



FACULDADES IBMEC
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM
ADMINISTRAÇÃO E ECONOMIA

**DISSERTAÇÃO DE
MESTRADO PROFISSIONALIZANTE EM ECONOMIA**

**TESOURO DIRETO E OS FUNDOS DE INVESTIMENTO
LASTREADOS EM TÍTULOS DE RENDA FIXA: UMA
COMPARAÇÃO DE PERFORMANCE LÍQUIDA**

Luis Otávio Lima dos Santos

Orientador: Prof. Dr. Antônio Marcos Duarte Jr.

Rio de Janeiro, 22 de Agosto de 2005

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

RESUMO

O Tesouro Direto, criado em 07 de janeiro de 2002, é um serviço de venda de títulos públicos a pessoas físicas, desenvolvido pelo Tesouro Nacional em parceria com a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia – CBLC. Este serviço tem como objetivo, democratizar o acesso para investimentos em títulos federais, proporcionando uma alternativa para a pessoa física gerenciar os seus próprios investimentos, com comodidade e segurança, incentivando assim a formação de poupança de longo prazo, além de contribuir para a pulverização da dívida pública federal brasileira. No presente estudo, estaremos descrevendo as principais características do serviço no Brasil, e faremos uma análise comparativa de retorno entre as LFTs, que são os títulos públicos indexados a SELIC, com os fundos de investimentos, cujo lastro sejam os títulos de renda fixa. Os critérios para seleção dos fundos, que serão analisados e comparados com as LFTs, serão explicados ao longo do trabalho, e o objetivo central do presente estudo será apresentar ao investidor, as melhores alternativas, em termos de retorno líquido, para diferentes valores de aplicação e classe de fundos.

ABSTRACT

Direct Treasury, created in January 07, 2002, is a service, delivered by the Brazilian National Treasury, and along with CBLC (Brazilian Clearing and Depository Corporation) designed to facilitate the sale to the household investor, of Brazilian Government bonds. The main objective of this service is to facilitate the direct investment in government bonds, allowing therefore, the household investor to have another alternative to manage his own investments, in an easy and safe way, and at the same time contribute to long term savings and decompose the Brazilian public debt. In this study, we will describe the main characteristics of this service in Brazil, and will make a comparison analysis between the LFTs, government bonds with the return linked to SELIC, the government base rate, and the investment funds whose underlying assets are the fixed rate bonds. The selection criteria of these funds will be explained further and the main objective of this study is to present to the household investor, the best alternatives, in terms of liquid return for several investment amounts and investment funds classes.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	6
2. O TESOIRO NACIONAL.....	10
2.1 OS RESULTADOS DO TESOIRO NACIONAL EM MAIO DE 2005.....	10
2.2 A COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA DO TESOIRO NACIONAL.....	10
2.3 A IMPORTÂNCIA DA DIVERSIFICAÇÃO E PULVERIZAÇÃO DA DÍVIDA.....	11
3. O TESOIRO DIRETO NO BRASIL.....	13
3.1 Descrição Geral.....	13
3.2 Mecanismo de Funcionamento.....	14
3.3 Preços e Procedimentos para Compra e Venda.....	16
3.3.1 Preços e limites de Compra e Venda.....	16
3.3.2 Formas de Aquisição e Pagamento para as compras dos Títulos.....	16
3.3.3 Prazos de Liquidação para Compra e Venda.....	17
3.3.4 Taxas.....	18
3.3.5 Tributação.....	19
4. A INDÚSTRIA DE FUNDOS NO BRASIL.....	21
4.1 O Tamanho da Indústria.....	21
4.2 A Classificação dos Fundos segundo a ANBID.....	22
4.3 A Indústria de Fundos e o Lastro em Títulos Públicos.....	22
5. ANÁLISE DE RETORNO DAS LFTs.....	25
5.1 Critérios Considerados.....	25
5.1.1 Seleção dos Títulos para Avaliação de Performance.....	25
5.1.2 Características específicas das LFTs.....	26
5.1.3 Variáveis Consideradas no Modelo de Avaliação.....	28
5.1.4 Taxas dos Agentes de Custódia.....	29
5.1.5 Fixação de Prazos para Avaliação.....	30
5.1.6 Fórmula do Cálculo da Rentabilidade Líquida.....	31
5.2 RETORNOS LÍQUIDOS DAS LFTS.....	32
6. ANÁLISE DE RETORNO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO REFERENCIADOS COMO RENDA FIXA.....	33
6.1 Seleção dos Fundos.....	34
6.1.1 Fundos de Varejo.....	35
6.1.2 Fundos Preferenciais.....	36
6.1.3 Fundos Aprovados.....	37
6.2 Metodologia de Cálculo da Rentabilidade.....	39
6.3 Retorno Líquido dos Fundos de Investimento.....	41
6.3.1 Retorno líquido dos Fundos de Varejo.....	41
6.3.2 Retorno líquido dos Fundos Preferenciais.....	42
6.3.3 Retorno líquido dos Fundos Aprovados.....	43
7. ANÁLISE COMPARATIVA DOS RETORNOS DAS LFTS E DOS FUNDOS.....	43
7.1 Considerações Iniciais.....	43
7.2 Comparação com os Fundos de Varejo.....	45
7.2.1 LFTs com Taxa do Agente de Custódia a 0% a.a.....	45

7.2.2 LFTs com Taxa do Agente de Custódia a 0,38% a.a.	46
7.2.3 LFTs com Taxa do Agente de Custódia a 0,50% a.a.	47
7.2.4 LFTs com Taxa do Agente de Custódia a 1,0% a.a.	47
7.2.5 Curvas de Possibilidades de Resgates - LFTs a 1,0% e Fundos de Varejo.....	48
7.3 Comparação com os Fundos Preferenciais	49
7.3.2 LFTs com Taxa do Agente de Custódia a 0,38% a.a.	50
7.3.3 LFTs com Taxa do Agente de Custódia à 0,50% a.a.	51
7.3.4 LFTs com Taxa do Agente de Custódia à 1,00% a.a.	51
7.3.5 Curvas de Possibilidades de Resgates - LFTs a 0,50% e Fundos Preferenciais.....	52
7.4 Comparação com os fundos Aprovados	53
7.4.1 LFTs com Taxa do Agente de Custódia à 0% a.a.	54
7.4.2 LFTs com Taxa do Agente de Custódia à 0,38% a.a.	54
7.4.3 LFTs com Taxa do Agente de Custódia à 0,50% a.a.	55
7.4.4 LFTs com Taxa do Agente de Custódia à 1,00% a.a.	55
7.4.5 Curvas de Possibilidades de Resgates - LFTs a 0,38% e Fundos Aprovados	56
8. CERTIFICADOS DE DEPÓSITO BANCÁRIO (CDBS).....	58
8.1 CDBs a 80% do CDI e fundos Varejo.....	58
8.2 CDBs a 99% do CDI e fundos Preferenciais.....	59
8.3 CDBs a 99% do CDI e fundos Aprovados	62
8.4 Curvas de Possibilidades de Resgates – Uma vantagem dos CDBs	64
9. CONCLUSÕES	67
10. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	71
11. APÊNDICES	74
APÊNDICE A: CARACTERÍSTICAS DOS FUNDOS SELECIONADOS.....	74
APÊNDICE B: CATEGORIAS ANBID.....	75

1. INTRODUÇÃO

Em 07 de Janeiro de 2002, foi criado, pelo Tesouro Nacional, com suporte técnico operacional da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia - CBLC, o Tesouro Direto, possibilitando a aquisição de títulos públicos, por pessoas físicas, diretamente pela Internet.

Segundo o manual do investidor do Tesouro Direto (2005), um dos objetivos do programa, além de incentivar a poupança de longo prazo, é democratizar o acesso para investimentos em títulos públicos federais, dando ao investidor pessoa física, a alternativa de comprar diretamente estes títulos, o que só era possível, até então, através dos fundos de investimento .

Um fundo de investimento é, conforme descreve a Anbid em seu site, “um condomínio que reúne recursos de um conjunto de investidores, com o objetivo de obter ganhos financeiros a partir da aquisição de uma carteira de títulos ou valores mobiliários”. Desta forma, os fundos de investimento cumprem um papel importante, no sentido de democratizar o acesso ao pequeno investidor. Ainda segundo a Anbid, “os fundos tornam possível a diversificação dos investimentos, através da aplicação em suas diferentes classes, visando diluir o risco e aumentar o potencial de retorno”.

O objetivo deste trabalho é verificar se a compra direta de títulos públicos, via o Tesouro Direto, é de fato uma alternativa interessante, em comparação aos fundos de investimentos, sob aspecto de rentabilidade líquida, ou seja, após dedução de todos os custos aplicáveis, tais como os custos de transação, impostos, etc.

No segundo capítulo do trabalho, apresentamos alguns dados relevantes sobre a Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), com o intuito de ilustrar, através dos números apresentados, o esforço do governo em alterar o perfil de sua dívida, tanto no que diz respeito à sua composição, como no que diz respeito ao seu prazo. Um dos instrumentos utilizados pelo governo neste esforço, é o Tesouro Direto, que vem se tornando uma alternativa cada vez mais importante para o investidor de varejo, que muitas vezes, dado aos baixos valores de suas aplicações, só acessam fundos de investimentos com taxas de administração muito altas, através das agências dos grandes bancos.

No terceiro capítulo, descrevemos como o Tesouro Direto está estruturado no Brasil. Apresentamos os mecanismos de funcionamento do programa, detalhando os procedimentos e limites para a compra e a venda dos títulos, os prazos de liquidação dos mesmos, além das taxas e custos incidentes. Relacionamos também os títulos disponíveis para compra, através do programa além de descrevermos, de maneira sucinta as características de cada um deles.

O Brasil está entre os três países que disponibilizam o Tesouro Direto, via Internet, sendo os outros dois, os Estados Unidos e a Espanha. Nos Estados Unidos, o programa é conhecido como “TreasuryDirect” e na Espanha como “Tesoro.es”, e ambos possuem em seus sites, as descrições, os objetivos e as características de seus programas.

No quarto capítulo, apresentamos as principais características da indústria de fundos no Brasil que vem crescendo de maneira expressiva nos últimos anos, e apresentamos também como esta indústria está organizada. Um ponto importante é a composição das carteiras dos fundos de investimentos, que indicam como o investidor está efetivamente aplicando seus recursos. Citamos então, apresentação feita no terceiro congresso da ANBID, por Paul Gruppo, da Roland Berger Strategy Consultants (2005), que mostra dados interessantes a

respeito da composição atual da carteira dos fundos, onde sem dúvida, a grande concentração em títulos públicos é um ponto a ser mencionado.

Nos capítulos cinco e seis, apresentamos todos os critérios e procedimentos utilizados para a seleção e avaliação das performances das LFTs e dos fundos de investimentos, e terminamos os dois capítulos com a apresentação das rentabilidades de cada título e fundo de investimento analisado. Vale lembrar que o objetivo do trabalho é fazer uma comparação, em termos de rentabilidade líquida, entre as LFTs, ofertadas via o Tesouro Direto, e os fundos de investimentos selecionados. Costumamos ter acesso, através dos diversos meios de comunicação, a divulgação de rentabilidades brutas para os diversos investimentos, de modo que uma análise comparativa entre as diversas alternativas, sempre fica prejudicada, por não refletir a realidade, e não expor custos que muitas vezes inviabilizam uma alternativa, que em termos brutos, parece extremamente interessante.

No sétimo capítulo, comparamos as duas alternativas até então analisadas separadamente, e fazemos diversos rankings, onde são levadas em conta, inclusive as diferentes taxas cobradas pelos agentes de custódia, para a compra das LFTs, via o Tesouro Direto.

No oitavo capítulo, acrescentamos à análise, os Certificados de Depósito Bancários (CDBs), por entendermos que os mesmos se tornaram uma alternativa de investimento sempre considerada no processo de alocação de ativos, pelo investidor pessoa física. Podemos constatar tal afirmação, através do crescimento do patrimônio no Brasil, alocado em CDBs, que segundo Gruppo (2005), foi da ordem de 53%, entre 2003 e 2005, tendo alcançado R\$ 194 Bilhões (pg.8).

As conclusões do trabalho são feitas no capítulo 9. Acreditamos poder fornecer, através deste estudo, subsídios para uma análise mais criteriosa, das diferentes alternativas de investimentos disponíveis ao investidor pessoa física no Brasil, e mais especificamente os investidores do varejo bancário, que na maioria das vezes, não contam com o *expertise* de profissionais qualificados para um assessoramento com qualidade, como contam os clientes de altíssima renda, que são atendidos pelos departamentos de *Private Bank* dos bancos.

Acreditamos também que o trabalho possa contribuir para a ampliação da divulgação do Tesouro Direto, que ao longo do estudo, se mostra uma alternativa bastante competitiva, mas que ainda não está sendo divulgado de maneira extensiva pelos canais de distribuição de investimentos, tais como os bancos e as corretoras. A divulgação do programa sem dúvida trará, no médio prazo, ganho para o pequeno investidor, que contará com uma indústria de investimentos mais competitiva e conseqüentemente mais rentável.

2. O TESOIRO NACIONAL

2.1 OS RESULTADOS DO TESOIRO NACIONAL EM MAIO DE 2005

Em Maio de 2005, de acordo com o relatório mensal do Tesouro nacional (2005), o estoque da dívida mobiliária interna do Tesouro Nacional, em poder do público, totalizou 878.7 bilhões de Reais, equivalentes a 47,4% do PIB acumulado nos últimos doze meses.

O custo médio de carregamento da dívida mobiliária interna apresentou queda, tendo alcançado 15,04%, contra 16,71% no mês anterior e contra 21,97% em relação a maio de 2004, e o seu prazo médio ficou em 27,69 meses.

A venda de títulos do Tesouro Nacional, através do Tesouro Direto, totalizou R\$ 44,7 milhões. Em relação a maio de 2004, verificou-se aumento de 40,7% nas vendas, onde os títulos mais demandados foram as LTNs representando 59,1% do montante vendido, seguidas pelas LFTs representando 28,0%.

Vale ressaltar que o número de participantes no Tesouro Direto alcançou a cifra de 39.999, demonstrando o crescimento do interesse, por parte das pessoas físicas, por esta alternativa de investimento, mesmo sem apoio de campanhas publicitárias.

2.2 A COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA DO TESOIRO NACIONAL

Ainda de acordo com o relatório mensal do Tesouro Nacional, em maio de 2005, houve aumento da participação de títulos prefixados e redução na participação de títulos remunerados pela taxa Selic na Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), com

emissão líquida de R\$ 16,3 bilhões de LTN e NTN-F e resgates líquidos de LFT no montante de R\$ 10,9 bilhões.

Vale destacar as mudanças na composição da dívida, em relação a maio de 2004. A participação dos títulos indexados a SELIC (LFTs), em relação ao total da DPMFi, caiu de 59,60% para 58,29%; a participação da dívida atrelada a câmbio (NTN-D), caiu de 5,97% para 2,34%; a dívida prefixada (LTNs e NTN-F), aumentou de 17,07% para 22,44%; a dívida atrelada a índice de preços (NTN-C e NTN-B), caiu de 15,56% para 14,44% e a dívida atrelada a TR aumentou de 1,80% para 2,49% no total da DPMFi.

Os números acima mencionados mostram a evolução do Tesouro Nacional no objetivo de melhorar a qualidade da dívida interna.

2.3 A IMPORTÂNCIA DA DIVERSIFICAÇÃO E PULVERIZAÇÃO DA DÍVIDA

Analisando os dados da seção anterior, notamos a intenção do governo em alterar a composição de sua dívida, diminuindo sua exposição cambial e ao mesmo tempo aumentando sua parcela em títulos prefixados.

No plano anual de financiamento da dívida pública para 2005, publicado pelo Tesouro Nacional (2005), foi apresentado um exercício em que juros e câmbio são submetidos a uma forte pressão, convencionalmente chamado de “stress test”. Este teste mostra que a evolução da composição da dívida tem permitido uma crescente imunização da dívida contra choques nessas variáveis. O exercício conclui que “a redução acentuada da exposição da dívida pública ao câmbio, assim como a gradual queda da participação dos títulos indexados à Selic no

conjunto da dívida reduzirão a sua sensibilidade a grandes choques em 2005 para aproximadamente 1/3 do valor observado em 2002”.

Em relação à pulverização da dívida, de acordo com a publicação do Banco Mundial, “Developing Government Bond Markets – A Handbook” (2001), a diminuição do custo e da volatilidade da dívida pública de um país, está diretamente ligada a uma maior diversificação de seus credores, e que tem como benefícios adicionais, promover a estabilidade e eficiência do mercado (pg. 180).

Os investidores de varejo, são apontados, pela mesma publicação como essenciais para a diversificação, pelo fato de serem detentores estáveis de instrumentos financeiros de dívida, aumentando assim, a demanda pelos títulos públicos, ao mesmo tempo, ajudando a diminuir a volatilidade de seus retornos (pg. 201). Smith (1966), cita que a criação de mecanismos eficazes para a venda direta ao público é um importante fator para o melhor gerenciamento da dívida pública (pg. 433).

O fato de os investidores de varejo serem considerados detentores estáveis de instrumentos de dívida, os torna importantes, pois há o objetivo claro, conforme exposto acima, por parte do governo, de promover o alongamento de sua dívida, pois como cita Haddad (1985), “a dificuldade na colocação de papéis longos retira um importante grau de liberdade na política da dívida, uma vez que sua composição é relevante na determinação do comportamento dos agentes econômicos” (pg. 58).

Pelos motivos expostos acima, e portanto visando incentivar a pulverização de sua dívida, o governo brasileiro criou em 07 de Janeiro de 2002, o Tesouro Direto, dando ao investidor pessoa física, uma alternativa acessível para a compra de títulos públicos.

3. O TESOURO DIRETO NO BRASIL

3.1 Descrição Geral

O Tesouro Direto foi implementado em 07 de Janeiro de 2002, pelo Tesouro Nacional, com o suporte técnico da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia – CBLC. “O Programa tem como objetivos democratizar o acesso para investimentos em títulos federais, incentivar a formação de poupança de longo prazo e fornecer informações sobre a administração e a estrutura da dívida pública federal brasileira”. (Manual do Investidor do Tesouro Direto, 2005).

Anteriormente, o investimento em títulos públicos, por pessoas físicas, era feito apenas de forma indireta, através da aquisição de cotas de fundos de investimentos, que utilizam os recursos captados para a aquisição dos títulos públicos, através dos leilões promovidos pelo Tesouro Nacional; conhecido como mercado primário, ou através da negociação direta com outros agentes, via mercado secundário.

Vale mencionar que, mesmo antes da criação do Tesouro Direto, o investidor pessoa física já podia comprar títulos públicos diretamente, através das tesourarias dos bancos, mas este acesso era exclusivo para os clientes de altíssima renda, que são atendidos pelos *Private Banks*. Desta forma o Tesouro Direto, conforme mencionado no manual do investidor, e acima citado, contribuiu de maneira muito importante para a democratização deste acesso, dando ao investidor do “varejo”, a possibilidade de também administrar diretamente seus próprios recursos, adequando os prazos e indexadores dos títulos aos seus interesses.

3.2 Mecanismo de Funcionamento

Todo investidor que possua CPF e resida em território nacional está apto a operar via o Tesouro Direto. Há uma lista, com todos os agentes de custódia habilitados, disponível no *site* do programa.

Após o investidor escolher o agente de custódia que irá utilizar para fazer suas operações, basta fazer seu cadastro, e aguardar sua senha provisória, enviada para o e-mail do investidor. Após o recebimento desta senha provisória, o investidor acessa a área restrita do site do Tesouro Direto e escolhe uma senha definitiva, que se será usada para a realização de suas operações de compra e venda.

O sistema funciona vinte e quatro horas por dia, e sete dias por semana para consulta. Para as operações de compra, o sistema está disponível entre às 9 horas da manhã de um dia até às 5 horas da manhã do dia seguinte, sendo que nos fins de semana se pode comprar de 9 horas da manhã de sexta até as 5 horas da manhã de segunda-feira, ininterruptamente. De 5 horas da manhã até às 9 horas da manhã, nos dias úteis, o sistema fica fora do ar para manutenção.

As operações de vendas dos títulos poderão ser efetuadas apenas às quartas-feiras, de 09 horas da manhã até às 05 horas da tarde, sendo que, quando houver reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM), o tesouro também dará liquidez na quinta-feira subsequente, seguindo os mesmos horários. Nestas ocasiões, a negociação dos títulos prefixados (LTN e NTN-F) ficará suspensa entre 17 horas da quarta-feira e 9 horas de quinta-feira, início do mercado, para evitar que as decisões do COPOM acerca da meta da taxa SELIC possam afetar as negociações no Tesouro Direto sem que haja um correspondente efeito no mercado

secundário. Existem alguns procedimentos específicos para títulos que pagam cupons, e o investidor deve consultar diretamente o manual do Tesouro Direto para maiores detalhes.

“O tesouro tem como objetivo disponibilizar às pessoas físicas os mesmos títulos públicos ofertados às instituições financeiras nos leilões tradicionais do Tesouro Nacional” (manual do Tesouro Direto – 2005). Desta forma, são disponibilizados os seguintes títulos:

1. LTN – Letras do Tesouro Nacional, que são prefixadas, ou seja, possuem taxa definida na hora da compra. Forma de pagamento: no vencimento;
2. LFT – Letras Financeiras do Tesouro, que têm a rentabilidade diária vinculada à SELIC, que é a taxa básica de juros da economia. Forma de pagamento: no vencimento;
3. NTN-B – Notas do Tesouro Nacional – Série B, que possuem rentabilidade vinculada à variação do IPCA, mais o pagamento de juros sobre esta taxa (conhecido como cupom), definidos na hora da compra. Forma de pagamento: principal no vencimento e juros semestralmente;
4. NTN-C – Notas do Tesouro Nacional – Série C, que possuem rentabilidade vinculada à variação do IGP-M, mais o pagamento de juros sobre esta taxa (conhecido como cupom), definidos na hora da compra. Forma de pagamento: principal no vencimento e juros semestralmente; e
5. NTN-F – Notas do Tesouro Nacional – Série F, que possuem rentabilidade prefixada, mais pagamento de juros (cupom), que também são conhecidos no momento da compra. Este título difere das LTNs, pois embora ambos sejam prefixados, as LTNs não pagam cupom, e portanto o valor de desconto (deságio), sobre seu preço de face é o que define a taxa pactuada.

3.3 Preços e Procedimentos para Compra e Venda

3.3.1 Preços e limites de Compra e Venda

Os preços de compra dos títulos, que os investidores têm acesso através do Tesouro Direto, são calculados, de acordo com o manual do Tesouro Direto “com base nas taxas praticadas pelo mercado, apuradas para a data de liquidação da compra”. No caso do preço de venda pelo investidor ao Tesouro Direto, o cálculo é feito pelo Tesouro Nacional, com a incidência de um *spread* sobre o preço de compra.

As compras são realizadas em múltiplos de 0,2 do valor do título, ou seja, se um título está cotado em R\$ 1.000,00, por exemplo, o investimento pode ser feito em lotes de R\$ 200,00.

Existe um limite mensal de compras de títulos através do Tesouro Direto, que atualmente é de R\$ 400.000,00, sendo que não há limite individual de estoque.

3.3.2 Formas de Aquisição e Pagamento para as compras dos Títulos

Há três maneiras disponíveis para se comprar e vender títulos no Tesouro Direto. A primeira delas é através de solicitação direta, por parte do investidor, ao seu agente de custódia, exatamente como se faz para a compra de ações. A segunda maneira é através do site do Tesouro Direto e a terceira é através do site do próprio agente de custódia, caso o mesmo

tenha integrado o seu site ao do Tesouro Direto, e desta forma, os preços e condições de compra serão exatamente iguais aos do site do Tesouro Direto.

Deste 1º de Outubro de 2004, com a implementação da conta investimento, os procedimentos para o pagamento das operações de compras não são mais efetuados por meio de boleto bancário, mas através de recursos depositados na conta dos Agentes de Custódia. Essa mudança se fez necessária, pois atualmente, todas as aplicações financeiras devem ser, obrigatoriamente feitas através da conta investimento. Deste modo, a incidência de CPMF ocorre no momento de transferência da conta corrente do investidor para a conta investimento.

Após este pagamento, o investidor fica isento do imposto para novos investimentos feitos com estes mesmos recursos.

3.3.3 Prazos de Liquidação para Compra e Venda

Os títulos adquiridos no Tesouro Direto ficam disponíveis dois dias úteis após o seu pagamento. Depois de confirmada a operação de compra do título, que a partir deste momento, não pode ser mais cancelada, o sistema do Tesouro Direto informa a data limite em que o investidor deve estar disponibilizando os recursos na conta do seu agente de custódia.

No caso da venda, pagamento de cupons ou vencimento do título, o Tesouro Nacional repassa ao agente de custódia, um dia útil após o evento, o valor bruto. O agente de custódia então, deduz o imposto de renda, e repassa o valor líquido para a conta investimento do investidor.

3.3.4 Taxas

As compras de títulos, realizadas pelo Tesouro Direto estão sujeitas as seguintes taxas:

- Taxa de custódia de 0,40% ao ano sobre o valor dos títulos em custódia
- Taxa de serviço do agente de custódia

A taxa de 0,40%, cobrada pela CBLC, refere-se à prestação dos serviços de guarda dos títulos e informação dos saldos e movimentação dos investidores.

A taxa cobrada pelos agentes de custódia, também se refere à prestação de serviços e são livremente pactuadas com os investidores.

As duas taxas são cobradas no momento da compra, e são relativas ao primeiro ano da prestação de serviço. Se o título comprado tiver prazo inferior a um ano as taxas são cobradas de maneira proporcional, mas se o título for mais longo do que um ano e o investidor resolver vender antecipadamente o título, não há devolução das taxas. Após o primeiro ano, a cobrança das taxas será cobrada proporcionalmente ao prazo que o investidor mantiver os títulos na CBLC.

Antes da criação da conta investimento, o pagamento era feito através de boleto bancário, mas com o intuito de beneficiar o investidor, após a criação da conta investimento, esta forma de pagamento foi substituída por crédito na conta do agente de custódia, e por conseguinte foi extinta também a taxa única inicial de 0,03%, sobre o valor da compra.

Esta foi uma mudança importante pois, mesmo compras posteriores, que poderiam ser feitas utilizando-se os recursos provenientes de vendas de títulos antigos, ou vencidos, sempre estariam sujeitos ao equivalente a uma CPMF (0,03% de taxa única na compra), e o investidor não estaria se beneficiando da conta investimento, caso o pagamento por boleto bancário continuasse em vigor.

Esta taxa porém será utilizada no presente estudo, pois como a análise comparativa estará sendo feita no período de Janeiro de 2002 a 30 de Maio de 2005, a mesma deve ser aplicada, para que o estudo reflita exatamente as opções vigentes à época analisada.

3.3.5 Tributação

Em 21 de Dezembro de 2004, como mais uma medida para o estímulo à criação de poupança de longo prazo, houve uma significativa alteração nas alíquotas de imposto de renda na fonte, incidentes sobre os rendimentos em operações de renda fixa, incluindo as operações do tesouro direto, que ficaram da seguinte forma:

- I – 22,5% em aplicações com prazo de até 180 dias;
- II – 20% em aplicações com prazo de 181 dias até 360 dias;
- III – 17,5% em aplicações com prazo de 361 dias até 720 dias;
- IV – 15% em aplicações com prazo acima de 720 dias.

Assim sendo, os rendimentos sobre os títulos do Tesouro Direto estão sujeitos, desde 1º de Janeiro de 2005, ao Imposto de Renda na fonte, seguindo às alíquotas indicadas acima.

Caso a venda do título ocorra em até de 30 dias corridos após a data da compra, e apresente ganho de capital, incidirá também o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), regressivo.

Vale lembrar que o presente trabalho fará uma análise de retorno no período de Janeiro de 2002 até Maio de 2005, e portanto a alíquota de Imposto de Renda considerada para as simulações de resgates semanais, que será explicada mais à frente, foi de 20% sobre o rendimento, conforme regra vigente na época analisada.

4. A INDÚSTRIA DE FUNDOS NO BRASIL

4.1 O Tamanho da Indústria

A indústria de fundos no Brasil vem crescendo de maneira expressiva nos últimos anos. Atualmente, segundo o último relatório da ANBID – a Associação Nacional dos Bancos de Investimentos – divulgado em 21 de Junho de 2005, o tamanho da indústria de fundos de investimento, com capital doméstico se encontra em aproximadamente 630 bilhões de Reais.

Este valor está distribuído em aproximadamente 4.650 fundos, distribuídos em 45 categorias ANBID.

Em Maio de 2005, no terceiro Congresso de Fundos de Investimentos, promovido pela ANBID, foi apresentada por Cervellini (2005), uma pesquisa feita pelo IBOPE, sobre o perfil dos investidores no Brasil. O trabalho, intitulado “Radiografia do Investidor de Fundos no Brasil”, realizou cerca de 1.000 entrevistas telefônicas, com a população brasileira, com idade superior a 18 anos, nas classes ABC. Este estudo também pesquisou o perfil das pessoas jurídicas, para tentar traçar algumas características específicas entre este grupo e o de pessoas físicas.

Dois dados interessantes, que ajudam a entender o crescimento desta indústria, é justamente a percepção que o investidor tem a respeito dos fundos de investimento. Quando questionados sobre as vantagens de se aplicar através deste veículo, os itens: segurança, rentabilidade e liquidez, foram os mais citados, mostrando que os fundos de investimento, na percepção dos investidores pesquisados, são eficientes em atender aos três principais requisitos, considerados pela pessoa física, na hora de se realizar uma aplicação financeira.

Outro dado relacionado ao mesmo tema, é justamente a confiança que o investidor deposita nas instituições do mercado de fundos de investimentos no Brasil. Cerca de 77% dos investidores pessoa física, e cerca de 83% dos investidores pessoa jurídica, confiam nestas instituições.

4.2 A Classificação dos Fundos segundo a ANBID

Conforme mencionado acima, existem atualmente 45 tipos diferentes de fundos, segundo classificação da ANBID. Embora este número seja expressivo, os fundos de investimento lastreados em títulos públicos federais e referenciados como renda fixa, representam atualmente, cerca de 65% da indústria de fundos de investimentos com capital doméstico.

Dos 4.650 fundos abertos, 3.158 fundos atendem a este critério, passando por fundos classificados como balanceados, multimercados com e sem alavancagem, referenciado DI, renda fixa crédito, entre outros e totalizando 10 categorias.

4.3 A Indústria de Fundos e o Lastro em Títulos Públicos

Conforme citamos anteriormente, a indústria de fundos de investimentos vem apresentando grande expansão nos últimos anos. Mencionamos também, conforme tabela acima, que os fundos de renda fixa, detêm a maior concentração de recursos, cerca de 65% da indústria.

Um ponto que chama atenção também, é exatamente o lastro dos fundos. Em apresentação feita por Gruppo (2005), citada anteriormente, sobre a indústria de fundos, uma das constatações apresentadas é que as carteiras dos fundos de investimento no Brasil, são extremamente concentradas em títulos públicos. De acordo com os dados, por ele apresentados, em maio de 2005 a indústria de fundos estava dividida da seguinte forma, em termos de classe de ativos:

- Títulos Públicos¹: 74%
- Ações: 11%
- CDB: 12%
- Outros²: 3%

Segundo o autor, a principal razão para esta concentração é a falta de um mercado de capitais desenvolvido. Desta forma, os gestores de recursos, acabam tendo à disposição, um leque muito pequeno de opções, na hora de compor as carteiras e, assim sendo acabam montando estratégias muito parecidas, fazendo com que os fundos não consigam se diferenciar de maneira significativa, em termos de performance (pg.12).

No caso dos fundos de renda fixa, principalmente, onde o mercado de títulos privados é ainda muito pouco desenvolvido, apresentado pouca liquidez, a diferenciação em termos de performance se dá basicamente, pela diferença na cobrança das taxas de administração.

¹ Títulos Federais, Estaduais, Municipais e Operações Compromissadas com Lastro em Títulos Públicos

² Notas Promissórias e Outros Ativos de Renda Fixa e de Renda Variável

Como a concentração das carteiras destes fundos, é bastante expressiva em títulos públicos, é interessante verificarmos se a compra direta, através do Tesouro Direto, por parte do investidor, não se torna uma alternativa mais interessante, do ponto de vista de performance líquida, dado que o lastro da operação neste caso também será, como no caso da aplicação em fundos de investimento, os títulos públicos.

5. ANÁLISE DE RETORNO DAS LFTs

5.1 Critérios Considerados

5.1.1 Seleção dos Títulos para Avaliação de Performance

Neste trabalho, estaremos analisando os retornos das LFTs, ou seja, os títulos do Tesouro Nacional que pagam juros pós-fixados, e cujo retorno está atrelado a SELIC, que é a taxa básica de juros da economia.

Mais especificamente, a SELIC representa a média das operações diárias, registradas com títulos públicos, e que são registrados no sistema SELIC, que é a sigla do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia, que conforme consta no site do Banco Central “é um sistema informatizado que se destina à custódia de títulos escriturais de emissão do Tesouro Nacional e do Banco Central do Brasil, bem como ao registro e à liquidação de operações com os referidos títulos”.

A razão para a escolha das LFTs se dá pelo fato de estarmos fazendo um comparativo de performance líquida entre estes títulos, e os fundos de investimentos que possuem lastro em títulos de renda fixa, e que buscam, estar acompanhando, ou apresentando rentabilidade superior ao CDI, que é a taxa média diária, praticada pelo mercado interbancário, para empréstimos de um dia, e esta taxa está diretamente ligada a taxa SELIC.

Pensamos inicialmente em trabalhar também com as LTNs, que são os títulos com rentabilidade prefixada na hora do investimento, ou seja, o investidor conhece seu retorno final no ato da compra do título, desde que mantenha o investimento até o vencimento. O

problema de trabalharmos com as LTNs, é que as emissões possuem prazos de vencimento muito diversificados, e em alguns casos, as emissões são extremamente curtas, tornando as comparações com os fundos de investimentos mais difíceis. As comparações entre os títulos e os fundos serão feitas, conforme explicaremos a seguir, usando o conceito de “curvas de possibilidades de resgate”, e a montagem destas cruvas ficaria extremamente prejudicada para títulos muito curtos, devido aos custos iniciais do Tesouro Direto.

Desta forma, mesmo entendendo que as LTNs também são consideradas pelo investidor, no momento da aplicação de seus recursos no mercado de juros, achamos que a análise de mais estes títulos, não traria resultados consistentes. Portanto, selecionamos os seguintes títulos para a nossa análise:

LFT	Início	Vencimento	Prazo até 25/05/2005	Prazo Total
1	7/1/2002	21/1/2004	734	734
2	7/1/2002	17/1/2007	1218	1810
3	7/1/2002	18/1/2006	1218	1451
4	7/1/2002	16/2/2005	1119	1119
5	13/11/2003	18/6/2008	552	1655
6	21/1/2004	18/3/2009	484	1857

Fonte: Tesouro Direto

5.1.2 Características específicas das LFTs

As LFTs – Letras Financeiras do Tesouro, são títulos escriturais, nominativos e negociáveis, com rentabilidade diária, vinculadas à taxa SELIC, que conforme já

mencionamos, é a taxa média das operações diárias com títulos públicos registrados no sistema SELIC.

Assim sendo, são títulos pós-fixados, ou seja, o seu retorno total, só é conhecido no final da operação.

As LFTs não pagam cupons, ou seja, o investidor não recebe juros periódicos (geralmente semestrais, para os títulos que pagam cupom), durante o período investido. Desta forma, o investidor recebe o principal investido e mais os juros apenas no vencimento da operação, ou quando liquidados antecipadamente.

O que se pactua na hora da compra é justamente o ágio ou o deságio sobre o Valor Nominal Atualizado (VNA), do título, na data de liquidação da compra. Desta forma, a rentabilidade que o investidor estará recebendo na LFT será a taxa SELIC mais um ágio, ou menos um deságio da LFT.

O Valor Nominal Atualizado(VNA), tem um valor-base de R\$ 1.000,00 e data base de 01/07/2000. O valor de R\$ 1.000,00 é então corrigido desde a data de 01/07/2000, até a data de liquidação do título, truncado na sexta casa decimal, pela taxa SELIC. A fórmula de cálculo para o preço de compra portanto é:

$PREÇO DE COMPRA = VNA \times (Cotação/100)$; onde a cotação é o ágio ou deságio da LFT, durante o período de compra até o vencimento do título.

As fórmulas de cálculo da Cotação, assim como a fórmula para o cálculo do VNA, estão detalhadas no “Manual de Metodologia dos Cálculos dos Títulos Públicos Ofertados no Tesouro Direto” (2005), e estão disponíveis no site do Tesouro Direto.

5.1.3 Variáveis Consideradas no Modelo de Avaliação

Conforme mencionado anteriormente, o objetivo principal deste trabalho é apresentar um comparativo de rentabilidade líquida, entre as LFTs e os fundos de investimento, cujo lastro sejam os títulos de renda fixa. Diferente do que se encontra nos meios de informação, que geralmente utilizam as rentabilidades brutas, para as diversas comparações, o cálculo das rentabilidades líquidas envolve muito mais variáveis, de modo que o resultado final, só é obtido, após os descontos de impostos, taxas de custódia, administração, corretagem, etc. Desta forma existem muito mais variáveis que devemos levar em conta na presente análise.

As variáveis consideradas para a obtenção da rentabilidade líquida das LFTs foram:

- Preço unitário da compra
- Data da emissão
- Data da compra
- Dias úteis entre a compra e a venda
- Taxa única inicial de 0,03%
- Taxa de custódia do primeiro ano de 0,40%
- Taxa do agente de custódia (os valores que trabalharemos serão mencionados a seguir)
- CPMF retida de 0,38% no ato da aplicação
- Taxa a partir do segundo ano de 0,40% pró-rata
- Taxa do agente de custódia pró-rata a partir do segundo ano
- Imposto de Renda de 20% sobre o ganho de capital
- Preço de venda

A taxa única inicial de 0,03% foi utilizada em nossos cálculos, devido ao fato de nossa análise estar concentrada no período de Janeiro de 2002 a Maio de 2005. Vale ressaltar porém que, conforme citamos na seção que trata do programa do Tesouro Direto no Brasil, esta taxa atualmente não está mais em vigor, pelo fato de, atualmente o pagamento ser feito somente mediante crédito na conta corrente do agente de custódia, e não mais por boleto bancário, que originava esta cobrança.

O site do Tesouro Direto fornece as séries históricas de todos os títulos disponíveis, com os seguintes dados:

- Taxas de compra diárias
- Taxas de venda diárias
- Preços unitários de compra diários (PU de compra)
- Preços unitários de venda diários (PU de venda)

5.1.4 Taxas dos Agentes de Custódia

Em relação à taxa do agente de custódia, utilizamos diversos valores, no intuito de verificarmos até que ponto esta cobrança altera os resultados obtidos nas aplicações feitas em LFTs, através do Tesouro Direto, e se tais alterações afetam a sua competitividade em relação aos fundos de investimentos analisados.

Começamos utilizando uma taxa de 0,38% ao ano, tanto para a taxa inicial, como para as taxas pró-rata, a partir do segundo ano. Utilizamos este valor, baseados no trabalho recentemente apresentado por Faccini (2004), que chegou a este valor, através do cálculo da média das taxas cobradas pelos agentes de custódia. Os valores foram obtidos através de

ligações telefônicas, e a relação de todos os pesquisados está como anexo no fim do trabalho. Baseados nesta mesma relação, resolvemos utilizar também a menor taxa encontrada, que foi de 0% ao ano; a maior taxa, que foi de 1% ao ano, e a taxa de 0,5% ao ano, que foi bastante encontrada. Desta forma, nosso trabalho será dividido em comparativos líquidos entre as LFTs e os fundos de investimentos, sendo que o comparativo será dividido entre estas quatro taxas, para verificarmos o impacto das mesmas no resultado final do estudo.

5.1.5 Fixação de Prazos para Avaliação

O Tesouro Direto foi lançado em 07 de Janeiro de 2002, e portanto nossa análise comparativa começou na mesma data. Como os resgates dos títulos, através do Tesouro Direto, são permitidos apenas às quartas-feiras, impusemos esta restrição também aos fundos de investimentos, para que a comparação ficasse mais coerente. Desta maneira, seguindo a mesma metodologia adotada por Faccini (2004), construímos “Curvas de Possibilidades de Resgates”.

Estas curvas foram construídas na hipótese de que os títulos e os fundos foram comprados em uma determinada data, e foram resgatados a cada quarta-feira subsequente (com uma carência de 30 dias corridos após a compra, para não haver cobrança do IOF - o Imposto sobre Operações Financeiras - regressivo).

Os resultados individuais, ou seja, cada rentabilidade entre a data da compra e o resgate em cada quarta-feira subsequente, foi anualizado, para facilitar o comparativo, e os resultados formaram a “Curva de Possibilidades de Resgates”.

5.1.6 Fórmula do Cálculo da Rentabilidade Líquida

Para a obtenção da rentabilidade líquida, construímos um banco de dados, contendo as variáveis mencionadas na seção 5.1.3, e a cada quarta-feira calculamos a rentabilidade líquida, através da seguinte fórmula:

$$\text{Rentabilidade Líquida (a cada quarta-feira)} = \frac{\text{Valor de Resgate} - \text{Despesas de Custódia} - \text{IR}}{\text{Valor de Aplicação} + \text{Despesas} + \text{CPMF}}$$

As “despesas” se referem à taxa única inicial, de 0,03%, mais as taxas de custódia, pagas no ato da compra, cobradas tanto pela CBLC, de 0,40% ao ano, como pelo agente de custódia, que são livremente pactuadas, mas que, conforme informado anteriormente, utilizaremos as taxas mencionadas, de 0%, 0,38%, 0,50% e 1% ao ano.

As “despesas de custódia”, também se referem às taxas cobradas, tanto pela CBLC, como pelo agente de custódia, mas valem apenas a partir do segundo ano, e são cobradas pró-rata, pelo período investido, que excede um ano.

5.2 RETORNOS LÍQUIDOS DAS LFTS

Segue abaixo, o quadro com os retornos líquidos anualizados das LFTs até Maio de 2005, calculadas com as diferentes taxas do agente de custódia

<i>Letras Financeiras do Tesouro (LFTs)</i>				Retornos Líquidos Anualizados			
				Taxa do Agente de Custódia			
Início	Vencimento	Prazo até 25/05/2005	Prazo Total	0%	0,38%	0,50%	1%
7/1/2002	21/1/2004	734	734	16,75%	16,38%	16,26%	15,77%
7/1/2002	17/1/2007	1218	1810	16,05%	15,66%	15,54%	15,03%
7/1/2002	18/1/2006	1218	1451	15,93%	15,55%	15,42%	14,91%
7/1/2002	16/2/2005	1119	1119	15,79%	15,41%	15,29%	14,78%
13/11/2003	18/6/2008	552	1655	14,07%	13,71%	13,60%	13,13%
21/1/2004	18/3/2009	484	1857	12,16%	11,81%	11,70%	11,24%

Fonte: Tesouro Direto

Conforme podemos verificar, através dos retornos apresentados acima, as diferentes taxas cobradas pelos agentes de custódia, influenciam diretamente os retornos das LFTs, e são, como veremos mais a frente, determinantes para a escolha do investidor.

6. ANÁLISE DE RETORNO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO REFERENCIADOS COMO RENDA FIXA

Conforme citado na seção 4, a indústria de fundos vem crescendo de maneira expressiva nos últimos anos. Parte deste crescimento, vem ocorrendo devido a uma migração de recursos da Poupança, que embora seja isenta do Imposto de Renda, e de CPMF, vem apresentando rentabilidade inferior à dos fundos DI e dos fundos de Renda Fixa, seus principais “concorrentes”, e que são fundos vistos como o “primeiro passo” que o investidor extremamente conservador (que tem de seus recursos aplicados em poupança), dá em relação a outros investimentos.

De acordo com Gruppo, enquanto a indústria de fundos cresceu 67% no período de 2003 a 2005, os investimentos em poupança cresceram 13%, no mesmo período (pg.8).

As duas classes de fundos citadas, DI e Renda Fixa (pré-fixada), fazem parte de uma categoria mais ampla, que podemos classificar como “fundos de investimento lastreados em títulos públicos federais e referenciados como renda fixa”, e que hoje representam 65% da indústria de fundos com capital doméstico, e totaliza 10 categorias ANBID, de um total de 45 categorias.

Ainda em relação a indústria de fundos de investimento, é importante ressaltar que as *assets* dos grandes bancos dominam claramente o mercado, em termos de ativos sob administração. De acordo com Gruppo, os bancos de varejo de abrangência nacional³ detêm 73% dos recursos aplicados em fundos, enquanto as *assets* independentes vêm apresentando crescimento, mas através do foco em investidores institucionais e clientes *private*.

³ ABN AMRO, BB, Bradesco, CEF, HSBC, Santander, Itaú, Unibanco

Em relação aos fundos selecionados para nossa análise, focamos inicialmente nos fundos que têm sua distribuição feita pelos grandes bancos de varejo de abrangência nacional, devido a sua dominância de mercado na indústria de fundos, conforme citamos acima. Buscamos entender também qual seria o perfil do investidor que poderia estar migrando de uma aplicação em fundos de investimento para uma aplicação direta em LFTs, baseado nas características do próprio Tesouro Direto.

Descartamos inicialmente o investidor que é atendido pelos *Private Banks*, dado que os volumes que este investidor costuma aplicar, superam o limite mensal de aplicação, através do Tesouro Direto, que hoje é de 400.000,00 Reais e no período analisado (julho de 2002 a Maio de 2005), era de 200.000,00 Reais. Desta forma, assumimos que os fundos de investimentos distribuídos pelos *Private Banks*, não concorrem diretamente com o Tesouro Direto.

Focamos então no investidor que é atendido pelo varejo bancário, e que detalharemos suas características a seguir.

6.1 Seleção dos Fundos

O investidor atendido pelo varejo bancário é aquele que possui conta corrente, e aplica seus recursos através das agências dos bancos. Os bancos costumam segmentar estes clientes, por renda e por volume de recursos aplicados. Os parâmetros para esta segmentação variam a cada banco, mas podemos separar estes clientes, de maneira geral como “clientes de varejo” e “clientes preferenciais”.

6.1.1 Fundos de Varejo

Os fundos de varejo são destinados aos “clientes de varejo”, ou seja, os clientes das agências que possuem os menores valores iniciais para aplicação. Tais fundos foram selecionados, de acordo com os seguintes critérios:

De acordo com o ranking divulgado mensalmente pela ANBID, selecionamos os dez maiores administradores de recursos, por volume administrado em fundos de investimento.

Com base no banco de dados da Quantum Axis, selecionamos, dentre estes dez administradores, os fundos de investimento com as seguintes características:

- Serem classificados como “fundos abertos a todos os investidores”, segundo metodologia utilizada pela Quantum Axis, que exclui da amostra os fundos fechados para captação, assim como os fundos exclusivos;
- Serem classificados como referenciados DI (dado que a comparação será feita com as LFTs)
- Possuírem aplicação inicial de, no máximo R\$ 1.000,00, e dentre estes, selecionamos os fundos com as menores taxas de administração.

Desta forma, focamos no investidor que possui recursos bastante limitados para aplicar, mas que podem estar aplicando também via Tesouro Direto, dado que estes valores já atendem os parâmetros mínimos do programa, conforme detalhamos em 3.3.1.

A tabela com os Fundos de Varejo, e suas respectivas rentabilidades líquidas, de Janeiro de 2002 à Maio de 2005, será apresentada na seção 6.3.1.

6.1.2 Fundos Preferenciais

Os fundos preferenciais são destinados aos clientes preferenciais das agências, ou seja, aqueles que possuem maior poder de investimento. Tais fundos foram selecionados, através dos mesmos critérios utilizados para a seleção dos fundos de varejo, ou seja:

De acordo com o ranking divulgado mensalmente pela ANBID, selecionamos os dez maiores administradores de recursos, por volume administrado em fundos de investimento.

Com base no banco de dados da Quantum Axis, selecionamos, dentre estes dez administradores, os fundos de investimento com as seguintes características:

- Serem classificados como “fundos abertos a todos os investidores”, segundo metodologia utilizada pela Quantum Axis, que exclui da amostra os fundos fechados para captação, assim como os fundos exclusivos;
- Serem classificados como referenciados DI (dado que a comparação será feita com as LFTs)
- Possuírem aplicação inicial de, no máximo R\$ 200.000,00, e dentre estes, selecionamos os fundos com as menores taxas de administração.

Desta forma, focamos no investidor que possui um poder de investimento bem maior do que o “investidor de varejo”, mas que ainda assim pode considerar como alternativa de investimento, a alocação em LFTs via Tesouro Direto, dado que o limite mensal, conforme citamos anteriormente, era de 200.000,00 Reais à época da análise, ou seja, de Janeiro de 2002 a Maio de 2005.

A tabela com os Fundos Preferenciais, e suas respectivas rentabilidades líquidas, de Janeiro de 2002 à Maio de 2005, será apresentada na seção 6.3.2.

6.1.3 Fundos Aprovados

Os fundos denominados como *Aprovados*, foram selecionados através do resultado do trabalho, recentemente apresentado por Braz (2005), que procurou verificar se os fundos de investimento, cujo lastro sejam os títulos de renda fixa, no mercado brasileiro, vêm superando o seu principal benchmark, o CDI, com consistência estatística. Desta forma, o objetivo foi checar se o resultado da gestão destes fundos, efetivamente agrega valor ao investidor, ou seja, se os fundos superam consistentemente o CDI.

Citamos os resultados obtidos através deste trabalho, com o objetivo de verificar se um investidor que conseguisse escolher os melhores fundos de renda fixa do mercado, (segundo os critérios utilizados no trabalho citado), conseguiria obter um resultado líquido melhor do que se comprasse LFTs diretamente através do Tesouro Direto. Descreveremos a seguir os principais pontos e resultados obtidos por Braz (2005).

A análise foi realizada em duas etapas. A primeira etapa consistiu no processo de pré-seleção dos fundos, utilizando como critérios, o Patrimônio Líquido, o tempo de existência no mercado e a acessibilidade, ou seja, se os fundos eram abertos a todos os investidores. A segunda etapa visou a identificar os fundos que efetivamente apresentaram consistência estatística superior na gestão, onde o período analisado foi de junho de 1997 a junho de 2004.

Os fundos selecionados para a pré-seleção foram os fundos de renda fixa em geral, que estavam classificados através de 10 categorias ANBID, das 43 existentes à época. O total de fundos presentes nestas 10 categorias totalizou 2940, de um universo de 4174 fundos.

Os critérios adotados para a pré-seleção foram:

- Patrimônio Líquido superior a R\$ 100 Milhões
- Histórico de rentabilidade de pelo menos 7 anos

O total de fundos pré-selecionados para a etapa seguinte, segundo os critérios acima, foi de 119 fundos em oito categorias, dos 2.940 fundos.

Após o processo de pré-seleção iniciou-se a fase 1 da análise de performance. O primeiro passo foi calcular alguns índices tais como: o índice de aproveitamento diário, semanal e mensal e o índice de superação do *benchmark*. Os índices de aproveitamento buscaram verificar qual o percentual de ocorrências que os fundos pré-selecionados superaram o benchmark. Para serem aprovados para a etapa seguinte, os fundos deveriam ter um aproveitamento (diário, semanal e mensal), superior a 50%.

O índice de superação do *benchmark* é a razão entre o retorno acumulado do fundo e o retorno acumulado do benchmark, também em bases diárias, semanais e mensais; e para se tornarem elegíveis para a fase 2, os fundos deveriam apresentar um índice maior do que 1, no acumulado do período.

A fase 2 da análise se concentrou na realização de testes estatísticos, com o objetivo de identificar a consistência estatística relativa à performance dos fundos. De acordo com o

modelo proposto, foram feitos dois testes estatísticos; o Sign Test e o Wilconson Matched Pairs Test, com bases diárias, semanais e mensais.

O objetivo dos testes citados foi verificar se existia uma diferença significativa (dominância), entre os fundos e o CDI. Para isso foram usados o p-value e o parâmetro z dos dois testes. O fundo para ser aprovado nesta fase, deveria apresentar, em pelo menos um dos dois testes, o parâmetro z situado na região crítica, com 5% de significância, e apresentar também, em pelo menos um dos dois testes, o p-value de probabilidade de significância inferior a 0,05.

Ambos os parâmetros (z e p -value), se estiverem dentro das regiões exigidas, confirmam a rejeição da hipótese de nulidade, e desta forma, não rejeitam a hipótese de significância, indicando que o fundo alcançou com consistência estatística, o seu objetivo de agregar valor ao investidor, superando o CDI.

Desta forma, dos 119 fundos pré-selecionados, apenas 29 fundos foram aprovados na fase 1 e destes 29, apenas 10 foram aprovados na fase 2.

Seguem portanto, a tabela com os 10 fundos aprovados, que serão utilizados para a nossa análise comparativa, e que formam o conjunto dos fundos denominados como “aprovados”.

A tabela com os Fundos Aprovados, e suas respectivas rentabilidades líquidas, de Janeiro de 2002 à Maio de 2005, será apresentada na seção 6.3.3.

6.2 Metodologia de Cálculo da Rentabilidade

A análise comparativa entre os fundos de investimento e as LFTs foi feita através de rentabilidade líquida. Desta maneira, todas as despesas, tais como Imposto de Renda e CPMF

foram deduzidas, lembrando porém que as cotas dos fundos já consideram a cobrança de taxa de administração e performance (cobrada em alguns fundos analisados), ou seja, já são líquidas destes custos.

Para a obtenção da rentabilidade líquida dos fundos, o primeiro passo foi a conversão do valor aplicado em Reais para cotas, respeitando a data correta para tal conversão (D0, D+1, etc.), e o abatimento da CPMF.

Como a análise foi feita no período de Janeiro de 2002 a Maio de 2005, foi utilizada a alíquota de imposto de renda vigente à época, ou seja, de 20%, sobre o ganho, descontados todo mês, conhecido como come-cotas mensal. Para este cálculo, utilizamos o ganho em cotas, a cada mês, e sobre este ganho deduziram-se os 20% do imposto, respeitando as características de conversão da cota de cada fundo (abertura ou fechamento), para o cálculo dos ganhos mensais.

Para os resgates, os valores foram convertidos novamente para reais, após a dedução da última incidência de imposto de renda, do saldo em cotas. Com este procedimento, obteve-se o valor líquido de resgate, em reais, que dividido pelo valor líquido de aplicação, também em reais, apurou-se a rentabilidade líquida no período.

As variáveis consideradas para o cálculo foram as seguintes:

- Data de aplicação
- Data de resgate
- Data de conversão para a cota de aplicação, resgate e crédito do resgate (D+n)
- Tipo da cota do fundo (abertura ou fechamento)
- Número de dias úteis entre aplicação e resgate

- Dedução da CPMF na aplicação
- Ganho mensal em cotas
- Imposto de Renda de 20% sobre o ganho em cotas a cada mês (come-cotas mensal)
- Cálculo do resíduo do imposto de renda no resgate

6.3 Retorno Líquido dos Fundos de Investimento

6.3.1 Retorno líquido dos Fundos de Varejo

A tabela abaixo mostra o ranking dos fundos de varejo, por rentabilidade líquida anualizada, caso o investidor tivesse investido seus recursos em 07 de Janeiro de 2002, e tivesse resgatado em 25 de maio de 2005, ou seja, manteve a aplicação até o último dia considerado.

Ranking dos Fundos de Varejo - de Janeiro de 2002 a Maio de 2005					
Coloc.	Vencimento	Início	Dias	Rent. Per.	Rent. Ano
1	CITI DI GOLD FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	51,53%	13,06%
2	SUPER SANTANDER CLASSIC FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	49,54%	12,62%
3	BOSTON GOLDEN DI FIC	7/1/2002	1218	48,30%	12,35%
4	SAFRA PLUS DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	47,27%	12,12%
5	CAIXA FIC REFERENCIADO DI LP	7/1/2002	1218	44,47%	11,48%
6	BRADESCO HIPERFUNDO FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	44,47%	11,48%
7	ITAÚ FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	44,42%	11,47%
8	REAL EXTRA FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	43,11%	11,17%
9	UNIBANCO DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	40,33%	10,53%
10	BB CPMF FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	37,16%	9,78%

Fonte Primária: Qantum Axis

6.3.2 Retorno líquido dos Fundos Preferenciais

A tabela abaixo mostra o ranking dos Fundos Preferenciais, por rentabilidade líquida, caso o investidor tivesse investido seus recursos em 07 de Janeiro de 2002, e tivesse resgatado em 25 de maio de 2005, ou seja, manteve a aplicação até o último dia considerado.

Ranking dos Fundos Preferenciais - de Janeiro de 2002 a Maio de 2005					
Coloc.	Vencimento	Início	Prazo	Rent. Per.	Rent. Ano
1	SANTANDER PREMIUM FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	61,54%	15,22%
2	BB 150 MIL FIC REFERENCIADO DI LP	7/1/2002	1218	59,32%	14,75%
3	CITI MASTER DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	57,90%	14,45%
4	ITAÚ MAXI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	56,81%	14,21%
5	BRDESCO PLATINUM FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	56,80%	14,21%
6	BOSTON CAPITAL DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	56,52%	14,15%
7	UNICLASS DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	56,21%	14,09%
8	REAL PRIORITY VAN GOGH FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	55,26%	13,88%
9	SAFRA HIGH MIX DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	53,93%	13,59%
10	CAIXA FIC REFERENCIADO DI LP	7/1/2002	1218	44,47%	11,48%

Fonte Primária: Qantum Axis

6.3.3 Retorno líquido dos Fundos Aprovados

A tabela abaixo mostra o ranking dos Fundos Aprovados, por rentabilidade líquida, caso o investidor tivesse investido seus recursos em 07 de Janeiro de 2002, e tivesse resgatado em 25 de maio de 2005, ou seja, manteve a aplicação até o último dia considerado.

Ranking dos Fundos Aprovados - de Janeiro de 2002 a Maio de 2005					
Coloc.	Vencimento	Início	Prazo	Rent. Per.	Rent. Ano
1	HG VERDE FIF	7/1/2002	1218	113,95%	25,19%
2	HG TOP FIF	7/1/2002	1218	81,83%	19,32%
3	VOTORANTIM DINAMICO	7/1/2002	1218	68,64%	16,69%
4	FIF PACTUAL HEDGE	7/1/2002	1218	63,38%	15,61%
5	HSBC ATIVO FI RENDA FIXA	7/1/2002	1218	62,46%	15,42%
6	FIF PACTUAL HIGH YIELD	7/1/2002	1218	62,08%	15,34%
7	ITAU PERFORMANCE FIF	7/1/2002	1218	61,78%	15,27%
8	BRADESCO FIF MAIS	7/1/2002	1218	61,74%	15,26%
9	HSBC MASTER FI MULTIMERCADO	7/1/2002	1218	59,57%	14,80%
10	BRADESCO FAQ MACRO RF	7/1/2002	1218	59,24%	14,73%

Fonte Primária: Qantum Axis

7. ANÁLISE COMPARATIVA DOS RETORNOS DAS LFTS E DOS FUNDOS

7.1 Considerações Iniciais

Segurança

Os títulos públicos são considerados os ativos mais seguros para se investir, e o fato de o Tesouro Direto possibilitar a compra direta dos mesmos, faz com que o programa ganhe

grande importância como instrumento de acesso, no processo de alocação de ativos para o investidor. Embora seja considerado o investimento mais seguro, o governo pode viver momentos difíceis, mas sempre poderá monetizar sua dívida, o que não é possível no caso dos emissores privados. Existe também, como ressalta Faccini (2005), a ameaça do alongamento forçado, e em nível mais perigoso o bloqueio temporário, o que pode atingir também os ativos financeiros privados, como ocorreu no plano Collor (pg. 56).

Sob este aspecto, os fundos apresentam a diversificação, como ponto positivo, lembrando porém que grande parte das carteiras dos fundos é também composta pelos títulos públicos. Há outros aspectos relacionados a segurança dos fundos de investimento, que são discutidos com maiores detalhes por Faccini (2005).

Liquidez

Acreditamos que a liquidez não seja um aspecto decisivo na comparação feita entre as LFTs, os CDBs e os fundos de investimento. Embora as LFTs, ou quaisquer outros títulos comprados via o Tesouro Direto, só tenham liquidez às quartas feiras, e os fundos de investimento analisados e os CDBs tenham liquidez diária, levamos em consideração a capacidade que o investidor tem de organizar com certa eficiência seu fluxo de caixa. tornando o aspecto de liquidez, neste caso pouco relevante.

Praticidade

A praticidade é sem dúvida um aspecto relevante no caso do Tesouro Direto. Embora o programa esteja bem estruturado, há a necessidade de acesso a Internet, ou seja, o programa exige um conhecimento mínimo de informática para que seja possível, pelo menos o recebimento da senha provisória, através de e-mail. Além disso, não é possível, como no caso dos fundos e dos CDBs, o crédito e o débito diretamente na conta corrente, sendo necessário, portanto cadastro e movimentação via um agente de custódia.

Deste modo, acreditamos que ao longo do tempo, com mais pessoas se familiarizando com a informática, todo o processo de compra via Tesouro Direto terá plena aceitação, embora hoje acreditemos que um número razoável de investidores, ainda se sinta mais confortável em fazer seus investimentos diretamente através dos bancos onde possua conta corrente, e julgue pouco prático, ou complicado, o procedimento para a compra de títulos via o Tesouro Direto.

7.2 Comparação com os Fundos de Varejo

Nesta seção, apresentaremos os rankings, por rentabilidade líquida, dos fundos de varejo e das LFTs. Separamos os rankings em quatro seções, que correspondem às diferentes taxas cobradas pelos agentes de custódia. Conforme citamos em 5.1.4 , as taxas trabalhadas foram respectivamente: 0% a.a, 0,38% a.a, 0,50% a.a e 1,0% a.a.

7.2.1 LFTs com Taxa do Agente de Custódia a 0% a.a.

Ranking dos Fundos de Varejo e LFTs com taxa de 0% a.a.						
De Janeiro de 2002 a Maio de 2005						
Coloc.	Vencimento	Início	Dias	Prazo Total	Rent. Per.	Rent. Ano
1	21/1/2004	7/1/2002	734	734	36,98%	16,75%
2	17/1/2007	7/1/2002	1218	1810	65,61%	16,05%
3	18/1/2006	7/1/2002	1218	1451	65,05%	15,93%
4	16/2/2005	7/1/2002	1119	1119	57,53%	15,79%
5	18/6/2008	13/11/2003	552	1655	22,28%	14,07%
6	CITI DI GOLD FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	51,53%	13,06%
7	SUPER SANTANDER CLASSIC FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	49,54%	12,62%
8	BOSTON GOLDEN DI FIC	7/1/2002	1218	n/a	48,30%	12,35%
9	18/3/2009	21/1/2004	484	1857	16,64%	12,16%
10	SAFRA PLUS DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	47,27%	12,12%
11	CAIXA FIC REFERENCIADO DI LP	7/1/2002	1218	n/a	44,47%	11,48%
12	BRADESCO HIPERFUNDO FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	44,47%	11,48%
13	ITAÚ FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	44,42%	11,47%
14	REAL EXTRA FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	43,11%	11,17%
15	UNIBANCO DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	40,33%	10,53%
16	BB CPMF FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	37,16%	9,78%

Fonte Primária: Quantum Axis

7.2.2 LFTs com Taxa do Agente de Custódia a 0,38% a.a.

Ranking dos Fundos de Varejo e LFTs com taxa de 0,38% a.a.						
De Janeiro de 2002 a Maio de 2005						
Coloc.	Vencimento	Início	Prazo	Prazo Total	Rent. Per.	Rent. Ano
1	21/1/2004	7/1/2002	734	734	36,09%	16,38%
2	17/1/2007	7/1/2002	1218	1810	63,74%	15,66%
3	18/1/2006	7/1/2002	1218	1451	63,18%	15,55%
4	16/2/2005	7/1/2002	1119	1119	55,91%	15,41%
5	18/6/2008	13/11/2003	552	1655	21,69%	13,71%
6	CITI DI GOLD FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	51,53%	13,06%
7	SUPER SANTANDER CLASSIC FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	49,54%	12,62%
8	BOSTON GOLDEN DI FIC	7/1/2002	1218	n/a	48,30%	12,35%
9	SAFRA PLUS DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	47,27%	12,12%
10	18/3/2009	21/1/2004	484	1857	16,15%	11,81%
11	CAIXA FIC REFERENCIADO DI LP	7/1/2002	1218	n/a	44,47%	11,48%
12	BRADESCO HIPERFUNDO FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	44,47%	11,48%
13	ITAÚ FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	44,42%	11,47%
14	REAL EXTRA FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	43,11%	11,17%
15	UNIBANCO DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	40,33%	10,53%
16	BB CPMF FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	37,16%	9,78%

Fonte Primária: Quantum Axis

7.2.3 LFTs com Taxa do Agente de Custódia a 0,50% a.a.

Ranking dos Fundos de Varejo e LFTs com taxa de 0,50% a.a.						
De Janeiro de 2002 a Maio de 2005						
Coloc.	Vencimento	Início	Prazo	Prazo Total	Rent. Per.	Rent. Ano
1	21/1/2004	7/1/2002	734	734	35,81%	16,26%
2	17/1/2007	7/1/2002	1218	1810	63,15%	15,54%
3	18/1/2006	7/1/2002	1218	1451	62,60%	15,42%
4	16/2/2005	7/1/2002	1119	1119	55,41%	15,29%
5	18/6/2008	13/11/2003	552	1655	21,50%	13,60%
6	CITI DI GOLD FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	51,53%	13,06%
7	SUPER SANTANDER CLASSIC FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	49,54%	12,62%
8	BOSTON GOLDEN DI FIC	7/1/2002	1218	n/a	48,30%	12,35%
9	SAFRA PLUS DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	47,27%	12,12%
10	18/3/2009	21/1/2004	484	1857	16,00%	11,70%
11	CAIXA FIC REFERENCIADO DI LP	7/1/2002	1218	n/a	44,47%	11,48%
12	BRADESCO HIPERFUNDO FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	44,47%	11,48%
13	ITAÚ FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	44,42%	11,47%
14	REAL EXTRA FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	43,11%	11,17%
15	UNIBANCO DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	40,33%	10,53%
16	BB CPMF FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	37,16%	9,78%

Fonte Primária: Quantum Axis

7.2.4 LFTs com Taxa do Agente de Custódia a 1,0% a.a.

Ranking dos Fundos de Varejo e LFTs com taxa de 1,0% a.a.						
De Janeiro de 2002 a Maio de 2005						
Coloc.	Vencimento	Início	Prazo	Prazo Total	Rent. Per.	Rent. Ano
1	21/1/2004	7/1/2002	734	734	34,65%	15,77%
2	17/1/2007	7/1/2002	1218	1810	60,72%	15,03%
3	18/1/2006	7/1/2002	1218	1451	60,17%	14,91%
4	16/2/2005	7/1/2002	1119	1119	53,31%	14,78%
5	18/6/2008	13/11/2003	552	1655	20,74%	13,13%
6	CITI DI GOLD FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	51,53%	13,06%
7	SUPER SANTANDER CLASSIC FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	49,54%	12,62%
8	BOSTON GOLDEN DI FIC	7/1/2002	1218	n/a	48,30%	12,35%
9	SAFRA PLUS DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	47,27%	12,12%
10	CAIXA FIC REFERENCIADO DI LP	7/1/2002	1218	n/a	44,47%	11,48%
11	BRADESCO HIPERFUNDO FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	44,47%	11,48%
12	ITAÚ FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	44,42%	11,47%
13	18/3/2009	21/1/2004	484	1857	15,36%	11,24%
14	REAL EXTRA FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	43,11%	11,17%
15	UNIBANCO DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	40,33%	10,53%
16	BB CPMF FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	37,16%	9,78%

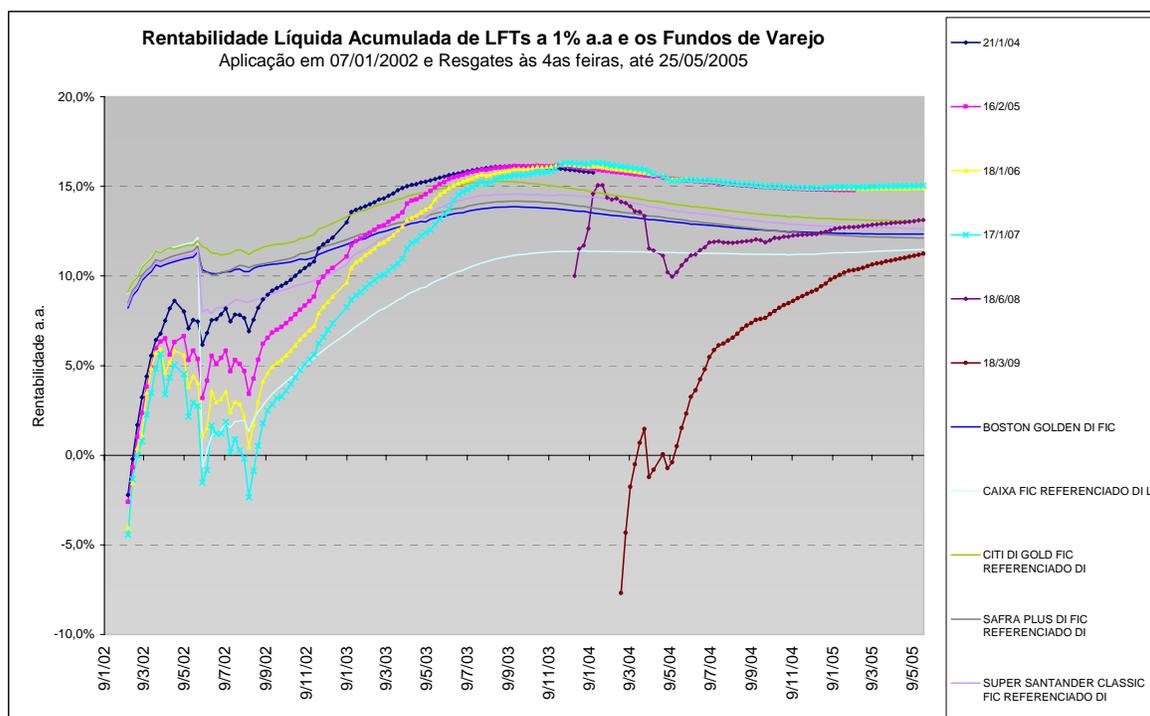
Fonte Primária: Quantum Axis

Em relação aos Fundos de Varejo, podemos perceber, através dos rankings apresentados acima que, independente da taxa que o investidor pagasse ao agente de custódia ao escolher investir seus recursos através do Tesouro Direto, (de 0% a.a. a 1% a.a.), a rentabilidade líquida final seria maior do que se o investidor tivesse optado por investir em qualquer um dos fundos de Varejo selecionados.

7.2.5 Curvas de Possibilidades de Resgates - LFTs a 1,0% e Fundos de Varejo

Segue abaixo, o gráfico com as “curvas de possibilidades de resgates”, das LFTs, com taxa de agente de custódia de 1,0% a.a., a taxa mais alta praticada à época da análise, e dos cinco fundos mais rentáveis da categoria Varejo. Embora o desempenho da maior parte dos fundos, no período inicial de investimento, seja superior ao desempenho das LFTs, devido aos custos iniciais do Tesouro Direto, após um período de aproximadamente um ano e meio, as LFTs passam a apresentar performance superior a dos fundos.

Esta constatação é importante, pois mostra ao investidor que, para aplicar no Tesouro Direto, o mesmo deve ter um horizonte de investimento de médio a longo prazo, pois, caso contrário, os custos iniciais do Tesouro Direto, tornam esta alternativa pouco interessante.



Fo

ntes primárias: Site do Tesouro Direto e Quantum Axis

7.3 Comparação com os Fundos Preferenciais

Nesta seção, apresentaremos os rankings, por rentabilidade líquida, dos fundos Preferenciais e das LFTs. Separamos, assim como na seção anterior, os rankings em quatro seções, que correspondem às diferentes taxas cobradas pelos agentes de custódia. As taxas trabalhadas foram respectivamente: 0% a.a, 0,38% a.a, 0,50% a.a e 1,0% a.a.

7.3.1 LFTs com Taxa do Agente de Custódia a 0% a.a.

Ranking dos Fundos Preferenciais e LFTs com taxa de 0% a.a.						
De Janeiro de 2002 a Maio de 2005						
Coloc.	Vencimento	Início	Prazo	Prazo Total	Rent. Per.	Rent. Ano
1	21/1/2004	7/1/2002	734	734	36,98%	16,75%
2	17/1/2007	7/1/2002	1218	1810	65,61%	16,05%
3	18/1/2006	7/1/2002	1218	1451	65,05%	15,93%
4	16/2/2005	7/1/2002	1119	1119	57,53%	15,79%
5	SANTANDER PREMIUM FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	61,54%	15,22%
6	BB 150 MIL FIC REFERENCIADO DI LP	7/1/2002	1218	n/a	59,32%	14,75%
7	CITI MASTER DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	57,90%	14,45%
8	ITAÚ MAXI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	56,81%	14,21%
9	BRADESCO PLATINUM FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	56,80%	14,21%
10	BOSTON CAPITAL DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	56,52%	14,15%
11	UNICLASS DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	56,21%	14,09%
12	18/6/2008	13/11/2003	552	1655	22,28%	14,07%
13	REAL PRIORITY VAN GOGH FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	55,26%	13,88%
14	SAFRA HIGH MIX DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	53,93%	13,59%
15	18/3/2009	21/1/2004	484	1857	16,64%	12,16%
16	CAIXA FIC REFERENCIADO DI LP	7/1/2002	1218	n/a	44,47%	11,48%

Fonte Primária: Quantum Axis

7.3.2 LFTs com Taxa do Agente de Custódia a 0,38% a.a.

Ranking dos Fundos Preferenciais e LFTs com taxa de 0,38% a.a.						
De Janeiro de 2002 a Maio de 2005						
Coloc.	Vencimento	Início	Prazo	Prazo Total	Rent. Per.	Rent. Ano
1	21/1/2004	7/1/2002	734	734	36,09%	16,38%
2	17/1/2007	7/1/2002	1218	1810	63,74%	15,66%
3	18/1/2006	7/1/2002	1218	1451	63,18%	15,55%
4	16/2/2005	7/1/2002	1119	1119	55,91%	15,41%
5	SANTANDER PREMIUM FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	61,54%	15,22%
6	BB 150 MIL FIC REFERENCIADO DI LP	7/1/2002	1218	n/a	59,32%	14,75%
7	CITI MASTER DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	57,90%	14,45%
8	ITAÚ MAXI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	56,81%	14,21%
9	BRADESCO PLATINUM FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	56,80%	14,21%
10	BOSTON CAPITAL DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	56,52%	14,15%
11	UNICLASS DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	56,21%	14,09%
12	REAL PRIORITY VAN GOGH FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	55,26%	13,88%
13	18/6/2008	13/11/2003	552	1655	21,69%	13,71%
14	SAFRA HIGH MIX DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	53,93%	13,59%
15	18/3/2009	21/1/2004	484	1857	16,15%	11,81%
16	CAIXA FIC REFERENCIADO DI LP	7/1/2002	1218	n/a	44,47%	11,48%

Fonte Primária: Quantum Axis

7.3.3 LFTs com Taxa do Agente de Custódia à 0,50% a.a.

Ranking dos Fundos Preferenciais e LFTs com taxa de 0,50% a.a.						
De Janeiro de 2002 a Maio de 2005						
Coloc.	Vencimento	Início	Prazo	Prazo Total	Rent. Per.	Rent. Ano
1	21/1/2004	7/1/2002	734	734	35,81%	16,26%
2	17/1/2007	7/1/2002	1218	1810	63,15%	15,54%
3	18/1/2006	7/1/2002	1218	1451	62,60%	15,42%
4	16/2/2005	7/1/2002	1119	1119	55,41%	15,29%
5	SANTANDER PREMIUM FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	61,54%	15,22%
6	BB 150 MIL FIC REFERENCIADO DI LP	7/1/2002	1218	n/a	59,32%	14,75%
7	CITI MASTER DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	57,90%	14,45%
8	ITAÚ MAXI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	56,81%	14,21%
9	BRDESCO PLATINUM FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	56,80%	14,21%
10	BOSTON CAPITAL DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	56,52%	14,15%
11	UNICLASS DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	56,21%	14,09%
12	REAL PRIORITY VAN GOGH FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	55,26%	13,88%
13	18/6/2008	13/11/2003	552	1655	21,50%	13,60%
14	SAFRA HIGH MIX DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	53,93%	13,59%
15	18/3/2009	21/1/2004	484	1857	16,00%	11,70%
16	CAIXA FIC REFERENCIADO DI LP	7/1/2002	1218	n/a	44,47%	11,48%

Fonte Primária: Quantum Axis

7.3.4 LFTs com Taxa do Agente de Custódia à 1,00% a.a.

Ranking dos Fundos Preferenciais e LFTs com taxa de 1,0% a.a.						
De Janeiro de 2002 a Maio de 2005						
Coloc.	Vencimento	Início	Prazo	Prazo Total	Rent. Per.	Rent. Ano
1	21/1/2004	7/1/2002	734	734	34,65%	15,77%
2	SANTANDER PREMIUM FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	61,54%	15,22%
3	17/1/2007	7/1/2002	1218	1810	60,72%	15,03%
4	18/1/2006	7/1/2002	1218	1451	60,17%	14,91%
5	16/2/2005	7/1/2002	1119	1119	53,31%	14,78%
6	BB 150 MIL FIC REFERENCIADO DI LP	7/1/2002	1218	n/a	59,32%	14,75%
7	CITI MASTER DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	57,90%	14,45%
8	ITAÚ MAXI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	56,81%	14,21%
9	BRDESCO PLATINUM FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	56,80%	14,21%
10	BOSTON CAPITAL DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	56,52%	14,15%
11	UNICLASS DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	56,21%	14,09%
12	REAL PRIORITY VAN GOGH FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	55,26%	13,88%
13	SAFRA HIGH MIX DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	53,93%	13,59%
14	18/6/2008	13/11/2003	552	1655	20,74%	13,13%
15	CAIXA FIC REFERENCIADO DI LP	7/1/2002	1218	n/a	44,47%	11,48%
16	18/3/2009	21/1/2004	484	1857	15,36%	11,24%

Fonte Primária: Quantum Axis

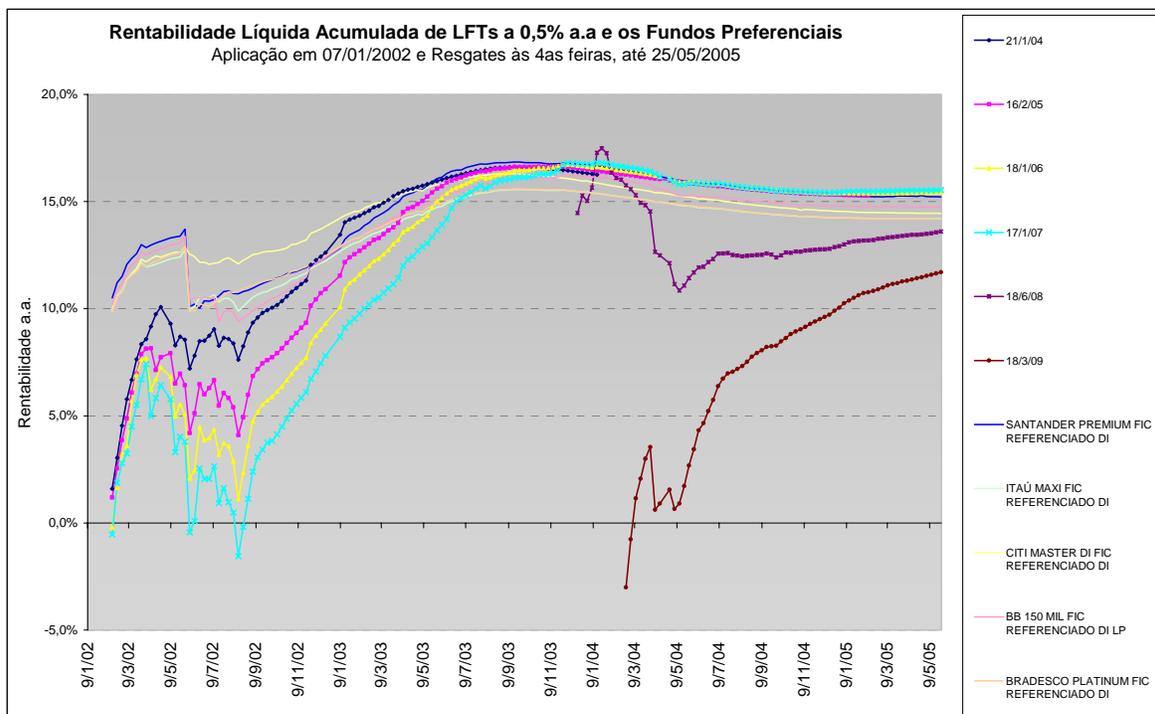
Em relação aos fundos Preferenciais, notamos também que, mesmo se o investidor pagasse ao agente de custódia a taxa mais alta cobrada à época, ou seja, 1,0% a.a., ainda assim, apenas um fundo preferencial apresentaria rentabilidade superior a três, das quatro LFTs emitidas em 07/01/2002, e portanto as mais longas, considerando o período analisado. Se o investidor pagasse 0,5% a.a. ao agente de custódia, nenhum fundo Preferencial selecionado, teria superado as quatro LFTs mais longas, mostrando que, mesmo o investidor que possui “poder de fogo”, para os parâmetros do varejo bancário brasileiro, deve considerar fortemente aplicações através do Tesouro Direto.

7.3.5 Curvas de Possibilidades de Resgates - LFTs a 0,50% e Fundos Preferenciais

O gráfico abaixo mostra mais uma vez as “curvas de possibilidades de resgates”, das LFTs, com taxa de agente de custódia de 0,5% a.a., e dos cinco fundos mais rentáveis da categoria Preferenciais. Conforme mencionado acima, as quatro LFTs, emitidas em 07/01/2002, e portanto as mais longas, considerando o período analisado, superaram em termos de rentabilidade líquida, os fundos Preferenciais.

Mais uma vez, é importante ressaltar a importância do horizonte de investimento, quando consideramos aplicações através do Tesouro Direto. A rentabilidade das LFTs leva um período de aproximadamente dois anos, para superar a rentabilidade dos fundos preferenciais. Prova disso é que as LFTs que foram emitidas Novembro de 2003 e Janeiro de 2004, não apresentaram, até Maio de 2005, rentabilidade líquida compatível com os fundos preferenciais. Pela trajetória das LFTs mais longas, e analisando o gráfico abaixo, podemos apenas supor

que com o passar do tempo, estas LFTs acabarão apresentando rentabilidade líquida superior a dos fundos preferenciais.



Fontes primárias: Site do Tesouro Direto e Quantum Axis

7.4 Comparação com os fundos Aprovados

Seguimos com os mesmos critérios adotados nas duas seções anteriores, e apresentaremos a seguir os rankings, por rentabilidade líquida, dos fundos Aprovados e das LFTs.

7.4.1 LFTs com Taxa do Agente de Custódia à 0% a.a.

Ranking dos Fundos Aprovados e LFTs com taxa de 0% a.a.						
De Janeiro de 2002 a Maio de 2005						
Coloc.	Vencimento	Início	Prazo	Prazo Total	Rent. Per.	Rent. Ano
1	HG VERDE FIF	7/1/02	1218	n/a	113,95%	25,19%
2	HG TOP FIF	7/1/02	1218	n/a	81,83%	19,32%
3	21/1/04	7/1/02	734	734	36,98%	16,75%
4	VOTORANTIM DINAMICO	7/1/02	1218	n/a	68,64%	16,69%
5	17/1/07	7/1/02	1218	1810	65,61%	16,05%
6	18/1/06	7/1/02	1218	1451	65,05%	15,93%
7	16/2/05	7/1/02	1119	1119	57,53%	15,79%
8	FIF PACTUAL HEDGE	7/1/02	1218	n/a	63,38%	15,61%
9	HSBC ATIVO FI RENDA FIXA	7/1/02	1218	n/a	62,46%	15,42%
10	FIF PACTUAL HIGH YIELD	7/1/02	1218	n/a	62,08%	15,34%
11	ITAU PERFORMANCE FIF	7/1/02	1218	n/a	61,78%	15,27%
12	BRADESCO FIF MAIS	7/1/02	1218	n/a	61,74%	15,26%
13	HSBC MASTER FI MULTIMERCADO	7/1/02	1218	n/a	59,57%	14,80%
14	BRADESCO FAQ MACRO RF	7/1/02	1218	n/a	59,24%	14,73%
15	18/6/08	13/11/03	552	1655	22,28%	14,07%
16	18/3/09	21/1/04	484	1857	16,64%	12,16%

Fonte Primária: Qantum Axis

7.4.2 LFTs com Taxa do Agente de Custódia à 0,38% a.a.

Ranking dos Fundos Aprovados e LFTs com taxa de 0,38% a.a.						
De Janeiro de 2002 a Maio de 2005						
Coloc.	Vencimento	Início	Prazo	Prazo Total	Rent. Per.	Rent. Ano
1	HG VERDE FIF	7/1/02	1218	n/a	113,95%	25,19%
2	HG TOP FIF	7/1/02	1218	n/a	81,83%	19,32%
3	VOTORANTIM DINAMICO	7/1/02	1218	n/a	68,64%	16,69%
4	21/1/04	7/1/02	734	734	36,09%	16,38%
5	17/1/07	7/1/02	1218	1810	63,74%	15,66%
6	FIF PACTUAL HEDGE	7/1/02	1218	n/a	63,38%	15,61%
7	18/1/06	7/1/02	1218	1451	63,18%	15,55%
8	HSBC ATIVO FI RENDA FIXA	7/1/02	1218	n/a	62,46%	15,42%
9	16/2/05	7/1/02	1119	1119	55,91%	15,41%
10	FIF PACTUAL HIGH YIELD	7/1/02	1218	n/a	62,08%	15,34%
11	ITAU PERFORMANCE FIF	7/1/02	1218	n/a	61,78%	15,27%
12	BRADESCO FIF MAIS	7/1/02	1218	n/a	61,74%	15,26%
13	HSBC MASTER FI MULTIMERCADO	7/1/02	1218	n/a	59,57%	14,80%
14	BRADESCO FAQ MACRO RF	7/1/02	1218	n/a	59,24%	14,73%
15	18/6/08	13/11/03	552	1655	21,69%	13,71%
16	18/3/09	21/1/04	484	1857	16,15%	11,81%

Fonte Primária: Qantum Axis

7.4.3 LFTs com Taxa do Agente de Custódia à 0,50% a.a.

Ranking dos Fundos Aprovados e LFTs com taxa de 0,50% a.a.						
De Janeiro de 2002 a Maio de 2005						
Coloc.	Vencimento	Início	Prazo	Prazo Total	Rent. Per.	Rent. Ano
1	HG VERDE FIF	7/1/02	1218	n/a	113,95%	25,19%
2	HG TOP FIF	7/1/02	1218	n/a	81,83%	19,32%
3	VOTORANTIM DINAMICO	7/1/02	1218	n/a	68,64%	16,69%
4	21/1/04	7/1/02	734	734	35,81%	16,26%
5	FIF PACTUAL HEDGE	7/1/02	1218	n/a	63,38%	15,61%
6	17/1/07	7/1/02	1218	1810	63,15%	15,54%
7	18/1/06	7/1/02	1218	1451	62,60%	15,42%
8	HSBC ATIVO FI RENDA FIXA	7/1/02	1218	n/a	62,46%	15,42%
9	FIF PACTUAL HIGH YIELD	7/1/02	1218	n/a	62,08%	15,34%
10	16/2/05	7/1/02	1119	1119	55,41%	15,29%
11	ITAU PERFORMANCE FIF	7/1/02	1218	n/a	61,78%	15,27%
12	BRADESCO FIF MAIS	7/1/02	1218	n/a	61,74%	15,26%
13	HSBC MASTER FI MULTIMERCADO	7/1/02	1218	n/a	59,57%	14,80%
14	BRADESCO FAQ MACRO RF	7/1/02	1218	n/a	59,24%	14,73%
15	18/6/08	13/11/03	552	1655	21,50%	13,60%
16	18/3/09	21/1/04	484	1857	16,00%	11,70%

Fonte Primária: Quantum Axis

7.4.4 LFTs com Taxa do Agente de Custódia à 1,00% a.a.

Ranking dos Fundos Aprovados e LFTs com taxa de 1,00% a.a.						
De Janeiro de 2002 a Maio de 2005						
Coloc.	Vencimento	Início	Prazo	Prazo Total	Rent. Per.	Rent. Ano
1	HG VERDE FIF	7/1/02	1218	n/a	113,95%	25,19%
2	HG TOP FIF	7/1/02	1218	n/a	81,83%	19,32%
3	VOTORANTIM DINAMICO	7/1/02	1218	n/a	68,64%	16,69%
4	21/1/04	7/1/02	734	734	34,65%	15,77%
5	FIF PACTUAL HEDGE	7/1/02	1218	n/a	63,38%	15,61%
6	HSBC ATIVO FI RENDA FIXA	7/1/02	1218	n/a	62,46%	15,42%
7	FIF PACTUAL HIGH YIELD	7/1/02	1218	n/a	62,08%	15,34%
8	ITAU PERFORMANCE FIF	7/1/02	1218	n/a	61,78%	15,27%
9	BRADESCO FIF MAIS	7/1/02	1218	n/a	61,74%	15,26%
10	17/1/07	7/1/02	1218	1810	60,72%	15,03%
11	18/1/06	7/1/02	1218	1451	60,17%	14,91%
12	HSBC MASTER FI MULTIMERCADO	7/1/02	1218	n/a	59,57%	14,80%
13	16/2/05	7/1/02	1119	1119	53,31%	14,78%
14	BRADESCO FAQ MACRO RF	7/1/02	1218	n/a	59,24%	14,73%
15	18/6/08	13/11/03	552	1655	20,74%	13,13%
16	18/3/09	21/1/04	484	1857	15,36%	11,24%

Fonte Primária: Quantum Axis

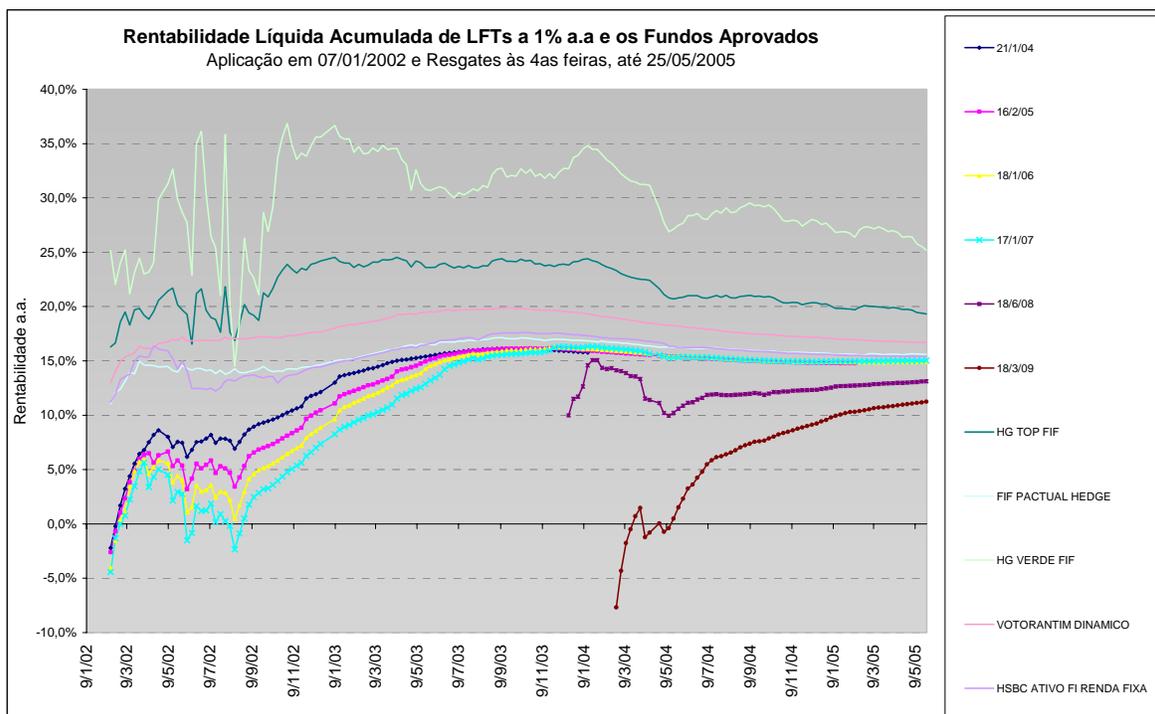
Dentre as três classes de fundos que analisamos, como já era esperado, dado a consistência estatística de seus retornos, os fundos Aprovados obtiveram os melhores resultados, quando comparados aos retornos líquidos das LFTs analisadas. Conforme mostram os rankings acima, as diferentes taxas cobradas pelos agentes de custódia foram determinantes para o desempenho das LFTs, frente aos fundos Aprovados.

Com taxa de 0,0% a.a. do agente de custódia, as LFTs obtiveram resultados satisfatórios, dado que apenas três, dos dez fundos Aprovados, superaram as quatro LFTs mais longas, em rentabilidade líquida anualizada. Com taxa de 0,38% a.a., houve certo equilíbrio, pois as quatro LFTs mais longas superaram, cinco, dos dez fundos Aprovados. Quando a taxa cobrada pelo agente de custódia, foi de 0,5% a.a., ainda houve um certo equilíbrio, com leve “vantagem” para os fundos Aprovados, pois as três LFTs que tiveram maior rentabilidade líquida anualizada (das quatro LFTs mais longas), ficaram atrás de quatro, dos dez fundos Aprovados. Porém, quando a taxa do agente de custódia foi de 1,0% a.a., a grande maioria dos fundos superou as LFTs, mostrando claramente que, o investidor deveria realmente atentar para esta taxa, para conseguir obter resultados competitivos ao operar no Tesouro Direto, quando comparado aos fundos Aprovados.

7.4.5 Curvas de Possibilidades de Resgates - LFTs a 0,38% e Fundos Aprovados

O gráfico abaixo mostra as curvas de possibilidades de resgate, dos fundos Aprovados e das LFTs, com taxa do agente a 1,0% a.a.. Conforme mencionamos acima, as LFTs perdem competitividade, quando a taxa do agente é alta, pois além dos fundos Aprovados terem apresentado rentabilidades líquidas consistentes, o gráfico mostra que as rentabilidades

líquidas anualizadas das LFTs, no período inicial da pesquisa, ficaram bastante prejudicadas pelos custos iniciais do Tesouro Direto.



8. CERTIFICADOS DE DEPÓSITO BANCÁRIO (CDBS)

Os CDBs vêm apresentando crescimento expressivo de patrimônio, nos últimos anos. De acordo com Gruppo (2005), o crescimento do patrimônio aplicados em CDBs, foi de 53%, entre 2003 e 2005 (pg.8). Este número, segundo Gruppo, revela a busca de *funding*, por parte dos bancos, para comportar o aumento das operações de crédito, que vêm se verificando no mesmo período.

Os bancos costumam oferecer os CDBs para todos os clientes, mas há dentro das mesmas instituições, diferenças significativas entre as taxas pagas, dependendo do volume de aplicação, o que seria análogo às diferentes taxas de administração dos fundos, para diferentes aplicações iniciais.

Trabalhamos nesta seção com duas taxas de captação distintas, sendo a primeira, de 80% do CDI, oferecida aos clientes com aplicações iniciais de pelo menos R\$ 1.000,00 e a segunda, de 99% do CDI, oferecidas aos clientes com aplicações iniciais de pelo menos R\$ 200.000,00. Desta forma, poderemos comparar os CDBs com as três classes de fundos que utilizamos ao longo do trabalho, utilizando taxas condizentes com o porte de cada investidor.

8.1 CDBs a 80% do CDI e fundos Varejo

Segue abaixo o ranking, por rentabilidade líquida, dos fundos de varejo, das LFTs com taxa do agente de custódia a 1,0% a.a. e os CDBs.

Ranking dos Fundos de Varejo, LFTs com taxa de 1,0% a.a. e CDBs							
De Janeiro de 2002 a Maio de 2005							
Coloc.	Vencimento	Início	Prazo	Prazo Total	Rent. Per.	Rent. Ano	
1	21/1/2004	7/1/2002	734	734	34,65%	15,77%	
2	17/1/2007	7/1/2002	1218	1810	60,72%	15,03%	
3	18/1/2006	7/1/2002	1218	1451	60,17%	14,91%	
4	16/2/2005	7/1/2002	1119	1119	53,31%	14,78%	
5	18/6/2008	13/11/2003	552	1655	20,74%	13,13%	
6	CITI DI GOLD FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	51,53%	13,06%	
7	SUPER SANTANDER CLASSIC FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	49,54%	12,62%	
8	CDB à 80% do CDI	7/1/2002	1218	n/a	48,59%	12,40%	
9	BOSTON GOLDEN DI FIC	7/1/2002	1218	n/a	48,30%	12,35%	
10	SAFRA PLUS DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	47,27%	12,12%	
11	CAIXA FIC REFERENCIADO DI LP	7/1/2002	1218	n/a	44,47%	11,48%	
12	BRADESCO HIPERFUNDO FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	44,47%	11,48%	
13	ITAÚ FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	44,42%	11,47%	
14	18/3/2009	21/1/2004	484	1857	15,36%	11,24%	
15	REAL EXTRA FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	43,11%	11,17%	
16	UNIBANCO DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	40,33%	10,53%	
17	BB CPMF FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	37,16%	9,78%	

Fontes Primárias: Quantum Axis e Tesouro Direto

Como podemos verificar, as LFTs apresentam a melhor rentabilidade líquida, no período analisado, mas o CDB, mesmo à taxa de 80% do CDI, apresentou rentabilidade líquida superior a oito, dos dez fundos analisados, sendo uma alternativa bastante interessante para o investidor que, por algum motivo prefira investir seus recursos diretamente nos bancos, através de seu gerente. Desta forma, mais uma vez, os fundos de Varejo teriam sido a pior alternativa para o investidor.

8.2 CDBs a 99% do CDI e fundos Preferenciais

Neste item, apresentaremos dois rankings, sendo o primeiro deles por rentabilidade líquida, entre os fundos Preferenciais, as LFTs com taxa do agente de custódia a 0,0% a.a. e os CDBs. O segundo apresenta o mesmo comparativo, sendo que a taxa do agente de custódia

para as LFTs, via Tesouro Direto, passa a ser de 1,0% a.a.. Consideramos importante a apresentação dos dois rankings, pois a mudança desta taxa muda bastante o retorno final para o investidor, de modo que ressaltamos a importância do mesmo estar sempre buscando as menores taxas do agente de custódia e de administração dos fundos, além de estar sempre buscando as maiores taxas de captação em CDB (em % do CDI). Seguem abaixo as duas tabelas:

Ranking dos Fundos Preferenciais, LFTs com taxa de 0,0% a.a. e CDBs						
De Janeiro de 2002 a Maio de 2005						
Coloc.	Vencimento	Início	Prazo	Prazo Total	Rent. Per.	Rent. Ano
1	21/1/2004	7/1/2002	734	734	36,98%	16,75%
2	17/1/2007	7/1/2002	1218	1810	65,61%	16,05%
3	18/1/2006	7/1/2002	1218	1451	65,05%	15,93%
4	16/2/2005	7/1/2002	1119	1119	57,53%	15,79%
5	CDB à 99% do CDI	7/1/2002	1218	n/a	64,09%	15,74%
6	SANTANDER PREMIUM FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	61,54%	15,22%
7	BB 150 MIL FIC REFERENCIADO DI LP	7/1/2002	1218	n/a	59,32%	14,75%
8	CITI MASTER DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	57,90%	14,45%
9	ITAÚ MAXI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	56,81%	14,21%
10	BRADESCO PLATINUM FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	56,80%	14,21%
11	BOSTON CAPITAL DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	56,52%	14,15%
12	UNICLASS DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	56,21%	14,09%
13	18/6/2008	13/11/2003	552	1655	22,28%	14,07%
14	REAL PRIORITY VAN GOGH FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	55,26%	13,88%
15	SAFRA HIGH MIX DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	53,93%	13,59%
16	18/3/2009	21/1/2004	484	1857	16,64%	12,16%
17	CAIXA FIC REFERENCIADO DI LP	7/1/2002	1218	n/a	44,47%	11,48%

Fontes Primárias: Quantum Axis e Tesouro Direto

Ranking dos Fundos Preferenciais, LFTs com taxa de 1,0% a.a. e CDBs						
De Janeiro de 2002 a Maio de 2005						
Coloc.	Vencimento	Início	Prazo	Prazo Total	Rent. Per.	Rent. Ano
1	21/1/2004	7/1/2002	734	734	34,65%	15,77%
2	CDB à 99% do CDI	7/1/2002	1218	n/a	64,09%	15,74%
3	SANTANDER PREMIUM FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	61,54%	15,22%
4	17/1/2007	7/1/2002	1218	1810	60,72%	15,03%
5	18/1/2006	7/1/2002	1218	1451	60,17%	14,91%
6	16/2/2005	7/1/2002	1119	1119	53,31%	14,78%
7	BB 150 MIL FIC REFERENCIADO DI LP	7/1/2002	1218	n/a	59,32%	14,75%
8	CITI MASTER DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	57,90%	14,45%
9	ITAÚ MAXI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	56,81%	14,21%
10	BRADESCO PLATINUM FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	56,80%	14,21%
11	BOSTON CAPITAL DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	56,52%	14,15%
12	UNICLASS DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	56,21%	14,09%
13	REAL PRIORITY VAN GOGH FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	55,26%	13,88%
14	SAFRA HIGH MIX DI FIC REFERENCIADO DI	7/1/2002	1218	n/a	53,93%	13,59%
15	18/6/2008	13/11/2003	552	1655	20,74%	13,13%
16	CAIXA FIC REFERENCIADO DI LP	7/1/2002	1218	n/a	44,47%	11,48%
17	18/3/2009	21/1/2004	484	1857	15,36%	11,24%

Fontes Primárias: Quantum Axis e Tesouro Direto

Podemos verificar através dos dois rankings acima que a taxa do agente de custódia teve um papel determinante. Se o investidor tivesse aplicado seus recursos através do Tesouro Direto, com taxa do agente de custódia a 0,0% a.a, sem dúvida, as LFTs teriam sido a melhor alternativa, em comparação aos CDBs e aos fundos Preferenciais. Se a taxa do agente de custódia tivesse sido a mais alta encontrada à época da análise, ou seja, de 1,0% a.a., apenas uma LFT teria apresentado rentabilidade líquida anualizada superior ao CDB.

Deste modo é importante mencionar que um investidor que tivesse acesso a uma taxa de 99% do CDI, em um CDB pós-fixado, através de sua agência bancária, teria feito uma excelente escolha ao investir nesta classe de ativo, dado que o mesmo apresentou rentabilidade líquida anualizada superior a todos os fundos Preferenciais, e dependendo da taxa do agente de custódia, que o mesmo investidor tivesse acesso, teria também apresentado rentabilidade superior a praticamente todas as LFTs.

8.3 CDBs a 99% do CDI e fundos Aprovados

Os fundos classificados como *Aprovados*, sem dúvida apresentaram os melhores resultados entre os fundos pesquisados, ou seja, entre os fundos de *Varejo* e os fundos *Preferenciais*. Este resultado era esperado, dado que a categoria de fundos Aprovados foi resultado de uma rigorosa seleção, conforme explicamos em 6.1.3. O que estaremos verificando agora é se um CDB, a 99% do CDI, que tem como ponto importante a seu favor, o fato de não pagar imposto de renda mensal, como no caso dos fundos, à época analisada, e conhecido como “come-cotas” mensal, passa a ser também uma alternativa a ser considerada, por este investidor que conseguiu escolher os melhores fundos, segundo os critérios utilizados por Braz (2005) .

Seguem abaixo dois rankings, sendo o primeiro deles por rentabilidade líquida, entre os fundos Aprovados, as LFTs com taxa do agente de custódia a 0,0% a.a. e os CDBs. O segundo ranking apresenta o mesmo comparativo, sendo que a taxa do agente de custódia para as LFTs, via Tesouro Direto, passa a ser de 1,0% a.a.

Ranking dos Fundos Aprovados, LFTs com taxa de 0,0% a.a. e CDBs						
De Janeiro de 2002 a Maio de 2005						
Coloc.	Vencimento	Início	Prazo	Prazo Total	Rent. Per.	Rent. Ano
1	HG VERDE FIF	7/1/2002	1218	n/a	113,95%	25,19%
2	HG TOP FIF	7/1/2002	1218	n/a	81,83%	19,32%
3	21/1/2004	7/1/2002	734	734	36,98%	16,75%
4	VOTORANTIM DINAMICO	7/1/2002	1218	n/a	68,64%	16,69%
5	17/1/2007	7/1/2002	1218	1810	65,61%	16,05%
6	18/1/2006	7/1/2002	1218	1451	65,05%	15,93%
7	16/2/2005	7/1/2002	1119	1119	57,53%	15,79%
8	CDB à 99% do CDI	7/1/2002	1218	n/a	64,09%	15,74%
9	FIF PACTUAL HEDGE	7/1/2002	1218	n/a	63,38%	15,61%
10	HSBC ATIVO FI RENDA FIXA	7/1/2002	1218	n/a	62,46%	15,42%
11	FIF PACTUAL HIGH YIELD	7/1/2002	1218	n/a	62,08%	15,34%
12	ITAU PERFORMANCE FIF	7/1/2002	1218	n/a	61,78%	15,27%
13	BRADESCO FIF MAIS	7/1/2002	1218	n/a	61,74%	15,26%
14	HSBC MASTER FI MULTIMERCADO	7/1/2002	1218	n/a	59,57%	14,80%
15	BRADESCO FAQ MACRO RF	7/1/2002	1218	n/a	59,24%	14,73%
16	18/6/2008	13/11/2003	552	1655	22,28%	14,07%
17	18/3/2009	21/1/2004	484	1857	16,64%	12,16%

Fontes Primárias: Quantum Axis e Tesouro Direto

Ranking dos Fundos Aprovados, LFTs com taxa de 1,00% a.a. e CDBs						
De Janeiro de 2002 a Maio de 2005						
Coloc.	Vencimento	Início	Prazo	Prazo Total	Rent. Per.	Rent. Ano
1	HG VERDE FIF	7/1/2002	1218	n/a	113,95%	25,19%
2	HG TOP FIF	7/1/2002	1218	n/a	81,83%	19,32%
3	VOTORANTIM DINAMICO	7/1/2002	1218	n/a	68,64%	16,69%
4	21/1/2004	7/1/2002	734	734	34,65%	15,77%
5	CDB à 99% do CDI	7/1/2002	1218	n/a	64,09%	15,74%
6	FIF PACTUAL HEDGE	7/1/2002	1218	n/a	63,38%	15,61%
7	HSBC ATIVO FI RENDA FIXA	7/1/2002	1218	n/a	62,46%	15,42%
8	FIF PACTUAL HIGH YIELD	7/1/2002	1218	n/a	62,08%	15,34%
9	ITAU PERFORMANCE FIF	7/1/2002	1218	n/a	61,78%	15,27%
10	BRADESCO FIF MAIS	7/1/2002	1218	n/a	61,74%	15,26%
11	17/1/2007	7/1/2002	1218	1810	60,72%	15,03%
12	18/1/2006	7/1/2002	1218	1451	60,17%	14,91%
13	HSBC MASTER FI MULTIMERCADO	7/1/2002	1218	n/a	59,57%	14,80%
14	16/2/2005	7/1/2002	1119	1119	53,31%	14,78%
15	BRADESCO FAQ MACRO RF	7/1/2002	1218	n/a	59,24%	14,73%
16	18/6/2008	13/11/2003	552	1655	20,74%	13,13%
17	18/3/2009	21/1/2004	484	1857	15,36%	11,24%

Fontes Primárias: Quantum Axis e Tesouro Direto

Podemos verificar através dos rankings acima que, com uma taxa (do agente de custódia), de 0,0% a.a., as LFTs continuam sendo uma boa escolha para o investidor, dado que as LFTs mais longas, ficaram atrás de apenas três dos dez fundos analisados, assim como o CDB, que teve a mesma performance em relação aos fundos, mas ficou atrás das quatro LFTs mais longas.

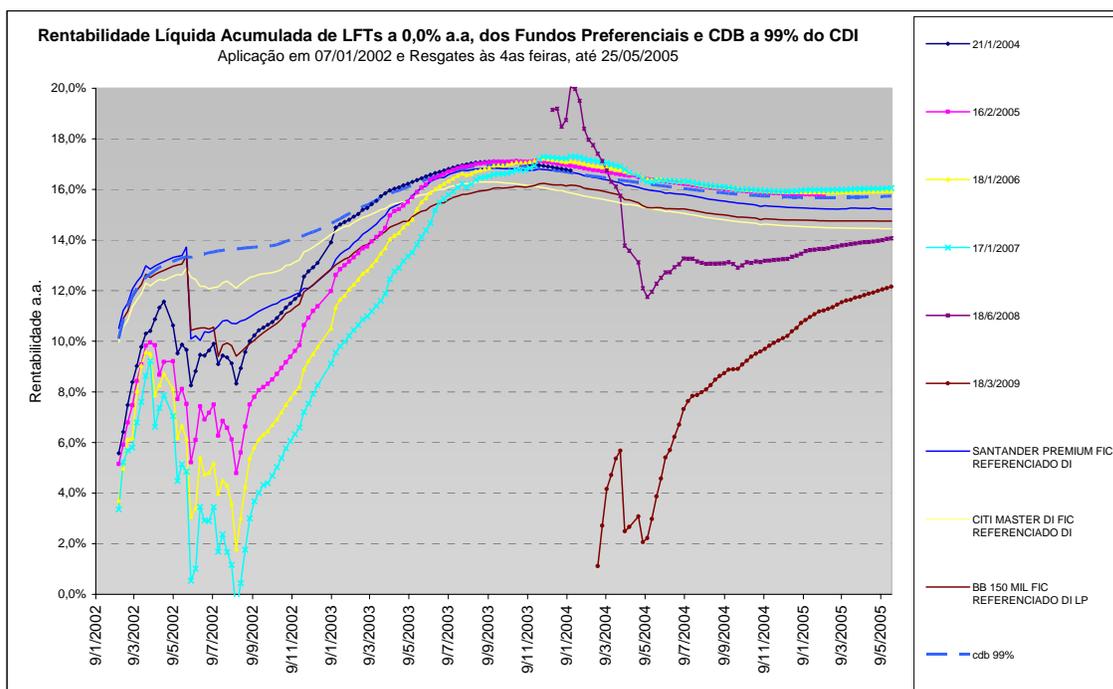
Quando analisamos o ranking com a taxa do agente de custódia a 1,0% a.a., as LFTs deixam de ser atrativas, e passam a apresentar rentabilidade inferior a maioria dos fundos Aprovados. Com esta taxa, o investidor que tivesse escolhido o CDB a 99% do CDI, teria feito uma “boa escolha”, dado que o mesmo apresentou, conforme vimos no ranking anterior também, rentabilidade líquida anualizada inferior a apenas três dos dez fundos analisados.

Desta forma é importante mencionar que os CDBs devem ser sempre considerados pelo investidor, no momento de sua alocação de recursos, e o mesmo deve levar em consideração na hora de investir, não só a taxa do CDB, mas também a taxa que ele estará pagando ao agente de custódia, para investir em LFTs através do Tesouro Direto, pois estas duas taxas serão determinantes para sua rentabilidade final, e conseqüentemente para a otimização de sua escolha.

8.4 Curvas de Possibilidades de Resgates – Uma vantagem dos CDBs

O gráfico abaixo mostra as curvas de possibilidades de resgate dos fundos Preferenciais, das LFTs e do CDB a 99% do CDI. De acordo com o ranking, apresentado em 8.2, as LFTs apresentam rentabilidade líquida anualizada, superior aos fundos preferenciais e ao CDB, quando utilizamos a taxa do agente de custódia de 0% a.a.. Porém, o gráfico abaixo, mostra

que o CDB apresenta rentabilidade líquida superior a todos os outros investimentos, no primeiro ano de investimento. Esta constatação é importante no sentido de mostrar que o investidor deve sempre levar em conta o horizonte de investimento, pois analisando apenas a rentabilidade final, não se leva em conta que os custos iniciais do Tesouro Direto, impactam negativamente o resultado das LFTs, e caso o investidor esteja planejando investir por um curto período de tempo, o gráfico abaixo passa a ser útil, para mostrar o desempenho de cada investimento ao longo do tempo.

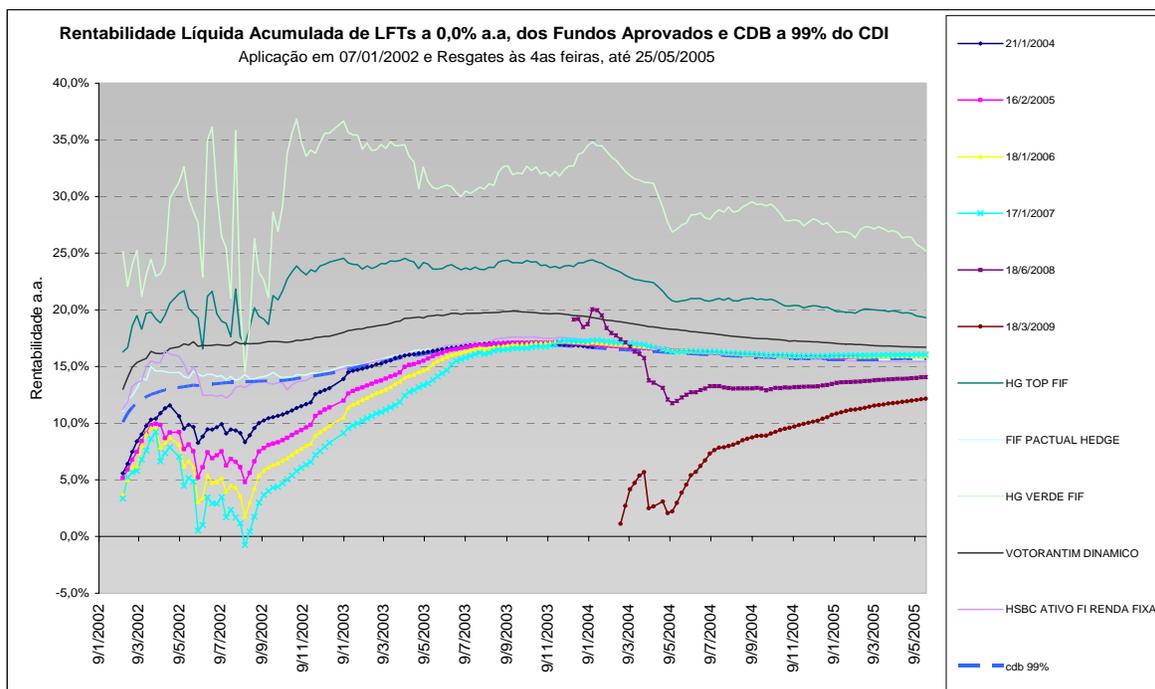


O gráfico abaixo também mostra que, mesmo tendo sido constatado, através do ranking apresentados em 8.3, que as LFTs (com taxa do agente de custódia de 0,0% a.a.), apresentaram rentabilidade líquida final superior ao CDB a taxa de 99% do CDI, verificamos que o prazo de investimento também continua sendo um fator importante na hora de o

investidor fazer sua alocação, pois o CDB apresentou rentabilidade líquida anualizada superior a todas as LFTs, no primeiro ano de investimento.

O fato de os CDBs não incorrerem nos custos iniciais do Tesouro Direto, e não recolherem imposto de renda na fonte mensalmente, como acontecia com os fundos de investimento, à época analisada, faz com que esta alternativa de investimento deva ser sempre levada em consideração em um processo de alocação de ativos.

Vale lembrar que estamos analisando os investimentos apenas sob a ótica de retornos líquidos anualizados, ou seja, um ponto extremamente importante, que não está sendo mencionado aqui, é justamente o risco de crédito. O investidor deve analisar, não apenas a taxa de CDB que está aplicando, mas principalmente o risco do banco que está emitindo o CDB, para que uma eventual vantagem em termos de taxa não se transforme em perda do capital investido, como já aconteceu no mercado brasileiro, com uma frequência infelizmente maior do que gostaríamos de constatar.



9. CONCLUSÕES

O presente trabalho teve como objetivos apresentar as principais características do Tesouro Direto, implantado pelo Tesouro Nacional em 07 de Janeiro de 2002, e verificar se o programa constitui uma alternativa interessante, do ponto de vista de rentabilidade líquida, quando comparado aos fundos de investimento. No capítulo 8, após apresentarmos diversos resultados, acrescentamos à análise os Certificados de Depósitos Bancários (CDBs), o que provou ser uma boa alternativa de investimento e ao mesmo tempo, um concorrente considerável, tanto para os fundos de investimentos, quanto para as LFTs, compradas via o Tesouro Direto.

Uma limitação, no presente trabalho, foi o fato de não levarmos em conta o reinvestimento das LFTs que venceram antes de Maio de 2005. Analisamos duas LFTs que venceram em Janeiro de 2004 e Fevereiro de 2005, respectivamente, e anualizamos suas rentabilidades líquidas, onde comparamos diretamente com os fundos de investimento selecionados, e com os CDBs. A razão de utilizarmos este procedimento, foi o fato de entendermos que não houve mudança abrupta no cenário, principalmente de juros, entre o período de vencimento dessas duas LFTs e Maio de 2005 (fim do período analisado), que fosse alterar significativamente os resultados, embora saibamos, que para períodos mais longos de análise, a inclusão do reinvestimento se torna um ponto relevante no resultado final do estudo, devido ao aumento da frequência dos vencimentos das LFTs.

Apresentaremos agora algumas considerações finais, no que diz respeito aos comparativos entre as alternativas de investimento que consideramos no estudo:

Fundos de Varejo

Analisando os rankings de rentabilidade dos fundos de varejo, das LFTs e dos CDBs, verificamos que as LFTs foram as melhores alternativas de investimento, no período analisado, independente da taxa paga ao agente de custódia, ou seja, mesmo o investidor pagando a taxa mais alta, de 1% a.a., as LFTs mais longas (emitidas em 07/01/2002 conforme indicamos em 7.2.4), superaram todos os fundos de varejo analisados e também o CDB, à taxa de 80% do CDI. Vale mencionar porém que, como segunda alternativa, os CDBs tiveram resultados superiores a oito, dos dez fundos de varejo analisados, e portanto, mostraram ser uma excelente alternativa para o pequeno investidor que, por algum motivo, que exploraremos mais à frente, prefira aplicar seus recursos diretamente no banco onde possui sua conta corrente, levando sempre em consideração que os CDBs apresentam risco de crédito, pelo fato de representarem uma dívida, contraída pelo banco emissor dos mesmos.

Fundos Preferenciais

Analisando os rankings de rentabilidade dos fundos preferenciais, das LFTs e dos CDBs, verificamos que a taxa cobrada pelo agente de custódia é um determinante na performance final das LFTs. Se o investidor tivesse acesso à taxa mais baixa cobrada, ou seja de 0,0% a.a., as LFTs seriam a melhor alternativa, mas ao pagar a taxa mais alta, de 1% a.a., o CDB, a 99% do CDI teria sido a melhor alternativa. Ressaltamos porém que, assim como no estudo feito com os fundos de varejo, não verificamos, em termos de rentabilidade líquida, vantagem para o investidor aplicar seus recursos nos fundos analisados. Devemos analisar

porém, as questões referentes à liquidez e praticidade das alternativas de investimento, que também devem ser sempre consideradas pelo investidor.

Fundos Aprovados

Devido ao processo de seleção dos fundos aprovados, explicado em 6.1.3, que levou em consideração aspectos como superação consistente do *Benchmark* (o CDI), e consistência estatística dos retornos, acreditávamos inicialmente que os mesmos superariam as LFTs e os CDBs em todos os cenários, ou seja, nas diferentes taxas pagas pelo investidor ao agente de custódia.

Verificamos porém que, com a taxa do agente de custódia a 0,0% a.a. as LFTs longas apresentaram retorno líquido superior a sete, dos dez fundos aprovados. Porém, com a taxa do agente a 1,0% a.a., os fundos apresentaram rentabilidade líquida superior as LFTs, nos levando a ressaltar que o investidor deve sempre estar atento a esta taxa, que mostrou ser extremamente importante no resultado final de sua escolha.

Um ponto interessante porém, foi o resultado do CDB a 99% do CDI no ranking, onde apenas três, dos dez fundos aprovados obtiveram resultado líquido superior ao mesmo. Assim sendo, e levando em conta o risco de crédito inerente aos CDBs, acreditamos que o investidor deve sempre considerar esta alternativa.

Em relação aos CDBs, além do risco de crédito, o investidor deve sempre estar atento ao que chamamos de cláusula de recompra. Esta cláusula é o direito que o investidor tem de resgatar antecipadamente seus recursos, sem ser penalizado pelo emissor do CDB. Embora já seja prática comum nos bancos a emissão dos CDBs com esta cláusula, o investidor deve

sempre solicitar a mesma por escrito, pois caso contrário, o resgate antecipado, como simulamos no presente estudo, pode ser fortemente prejudicado.

Curvas de Possibilidades de Resgate

Um aspecto que deve sempre ser considerado pelo investidor é o seu horizonte de investimento. Verificamos através da análise das curvas de possibilidades de resgate que, os custos iniciais para a compra de títulos através do Tesouro Direto, são um ponto negativo do programa, quando comparados aos fundos de investimentos e aos CDBs. Assim sendo, se o investidor estiver planejando o resgate dos recursos, em um período inferior a um ano e meio após a aplicação, o Tesouro Direto não se constitui uma boa alternativa, pois seus custos iniciais, mesmo com a taxa do agente de custódia a 0,0% a.a. prejudicam a rentabilidade final para este período.

Sob este aspecto, verificamos em todos os casos, como podem ser observados através dos gráficos expostos nas seções anteriores, que os CDBs são uma boa alternativa, principalmente quando o prazo de aplicação é inferior a um ano, pois não incorrem nos custos iniciais do Tesouro Direto e não recolhem imposto de renda mensal (come-cotas), como no caso dos fundos de investimento.

Considerações Finais

Acreditamos que a análise feita neste trabalho poderá ajudar o investidor a entender melhor, os pontos positivos e negativos das diversas alternativas disponíveis no mercado de renda fixa, e ajudá-lo em seu processo de decisão, na alocação de seus ativos.

Um tema a ser abordado futuramente, e que serve como sugestão de pesquisa, é a elaboração de uma análise entre os PGBLs (os planos geradores de benefícios livres), e os títulos comprados via o Tesouro Direto, tais como as LFTs, ou mesmo os títulos atrelados à inflação, tais como as NTN-Cs (atrelados ao IGP-M) ou NTN-Bs (atrelados ao IPC-A). O objetivo da pesquisa seria analisar se o investidor estaria conseguindo acumular poupança para o longo prazo (aposentadoria), de maneira mais eficiente através da compra direta de títulos, via o Tesouro Direto, ou através dos PGBLs, que apresentam algumas características específicas em termos tributários, e foram criados para este propósito.

10. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANCO MUNDIAL, Developing Government Bond Markets – A Handbook.

Washington D.C., 2001

BRAZ, Hélio Vieira (2005) Análise de Desempenho de Investimento – Uma avaliação dos gestores de Renda Fixa no Brasil. Rio de Janeiro. Dissertação (mestrado profissionalizante em economia). IBMEC/RJ

CERVELLINI, Silvia. “Radiografia do Investidor de Fundos no Brasil”. In: **3º CONGRESSO ANBID DE FUNDOS DE INVESTIMENTO**. Maio de 2005. Hotel Grand Meliá WTC São

GRUPPO, Paul – Roland Berger Strategy Consultants “A indústria de fundos hoje e os desafios para o futuro – uma visão global”. In: **3º CONGRESSO ANBID DE FUNDOS DE INVESTIMENTO**. Maio de 2005. Hotel Grand Meliá WTC São

FACCINI, Leonardo T.B.(2004) **Tesouro Direto: Funcionamento no Brasil e no exterior, Análise de seus riscos operacionais e comparação da performance da NTN-C com fundos de investimento atrelados ao IGP-M**. Rio de Janeiro. Dissertação (mestrado profissionalizante em economia). IBMEC/RJ

HADDAD, Cláudio L.S.. **A Dívida Pública no Brasil e Outros Textos – Coleção Mercado Aberto nº 5**. Rio de Janeiro: Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto, 1985

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. **Manual do Investidor do Tesouro Direto**. Folder sem data.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. **Metodologia de Cálculo dos Títulos Públicos Ofertados no Tesouro Direto – 4ª Edição**. Coletada na Internet em Janeiro de 2005

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. **Dívida Pública: Plano Anual de Financiamento 2005 – Fevereiro 2005 – nº 5**. Coletado na Internet em Março de 2005

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. **Resultado do Tesouro Nacional. Brasília: STN, v. 11, n. 5, maio 2005**. Coletado na Internet em Junho de 2005.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL E CBLC – COMPANHIA BRASILEIRA DE LIQUIDAÇÃO E CUSTÓDIA. **Regulamento do Tesouro Direto**. Coletado na Internet em Janeiro de 2005.

SMITH, Warren. **Debt Management in the United States**. In: Scherer, Joseph; Papke, James A.. **Public Finance and Fiscal Policy**. Boston: Houghton Mifflin Company, 1966.

Quantum Avaliação de Fundos de Investimento. **Quantum Axis** – Banco de dados.

<http://www.bacen.gov.br>

http://www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro_direto/

<http://treasurydirect.gov/>

<http://www.mineco.es/tesoro/>

<http://cblc.com.br/tesourodireto>

<http://anbid.com.br>

11. APÊNDICES

APÊNDICE A: CARACTERÍSTICAS DOS FUNDOS SELECIONADOS

	Nome	Início do Fundo	Depósito Inicial	Taxa de Administração	Taxa de Performance	Tipo Anbid
v a r e j o	BOSTON GOLDEN DI FIC REFERENCIADO DI	10/2/1995	\$1,000.00	3%	Não cobra	Referenciado DI
	BRADESCO HIPERFUNDO FIC REFERENCIADO DI	5/8/2000	\$100.00	4.5%	Não cobra	Referenciado DI
	CAIXA FIC REFERENCIADO DI LP	10/2/1995	\$100.00	2%	Não cobra	Referenciado DI
	CITI DI GOLD FIC REFERENCIADO DI	11/14/1996	\$1,000.00	3%	Não cobra	Referenciado DI
	ITAÚ FIC REFERENCIADO DI	11/19/1997	\$100.00	4%	Não cobra	Referenciado DI
	REAL EXTRA FIC REFERENCIADO DI	10/2/1995	\$100.00	3.5%	Não cobra	Referenciado DI
	SAFRA PLUS DI FIC REFERENCIADO DI	1/25/1999	\$1,000.00	0.5%	Não cobra	Referenciado DI
	SUPER SANTANDER CLASSIC FIC REFERENCIADO DI	10/1/1998	\$1,000.00	4%	Não cobra	Referenciado DI
	UNIBANCO DI FIC REFERENCIADO DI	2/10/1995	\$200.00	5%	Não cobra	Referenciado DI
BB CPMF FIC REFERENCIADO DI	8/2/1999	\$200.00	6%	Não cobra	Referenciado DI	
p r e f e r e n c i a i s	BOSTON CAPITAL DI FIC REFERENCIADO DI	10/2/1995	\$100,000.00	1%	Não cobra	Referenciado DI
	BRADESCO PLATINUM FIC REFERENCIADO DI	6/1/2001	\$200,000.00	1%	Não cobra	Referenciado DI
	CAIXA FIC REFERENCIADO DI LP	10/2/1995	\$100.00	2%	Não cobra	Referenciado DI
	CITI MASTER DI FIC REFERENCIADO DI	3/17/1998	\$100,000.00	1.1%	Não cobra	Referenciado DI
	BB 150 MIL FIC	20/9/2000	150,000.00	0,5	Não cobra	Referenciado DI
	ITAÚ MAXI FIC REFERENCIADO DI	4/2/2001	\$200,000.00	1%	Não cobra	Referenciado DI
	REAL PRIORITY VAN GOGH FIC REFERENCIADO DI	11/1/1995	\$200,000.00	0.5%	Não cobra	Referenciado DI
	SAFRA HIGH MIX DI FIC REFERENCIADO DI	10/7/1996	\$70,000.00	0.75%	Não cobra	Referenciado DI
	SANTANDER PREMIUM FIC REFERENCIADO DI	9/24/1998	\$100,000.00	0.5%	Não cobra	Referenciado DI
	UNICLASS DI FIC REFERENCIADO DI	18/9/2001	\$50,000.00	1,25%	Não cobra	Referenciado DI
A p r o v a d o s	HSBC ATIVO FI RENDA FIXA	12/16/1996	\$50,000.00	0.3%	Não cobra	Renda Fixa
	HSBC MASTER FI MULTIMERCADO	12/28/1995	\$50,000.00	0.4%	Não cobra	Multimercados com RV com Alavancagem
	HG TOP FI MULTIMERCADO	10/5/1995	\$50,000.00	1%	15%	Multimercados com RV com Alavancagem
	HG VERDE FI MULTIMERCADO	1/2/1997	\$5,000.00	1.5%	20%	Multimercados com RV com Alavancagem
	VOTORANTIM DINÂMICO FI MULTIMERCADO	1/3/1997	\$50,000.00	1%	25%	Multimercados com RV
	PACTUAL HEDGE FI MULTIMERCADO	10/31/1995	\$25,000.00	1.5%	20%	Multimercados com RV com Alavancagem
	PACTUAL HIGH YIELD FI MULTIMERCADO	7/31/1996	\$25,000.00	1%	20%	Multimercados sem RV
	ITAÚ PERFORMANCE FIF	10/2/1995	\$10,000.00	0.275%	20%	Renda Fixa
	BRADESCO FIF MAIS	4/14/1997	\$20,000.00	0.5%	20%	Multimercados com RV com Alavancagem
BRADESCO FAQ MACRO RF	6/6/1997	\$500,000.00	0.7%	Não cobra	Renda Fixa	

Fonte: Quantum Axis

APÊNDICE B: CATEGORIAS ANBID

Categoria ANBID	Nº de Fundos	R\$ Milhões	% PL Total
Curto Prazo	116	22.034,92	3,5
Referenciado DI	480	133.489,59	21,22
Referenciados Outros	20	1.984,73	0,32
Renda Fixa	492	126.474,40	20,1
Renda Fixa Crédito	66	13.003,48	2,07
Renda Fixa Multi-Índices	415	118.129,96	18,77
Renda Fixa Com Alavancagem	14	1.062,59	0,17
Balanceados	45	2.969,88	0,47
Multimercados Sem RV	306	36.809,86	5,85
Multimercados Com RV	424	33.658,25	5,35
Multimercados Sem RV Com Alavancagem	68	4.493,13	0,71
Multimercados Com RV Com Alavancagem	1.147	37.321,91	5,93
Capital Protegido	8	89,76	0,01
Cambial Dólar Indexado	27	868,21	0,14
Cambial Dólar Sem Alavancagem	48	2.466,71	0,39
Cambial Euro Indexado	6	11,58	0
Cambial Outros Sem Alavancagem	7	42,24	0,01
Investimento no Exterior	46	1.860,69	0,3
Ações IBOVESPA Indexado	37	650,97	0,1
Ações IBX Indexado	7	322,85	0,05
Ações IBOVESPA Ativo	111	4.109,49	0,65
Ações IBOVESPA Ativo Com Alavancagem	60	2.903,72	0,46
Ações IBX Ativo	62	2.298,33	0,37
Ações IBX Ativo Com Alavancagem	6	115,9	0,02
Ações Setoriais Telecomunicações	7	61,02	0,01
Ações Setoriais Energia	6	70,48	0,01
Ações Outros	136	7.276,51	1,16
Ações Outros Com Alavancagem	32	3.617,45	0,57
PIBB	13	340,85	0,05
Fundos Fechados de Ações	30	20.013,70	3,18
Fundos de Priv. Petrobras - FGTS	47	3.619,89	0,58
Fundos de Priv. Petrobras - Rec Próprios	12	319,28	0,05
Fundos de Priv. CVRD - FGTS	36	2.923,16	0,46
Fundos de Priv. CVRD - Rec Próprios	12	567,4	0,09
Fundos de Priv. CVRD - Migração	5	23,86	0
Privatização FGTS - CL	7	23,77	0
Previdência Referenciado DI	10	265,38	0,04
Previdência Referenciado Câmbio	7	33,66	0,01
Previdência Referenciados Outros	2	84,76	0,01
Previdência Renda Fixa	79	30.354,68	4,82
Previdência Renda Fixa Crédito	3	85,73	0,01
Previdência Renda Fixa Multi-Índices	46	8.431,98	1,34
Previdência Balanceados	91	2.545,16	0,4
Previdência Multim Sem RV	11	283,53	0,05
Previdência Multim Com RV	43	1.088,75	0,17
TOTAL - Capital Doméstico	4.653	629.204,14	100

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)