



UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

ELISEU BATISTA DA SILVA

**CONCENTRAÇÃO NA GESTÃO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL:
UMA ANÁLISE A PARTIR DA TAXA DE ADMINISTRAÇÃO E DE RETORNO**

JOÃO PESSOA - PB

2022

ELISEU BATISTA DA SILVA

CONCENTRAÇÃO NA GESTÃO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL: UMA
ANÁLISE A PARTIR DA TAXA DE ADMINISTRAÇÃO E DE RETORNO

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao
Curso de Graduação em Ciências Econômicas
do Centro de Ciências Sociais Aplicadas da
Universidade Federal da Paraíba, como requisito
parcial à obtenção do grau de bacharel em
Ciências Econômicas.

Orientador: Antonio Vinícius Barros Bar-
bosa

JOÃO PESSOA - PB

2022

Catálogo na publicação
Seção de Catalogação e Classificação

S586c Silva, Eliseu Batista da.

Concentração na gestão de fundos de investimento no Brasil: uma análise a partir da taxa de administração e de retorno / Eliseu Batista da Silva. - João Pessoa, 2022.

36 f. : il.

Orientação: Antonio Vinícius Barros Barbosa.
TCC (Graduação) - UFPB/CCSA.

1. Fundos de investimento. 2. Concentração de fundos de investimento. 3. Taxas de administração. 4. Performance dos fundos de investimento. 5. Gestão de fundos. I. Barbosa, Antonio Vinícius Barros. II. Título.

UFPB/CCSA

CDU 33

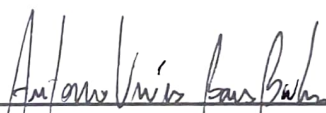
ELISEU BATISTA DA SILVA

CONCENTRAÇÃO NA GESTÃO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL: UMA
ANÁLISE A PARTIR DA TAXA DE ADMINISTRAÇÃO E DE RETORNO

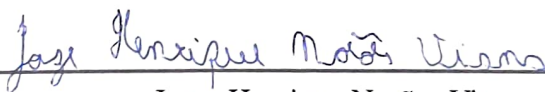
Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao
Curso de Graduação em Ciências Econômicas
do Centro de Ciências Sociais Aplicadas da
Universidade Federal da Paraíba, como requisito
parcial à obtenção do grau de bacharel em
Ciências Econômicas.

Aprovada em: 21 de Dezembro de 2022

BANCA EXAMINADORA



Antonio Vinícius Barros Barbosa (Orientador)
Centro de Ciências Sociais Aplicadas - CCSA
Universidade Federal da Paraíba - UFPB



Jorge Henrique Norões Viana
Centro de Ciências Sociais Aplicadas - CCSA
Universidade Federal da Paraíba - UFPB



Orleans Silva Martins
Centro de Ciências Sociais Aplicadas - CCSA
Universidade Federal da Paraíba - UFPB

Dedico este trabalho aos meus pais, fundamentais na minha formação como indivíduo.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, pois sem Ele não posso fazer coisa alguma. Tenho a consciência de que tudo nesta vida depende unicamente de Deus e que seus planos para minha vida são sempre maiores que meus próprios sonhos.

Agradeço ao meu orientador pelos meses de orientações, reuniões virtuais, cobranças e revisões. Foram valiosas contribuições fornecendo conhecimento ao longo de todo o trabalho. Também sou grato aos professores que transmitiram seu conhecimento com muito profissionalismo ao longo do curso, pois foram fundamentais na minha formação.

Por último, mas não menos importante, agradeço aos meus pais que sempre estiveram ao meu lado ao longo do curso. Este trabalho é apenas uma pequena evidência de que o empenho deles pela minha educação e suas orações por mim não foram em vão.

“Empregue o seu dinheiro em bons negócios e com o tempo você terá o seu lucro. Aplique-o em vários lugares e em negócios diferentes porque você não sabe que crise poderá acontecer no mundo.”

(BÍBLIA NTLH, Eclesiastes, 11.1-2)

RESUMO

Este trabalho teve por objetivo analisar os efeitos da concentração de empresas gestoras nas taxas de administração e de retorno dos fundos de investimento. Para isso, foi analisada uma amostra com 9531 fundos nas classificações renda fixa, cambiais, multimercado e ações, de 2010 a 2021. Este estudo utiliza e contrapõe dois índices de mercado, o índice de Herfindahl-Hirschman e o índice Entropia. Os resultados do trabalho mostraram que as taxas de administração reduzem com o aumento da concentração na gestão de fundos. Além disso, apontaram evidências de que a maior competição proporciona maiores retornos para os investidores.

Palavras-chave: Fundos de investimento. Concentração. Taxas de administração. Performance. Empresas gestoras.

ABSTRACT

This study's objective was to evaluate the effects of the concentration of asset management firms on the charging of management fees and return of investment funds. To this end, a sample of 9531 funds was analyzed in the fixed income, foreign exchange, multimarket and stock classifications, ranging from the year 2010 to 2021. This study uses and compares two market indices, the Herfindahl-Hirschman index and the Entropy index. The results of the work indicate that management fees reduce with increasing concentration in the fund management market. In addition, they pointed to evidence that greater competition provides greater returns for investors.

Keywords: Investment funds. Concentration. Management fees. Performance. Asset management firms.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – EVOLUÇÃO NOMINAL DA INDÚSTRIA DE FUNDOS	15
Figura 2 – GESTORAS NA INDÚSTRIA BRASILEIRA POR PL	21
Figura 3 – ADMINISTRADORAS NA INDÚSTRIA BRASILEIRA POR PL . . .	22
Figura 4 – QUADRO COM DISPERSÃO DOS DADOS	25
Figura 5 – TAXA DE ADMINISTRAÇÃO POR CLASSIFICAÇÃO	28
Figura 6 – TAXA DE RETORNO POR CLASSIFICAÇÃO	29
Figura 7 – CONCENTRAÇÃO NA GESTÃO DE FUNDOS	30
Figura 8 – COMPETITIVIDADE NA GESTÃO DE FUNDOS	30

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – CLASSIFICAÇÃO CVM E OS CRITÉRIOS	17
Tabela 2 – ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS (TAXA DE ADMINISTRAÇÃO) . . .	24
Tabela 3 – ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS (TAXA DE RETORNO)	24
Tabela 4 – EFEITO SOBRE A TAXA DE ADMINISTRAÇÃO (HHI)	31
Tabela 5 – EFEITO SOBRE A TAXA DE ADMINISTRAÇÃO (ENTROPIA) . . .	32
Tabela 6 – EFEITO SOBRE A TAXA DE RETORNO	33

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ETF	Exchange Traded Funds
FIDC	Fundos de Investimento em Direitos Creditórios
FII	Fundos de Investimento Imobiliário
FIP	Fundos de Investimento em Participações
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IIFA	Associação Internacional de Fundos de Investimento
PIB	Produto Interno Bruto

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
2	FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL	15
2.1	A INDÚSTRIA BRASILEIRA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO	15
2.2	CLASSIFICAÇÃO E TIPOS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO	16
2.3	TAXAS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO	18
2.4	PERFORMANCE DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO	19
2.5	CONCENTRAÇÃO NA INDÚSTRIA BRASILEIRA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO	20
3	DESCRIÇÃO DOS DADOS	23
4	METODOLOGIA	26
4.1	ÍNDICES DE MERCADO	26
4.2	ESTIMAÇÃO DOS MODELOS ECONÔMICOS	27
5	DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	28
5.1	ANÁLISE DOS DADOS	28
5.2	RESULTADOS EMPÍRICOS	31
6	CONCLUSÃO	35
	REFERÊNCIAS	36

1 INTRODUÇÃO

Com a finalidade de viabilizar a aplicação coletiva de recursos e adquirir benefícios financeiros, os fundos de investimento são constituídos por uma carteira de ativos financeiros e são administrados por uma entidade financeira. Basicamente, opera como um condomínio, reunindo uma comunhão de recursos de diversas pessoas físicas e jurídicas interessadas em investir no mercado financeiro, geralmente administrados por gestores profissionais (CVM, 2019). Em outros termos, a indústria de fundos é uma prestação de serviço onde os investidores pagam uma taxa para a entidade que administra o fundo, pela gestão e operacionalização do mesmo.

Conforme Iquiapaza (2009), uma particularidade da indústria de fundos de investimento no Brasil é a concentração em poucas e grandes instituições administradoras. Diante disso, é importante determinar qual o impacto da elevada concentração para os investidores. Neste sentido, este presente trabalho tem como objetivo investigar a indústria brasileira de fundos de investimentos e avaliar empiricamente os impactos da sua histórica concentração sobre as taxas de retorno e as taxas de administração. Para isso, foram utilizados os índices de concentração de mercado de Herfindahl-Hirschman (*HHI*) e de Entropia (*E*), além de dados coletados na plataforma do Economática para o horizonte temporal compreendido entre 2010 e 2021.

A forma como investidores tomam suas decisões de investimento em fundos foi investigada por Capon, Fitzsimons e Prince (1996). Foram analisados dados de mais de 3000 investidores sobre os parâmetros de escolha utilizados na decisão de investimento e suas fontes de informações empregadas. Os resultados mostraram que, no geral, as performances publicadas e o histórico de performance são as origens de informação mais considerada e os parâmetros de escolha empregados, respectivamente.

Uma vez que o desempenho histórico é relevante para o investidor, torna-se importante investigar as particularidades da indústria de fundos de investimento e seus impactos no desempenho dos fundos. Parida e Tang (2018) analisaram a indústria de fundos no mercado americano e identificaram que os fundos posicionados em mercados mais competitivos mostraram uma performance, assim como sua persistência, inferior em relação aos mercados mais concentrados. Além disso, identificaram que os fundos situados em segmentos mais competitivos cobram taxas de administração mais altas.

Tais taxas de administração estão relacionadas com o pagamento pela gestão e operacionalização do fundo. Diante disso, Pereira (2022) analisou o comportamento da taxa de

administração com uma característica de mercado, o nível de concorrência. O estudo investigou a interferência do nível de concorrência do mercado brasileiro de fundos e o sentimento do investidor sobre a taxa de administração dos fundos. O estudo não encontrou indicações de que a taxa de administração atenda a mudanças no nível de concorrência. Além disso, também verificou que as taxas de administração tendem a ser superiores e com maior probabilidade de modificação em períodos que a confiança do investidor seja maior.

Wahal e Wang (2010) estudaram a concorrência na indústria de fundos dos Estados Unidos a partir dos impactos do acesso de novos fundos mútuos no mercado sobre as taxas de administração, captação de recursos, desempenho e sobrevivência dos fundos que estão em atividade. Os resultados mostraram uma relação negativa entre a concorrência e o retorno dos fundos de investimento. O estudo também revelou que o alto grau de competição no mercado estimula a diminuição das taxas de administração assim como a captação dos fundos.

Existe uma vasta literatura sobre as taxas de administração e de performance dos fundos de investimento no Brasil. Mas, no que se refere a concentração da indústria, é encontrado algumas literaturas brasileiras que abordam o desempenho dos fundos e a concentração no mercado (CARDOSO, 2021; SILVA *et al.*, 2022). Também foi encontrado um estudo empírico que aborda o impacto da concorrência na indústria sobre a taxa de administração dos fundos (PEREIRA, 2022).

Em relação às literaturas acerca da concentração de gestão de fundos no Brasil, este trabalho contribui de duas maneiras. Primeiro, aborda a concentração de empresas gestoras nas quatro classificações de fundos no Brasil (ações, cambiais, multimercado e renda fixa) e utiliza dois índices de mercado para a análise. Segundo, diferente dos demais estudos que focam em apenas uma dessas classificações ou apenas um dos índices, este estudo contrapõe os dois índices mais utilizados para medir concentração.

Os resultados do trabalho trazem novas evidências em relação à taxa de administração não apontadas no trabalho de Pereira (2022). As evidências mostram que o aumento da concentração de empresas gestoras promove uma redução das taxas de administração média dos fundos. Também traz indícios de que maior concorrência proporciona retornos maiores e, portanto, benéfico para o investidor.

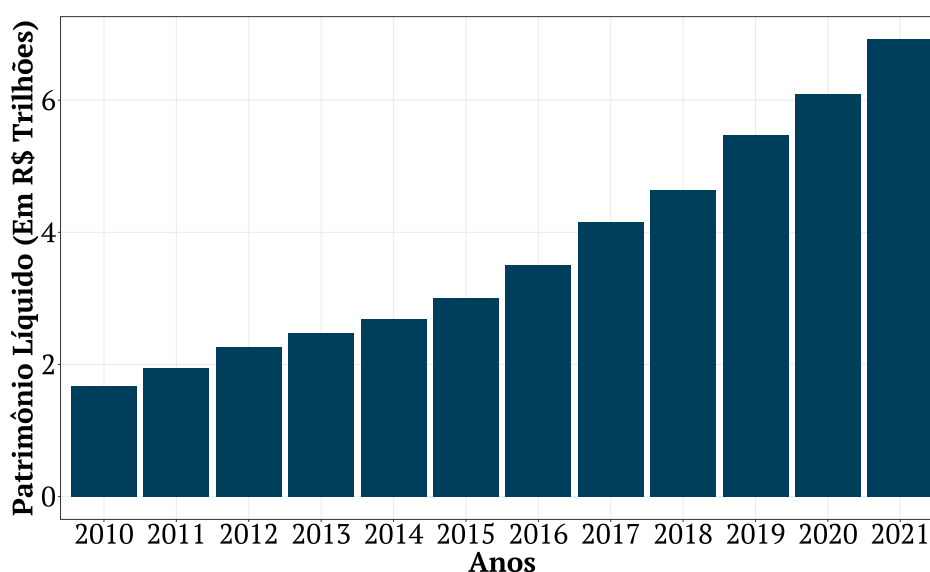
Além dessa introdução, o trabalho está dividido em seis seções. Na seção 2 é discutida a indústria de fundos de investimento no Brasil. A seção 3 expõe o conjunto de dados usados no trabalho. Ao longo da seção 4 é tratado a metodologia e na seção 5 é discutida a análise dos dados e resultados. Por fim, a seção 6 apresenta a conclusão do estudo.

2 FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL

2.1 A INDÚSTRIA BRASILEIRA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

Fundos de investimentos constituem-se em um importante vetor de aplicações de recursos financeiros, os quais proporcionam algumas liberdades e privilégios para os seus investidores, comparativamente a outras fontes de investimento disponíveis. Um dos benefícios de se investir em fundos de investimento consiste na presença de gestores profissionais de recursos. Além disso, os fundos de investimento permitem a diversificação dos investimentos, a redução dos custos de transação, segurança por ser uma investimento regulamentado e o ingresso em mercados que possivelmente não seriam acessados por investidores individuais. Em contrapartida, algumas desvantagens estão ligadas à liberdade nas definições tomadas pelo fundo e às regras estabelecidas de antemão como aplicação mínima, prazo de resgate e horário restrito de aplicação (CVM, 2019).

Figura 1 – EVOLUÇÃO NOMINAL DA INDÚSTRIA DE FUNDOS



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da ANBIMA.

De acordo com os dados históricos divulgados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), a indústria de fundos de investimento dispôs de um patrimônio líquido¹ de R\$ 6,9 trilhões em 2021, distribuídos em 26.471 fundos de investimento. Este patrimônio líquido correspondeu, em 2021, a cerca de 79% do Produto

¹ Soma de todos os ativos que integra a carteira do fundo menos as despesas do fundo, como a taxa de administração (CVM, 2019).

Interno Bruto (PIB) do país, conforme dados divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) (ANBIMA, 2022). A Figura 1 apresenta a evolução histórica do patrimônio líquido da indústria de fundos de investimento no Brasil.

De acordo com os dados, a indústria de fundos de investimento possuía um patrimônio líquido de R\$ 1,7 trilhões em 2010, concentrados em 10.196 fundos. Nota-se um crescimento expressivo desta indústria nos últimos anos, com taxa de crescimento anual de aproximadamente 13,8%. A indústria tem alcançado investidores em todo o país, trazendo um padrão detalhado de informações sobre o mercado e aumentando as opções de escolha e diversificação dos ativos. Segundo Milan e Júnior (2017), o crescimento da indústria tem sido estimulado, na maior parte, por meio do número de fundos disponíveis, o incremento de novos produtos ofertados e a segurança apresentada pela indústria de fundos de investimento.

A nível global, a indústria de fundos de investimento no Brasil possui uma grande representatividade. A prova da robustez dessa indústria é que ela exerce a 11ª posição entre as maiores do mundo², de acordo com os dados da Associação Internacional de Fundos de Investimento (IIFA). Ademais, é um importante custeador do Estado, uma vez que os fundos alocam recursos, em sua maior parte, nos títulos públicos em circulação, principalmente nos fundos de renda fixa (MILAN; JÚNIOR, 2017). Conforme dados divulgados pela ANBIMA (2022), a indústria de fundos em 2021 dispôs de R\$ 2,6 trilhões em títulos representativos da dívida pública, na qual totalizou em 5,6 trilhões segundo a Secretaria do Tesouro Nacional³.

2.2 CLASSIFICAÇÃO E TIPOS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

No Brasil, a ANBIMA atua como órgão responsável da autorregulação da indústria dos fundos de investimento, trazendo mais qualidade de informações aos investidores. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é o órgão regulador da indústria de fundos de investimento, operando em razão do fortalecimento do Mercado de Valores Mobiliários, através da regulação, fiscalização, garantindo o interesse dos investidores e a extensa disseminação de informações (CVM, 2019).

A CVM classifica os fundos de investimentos principalmente conforme os riscos que cada fundo vai se expor no mercado⁴. A CVM (2014) prevê que os fundos se enquadrem em

² Informação disponível em <www.infomoney.com.br/onde-investir/industria-de-fundos-brasileira-alcanca-r-5-trilhoes-de-patrimonio-liquido/>

³ Informação disponível em <www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-mensal-da-divida-rmd/2021/12?ano_selecionado=2021>

⁴ A ANBIMA também classifica os fundos complementando a Classificação CVM.

grupos específicos, de acordo com o mercado de atuação. As classes de fundos de acordo com a Instrução Normativa podem ser observadas na Tabela 1.

Tabela 1 – CLASSIFICAÇÃO CVM E OS CRITÉRIOS

Classificação	CrITÉrio
Ações	No mínimo 67% do PL em ações ou ativos que derivam dessas
Cambial	No mínimo 80% do PL em ativos indexados à variação cambial
Multimercado	Nenhum critério para concentração de ativos
Renda Fixa	No mínimo 80% do PL em ativos de Renda Fixa

Nota: Instrução CVM 555

Quanto ao tipos dos fundos, estes podem ser formados como condomínios abertos ou fechados, além de fundos exclusivos. Para os codomínios abertos, como não possuem uma data de vencimento, o investidor pode fazer aportes e resgates dos recursos a qualquer momento. Logo, o número de cotas⁵ é variável, sendo determinada de acordo com o número de aportes e resgates. Para os condomínios fechados, por sua vez, o investidor não tem a liberdade de fazer aportes uma vez que o número de cotas do fundo é limitado. Essa forma de condomínio possui um período de abertura inicial para captação assim como para novas captações, e podem ou não possuir data de vencimento (CVM, 2019).

A forma encontrada para que os cotistas possam sair ou entrar a qualquer momento nos fundos de condomínio fechado é que os mesmos estejam presentes no ambiente de negociação Brasil, Bolsa, Balcão (B3). Exemplos de fundos negociados em bolsa são os Fundos de Investimento Imobiliário (FII), Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), Fundos de Investimento em Participações (FIP) e os Fundos de Índice (ETF, Exchange Traded Funds). Por fim, existem os fundos exclusivos que são formados por apenas um cotista, atendendo aos interesses e objetivo do mesmo. Esses fundos estão à disposição de investidores específicos que possuem capacidade financeira, uma vez que existe a manutenção do fundo (CVM, 2019).

Para o mercado brasileiro acolher as variadas demandas dos diversos investidores, tanto em relação ao perfil de investimento quanto na capacidade de aportes, existem diversos tipos de fundos de investimento. Cada fundo poderá apresentar uma única taxa de administração e um valor de aplicação inicial. No entanto, quanto mais fundos são criados, maior será o empenho para a gestão dos recursos.

⁵ Cotas são uma porção de um fundo, tal que a soma delas correspondem ao patrimônio líquido total do fundo (CVM, 2019).

No Brasil, existe uma técnica de estrutura de fundos de investimento chamada Estrutura *Master-Feeder*. Essa estrutura acontece quando algumas instituições decidem criar alguns fundos de investimento principais (os fundos *master*) e outros diversos fundos de fundos (os fundos *feeder*) que investem nos fundos *master*. Os fundos de fundos obtêm uma carteira de cotas de outros fundos. Para os fundos principais, por sua vez, não há cobrança de taxas de administração e é realizada a alocação dos recursos diretamente no mercado (CVM, 2019).

Dessa forma, pode-se notar a importância da Estrutura *Master-Feeder*, balanceando a quantidade de fundos e o custo de administração. Essa estrutura é uma das explicações para o crescimento do número de fundos de investimento no Brasil. Portanto, para analisar o tamanho dessa indústria é importante focar no Patrimônio, devido a quantidade de fundos disponíveis.

2.3 TAXAS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

As instituições administradoras dos fundos de investimento prestam informações ao mercado a respeito da política de investimento, regras, riscos e *benchmarks* através de documentos específicos, como o regulamento e a lâmina de informações operacionais. Para sustentar a transparência do mercado, a CVM impõe regras à indústria de fundos para a comunicação de informações e de resultados. O regulamento indica as diretrizes para a condução e operacionalização do fundo, assim como a taxa de administração, a taxa de performance, a taxa de entrada e de saída. Em outras palavras, o regulamento seria a constituição do fundo, onde estão todas as suas informações (CVM, 2019).

A taxa de administração é uma taxa anual cobrada pela administração e descontada diariamente do patrimônio líquido divulgado e, portanto, descontado do valor da cota. É cobrada para cumprir com os serviços prestados pelo fundo. A taxa de administração é fixa e pode ser reduzida pela administração do fundo. Para que haja aumento da taxa, no entanto, é necessário aprovação da assembleia de cotista, feito através de uma reunião com os membros do fundo (CVM, 2019).

A lâmina de informações, por sua vez, contém informações essenciais de forma resumida para os investidores e é atualizada mensalmente. Informações como objetivos, particularidades operacionais da aplicação, desempenho da carteira do fundo, as taxas cobradas, o nível de risco, horários de aplicação e resgate, além de valores relacionados a essas movimentações (CVM, 2019).

A taxa de performance é cobrada por alguns fundos quando o retorno dos mesmos

supera algum indicador de referência, chamado de *benchmark*. Essa taxa também é descontada do patrimônio líquido divulgado sendo, portanto, divulgada a rentabilidade líquida. Por fim, a taxa de entrada e de saída⁶ são custos não muito comuns na indústria brasileira (CVM, 2019).

2.4 PERFORMANCE DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

De acordo com ANBIMA e FGV (2021), durante a crise econômica causada pela pandemia, houve um crescimento significativo do número de fundos e do volume do patrimônio líquido total de 16,6% e 10,7%, respectivamente. Tais resultados mostram a resiliência da indústria de fundos de investimento no Brasil. A inovação no mercado de fundos e a taxa de juros em sua mínima histórica ao longo do ano de 2020 foram os argumentos citados para essa expansão observada. Houve o surgimento de mais opções de fundos associados ao mercado externo, além da maior exposição dos investidores em relação ao risco após a queda da taxa de juros.

Com o crescimento dessa indústria no Brasil, os investidores obtiveram desempenho histórico como um dos atributos primários para a escolha de um fundo. Esse parâmetro de escolha dos investidores em seu processo de tomada de decisão está baseada na hipótese de que o desempenho histórico é um indicativo confiável de uma performance futura (CAPON; FITZSIMONS; PRINCE, 1996).

O estudo de Santos *et al.* (2009) analisou a relação da existência de fundos no mercado brasileiro que apresentam persistência nas performances comparado aos concorrentes. Os autores utilizaram o índice de desempenho e uma amostra de retornos diários de 60 fundos durante os anos 2001 e 2002, divididos de acordo com seus desempenhos vencedores ou perdedores durante o período analisado. Os resultados indicaram a presença de persistência na performance dos fundos brasileiros apenas em nível anual.

Com objetivo de verificar a persistência dos fundos brasileiros durante uma crise, Giacomoni (2010) estudou o comportamento da performance de 86 fundos multimercado com alavancagem em três cenários diferentes entre 2006 a 2008 (englobando o início da crise financeira mundial). Utilizou-se uma amostra de desempenho mensal e trimestral com os cenários de tendência de alta (junho de 2006 a outubro de 2007), período de incerteza (novembro de 2007 a maio de 2008) e tendência de queda (junho de 2008 a novembro de 2008). Utilizando índices de desempenho, Giacomoni (2010) verificou que a persistência do desempenho dos

⁶ A taxa de entrada é paga pelo investidor para aplicar seus recursos no fundo. A taxa de saída, por sua vez, é paga pelo investidor para resgatar seus recursos (CVM, 2014)

fundos é uma ocorrência típica de fundos medianos e ruins. E, dentre todos os cenários traçados, a tendência de queda foi a que apontou forte evidência de persistência. O estudo também demonstrou, a partir da análise de *relative risk*, que a probabilidade de achar um fundo vitorioso na indústria brasileira é maior se buscarmos os fundos que foram vitoriosos no passado.

De acordo com a Hipótese de Mercado Eficiente, todas as informações à disposição simbolizam de maneira absoluta os preços dos ativos no mercado e, portanto, não é possível utilizar essas informações para adquirir qualquer espécie de privilégio sobre o mercado (FAMA, 1991). Nobre e Medeiros (2020) fizeram uma análise do desempenho dos fundos mútuos de ações no Brasil com uma amostra mensal de 106 fundos que estiveram em atividade durante 2005 e julho de 2018. Os desfechos alcançados encontram-se alinhados à Hipótese de Mercado Eficiente, pois dentre os fundos da amostra, apenas um fundo foi capaz de superar o mercado.

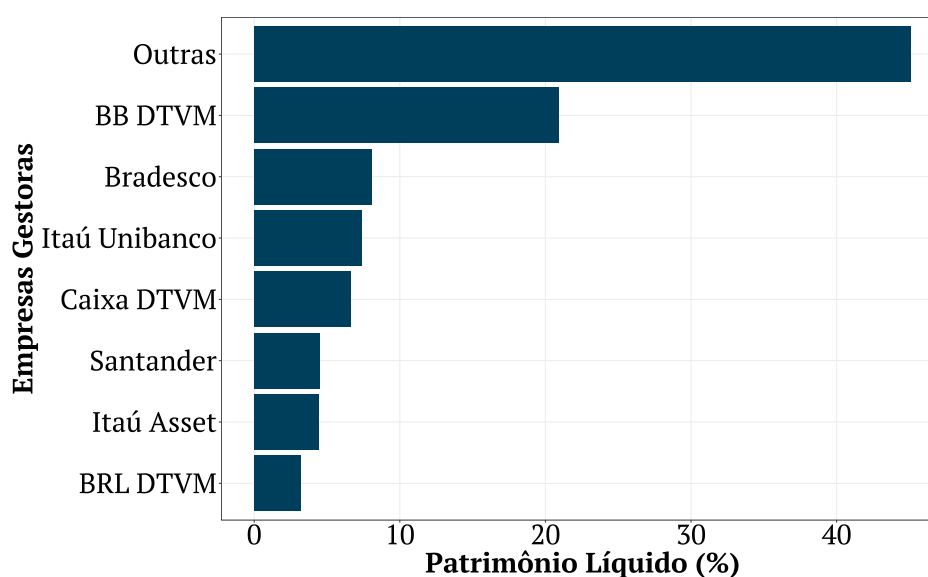
Andaku e Pinto (2003), por sua vez, utilizaram no estudo uma amostra de retornos de 84 fundos de investimento em ações e, a partir do Índice de Sharpe (expressa o desempenho ajustado ao risco) para analisar o desempenho, concluíram que de maneira geral, no mercado brasileiro encontra-se persistência nos fundos de renda variável apenas em espaços de tempo superiores a um ano. Em resumo, todos os trabalhos apresentados sobre a performance dos fundos de investimento desdobram-se entre aqueles que certificam a hipótese de persistência dos fundos e aqueles que não acreditam na sua presença, indo de encontro com a hipótese de Mercado Eficiente.

2.5 CONCENTRAÇÃO NA INDÚSTRIA BRASILEIRA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

Os fundos de investimento englobam um conjunto de serviços referentes à sua manutenção e ao seu funcionamento, sendo eles o administrador, gestor, distribuidor e o custodiante. O primeiro é responsável por atividades relacionadas ao funcionamento do fundo como a parte burocrática, a publicação de informações e a contratação de terceiros para atividades do fundo. O segundo é responsável pela gestão profissional dos ativos e a estratégia de investimento do fundo (CVM, 2019). O custodiante é responsável por guardar a posição do fundo e pela marcação a mercado, isto é, atualização do valor das cotas. Por fim, o distribuidor é encarregado da venda das cotas como corretoras e outras instituições financeiras que oferecem produtos aos clientes. Todos esses serviços são contratados pelo administrador, no qual o próprio pode exercer todas as demais funções ou pode contratar terceiros para prestarem os serviços para o fundo (CVM, 2019).

A ANBIMA divulga mensalmente um ranking de gestores e administradores de fundos de investimento. A partir desse ranking, é possível observar a participação de cada instituição administradora e empresas gestoras por recursos geridos, conforme podem ser observados nas Figuras 2 e 3. A indústria brasileira de fundos de investimento possui alto grau de concentração, no qual R\$ 3,6 trilhões (cerca de 54,9%) dos recursos estão distribuídos em apenas sete gestoras como observado a Figura 2, apesar da existência de 801 instituições financeiras cadastradas em 2021 (ANBIMA, 2021a).

Figura 2 – GESTORAS NA INDÚSTRIA BRASILEIRA POR PL



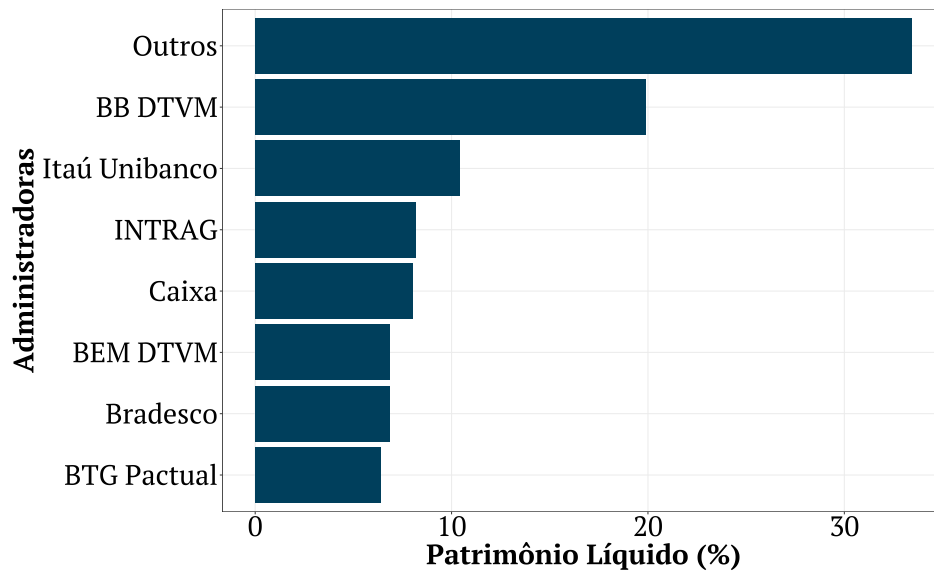
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da ANBIMA, referentes a dezembro de 2021.

Partindo para outra amostra de dados contendo 99 instituições administradoras, verifica-se na Figura 3 que apenas 7 instituições detém *market share* de aproximadamente 2/3, ou cerca de R\$ 4,5 trilhões (ANBIMA, 2021b). Conforme aponta Iquiapaza (2009), o nível de concentração em grandes instituições administradoras é uma aspecto relevante da indústria brasileira de fundos de investimento.

É possível observar a forte presença dos grandes bancos brasileiros tanto em instituições administradoras como empresas gestoras. Historicamente, a indústria brasileira de fundos ainda é concentrada nos grandes bancos. De acordo com o Valor Econômico (2020), o *market share* das gestoras independentes atingiu 33,4% em 2019, acréscimo de 10% em comparação com 2016⁷. Com o maior propensão ao risco por parte dos investidores nos últimos anos, o

⁷ Informação disponível em <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/02/19/fitch-ve-risco-em-expansao-d-e-gestoras-independentes.ghml>>

Figura 3 – ADMINISTRADORAS NA INDÚSTRIA BRASILEIRA POR PL



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da ANBIMA, referentes a dezembro de 2021.

número de gestoras independentes (não conectadas aos grandes conglomerados financeiros) tem crescido.

Cardoso (2021) avaliou o desempenho dos fundos de investimento de acordo com a gestão dos mesmos, uma vez que os grandes bancos possuem mais da metade do *market share*. Para a avaliação empírica, uma amostra com 9.073 fundos foi separada em dois grupos. O primeiro grupo consiste nos que são geridos por gestoras independentes, enquanto o segundo grupo é composto por fundos ligados aos grandes bancos brasileiros. Os resultados do estudo mostram que, de maneira geral, o desempenho dos fundos ajustado ao risco é superior para os que são geridos por gestoras independentes. O estudo utilizou sete categorias de fundos multimercados e essa conclusão foi observada em quatro destas categorias.

Silva *et al.* (2022) analisaram o nível de concorrência sobre a consistência na performance dos fundos no período compreendido entre 2010 e 2019. O estudo foi feito em virtude da indústria de fundos brasileira ter um patrimônio elevado, porém concentrado em poucas instituições financeiras cadastradas. A análise foi conduzida a partir de uma amostra de 1.082 fundos de investimentos em ações livres, com dados mensais. O trabalho apontou para a concentração no segmento, além de uma relação estatisticamente significativa entre a competição de fundos e o desempenho desses. Ou seja, os autores mostraram que quanto maior a concorrência na indústria de fundos, maior a performance média obtida pelos fundos.

3 DESCRIÇÃO DOS DADOS

Este trabalho tem como objetivo investigar as relações existentes entre a concentração na gestão de fundos de investimento sobre o desempenho e as taxas de administração. Esta seção descreve o conjunto de informações utilizados para investigar tal relação, assim como as fontes de informações e os detalhes da base de dados.

Foram coletados dados sobre a taxa de administração mensal, o retorno mensal e o patrimônio médio mensal de todos fundos que se enquadram na Classificação CVM para o Fundos de Ações, Renda Fixa, Cambiais e Multimercado referentes ao período entre 2010 e 2021. Todos os dados foram coletados em moeda original e um período longo se fez necessário uma vez que o erro amostral e o tamanho da base de dados estão em sentidos contrários. O período escolhido torna a análise mais robusta, dada a presença de trajetórias de expansão ou recessão da economia e, com um período longo, é possível encontrar uma quantidade maior de fundos em atividade com longo histórico de dados.

Os valores correspondentes à taxa de administração correspondem a duas condições: o valor foi indicado no regulamento como a Taxa Mínima ou não foi indicado no regulamento que o valor representa a soma da Taxa de Administração do respectivo fundo mais a dos fundos investidos. Para alguns fundos de investimento que não comunicaram a Taxa de Administração, mas informaram a Taxa Máxima, foi coletado o valor da Taxa Máxima e, na hipótese de alguma data antecedente ao regulamento mais antigo, foi empregada a Taxa de Administração apontada neste regulamento.

Juntamente com esses dados descritos acima, também foram coletados assim como informações cadastrais, o nome do fundo, o código ANBIMA, a empresa gestora, a data de início e fim referentes aos fundos, a forma de condomínio e o tipo de investidor. Para a coleta de todos os dados citados acima assim como os parâmetros descritos, foi utilizado a plataforma Economatica, uma plataforma com módulos para análise de empresas e fundos de investimento sobre uma base de dados que provém de fontes como CVM, ANBIMA e B3.

Dessa forma, foi possível fazer um tratamento na amostra coletada para uma análise eficiente do problema, filtrando na amostra apenas os fundos em que os investidores tenham acesso e possam investir e retirar os recursos. No trabalho, foram considerados apenas os fundos de investimento que estão em atividade e de condomínio aberto. Nesse caso, foram excluídos os fundos fechados que não permitem a entrada e a saída de investidores ou que são negociados em bolsa, além dos fundos que foram encerrados no período analisado.

Do mesmo modo, foram eliminados da amostra os fundos masters, uma vez que as taxas são cobradas nos fundos de fundos (fundos feeder), os quais os investidores têm acesso para investirem. Além disso, foram retirados os fundos exclusivos pela razão de suas cotas pertencerem a um único cotista. Após o tratamento na amostra coletada, o conjunto de dados contaram com uma amostra de 9531 fundos de investimentos. A possível observar as estatísticas descritivas dos dados mensais coletados nas Tabelas 2 e 3.

Tabela 2 – ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS (TAXA DE ADMINISTRAÇÃO)

Classificação	Quantidade	Mediana (%)	Desvio Padrão (%)
Ações	2388	1.35	1.101902
Cambiais	57	1.00	0.700616
Multimercado	5238	0.45	0.712664
Renda fixa	1848	0.40	0.813965

Nota: Elaboração própria a partir dos dados da Economática.

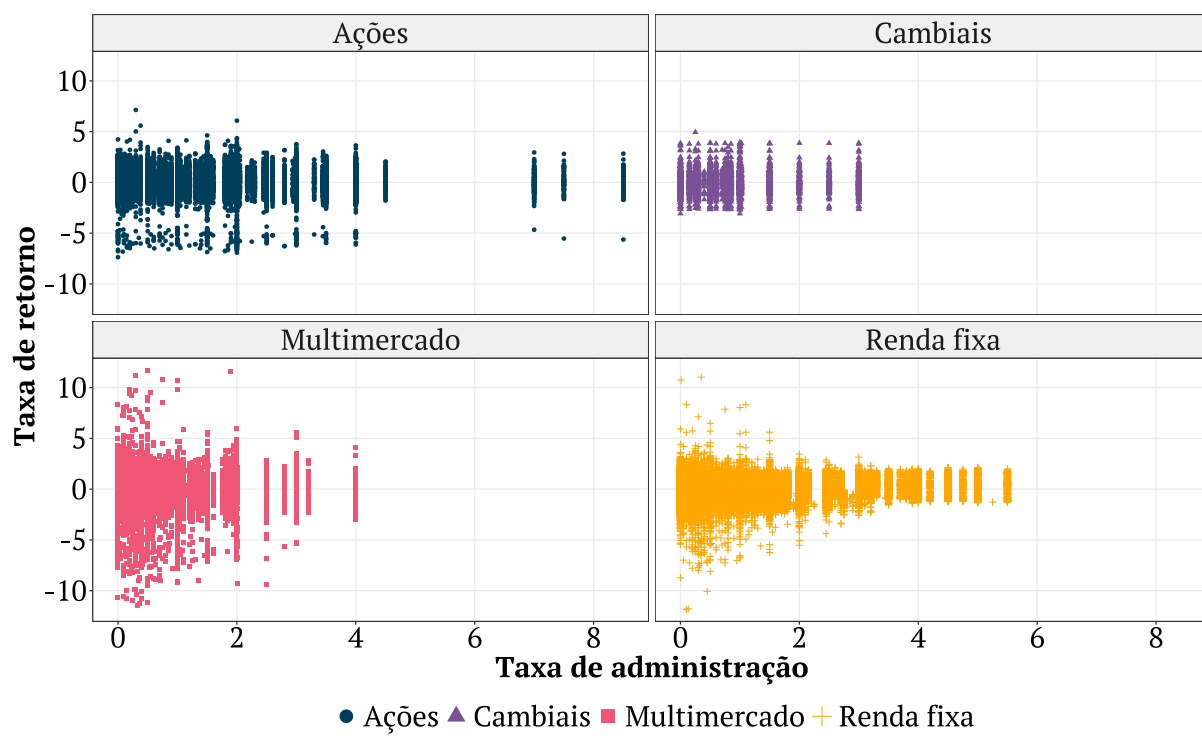
Tabela 3 – ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS (TAXA DE RETORNO)

Classificação	Empresas Gestoras	Mediana (%)	Desvio Padrão (%)
Ações	376	-0.02106	0.996459
Cambiais	21	-0.04412	0.996624
Multimercado	527	0.03846	0.996449
Renda fixa	179	0.07646	0.996511

Nota: Elaboração própria a partir dos dados da Economática.

A partir da Figura 4, é possível observar tendências e padrões por segmento da indústria de fundos. Na Figura é evidente a relação entre as taxas de administração e a média padronizada dos retornos, uma vez que as taxas são a forma de remuneração pelos serviços e está de modo direto associado ao retorno recebido dos cotistas. Os fundos de ações são os que mais apresentam padrões longe da tendência. Os fundos multimercado e renda fixa são os que exibem mais dados dispersos mostrando menos associação entre as variáveis em relação às demais classificações.

Figura 4 – QUADRO COM DISPERSÃO DOS DADOS



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da Economática.

4 METODOLOGIA

4.1 ÍNDICES DE MERCADO

Para a realização deste trabalho é fundamental medir a competitividade da indústria brasileira de gestão profissional de recursos ao longo dos anos, tornando possível observar o efeito da concorrência sobre a taxa de administração e de retorno dos fundos. Para tal finalidade foram empregados dois índices concentração, são eles: o Índice de Herfindahl-Hirschman (*HHI*) e o Índice de Entropia (*E*).

O Índice de Herfindahl-Hirschman é usado frequentemente para mensurar o nível de concentração do mercado. Silva *et al.* (2022) e Parida e Tang (2018), utilizaram o *HHI* para determinar o grau de concentração da indústria e analisar o efeito da concorrência na performance. Pereira (2022) e Parida e Tang (2018) também utilizaram o *HHI* para investigar efeito do nível de concentração sobre a taxa de administração.

O *HHI* pode ser calculado usando o montante das proporções quadradas de uma firma dentro do mercado, como pode ser visto na fórmula 4.1 (SHARMIN; ARMAN, s.d.). O *HHI* considera o tamanho relativo das firmas, nos quais contribuíram proporcionalmente para o índice. Portanto, é um bom indicador para avaliar o grau de concentração em diferentes períodos.

$$HHI = \sum_{i=1}^n (s_i * 100)^2 \quad (4.1)$$

O termo *s* representa o *market share* da firma que será calculado no trabalho a partir do patrimônio líquido por empresa gestora. O *HHI* varia entre 0 e 10.000, onde quanto maior for a medida maior será o nível de concentração do mercado. Em contrapartida, quanto menor for a medida, menor será o nível de concentração do mercado (SHARMIN; ARMAN, s.d.).

O índice Entropia, por sua vez, é mais usado nas bibliografias econômicas para verificar o nível de competitividade. Assumindo o termo *s* como a probabilidade de uma ocorrência discreta, à medida que a concentração aumenta o índice Entropia reduz e quanto maior o valor do índice maior será o grau de competição no mercado (SHARMIN; ARMAN, s.d.). O índice de entropia também proporciona comparar em diferentes períodos sendo um espelho do *HHI*, pois o mede o inverso da concentração do *HHI*.

$$E = - \sum_{i=1}^n s_i \ln(s_i) \quad (4.2)$$

4.2 ESTIMAÇÃO DOS MODELOS ECONOMETRICOS

A estratégia empírica utilizada para obter a relação existente entre os índices de concentração e as variáveis referentes à taxa de administração e o resultado dos fundos consiste na estimação de um modelo linear de regressão (GUJARATI, 2006). Para o primeiro caso, os parâmetros do seguinte modelo são estimados

$$\ln(TX_ADM_i) = \beta_0 + \beta_1 \ln(CONCENTR_i) + \varepsilon_i \quad (4.3)$$

com TX_ADM_i representando a taxa de administração média dos fundos de investimento i e $CONCENTR_i$ representando o índice de concentração de um determinado período. Conforme discutido na seção 4.1, os índices de concentração são mensurados tanto através do Índice de Herfindahl-Hirschman (HHI) e do Índice de Entropia (E). No modelo, tanto a variável dependente quanto a variável independente são linearizadas através da função logaritmo na base e (ou logaritmo natural $\ln(\cdot)$). Tal transformação permite que o coeficiente de interesse, β_1 , seja traduzido diretamente na forma de elasticidade, ou seja, a variação percentual na variável dependente dada a variação de 1% na variável independente. Por fim, ε_i representa o termo de erro do modelo.

Para investigar se existe relação entre a taxa de concentração dos fundos e o desempenho medido através da taxa de retorno, estimamos o seguinte modelo:

$$Y_i = \gamma_0 + \gamma_1 CONCENTR_i + \mu_i \quad (4.4)$$

A variável dependente Y_i corresponde a valor padronizado da taxa de retorno de um fundo de investimento i . Para obter o valor padronizado, calculamos:

$$Y_i = \frac{Retorno_i - Média(Retorno)}{Desvio-padrão(Retorno)}, \quad (4.5)$$

ou seja, a variável padronizada é obtida subtraindo-se o valor do retorno do fundo de investimento i em um determinado período do retorno médio histórico do mesmo fundo ao longo do tempo, dividido pelo seu desvio-padrão. Como resultado, a distribuição dos retornos possuem média igual a zero e desvio-padrão igual a 1. Neste caso, o coeficiente de interesse, γ_1 , mede o quanto a variação de uma unidade no índice de concentração afeta a variável dependente em termos de desvios-padrões.

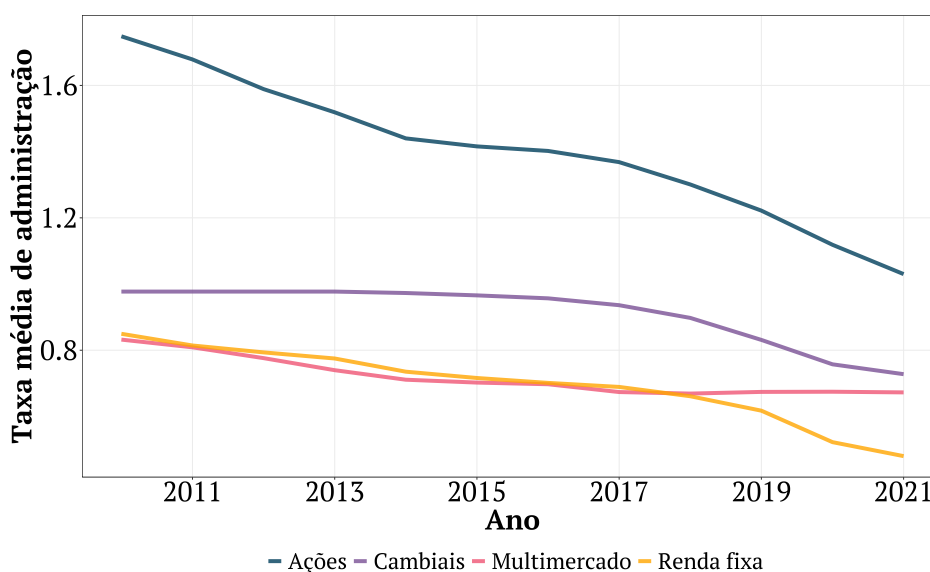
5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

5.1 ANÁLISE DOS DADOS

A partir dos dados coletados e aplicados os filtros e índices descritos nas seções 3 e 4.1, respectivamente, é possível analisar o comportamento das variáveis e dos índices de concentração de mercado ao longo do período analisado. No tocante a taxa de retorno, foi usado a média padronizada colocando os dados em uma escala equivalente.

Na Figura 5, é possível constatar a redução na taxa de administração nas quatro classificações de fundos ao longo do período analisado. De acordo com Milan e Júnior (2017), a taxa de administração vem reduzindo desde 2010 devido à concorrência com demais produtos disponíveis no mercado financeiro. Esse movimento de redução de taxa apresentou-se mais intenso em fundos de investimento que requerem aplicações mínimas de até 25 mil, beneficiando pequenos investidores.

Figura 5 – TAXA DE ADMINISTRAÇÃO POR CLASSIFICAÇÃO

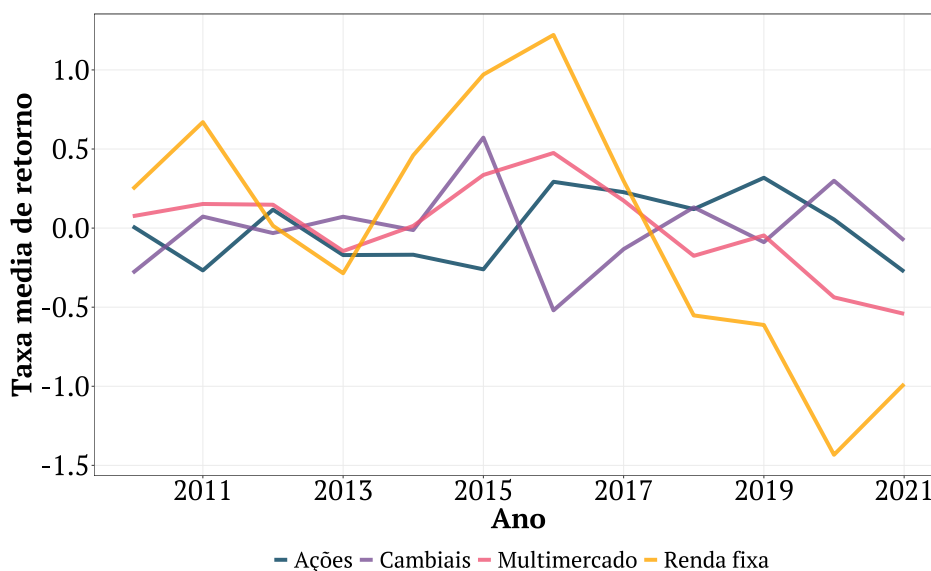


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da Economática.

O desempenho alcançado pelos fundos de investimento em todas as classificações está relacionado com a volatilidade dos ativos financeiros presentes nas carteiras dos fundos (MILAN; JÚNIOR, 2017). Diante disso, na Figura 6, é possível observar que os fundos de renda fixa ao longo do tempo foram os que atingiram maior média padronizada de retorno por causa da elevada taxa de juros que beneficia tais fundos. Com a queda nos juros, os investimentos em ativos de renda fixa ficam menos atraentes em comparação com os ativos de renda variável,

impactando as taxas e o desempenho dos fundos. É possível observar na Figura 5 que a partir de 2017, a diminuição na taxa de administração foi mais acentuada, assim como a média padronizada dos retornos dos fundos de renda fixa e multimercado na Figura 6.

Figura 6 – TAXA DE RETORNO POR CLASSIFICAÇÃO



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da Economática.

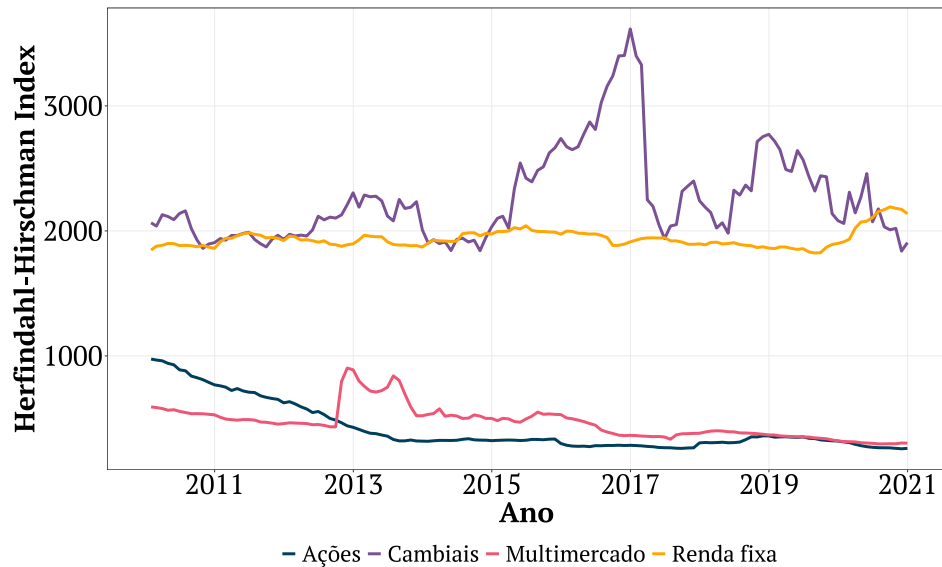
Nas Figuras 7 e 8 está disponível os índices de concentração de mercado por classificação. Diante disso, é possível constatar quais segmentos dos fundos são mais competitivos e concentrados. Os segmentos de ações e multimercado apresentaram mais competição com mais gestoras posicionadas nesses segmentos, e se tornaram mais competitivos ao longo do tempo. Além disso, as taxas de administração desses foram sendo reduzidas, de acordo com a Figura 5. Os fundos cambiais, em contrapartida, são os mais concentrados historicamente com apenas 21 empresas gestoras na amostra coletada.

Na Figura 7 um aumento da competição na gestão de fundos de ações e multimercado a partir de 2019, momento em que a taxa de juros no país passou a atingir patamares baixos. Ao mesmo tempo em que há um aumento da concentração na gestão de fundos de renda fixa no mesmo período, de acordo com a Figura 8. O segmento de renda fixa passou a ser o mais concentrado em 2021.

As instituições administradoras podem reduzir a taxa de administração quando pretenderem. Porém, compete exclusivamente à assembleia de cotistas aumentar a taxa de administração, assim como as demais taxas (CVM, 2014). Posto isto, é uma explicação para a taxa de administração dos fundos de renda fixa não ter aumentado em 2021 apesar do aumento

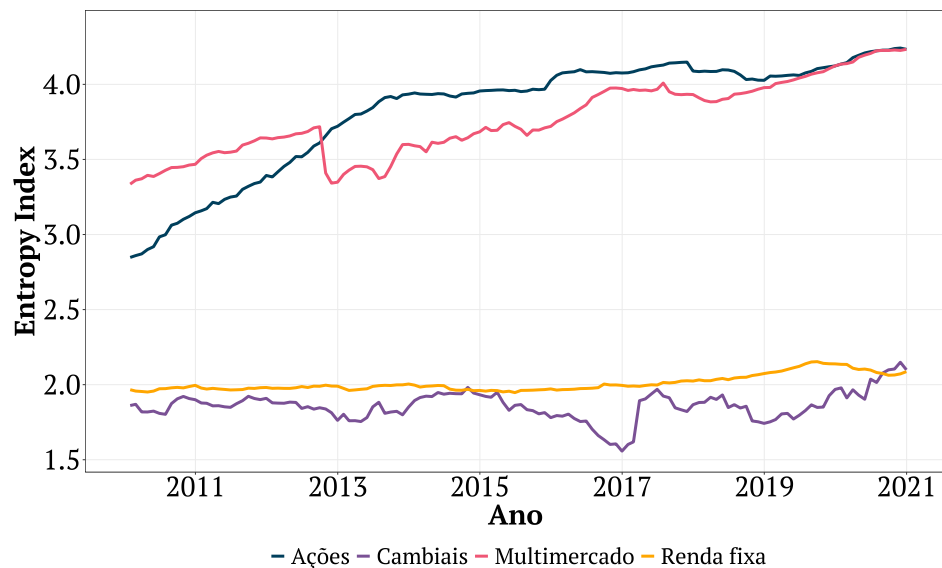
da concentração de gestão no segmento, bem como o aumento da taxa juros no ano. Tal evento pode impactar de maneira significativa o modelo estatístico usado para observar o efeito da concentração na taxa de administração.

Figura 7 – CONCENTRAÇÃO NA GESTÃO DE FUNDOS



Fonte: Elaboração própria.

Figura 8 – COMPETITIVIDADE NA GESTÃO DE FUNDOS



Fonte: Elaboração própria.

5.2 RESULTADOS EMPÍRICOS

A partir do modelo Log-Log há possibilidade de compreender a elasticidade constante entre duas variáveis. Assumindo o índice de Herfindahl-Hirschman como variável explicativa e a taxa de administração como variável dependente, verifica-se os resultados do modelo na Tabela 4, o efeito da concentração na gestão de fundos em cada segmento sobre a taxa de administração.

Tabela 4 – EFEITO SOBRE A TAXA DE ADMINISTRAÇÃO (HHI)

	ln(Taxa de administração)				
	(1) Total	(2) Ações	(3) Cambiais	(4) Multimercado	(5) Renda fixa
(Intercepto)	0.7218*** (0.0966)	-1.488*** (0.1319)	0.0117 (0.4517)	-1.388*** (0.1068)	17.04*** (1.457)
ln(HHI)	-0.1232*** (0.0140)	0.3062*** (0.0222)	-0.0140 (0.0586)	0.1737*** (0.0175)	-2.297*** (0.1923)
Observações	576	144	144	144	144
R ²	0.11822	0.57266	0.00040	0.40817	0.50127
R ² Ajustado	0.11669	0.56966	-0.00664	0.40400	0.49775

Nota: Níveis de significância: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.

A partir de um intervalo de previsão de 95%, o modelo se ajusta bem aos dados nos segmentos de ações e multimercados. Os resultados do modelo na Tabela 4 mostraram que nos segmentos de multimercado e ações há indícios de que a taxa de administração responde a uma aumento da concentração, sendo esses os segmentos mais competitivos. Diante disso, um aumento de 1% na concentração de gestão, as taxas de administração dos fundos multimercados respondem positivamente em 0,17% (coluna 4) e dos fundos de ações respondem com um aumento de 0,31% (coluna 2).

Tal resultado é diferente do encontrado em Pereira (2022), no qual, a partir de uma amostra de 1290 fundos de ações e utilizando o *HHI*, não encontrou indicações de que alterações no grau de concentração no segmento tem influência na taxa de administração. De acordo com Pereira (2022), é provável que os resultados tenham chegado a essa conclusão devido às características da indústria, a concentração de recursos em poucas administradoras. O estudo também analisou o sentimento do investidor sobre as taxas usando o Índice de Confiança do Consumidor. O estudo apontou que sentimento dos investidores conduzem o interesse por

investir e, portanto, ao perceberem a demanda, as instituições administradoras cobram taxas mais altas.

Levando em consideração todos os segmentos, o R^2 diminui significativamente, o que significa que a variável autônoma explica menos a variável dependente. Por outro lado, o erro padrão da regressão produz um intervalo de previsão de 95%. Diante disso, os resultados mostram que de modo geral, um aumento unitário o índice concentração reduz a taxa de administração em 0,12% (coluna 1). Esse evento pode ser explicado pelo efeito da concentração de gestão na taxa de administração dos fundos de renda fixa, nos quais reduzem 2,3% (coluna 5) com um aumento de 1% no *HHI*.

Na Tabela 5 está presente o segundo modelo, assumindo o Índice de Entropia como variável explicativa e a taxa de administração como variável dependente. Portanto, observa-se o efeito da competitividade na gestão de fundos em cada segmento sobre a taxa de administração.

Tabela 5 – EFEITO SOBRE A TAXA DE ADMINISTRAÇÃO (ENTROPIA)

	log(media_taxa_adm)				
	(1) Total	(2) Ações	(3) Cambiais	(4) Multimercado	(5) Renda fixa
(Intercepto)	-0.3831*** (0.0374)	1.931*** (0.0941)	0.5213*** (0.0809)	0.7588*** (0.0667)	3.038*** (0.2361)
Entropia	0.2641*** (0.0353)	-1.192*** (0.0698)	-0.9871*** (0.1289)	-0.8176*** (0.0500)	-4.877*** (0.3372)
Observations	576	144	144	144	144
R ²	0.08871	0.67253	0.29215	0.65363	0.59569

Nota: Níveis de significância: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

Os resultados no quadro geral mostraram que as taxas de administração respondem positivamente ao aumento da competição de empresas gestoras. Esse resultado está alinhados com os resultados da Tabela 4. A partir da Tabela 5, o segmento de fundos cambiais apresentou resultados, diferente da Tabela 4, onde um aumento unitário do índice Entropia reduz a taxa de administração em 0,98% (coluna 3).

No segmento de renda fixa um aumento de 1% na competição no mercado reduz as taxas de administração em 4,88% (coluna 5). O resultado mostrou um efeito não esperado, levando em consideração o modelo apresentado na Tabela 4, no qual a taxa de administração responde negativamente ao aumento da concentração. Esse evento pode ser explicado pela taxa

de juros, como mencionado na subseção 5.1.

Os segmentos de ações e multimercado mostrou um efeito esperado e de acordo com os resultados da Tabela 4 e as Figuras 5 e 8. De acordo com a Tabela 5, um aumento de 1% da competitividade reduz as taxas de administração dos fundos de ações e multimercado em 1,19% (coluna 2) e 0,82% (coluna 4), respectivamente. Esses efeitos estão em conformidade com as conclusões obtidas na Tabela 4.

Portanto, diante dos resultados observados nas Tabelas 4 e 5, o aumento da competição na gestão de fundos é favorável para os investidores no tocante a taxa de administração nos segmentos de ações, cambiais e multimercado. Pois há indícios de que o aumento da competição na gestão tem efeito negativo nas taxas de administração.

Na Tabela 6 está presente o terceiro modelo, usando os dois índice de mercado como variável explicativa e a taxa média padronizada de retorno como variável dependente. Desse modo, a Tabela mostra o efeito da competitividade e concentração no retorno dos fundos em um quadro geral.

Tabela 6 – EFEITO SOBRE A TAXA DE RETORNO

	(1)	(2)
HHI	-0.7518*** (0.2332)	
Entropia		2.635* (1.466)
<i>Efeitos fixos</i>		
Mês	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim
Tipo do fundo	Sim	Sim
<i>Estatísticas</i>		
Observações	290	290
R ²	0.21951	0.21332

Nota: Níveis de significância: ***
p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

De acordo com a Tabela 6, um aumento unitário do índice de concentração *HHI* reduz o retorno em 0,75 desvio-padrão (coluna 1), enquanto um aumento de uma unidade da Entropia eleva o retorno em 2,64% desvios padrões (coluna 2). Embora seja significativa a 10%, há evidências de efeito da competitividade na taxa de retorno. Tais resultados estão em linha

com os resultados de Silva *et al.* (2022) no mercado brasileiro.

Silva *et al.* (2022) chegou a um resultado semelhante utilizando o índice Herfindahl-Hirschman com o sinal negativo ($-HHI$), logo, quanto maior o indicador maior o grau de concorrência. A partir de uma amostra de fundos de ações no Brasil e utilizando o índice alfa de desempenho, concluiu-se que o desempenho dos fundos se relaciona de forma direta a ao índice de mercado. Portanto, quanto mais concorrência, melhor será a performance entregue para o investidor.

Os resultados da Tabela 6 mostra que o aumento da competição entre empresas gestoras na indústria brasileira é benéfico para os investidores com relação à taxa de retorno. Tais resultados também estão alinhados com os estudos no mercado americano. De acordo com Parida e Tang (2018), os fundos presentes em mais competitividade mostraram uma redução na performance e na persistência em relação aos mercados mais concentrados. Wahal e Wang (2010), por sua vez, encontrou um efeito negativo da concorrência no retorno dos fundos.

6 CONCLUSÃO

Na indústria brasileira de fundos de investimento, os recursos são concentrados em poucas instituições administradoras e empresas gestoras (ANBIMA, 2021b; ANBIMA, 2021a). A taxa de administração cobrada pelos fundos está diretamente ligada a rentabilidade do investidor, devido as taxas serem descontadas do patrimônio líquido (CVM, 2019). Além disto, o histórico de desempenho dos fundos é um parâmetro de escolha relevante dos investidores (CAPON; FITZSIMONS; PRINCE, 1996).

Diante disso, este trabalho analisa os impactos da concentração sobre o desempenho e a taxa de administração dos fundos. Também descreve a indústria de fundos de investimento no Brasil abordando o desempenho, as taxas cobradas e a concentração da indústria. Dessa maneira, é montado o tripé de análise do estudo (empresas gestoras, taxas de administração e taxa de retorno).

Para analisar a concentração da indústria entre 2010 e 2021, foram usados dois índices, o índice de Herfindahl-Hirschman e o Entropia. As estimativas do trabalho sugerem que as taxas de administração tendem a diminuir com o aumento da concentração na gestão de fundos e melhor será a rentabilidade dos investidores com mais competitividade na gestão. Separando as estimativas por classificação de fundos, os segmentos de ações e multimercado são os mais competitivos e a taxa de administração tende a aumentar com o aumento da concentração na gestão de fundos.

O estudo traz contribuições relevantes para às literaturas acerca da concentração na indústria de fundos, oferecendo mais de um índice de mercado e abordando todas as classes de fundos (ações, cambiais, multimercado e renda fixa). Além disto, o estudo contribui para novas percepções acerca dos impactos sobre os retornos e taxas dos fundos.

REFERÊNCIAS

- ANBIMA. **Ranking dos Gestores de Fundos de Investimento - Dezembro/2021**. 2021. Disponível em: <www.anbima.com.br/pt_br/informar/ranking/fundos-de-investimento/gestores.htm>.
- ANBIMA. **Ranking dos Gestores de Fundos de Investimento - Dezembro/2021**. 2021. Disponível em: <www.anbima.com.br/pt_br/informar/ranking/fundos-de-investimento/administradores.htm>.
- ANBIMA. **Consolidado Histórico de Fundos de Investimento - Julho/2022**. 2022. Disponível em: <www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm>.
- ANBIMA; FGV. **Anuário da Indústria de Fundos de Investimentos / Brazilian Mutual Fund Industry Yearbook**. 2021. Disponível em: <anyflip.com/kqowj/bkle/basic>.
- ANDAKU, F. T. A.; PINTO, A. C. F. A persistência de desempenho dos fundos de investimento em ações no Brasil. **Revista de Economia e Administração**, v. 2, n. 2, 2003.
- CAPON, N.; FITZSIMONS, G. J.; PRINCE, R. A. An individual level analysis of the mutual fund investment decision. **Journal of financial services research**, Springer, v. 10, n. 1, p. 59–82, 1996.
- CARDOSO, F. d. A. **Fundos de investimentos no Brasil: gestores independentes performam melhor que grandes bancos?** Tese (Doutorado), 2021.
- CVM, C. D. V. M. **Instrução CVM nº 555, de 17 de Dezembro de 2014**. 2014. Disponível em: <www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst555.pdf>.
- CVM, C. D. V. M. **TOP: O mercado de valores mobiliários brasileiro**. 4. ed. [S.l.: s.n.], 2019. 93–121 p.
- FAMA, E. F. Efficient capital markets: Ii. **The journal of finance**, Wiley Online Library, v. 46, n. 5, p. 1575–1617, 1991.
- GIACOMONI, B. H. A persistência de desempenho dos fundos brasileiros durante a crise. **Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração**, v. 34, 2010.
- GUJARATI, D. N. **Econometria Básica**. [S.l.]: Elsevier, 2006.
- IQUIAPAZA, R. A. **Performance, captação e foco das famílias de fundos de investimento**. Tese (Doutorado), 2009.
- MILAN, P. L. A. B.; JÚNIOR, W. E. Um retrato dos fundos de investimento no Brasil. **GV-EXECUTIVO**, v. 16, n. 3, p. 34–38, 2017.
- NOBRE, I. R.; MEDEIROS, O. R. d. O desempenho dos fundos mútuos de ações no Brasil no período 2005 2018. **Journal of Globalization, Competitiveness and Governability**, v. 14, n. 3, 2020.
- PARIDA, S.; TANG, Z. Price competition in the mutual fund industry. **Economic Modelling**, Elsevier, v. 70, p. 29–39, 2018.

PEREIRA, L. F. Taxas de administração de fundos de investimento no mercado brasileiro: o papel da concorrência da indústria e do sentimento do investidor. Universidade Federal de Minas Gerais, 2022.

SANTOS, D. C. G. d.; CORRÊA, A. de C.; HERREROS, M. M. A. G.; MONTE, L. d. F. de O. Desempenho dos fundos de investimento brasileiros: uma avaliação de persistência. **Revista INTERFACE-UFRN/CCSA**, v. 6, n. 1, 2009.

SHARMIN, S.; ARMAN, M. Measuring market concentration using indices: An empirical analysis on listed financial companies of bangladesh. s.d.

SILVA, S. E. d.; PEREIRA, L. F.; FONSECA, S. E.; IQUIAPAZA, R. A. Concorrência da indústria e a persistência do desempenho em fundos de ações no brasil. **Brazilian Business Review**, SciELO Brasil, v. 19, p. 268–287, 2022.

WAHAL, S.; WANG, A. Competition among mutual funds, forthcoming in the. **Journal of Financial Economics**, v. 99, n. 1, p. 40–59, 2010.