)	Coef. Correlação	0,530	1,000	0,984	0,977
		Significância	0,000	-	0,000	0,000
		n	50	50	50	50
C	Tx. Adm. Média Incorrida - não Crise (a.m.)	Coef. Correlação	0,526	0,984	1,000	0,924
		Significância	0,000	0,000	-	0,000
		n	50	50	50	50
D	Tx. Adm. Média Incorrida - Crise (a.m.)	Coef. Correlação	0,513	0,977	0,924	1,000
		Significância	0,000	0,000	0,000	-
		n	50	50	50	50

De acordo com a Tabela 2, a correlação entre a taxa de administração efetivamente cobrada e a divulgada pelos fundos de investimento, cujo valor é 0,530, foi positiva, moderada e estatisticamente significativa, ou seja, fundos que divulgam taxas de administração mais altas, em média, são os que cobram as maiores taxas efetivas. Entretanto esta relação não é perfeita, pois o coeficiente de variação desta taxa é bem menor que 1,000. Isso significa que pode haver fundos de investimentos que divulgam taxas mais altas, porém não cobram esse valor mais elevado, e vice-versa. Cenário equivalente foi observado para a relação das taxas de administração efetivas (em períodos de crise e fora de crise) com a taxa de administração divulgada.

Resultado diferente foi observado para a correlação das taxas de administração efetivas em períodos de crise com as taxas dos mesmos fundos fora do período de crise. A correlação foi positiva e quase perfeita, indicando que os fundos que cobram maiores taxas de administração em um período também tendem a cobrar maiores taxas nos outros períodos, e vice-versa.

4.2 Análise qualitativa das entrevistas

Nas entrevistas realizadas, identificou-se os entrevistados por números (Entrevistado 1, Entrevistado 2, Entrevistado 3, Entrevistado 4, Entrevistado 5, Entrevistado 6). O perfil dos entrevistados se resume a:

- Idade entre 31 a 53 anos;
- Profissionais diferem entre investidores autônomos, professores, gestores e analista de valores (alguns entrevistados não trabalham atualmente com fundos de investimentos, mas já trabalharam);
- Quanto ao nível de escolaridade, um deles tem graduação, três deles têm especialização na área financeira, um deles tem mestrado e um deles doutorado;
- Três entrevistados dedicam 8 horas por dia a fundos de investimento (tempo integral), um deles 2 horas por dia e os outros dois não dedicam mais;
- Quatro profissionais dedicam-se a gestão ativa de fundos atualmente e dois deles a gestão passiva;

- O tempo de experiência varia de 3 a 10 anos com fundos de investimentos.

As unidades constantes nas entrevistas foram agrupadas em sete códigos: “Interesse do gestor”, “Comportamento oportunista”, “Omissão de comunicação”, “Falha de compreensão da Comunicação”, “Baixo nível de comunicação”, “Comportamento que não visa otimização dos recursos” e “Grupos favorecidos”. A partir desses códigos pode-se fazer a análise das Categorias que geram conflitos de agência: “Auto Interesse”, “Assimetria da Informação”, “Risco Moral” e “Seleção Adversa”.

Quanto ao *Auto Interesse*, observou-se que os respondentes indicaram alguns comportamentos que poderiam gerar o conflito do auto interesse. Alguns dos entrevistados relataram que o investidor e o gestor têm interesses diferentes, onde um busca a rentabilidade de seu investimento e o outro a perenidade no cargo. Essas informações reforçam a ideia da preocupação com comportamentos oportunistas por parte do agente (SEGATTO-MENDES, 2001). Um dos profissionais evidenciou um critério que pode reduzir os conflitos quanto ao auto interesse. Foi relatado que o gestor do fundo sempre busca o melhor retorno para o investidor que tenha o menor risco, assim o interesse do gestor estaria voltado para o investidor, ficando os dois beneficiados mutuamente.

Foram relacionados alguns fatores que estão relacionados à *Assimetria da Informação*. Um dos mais indicados (pela maioria dos entrevistados) foi o fato de os investidores dos fundos de investimentos não estarem interessados em buscar as informações sobre os fundos e que a questão do entendimento complica a situação, ou seja, percebe-se que os investidores não conseguem compreender questões acerca dos investimentos, e que há uma falha dos gestores no repasse da informação. Outros respondentes relataram que as informações são de fácil acesso, e que os gestores têm transparência, então consideram o canal de comunicação em um nível adequado. Como indicado por Segatto-Mendes (2001), o agente não deve omitir informações do principal.

Quanto à questão do *Risco Moral*, é recomendado que o comportamento do agente vise a otimização dos recursos do principal (MAIA, 2004). Não foi relatado nenhum comportamento por parte do gestor que não vise à otimização dos recursos do investidor. Quando questionados sobre as práticas de seleção de investimentos dos

gestores, foi uma resposta comum os gestores estarem preparados para analisar diversos critérios de seleção e que eles escolhem os que têm propensão de maior rentabilidade.

Quando questionados sobre a separação de grupos de investidores que poderia incitar a *Seleção Adversa* (MAIA, 2004), foi indicado pela maioria dos respondentes que essa prática não existe atualmente. Alguns entrevistados indicam que essa prática deveria acontecer pois assim seria possível direcionar um grupo para um investimento de acordo com o perfil (interesse) de cada um. Dois respondentes apontaram que essa prática não deveria ocorrer.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O trabalho teve como objetivo analisar a correlação entre as taxas de administração incorridas e divulgadas pelos fundos de investimento e também estudar a relação entre os administradores dos fundos e os investidores com a Teoria da Agência.

O estudo da correlação entre as taxas de administração efetivamente cobradas e a divulgada evidenciou que os coeficientes são positivos, moderados e estatisticamente significativos e a relação não é perfeita, ou seja, nem todos os fundos que divulgam taxas elevadas cobram tais taxas elevadas.

Pesquisas já realizadas anteriormente e que envolvem a relação entre taxas de administração e a rentabilidade devem ser analisadas comparativamente com cautela, uma vez que algumas utilizam a taxa de administração máxima divulgada, e outras utilizam a taxa efetivamente incorrida. Isso pode auxiliar no entendimento de resultados diferentes entre pesquisas anteriores.

Em última análise verificou-se que o coeficiente de correlação entre as taxas de administração efetiva e as taxas de administração incorridas em períodos de crise classifica-se como positiva, muito forte e estatisticamente significativa, essa relação também é quase perfeita.

Quanto à análise da existência conflito de agência presente na relação entre o gestor do fundo de investimento e o investidor, foi evidenciado por meio da entrevista que usualmente os gestores buscam a sua perenidade no cargo que exerce e, pensando nisso, apresenta um auto interesse no relacionamento das partes. A assimetria da informação surge, principalmente, quando o gestor não se preocupa em orientar os investidores quanto aos conhecimentos relacionados com as operações dos

investimentos. Foram indicados vários canais de comunicação entre os gestores e os investidores, mas que não são utilizados com frequência. Não foi indicado nenhum fator que pudesse apresentar risco moral e seleção adversa na relação entre o gestor do fundo de investimento e o investidor.

Para pesquisas futuras, recomenda-se a realização de uma análise envolvendo a relação da taxa de administração com a rentabilidade, para diferentes períodos, utilizando variáveis de controle, para verificar se os resultados são modificados entre a taxa de administração divulgada e efetiva.

REFERÊNCIAS

BEIRUTH, A. X.; BRUGNI, T. V.; FLORES, E.; LIMA, V. S. Ações Primárias Geram Retorno Acima da Média? Evidências de retornos anormais no mercado de capitais brasileiro. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 5, n. 2, p. 87-98, jan./abr. 2015.

BEUREN, I. M. (Org). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

CADERNO CVM – Fundos de Investimentos. Versão: Janeiro de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/protin/caderno03.asp>>. Acessado em 09 de outubro de 2012.

CERETTA, P. S.; COSTA JR., NEWTON C. A. Avaliação e seleção de fundos de investimento: um enfoque sobre múltiplos atributos. **RAC - Revista de Administração Contemporânea**, v.5, n.1, p. 7-22, jan-abr., 2001.

COSTA, C. M.; MIRANDA, C. J. Educação Financeira e Taxa de Poupança no Brasil. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 3, n. 3, p. 57-74, set./dez. 2013.

DALMÁCIO, F. Z.; NOSSA, V. A Teoria de Agência Aplicada aos Fundos de Investimentos. **BBR - Brazilian Business Review**, Vitória, v. 1, n. 1, p. 31-44, 2004.

DALMÁCIO, F. Z.; ZANQUETTO FILHO, H. Avaliação da Relação entre a Performance e a Taxa de Administração de Fundos de Ações Ativos Brasileiros. In: EnANPAD, 29, 2005, Brasília. **Anais...** Brasília, 2005.

EDELEN, R. M.; EVANS, R. B.; KADLEC, G. B. Disclosure and agency conflict: Evidence from mutual fund commission bundling. **Journal of Financial Economics**, v. 103, n. 2, p. 308-326, feb., 2012.

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J.; BLAKE, C. R. Incentive Fees and Mutual Funds. **Journal of Finances**, v. 58, n. 2, abr., 2003.

FONSECA, S. C.; MALAQUIAS, R. F. O Efeito Smart Money no Segmento de Fundos Multimercados. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 2, n. 3, p. 3-16, set/dez., 2012.

GIACOMONI, B. H. A persistência de desempenho dos fundos brasileiros durante a crise. In: EnANPAD, 34, 2010, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro, 2010.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GOMES, F. A. R.; CRESTO, V. Avaliação do desempenho dos fundos long-short no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 8, n. 4, 2010.

HAIR JR., J. F. et al. **Fundamentos de Métodos de Pesquisa em Administração**. São Paulo: Bookman, 2006.

LAMBERT, R. A. Contracting Theory and Accounting. **Journal of Accounting & Economics**, v. 32, n. 1, dec., 2001.

MACHADO-SANTOS, C.; ARMADA, M. J. R. Assimetria de Informação e Avaliação da Performance de Gestores de Investimentos. **Revista de Administração Contemporânea**, v.1, n.1, p. 121-143, jan-abr., 1997.

MACHADO-SANTOS, C.; ARMADA, M. J. R. Avaliação do Desempenho de Gestores de Investimentos Sem Recurso a Carteiras Padrão. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v.1, n.3, set-dec., 1997.

MAIA, A. C. **Seleção adversa e risco moral no sistema de saúde brasileiro**. 2004. 97 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2004.

MALAQUIAS, R. F. **Desempenho de Fundos Multimercados**. 2012. 99 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2012.

MALAQUIAS, R. F.; EID JR., W. Eficiência de Mercado e Desempenho de Fundos Multimercados. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 1, p. 119–142, Março 2013.

MALAQUIAS, R. F.; EID JR., W. Fundos Multimercados: desempenho, determinantes do desempenho e efeito moderador. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 15, n. 4, p. 135-163, Jul./Ago. 2014.

NOSSA, V.; KASSAI, S.; KASSAI, J. R. A teoria do agenciamento e a contabilidade. In: EnANPAD, 24, 2000, Florianópolis. **Anais...** Florianópolis, 2000.

OLIVEIRA, J. C. T.; FRASCAROLI, B. F. Impacto dos Fatores Macroeconômicos na Emissão de Ações na Bolsa de Valores. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 4, n. 1, p. 30-51, jan./abr. 2014.

PAIVA, C; SAVIOLA, J. R. F. **Os Fundos de Pensão e a crise financeira mundial.** Portal Contábil SC. 2011. Disponível em: <http://www.portalcontabilsc.com.br/v2/pages/conteudo.print.php?id=360>. Acesso em: 21 abr. 2014.

RICHARDSON, R. J. et al. **Pesquisa social: métodos e técnicas.** São Paulo: Atlas, 1999.

ROSA, M. V. F. P.C.; ARNOLDI, M. A. G.C. **A entrevista na pesquisa qualitativa: mecanismos para a validação dos resultados.** Belo Horizonte: Autêntica Editora, 2006.

SANVICENTE, A. Z. Captação de recursos por fundos de investimento e mercado de ações. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 42, n. 3, jul.-set. 2002.

SAMPIERI, R. H. et al. **Metodologia de Pesquisa.** 5. ed. Porto Alegre: Penso, 2013.

SANVICENTE, A. Z. **Taxas de performance e desempenho dos fundos de ações,** Ibmec Business School, 1999.

SEGATTO-MENDES, A. P. **Teoria de agência aplicada à análise de relações entre os participantes dos processos de cooperação tecnológica universidade-empresa.** 2001. 260 f. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

VARGA, G.; WENGERT, M. A indústria de fundos de investimentos no Brasil. **Revista de Economia e Administração**, v. 10, p. 66-109, mar., 2011.