



UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
FACULDADE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

GLEISON DE ABREU PONTES

**A INFLUÊNCIA DE PERÍODOS DE *LOCKUP* SOBRE O DESEMPENHO DAS
COTAS DE FUNDOS MULTIMERCADOS BRASILEIROS**

UBERLÂNDIA

2016

GLEISON DE ABREU PONTES

**A INFLUÊNCIA DE PERÍODOS DE *LOCKUP* SOBRE O DESEMPENHO DAS
COTAS DE FUNDOS MULTIMERCADOS BRASILEIROS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia (UFU), como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Área de Concentração: Contabilidade Financeira

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Fernandes Malaquias

UBERLÂNDIA

2016

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.

P814i
2016 Pontes, Gleison de Abreu, 1985-
 A influência de períodos de lockup sobre o desempenho das cotas de
 fundos multimercados brasileiros / Gleison de Abreu Pontes. - 2016.
 93 f. : il.

 Orientador: Rodrigo Fernandes Malaquias.
 Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia,
 Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis.
 Inclui bibliografia.

 1. Contabilidade - Teses. 2. Fundos de investimento - Brasil - Teses.
 3. Hedging (Finanças) - Teses. 4. Mercado financeiro - Teses. I.
 Malaquias, Rodrigo Fernandes, 1983-. II. Universidade Federal de
 Uberlândia. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. III.
 Título.

CDU: 657

GLEISON DE ABREU PONTES

**A INFLUÊNCIA DE PERÍODOS DE *LOCKUP* SOBRE O DESEMPENHO DAS
COTAS DE FUNDOS MULTIMERCADOS BRASILEIROS**

Dissertação aprovada pelo Programa de Pós-Graduação
em Ciências Contábeis da Universidade Federal de
Uberlândia (UFU), como requisito parcial para a
obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Uberlândia, _____ de _____ de 2016.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Rodrigo Fernandes Malaquias
Universidade Federal de Uberlândia – UFU
Orientador

Prof. Dr. Pablo Rogers Silva
Universidade Federal de Uberlândia – UFU
Membro Interno

Prof. Dr. Ricardo Ratner Rochman
Fundação Getúlio Vargas – FGV
Membro Externo

A Deus, pela concretização desta etapa;

À minha esposa Camila;

A meus pais, Antônio e Kátia, e a minha irmã Kéllen;

A meus familiares e amigos, dedico

AGRADECIMENTOS

A Deus, pelo privilégio de me conceder esse curso no tempo de que eu precisava, e não no tempo de que eu gostaria. Foram muitos os obstáculos para chegar até aqui, mas Ele me deu sabedoria, paciência e perseverança para concluir esta jornada.

Aos meus pais, Antônio e Kátia, que sempre fizeram aquilo que estava ao seu alcance para que eu pudesse trilhar os melhores caminhos. Sempre me apoiando e me transmitindo tudo o que eu carecia.

À minha esposa Camila, que, com muita paciência, incentivou-me a prosseguir, lembrando-me sempre da minha fé e do compromisso com Deus.

À minha irmã Kéllen, que sempre acreditou e se orgulhou das minhas vitórias, e mesmo quando eu não podia, ofereceu-me a sua amizade.

À minha sobrinha Maria Eduarda, que ainda nos momentos em que eu estava ocupado, tomou-me um tempinho para me alegrar com suas brincadeiras e histórias.

À minha tia Carla, que sempre me incentivou a fazer um curso *stricto sensu*, mesmo quando parecia não haver possibilidades.

A compreensão de todos os meus familiares e amigos, pelas ausências vivenciadas durante este período.

Aos professores do Programa, que, durante todo esse tempo, não se importaram em transmitir um pouco do seu conhecimento. Em particular, agradeço ao Professor Dr. Ilírio José Rech, Professor Dr. Lucimar Antônio Cabral de Ávila, Professor Dr. Pablo Rogers, Professora Dr^a. Patrícia de Souza Costa, Professor Dr. Rodrigo Fernandes Malaquias e Professora Dr^a. Sirlei Lemes.

À secretária do curso, Laila, pela sua disposição em nos atender com boníssima vontade.

Ao Professor Dr. Rodrigo Fernandes Malaquias, que me apresentou o tema deste estudo, e gentilmente cedeu-me a base de dados pesquisada.

Por fim, agradeço a todos os colegas da primeira e da segunda turma, pelos momentos de alegrias e de angústias compartilhadas ao longo desta caminhada. Em especial, agradeço a Jéssica Rayse de Melo Silva Ávila, Kamyr Gomes de Souza, Mayane Jacqueline Gonçalves de Melo Barbosa e Thalyson Renan Bitencourt Machado, por gastarem o seu tempo indicando suas contribuições para esta pesquisa.

Tudo neste mundo tem o seu tempo; cada coisa tem a sua ocasião. Há tempo de nascer e tempo de morrer; tempo de plantar e tempo de arrancar o que se plantou...

(ECLESIASTES 3: 1-2).

RESUMO

A maioria dos fundos de investimento apresenta como vantagem a liquidez das cotas. Por essa razão, gestores de algumas modalidades de fundos podem encontrar dificuldades em manter a posição de suas carteiras e proporcionar maior rentabilidade às cotas de seus investidores. Evidências no âmbito dos *hedge funds* sugerem que o desempenho das cotas é afetado de forma positiva pelo estabelecimento de um maior intervalo de tempo para que os investidores realizem o resgate de suas aplicações, denominado como períodos de *lockup*. Nessa linha, por meio da seleção de uma amostra de 165.386 observações no período de 2009 a 2014, formada pela rentabilidade líquida mensal de 4.667 fundos multimercados, que se assemelham às estratégias de investimento dos *hedge funds* nos Estados Unidos, o objetivo desta pesquisa consistiu em analisar se períodos de *lockup* influenciam a rentabilidade das cotas de fundos multimercados brasileiros. Com o auxílio de modelos econométricos, testou-se a imposição dessa política, estimada sob três formas distintas, aliada a outras variáveis previstas na literatura, tais como idade do fundo, tamanho do patrimônio líquido do fundo, taxa de administração, taxa de *performance* e fundos de investimento em cotas. Foi possível prever o desempenho das cotas de fundos multimercados no período selecionado para esta pesquisa. Os resultados obtidos sugerem a existência do prêmio de *lockup* no cenário brasileiro, somente quando essa variável é estimada por meio de uma *dummy* ou em faixas de valores, indicando que a utilização dessa política pode auxiliar os gestores de fundos multimercados brasileiros a manterem suas carteiras de investimento e proporcionar maior rentabilidade às cotas, fato que corrobora alguns estudos anteriores no contexto dos *hedge funds* nos Estados Unidos. Ademais, a constatação do prêmio de *lockup* para a categoria de fundos multimercados trouxe implicações para a Teoria de Hipótese de Mercado Eficiente (HME), Teoria de Agência e ainda, para o campo das Finanças Comportamentais. Para a HME, as evidências sugerem a existência de ineficiências de mercado no âmbito brasileiro, na forma semiforte propagada por essa teoria. Para a Teoria de Agência, esta pesquisa forneceu indícios de que os conflitos de interesses entre cotistas e gestores de fundos multimercados podem ser mitigados mediante a imposição de períodos de *lockup*. Já para o campo das Finanças Comportamentais, os resultados encontrados estimulam a investigação do viés do presente, ao demonstrar a possibilidade de existirem investidores tidos como sofisticados nessa categoria de fundos de investimento. Com relação às variáveis de controle empregadas, constatou-se influência sobre a rentabilidade das cotas de fundos multimercados para as características relacionadas à idade do fundo, tamanho do patrimônio líquido do fundo e taxa de administração. Este estudo evidencia que a imposição de períodos de *lockup* pode contribuir para a obtenção de melhores indicadores de rentabilidade no mercado financeiro.

Palavras-chave: Fundos Multimercados. Rentabilidade. Períodos de *Lockup*.

ABSTRACT

Most of investment funds has the advantage of shares liquidity. For that reason, managers of some types of funds may find it difficult to maintain the position of their portfolios and provide higher returns to their investors quota. Some evidences on edge funds suggest that quota performance is positively affected by establishing larger time intervals before investors realize the rescue of their applications, called as lockup periods. Therefore, by selecting from a sample of 165,386 observations from 2009 to 2014 formed by the monthly net returns of 4,667 hedge funds that resemble the investment strategies of hedge funds in the United States, this research aimed to analyze whether lockup periods influence Brazilian multimarket funds quotes. By using econometric models, we tested this policy imposition under three forms allied to other variables in literature such as fund age, size of fund liquid equity, management fees and performance fees on investment funds in quotas. It was possible to predict the share performance in hedge funds in the period selected for this study. Results suggest the existence of lookup award in the Brazilian scene only when this variable is estimated by a dummy or values range, which indicates that using this policy may help Brazilian multimarket fund managers to keep their investment portfolios and provide greater profitability to quotas. This fact corroborates some previous studies in USA hedge funds context. Furthermore, finding lockup award for the category of hedge funds brought implications for the Efficient Market Hypothesis (EMH), for Agency theory and also to the field of Behavior Finances. For EMH the evidences suggest the existence of market inefficiencies in Brazilian context, in the semi-strong form propagated by this theory. For Agency Theory, this study provides evidence that conflicts of interest between shareholders and hedge fund managers can be mitigated by imposing periods of lockup. To Behavior Finances the results stimulate the investigation of present bias, by demonstrating the possibility of existing investors considered as sophisticated in this category of investment funds. Concerning to control variables we found the influence on the share profitability in hedge funds for characteristics related to fund age, fund size of the equity and management fees. This study shows that lockup periods can contribute in obtaining better indicators of profitability in the financial market.

Keywords: Multimarket Funds. Income. Lockup.

LISTAS DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBID	Associação Nacional dos Bancos de Investimento
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
ANDIMA	Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro.
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CNPJ	Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica
CSFB	<i>Credit Suisse Hedge Fund Index</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DI	Depósitos Interbancários
FIC	Fundos de Investimento em Cotas
FIV	Fator de Inflação da Variância
HFR	<i>Hedge Fund Research</i>
HME	Hipótese de Mercado Eficiente
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
IR	Imposto de Renda
LAPM	<i>Liquidity-Based Asset Pricing Model</i>
LM	<i>Lagrange Multiplier</i>
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
OLS	<i>Ordinary Least Squares</i>
SEC	<i>Securities Exchange Commission</i>
SI-ANBIMA	Sistema de Informações da ANBIMA
UFU	Universidade Federal de Uberlândia

LISTA DE QUADROS E FIGURAS

Quadro 1 Principais características dos fundos multimercados	23
Quadro 2 Principais características dos <i>hedge funds</i>	25
Quadro 3 Vantagens associadas a imposição de períodos de <i>lockup</i>	28
Quadro 4 Fundo <i>Master</i> com períodos de <i>lockup</i> nos fundos de investimento em cotas.....	36
Quadro 5 Padrões de comportamento documentados na literatura	45
Quadro 6 Especificações das variáveis testadas, principais referências e hipótese da pesquisa.....	50
Quadro 7 Resultados das variáveis da pesquisa	72
Figura 1 Principais implicações teóricas da pesquisa.....	16
Figura 2 Nova classificação dos fundos multimercados	21
Figura 3 Procedimentos empregados na análise dos modelos econométricos	55

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 Composição da amostra final do estudo	49
Tabela 2 Rentabilidade líquida mensal (em %) dos fundos multimercados ao longo do período selecionado	56
Tabela 3 Estatística descritiva para as variáveis utilizadas na pesquisa.....	61
Tabela 4 Resultados para a escolha entre o modelo <i>pooled</i> e efeitos aleatórios	63
Tabela 5 Resultados para o teste de Fator de Inflação de Variância	64
Tabela 6 Resultados para a identificação de heterocedasticidade	64
Tabela 7 Resultados dos modelos econométricos para <i>lockup</i> em dias	65
Tabela 8 Resultados dos modelos econométricos para <i>lockup</i> em <i>dummy</i>	66
Tabela 9 Resultados dos modelos econométricos para <i>lockup</i> em faixas	68

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
2 REFERENCIAL TEÓRICO	18
2.1 Aspectos gerais dos fundos multimercados e <i>hedge funds</i>	18
2.2 Períodos de <i>lockup</i> e desempenho de fundos multimercados	26
2.3 Características que afetam o desempenho das cotas	31
2.4 Períodos de <i>lockup</i> e conflitos de interesses	37
2.5 Implicações da gestão ativa para a HME	40
2.6 Finanças Comportamentais e o papel do autocontrole	43
3 ASPECTOS METODOLÓGICOS	48
3.1 Definição da amostra e variáveis de controle	48
3.2 Procedimentos quantitativos	53
4 RESULTADOS	56
4.1 Estatística descritiva das variáveis estudadas	56
4.2 Resultados dos modelos econométricos	63
4.3 Discussão dos resultados obtidos e análise da hipótese de pesquisa	68
CONSIDERAÇÕES FINAIS	75
REFERÊNCIAS	78
APÊNDICE	88
Apêndice A: Fundos de investimento em cotas em Fundo Investido ou <i>Master</i>	88

1 INTRODUÇÃO

A maioria dos fundos de investimento apresenta como vantagem a liquidez das cotas, aspecto este que permite aos investidores sacar o valor do rendimento auferido até a data de solicitação do resgate (ASSAF NETO, 2012; FORTUNA, 2013). Nesse contexto, têm-se os fundos multimercados, que diversificam a composição de suas carteiras de ativos financeiros em mais de um mercado, tal como os de rendas fixa e variável. Ademais, esses fundos apresentam como característica a remuneração dos ganhos decorrentes da habilidade de seus gestores na seleção de ativos, além de serem os fundos que mais se assemelham às estratégias de investimento dos *hedge funds* nos Estados Unidos, fazendo correspondência, portanto, a essa modalidade de fundos no Brasil (GOMES; CRESTO, 2010; MALAQUIAS; EID JR., 2013).

Apesar de a liquidez das cotas ser uma vantagem para os investidores, Oliveira (2005) comenta que a continuidade dessa política tem impossibilitado que os gestores de fundos brasileiros mantenham a posição de suas carteiras e proporcionem maior rentabilidade a esses títulos. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) parece levar em consideração a relevância da liquidez para a rentabilidade dos fundos de investimento no Brasil, pois, na Instrução CVM nº 409/2004 e Instrução CVM nº 555/2014, é esclarecido aos investidores que eles podem ou não se beneficiar de rendimentos, quando os fundos restringirem o resgate de suas cotas.

Nesse ambiente, os fundos multimercados que impõem políticas de restrição de resgate fazem com que os seus cotistas incorram em um maior intervalo de tempo para resgatar os seus investimentos, que é denominado de período de *lockup* (ARAGON, 2007). Em estudo sobre a utilização de períodos de *lockup* pela subcategoria de fundos *Long and Short* (Direcional e Neutro), entre os anos de 2009 e 2014, Pontes, Rogers e Malaquias (2015) não observaram o efeito positivo da imposição dessa política no mercado brasileiro. Contudo, com base nos dados do Sistema de Informações da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (SI-ANBIMA), verificou-se que os fundos multimercados apresentaram, entre os anos de 2009 e 2014, períodos de *lockup* de até 999 dias (prazo de pagamento), evidência esta que apoia a investigação de políticas de liquidez nesta classe de fundos de investimento.

Hong (2014) diz que a rentabilidade obtida pelo uso de períodos de *lockup* está relacionada ao gerenciamento do risco de liquidez das cotas, no entanto, as evidências trazidas na literatura não são conclusivas sobre o assunto. Nesse sentido, o autor cita que alguns

estudos têm demonstrado a influência do estabelecimento de períodos de *lockup* sobre a rentabilidade auferida pelas cotas de *hedge funds*. Entre esses estudos, destacam-se os trabalhos de Getmansky, Lo e Makarov (2004), Aragon (2007), Brunnermeier e Pedersen (2009), Sadka (2010), Boyson, Stabel e Stulz (2010), Cao *et al.* (2011) e Ben-David, Franzoni e Moussawi (2012).

Aragon (2007) com base em períodos de *lockup*, aviso prévio de resgate e valor mínimo de investimento, comprovou, em uma amostra de 2.873 *hedge funds* entre os anos de 1994 e 2001, que fundos com restrições de resgate entregam o prêmio de *lockup* (variação entre 4-7% a.a.). Já Boyson, Stabel e Stulz (2010), por meio de uma amostra com 226 observações mensais de *hedge funds*, no período de janeiro de 1990 a outubro de 2008, constataram que a liquidez é um fator de risco que afeta o desempenho das cotas de *hedge funds*. Logo, torna-se perceptível que a utilização de períodos de *lockup* pode ajudar a prever o desempenho das cotas de fundos multimercados brasileiros.

Li, Zhang e Zhao (2011) citam que, em função do crescimento dos *hedge funds* nos Estados Unidos, entre 1990 e 2004, esses fundos chamam a atenção desde então, do mercado e da área acadêmica. Malaquias e Eid Jr. (2013) concordam, ao afirmarem que o mercado de *hedge funds* proporciona o desenvolvimento de novas pesquisas científicas, por fazer uso da habilidade de seus gestores na seleção de ativos financeiros (gestão ativa), uma vez que essa forma de gestão pode contrariar, por exemplo, a Hipótese de Mercado Eficiente (HME). Embora a obtenção de ganhos pela gestão ativa seja um tema controverso (LEUSIN; BRITO, 2008), percebe-se que, aliada a períodos de *lockup*, essa forma de gestão pode auxiliar na identificação de títulos que permitam explorar algumas ineficiências de mercado previstas pela HME, principalmente em mercados emergentes como o brasileiro, cujas evidências têm indicado a presença da forma semiforte (CASTRO; MINARDI, 2009; MALAQUIAS; EID JR., 2013).

A relação entre gestão ativa e períodos de *lockup* também pode ser elucidada segundo a Teoria de Agência. De acordo com Jensen e Meckling (1976), nas relações que implicam esforços mútuos do principal e do agente, a imposição de restrições ao contrato firmado entre as partes e a criação de mecanismos de monitoramento se faz necessária para controlar esses esforços. Nesse sentido, se os gestores de fundos multimercados impõem períodos de *lockup* e os cotistas compactuam com a fixação dessa política, cria-se a expectativa de que o prêmio de *lockup* será transferido para as cotas. No entanto, se esse mecanismo é contrariado, fazendo com que as cotas dos investidores apresentem menor rentabilidade e maior exposição ao risco de liquidez, podem ser desencadeados os conflitos de interesses. Além disso, a imposição de

períodos de *lockup* pode ser um estímulo para os investidores que buscam alocar os seus recursos em investimentos que coíbam comportamentos impulsivos, conforme prevê o viés do presente no campo das Finanças Comportamentais.

Com base nesse contexto, buscou-se responder, nesta pesquisa, a seguinte questão: **qual a influência da imposição de períodos de *lockup* sobre o desempenho das cotas de fundos multimercados?** Para tanto, o objetivo geral deste estudo consiste em analisar se períodos de *lockup* influenciam a rentabilidade das cotas de fundos multimercados brasileiros.

Eid Jr. e Rochman (2014) relatam que, entre 1993 e 2013, o mercado de fundos de investimento brasileiro passou a contar com 14.097 fundos, com um patrimônio líquido de R\$ 2,4 bilhões. Entre as modalidades de fundos que ofereceram maior rentabilidade, têm-se os fundos multimercados, dado que, no ano de 2013, essa modalidade apresentou maiores valorizações para os fundos do tipo *Long and Short* Neutro e Direcional, com uma projeção de rentabilidade estimada de 10% a.a., e para os fundos com estratégia Multimercados Macro, de 8,49% a.a. (VAN DIJK, 2014). De acordo com o Boletim ANBIMA nº 110, de junho de 2015, os fundos multimercados do tipo Macro e Multiestratégia foram as modalidades que apresentaram maiores captações líquidas (2,52% e 2,47% respectivamente) para o mês de maio de 2015. Logo, esses valores despertam o interesse pelas razões que levam esses fundos a auferirem rentabilidade superior no Brasil.

A disposição por pesquisas sobre os fundos multimercados brasileiros iniciou-se somente a partir dos anos 2000 (GOMES; CRESTO, 2010). Jordão e Moura (2011) corroboram essa ideia, ao dizerem que a literatura científica sobre o desempenho de fundos de investimento no Brasil ainda é incipiente. Com base nessas constatações, pode-se inferir que a regulamentação dos fundos de investimento brasileiros iniciada pela CVM no ano 2003, aliada ao crescimento expressivo do setor a partir de 2004 (FONTE NETO; CARMONA, 2006; FONSECA *et al.*, 2007) são fatores que instigaram o desenvolvimento de estudos científicos no País. Ressalta-se, no entanto, que foram encontradas poucas pesquisas sobre a classe dos fundos multimercados em periódicos que apresentam maior nível de exigência segundo o QUALIS/CAPES na área de Administração, Ciências Contábeis e Turismo, fato que corrobora a elaboração de novos estudos sobre essa classe de fundos de investimento.

Como principais contribuições teóricas, o presente estudo pode complementar a Teoria de Hipótese de Mercado Eficiente (HME) proposta por Fama (1970), e a Teoria de Agência propagada por Jensen e Meckling (1976). No que concerne à HME, verifica-se que essa teoria é examinada indiretamente nesse trabalho, uma vez que a constatação de que a rentabilidade das cotas dos fundos multimercados pode ser afetada pela imposição de períodos de *lockup*

sugere que a determinação dessa política permite aos gestores selecionarem ativos financeiros cujas informações ainda não se tenham ajustado totalmente ao seu preço, na forma semiforte da HME. Nessa mesma linha, se identificado que os gestores de fundos multimercados conseguem propiciar maior rentabilidade às cotas ao estabelecerem períodos de *lockup*, pode-se inferir que não há conflitos de interesses na classe de fundos multimercados. Por outro lado, se constatado que há a imposição desta política, mas o prêmio de *lockup* não é entregue para os cotistas, conclui-se que existem conflitos de interesses entre o principal e o agente nessa categoria de fundos de investimento.

Outra contribuição vislumbrada corresponde à identificação do grau de liquidez das cotas de fundos multimercados, pois, ao se constatar que papéis mais ilíquidos implicam maior desempenho, abre-se caminho para as pesquisas que buscam investigar o viés do presente no setor de fundos de investimento brasileiro, em razão de compreender que os investidores denominados como sofisticados por essa teoria tendem a optar por investimentos que impõem penalidades e restrições de liquidez (NUNES; ROGERS; CUNHA, 2015). Não obstante, como os períodos de *lockup* não têm sido usados para explicar o desempenho das cotas em alguns estudos encontrados sobre fundos multimercados no Brasil (CASTRO; MINARDI, 2009; GOMES; CRESTO, 2010; MALAQUIAS; EID JR., 2013, 2014), a partir dos resultados desta pesquisa, essa variável pode juntar-se ao rol de características que são utilizadas para explicar a rentabilidade das cotas dos fundos multimercados. Na Figura 1, a seguir, são resumidas as principais implicações teóricas desta pesquisa mediante a constatação de períodos de *lockup*:



Figura 1 Principais implicações teóricas da pesquisa

Fonte: Elaborada pelo pesquisador.

Ademais, Berk e Green (2004) afirmam que a razão de intermediários financeiros serem recompensados no mercado em função de ganhos conquistados pela compra e venda de ativos é um assunto que carece de explicações pelas áreas de Economia e de Finanças. Frente à identificação de estudos que têm por base essa lógica (ARAGON, 2007; AGARWAL; DANIEL; NAIK, 2009; AIKEN; CLIFFORD; ELLIS, 2015), esta pesquisa pode indicar outro fator que auxilia na complementação dessa lacuna, para o contexto dos fundos de investimento, já que, segundo Jordão e Moura (2011), o desempenho dos *hedge funds* ainda é um tema recente para a literatura voltada para a Economia.

Sob o ponto de vista prático, este estudo oferece contribuições para os gestores de fundos multimercados e também para os cotistas desses fundos. Com relação aos gestores, os achados da presente pesquisa podem ensejar a deliberação de políticas que restrinjam o resgate das cotas, de modo a elucidar que a sua utilização contribui para que a posição de suas carteiras seja mantida, além da possibilidade de capturarem maiores rendas. Para os cotistas, este estudo oferece subsídios para que atuais e futuros investidores avaliem com mais rigor o prospecto dos fundos multimercados, e façam a opção por investimentos que melhor atendam aos seus objetivos de rentabilidade e de liquidez.

A fim de esclarecer o *trade-off* entre esses fatores, os resultados dos modelos analisados neste estudo podem gerar informações para que os investidores se decidam por aplicar em cotas líquidas ou com a expectativa de maior rentabilidade futura. Não obstante, por meio do estabelecimento de períodos de *lockup*, os investidores podem avaliar as chances de os gestores de fundos multimercados superarem o *benchmark* pretendido pelo fundo e realizar a cobrança de taxas de *performance*.

Este estudo está organizado em quatro capítulos, além desta introdução. O capítulo segundo apresenta o embasamento teórico utilizado, abrangendo-se a hipótese central definida para esta pesquisa. O terceiro enfatiza a classificação deste estudo, os argumentos defendidos para a coleta dos dados e para a definição de sua amostra, além dos procedimentos empregados para a escolha e análise dos modelos econométricos. No capítulo quarto, os resultados desses modelos são apresentados e discutidos. Na última seção, é apresentado o capítulo quinto, com as considerações que foram tecidas nesse trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo está dividido em seis partes. Na primeira, são apresentados os aspectos gerais dos fundos multimercados e *hedge funds*, com destaque para a nova classificação de fundos ANBIMA. As principais características dos fundos multimercados e dos *hedge funds* são demonstradas nos Quadros 1 e 2. Na segunda e terceira partes, são enfatizadas as vantagens do estabelecimento de períodos de *lockup* (vide Quadro 3), a hipótese central desta pesquisa e a elucidação das características que afetam o desempenho das cotas, sendo elas: i) idade; ii) tamanho; iii) taxa de administração; iv) taxa de *performance*; e v) fundos de investimento em cotas. Na quarta parte, é discutido acerca de possíveis conflitos de interesses que podem surgir entre gestores e cotistas de fundos multimercados, frente à imposição de resgate das cotas. Na quinta e sexta partes, as implicações da gestão ativa são discutidas em face de a Hipótese de Mercado Eficiente (HME), fora a contribuição de períodos de *lockup* para o campo das Finanças Comportamentais, por meio da alusão feita à ocorrência do viés do presente.

2.1 Aspectos gerais dos fundos multimercados e *hedge funds*

No Brasil, os fundos multimercados fazem correspondência aos *hedge funds* dos Estados Unidos (GOMES; CRESTO, 2010; MALAQUIAS; EID JR., 2013, 2014). Ao contrário dos *hedge funds* estadunidenses, Jordão e Moura (2011) enfatizam que os fundos multimercados não exigem que os seus gestores invistam o próprio capital no fundo e permitem o acesso de pequenos investidores às suas cotas. Caldeira, Moura e Santos (2014, p. 133) definem os multimercados como sendo os fundos que “[...] possuem maior liberdade de gestão, mas também apresentam maior risco, na medida em que seguem diversas estratégias de aplicação de recursos e não existe nenhum *benchmark* amplamente aceito ao qual possam ser comparados”.

Apesar de fazerem correspondência no Brasil, Gomes e Cresto (2010) esclarecem que nem todos os fundos multimercados classificados pela ANBIMA podem ser considerados em sua íntegra como *hedge funds*. Isso ocorre pelo fato de que algumas instituições utilizam essa classificação para obterem facilidade na regulamentação de seus fundos, dada a flexibilidade existente na escolha de estratégias de investimento por essa categoria. Yoshinaga *et al.* (2009, p. 2) citam que os fundos optam por essas formas de alocação em razão de: “[...] (i) permitir

que possam usar a alavancagem quando julgarem oportuno, ainda que nunca o tenham feito; (ii) diminuir o risco jurídico em caso de questionamento de alguma estratégia por parte dos cotistas”.

Os interesses dos fundos multimercados são representados e autorregulados no Brasil, assim como das demais categorias de fundos de investimento. A ANBIMA, responsável por essas ações, foi instituída em 2009 por meio da integração da Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID) e da Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA). No quesito regulamentação e fiscalização, os fundos multimercados são acompanhados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a datar de 2003, época na qual as cotas dos fundos de investimento foram consideradas valores mobiliários e, assim, deixaram de ser regimentadas pelo Banco Central do Brasil (DELIBERAÇÃO CVM, 2003). Desde então, são objeto de acompanhamento da CVM os valores mobiliários que se caracterizam como “[...] uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros” (INSTRUÇÃO CVM, 2004, p. 2).

Atribuído o seu acompanhamento à CVM, os fundos de investimento foram normatizados por esse órgão governamental por meio da Instrução CVM (ICVM) nº 409 de 2004 (dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento), até a data de 30 de setembro de 2015. No art. 92 desta norma é matéria de regulamentação as seguintes classes de fundos de investimento: “I – Fundo de Curto Prazo; II – Fundo Referenciado; III – Fundo de Renda Fixa; IV – Fundo de Ações; V – Fundo Cambial; VI – Fundo de Dívida Externa; e VII – Fundo Multimercado”. No art. 97 encontra-se a definição para os fundos multimercados, objeto deste estudo: “[...] devem possuir políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial ou em fatores diferentes das demais classes previstas no art. 92” (INSTRUÇÃO CVM, 2004, p. 63; 76).

A partir de 1º de outubro de 2015, passou a vigorar no País a ICVM nº 555 – “Nova 409”, cuja finalidade de elaboração se ateve à melhoria da competitividade do setor de fundos de investimento brasileiro, com a inserção de mudanças que visaram à redução de custos operacionais dos fundos e à adequação do Brasil a experiências vivenciadas pelo mercado de fundos de investimento no âmbito internacional (ANBIMA, 2015). Não obstante, a CVM também emitiu a ICVM nº 554/2014 em substituição a ICVM nº 539/2013, a fim de readequar as normas estabelecidas para Investidor Qualificado e Investidor Profissional, esclarecendo, portanto, que investidor qualificado corresponde ao investidor denominado de profissional, as

pessoas naturais ou jurídicas, e também os clubes de investimento, conforme as especificações previstas no art. 9º da respectiva norma (INSTRUÇÃO CVM, 2014).

No art. 108 da ICVM nº 555/2014 verifica-se que os fundos de investimento e os fundos de investimento em cotas se restringiram, nessa norma, a quatro classes de ativos: “I – Fundo de Renda Fixa; II – Fundo de Ações; III – Fundo Multimercado; e IV – Fundo Cambial”. A compreensão dos fundos multimercados permaneceu a mesma da ICVM nº 409/2004, todavia com ressalvas aos limites de concentração por emissor para os fundos no exterior que se classificarem como dívida externa, ou cujas cotas sejam acolhidas no exterior (INSTRUÇÃO CVM, 2014). Em consulta ao *site* da ANBIMA, nota-se que não há uma definição ampla do que venha a ser a modalidade de fundos multimercados no País, prevalecendo, desse modo, a compreensão trazida nas normas da CVM. Outra compreensão mantida pela ICVM nº 555/2014, esteve relacionada à possibilidade de os fundos oferecerem rendimentos, na opção de apresentarem períodos de *lockup* ou carência: “[...] o regulamento pode estabelecer prazo de carência para resgate, com ou sem rendimento” (INSTRUÇÃO CVM, 2014, p. 22).

Com base na Cartilha da Nova Classificação de Fundos ANBIMA (2015), constata-se que, tendo em vista a ICVM nº 555/2014 e o propósito de facilitar a escolha dos produtos oferecidos pelo setor de fundos de investimento brasileiro, a classificação de fundos criada pela ANBIMA baseou-se no agrupamento por níveis para a identificação de estratégias e de fatores de risco associados aos fundos de investimento, que foram segregados da seguinte forma: i) classe de ativos (características de risco e retorno dos fundos); ii) categoria ou tipos de gestão e riscos (alocação, estratégia e investimento no exterior); e iii) subcategorias. Nessa cartilha também é dito que: “[...] buscou-se uma analogia com os tipos de gestão indexada e ativa, segregando, no segundo nível, os tipos por alocação e por estratégia” (ANBIMA, 2015, p. 22). Na Figura 2 é apresentado a síntese da nova classificação dos fundos de investimento, a partir da classe de ativos multimercados.

De acordo com a nova proposta da ANBIMA (2015), a classe de ativos multimercados em segundo nível, pelo critério “alocação”, prevê que a classe de ativos investida pelos fundos deve ser exposta antecipadamente. Nesse caso, em terceiro nível, as subcategorias correspondentes referem-se aos fundos que admitem ou não a alavancagem do seu patrimônio. Em consulta ao *site* da ANBIMA “Um fundo é considerado alavancado sempre que existir possibilidade (diferente de zero) de perda superior ao patrimônio do fundo, desconsiderando-se casos de default nos ativos do fundo”. Tais subcategorias equivalem aos fundos Dinâmicos: dispõem de estratégia flexível e admitem alavancagem superior a 100% do

seu patrimônio; e aos fundos Balanceados: apresentam suas estratégias de investimento em classes de ativos distintas pré-determinadas e não operam com alavancagem (ANBIMA, 2015).



Figura 2 Nova classificação dos fundos multimercados

Fonte: Cartilha da Nova Classificação de Fundos ANBIMA (2015, p. 22).

Em se tratando da classificação em segundo nível por estratégia, que representa o conhecimento prévio das ações definidas pelos fundos de investimento, há, segundo a ANBIMA (2015), as seguintes estratégias em terceiro nível dos fundos multimercados (subcategorias): Macro; *Trading*; *Long and Short* Neutro; *Long and Short* Direcional; Juros e Moedas; Livre; Capital Protegido; e Estratégia Específica.

Em relação aos fundos do tipo Macro, eles têm o desempenho de suas cotas sujeitos ao comportamento da Economia em médio e em longo prazo, mediante o investimento nas principais classes de ativos (renda fixa, variável, câmbio, entre outros), além de fazerem uso de alavancagem (DELIBERAÇÃO ANBIMA, 2015). Os fundos do tipo *Trading* também admitem alavancagem e realizam suas operações de compra e venda em diferentes mercados ou classes de ativos, porém, estas ações são realizadas no curto prazo, de forma a aproveitar as tendências de mercado (FORTUNA, 2013; DELIBERAÇÃO ANBIMA, 2015).

No que tange aos fundos *Long and Short* do tipo Neutro, eles visam a assumir posições proporcionais de compra e venda de seus ativos financeiros, com vistas à valorização/desvalorização de seus papéis, conduzindo a característica 'neutro'. Segundo a Deliberação ANBIMA nº 61/2015, esses fundos operam com ativos e derivativos ligados à renda variável; admitem alavancagem; e investem suas sobras de caixa em operações referenciadas por Depósitos Interbancários (DI). Em contrapartida, os fundos *Long and Short* do tipo Direcional se diferenciam por apostarem na alta ou na baixa de posições compradas

e/ou vendas de ações e derivativos de ações, fazendo com que o *spread* auferido represente a rentabilidade de suas cotas (DELIBERAÇÃO ANBIMA, 2015).

Quanto aos fundos do tipo Juros e Moedas, o desempenho de suas cotas é vinculado aos ativos de renda fixa, contudo, os gestores desses fundos podem admitir estratégias associadas a oscilações de juros, índices de preços e moedas investidas no longo prazo e, ainda, podem operar com alavancagem (FORTUNA, 2013; DELIBERAÇÃO ANBIMA, 2015). Já os do tipo Capital Protegido, são fundos que, além de oferecerem rentabilidade as suas cotas, devem garantir a devolução do capital para os seus investidores. Assim, mesmo atuando em mercados considerados de risco, esses fundos precisam prezar pela proteção parcial ou total do valor principal de suas cotas (FORTUNA, 2013; DELIBERAÇÃO ANBIMA, 2015). Na sequência, têm-se os fundos multimercados do tipo Livre e os do tipo Estratégia Específica. Enquanto os multimercados do tipo Livre não têm o compromisso de manter uma única estratégia, os fundos com Estratégia Específica aplicam em ativos com riscos específicos, ou seja, são riscos associados a “[...] variação dos preços das *commodities* ou de futuro de índices” (FORTUNA, 2013, p. 800).

Para atender aos novos dispositivos da ICVM nº 554 e nº 555 de 2014, percebe-se que foram eliminados os fundos do tipo Multigestor: caracterizavam-se por terem como estratégia, a aplicação em cotas de outros fundos de investimento, cujos gestores apresentassem *performance* superior no mercado; e os fundos do tipo Multiestratégia: baseavam-se no volume de aplicação de recursos para oferecer maior rentabilidade às cotas no atendimento dos *private banks*.

Por fim, segundo a Cartilha da Nova Classificação de Fundos ANBIMA (2015), tem-se em segundo nível que, se um fundo declara que investe mais de 40% dos seus ativos no exterior, a sua classificação será multimercado investimento no exterior, o que também conduz em terceiro nível a investimento no exterior (ANBIMA, 2015). No Quadro 1, é demonstrada a compreensão das principais características dos fundos multimercados, de acordo com a nova classificação ANBIMA (2015).

No âmbito dos *hedge funds*, Getmansky, Lo e Makarov (2004) definem que o desempenho das cotas dos *hedge funds* provém de investimentos feitos em ativos financeiros que estão dispostos em mercados distintos. Em função da diversificação de capital, os *hedge funds* dispõem de uma capacidade de geração de retornos que são obtidos conjuntamente de aplicações feitas em ativos relacionados à renda fixa e à variável (GOMES; CRESTO, 2010). Ribeiro (2014) afirma que a definição dos *hedge funds* se dá mais em função de suas características econômicas, do que em razão de aspectos técnicos ou jurídicos.

Quadro 1 Principais características dos fundos multimercados

	Subcategoria	Estratégia de investimento	Admissão de alavancagem
Alocação	Balanceados	Diversas classes de ativos. Admitem deslocamentos táticos e/ou políticas de rebalanceamento explícitas.	Não
	Dinâmicos	Diversas classes de ativos, inclusive, a aquisição de cotas de outros fundos.	Sim
Estratégia	Macro	Renda fixa, variável, câmbio, entre outros.	Sim
	<i>Trading</i>	Renda fixa, variável, câmbio, entre outros.	Sim
	<i>Long and Short</i> Neutro	Ativos e derivativos ligados à renda variável; investem suas sobras de caixa em operações referenciadas por Depósitos Interbancários.	Sim
	<i>Long and Short</i> Direcional	Ativos e derivativos ligados à renda variável.	Sim
	Juros e Moedas	Ativos de renda fixa associados a juros, índices de preços e moedas.	Sim
	Livre	Diversas classes de ativos. As sobras de caixa podem ser investidas em quaisquer ativos com respaldo no regulamento.	Sim
	Capital Protegido	Ativos dispostos em mercados de risco.	Não
	Estratégia Específica	Ativos com riscos específicos (<i>commodities</i> e futuro de índice).	Sim
Investimento no Exterior	Investimento Exterior	Investimento igual ou superior a 40% do patrimônio líquido no exterior.	Sim

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Fortuna (2013), Cartilha da Nova Classificação de Fundos ANBIMA (2015) e Deliberação ANBIMA (2015).

Ackermann, McEnally e Ravenscraft (1999, p. 834) caracterizam os *hedge funds* a partir de uma “[...] estrutura organizacional pouco regulamentada, estratégias de investimento flexíveis, investidores relativamente sofisticados, investimentos significativos de gestão, e incentivos gerenciais fortes”. Não obstante, esses autores citam que o desempenho das cotas de *hedge funds* pode ser influenciado pelo risco dos ativos financeiros que os gestores investem e pelo grau de alavancagem quando assumido, visto que a lógica do mercado é a de que títulos com maiores riscos implicam a obtenção de maiores retornos.

Loomis (1966) relata, em seu estudo, que o primeiro *hedge fund* a existir na História foi o – *The Jones Hedge Fund* –. O fundo iniciado em 1949 e gerenciado por Alfred Winslow Jones operava sob as mesmas características dos fundos multimercados *Long and Short* (GOMES; CRESTO, 2010). Assim, compreende-se que a subcategoria *Long and Short* no

Brasil corresponde à classe de ativos que mais se assemelha à proposta original dos *hedge funds* estadunidenses. Ademais, depreende-se que a rentabilidade auferida pelo fundo de Alfred Winslow Jones ensejou a capacidade dos *hedge funds* de superar o desempenho das demais aplicações da época, impulsionando a forma de gestão ativa pelos fundos, conforme se pode verificar no trabalho de Loomis (1966, p. 237):

[...] os investimentos deixados com Jones durante cinco anos, encerrados em 31 de maio (fechamento do ano fiscal de 1965), fizeram 325%. O *Fidelity Trend Fund*, que teve o melhor registro de qualquer fundo mútuo durante esses anos, fez “apenas” 225% (LOOMIS, 1966, P. 237).

Gomes e Cresto (2010) citam que os *hedge funds* estadunidenses passaram por um período de baixa em 1970, em razão das crises instauradas nessa época no País, fazendo com que as operações de muitos *hedge funds* fossem encerradas. Jobman (2002) afirma que o crescimento desse setor nos Estados Unidos reacendeu somente por volta dos anos de 1990, despertando, inclusive, o interesse da Academia pelo modo como esses fundos auferem a rentabilidade de suas cotas. Não obstante, esse autor diz que o mercado de *hedge funds* estadunidense se desenvolveu “em segredo” ao longo dos anos por razões legais.

Brav *et al.* (2008) dizem que os *hedge funds* foram proibidos até mesmo de utilizarem veículos de comunicação para atrair novos investidores, fora que não estão sujeitos a uma regulamentação mais abrangente, dentro dos padrões de investimento requeridos para os fundos de investimento. Ribeiro (2014) corrobora ao mencionar que os *hedge funds* dispuseram de bastante flexibilidade em seu processo de regulamentação, desde que foram criados nos Estados Unidos. Denvir e Hutson (2006) já haviam citado que existem dificuldades na obtenção de dados confiáveis dos *hedge funds* nos Estados Unidos, em razão de esses fundos não serem obrigados a divulgar a rentabilidade de suas cotas, exceto de forma voluntária, às empresas que trabalham com a venda de informações sobre o setor, tais como a CSFB/Tremont, *Hedge Fund Research* (HFR), *Zurich Capital Markets* e *Van Hedge Fund Advisors*.

Desse modo, constata-se que, em função das características dos *hedge funds*, respaldado na falta de clareza quanto ao seu processo de identificação (composição societária/contratual e liberdade na escolha de estratégias), e até mesmo, por causa das fortes oscilações que essa categoria de fundos de investimento vivenciou no passado, os *hedge funds* se ausentaram de controles mais rígidos pela *Securities Exchange Commission* (SEC), por meio da norma *Investment Company Act*, criada no ano de 1940. “Não é incomum para os fundos, deixarem de ser inclusos acidentalmente ou não nos registros da SEC, na contagem

global de *hedge funds*” (JOBMAN, 2002, p.18). No Quadro 2, as principais características dos *hedge funds* são apresentadas:

Quadro 2 Principais características dos *hedge funds*

Gestores	Estrutura	Estratégias	Investidores	Rentabilidade
<p>Investem o seu próprio dinheiro no fundo;</p> <p>Costumam ser sócios do fundo;</p> <p>Respondem pelo fundo no caso de falência;</p> <p>Incorrem em menos conflitos de interesse;</p> <p>Recebem bonificação associada ao desempenho das cotas.</p>	<p>Sociedades limitadas ou contratuais;</p> <p>Detêm grandes participações percentuais em empresas individuais;</p> <p>Pouco regulamentada;</p> <p>Limitam a liquidez das cotas no período de um ano para novos investidores, e impõem períodos trimestrais para as cotas existentes; ou podem fazer com que seus investidores concordem com um <i>lockup</i> de dois anos ou mais;</p> <p>Normalmente levantam capital através de ofertas privadas que não estão sujeitas às exigências de divulgação amplas ou outros regulamentos;</p> <p>Não estão sujeitos a uma extensa influência estadual, local, ou controle político;</p> <p>Cobram de seus investidores uma taxa anual fixa de 2% de seus ativos, acrescido de uma taxa de <i>performance</i> de 20% com base na declaração anual do fundo.</p>	<p><i>Short selling</i>;</p> <p><i>Leverage</i>;</p> <p><i>Derivative</i>;</p> <p><i>Highly concentrad investment positions</i>;</p> <p>São extremamente flexíveis em suas opções de investimento;</p> <p>Fazem uso de alavancagem;</p> <p>Têm permissão para se engajar em negociação de derivativos;</p> <p>Não são obrigados por lei a manter carteiras diversificadas;</p> <p>Podem optar por estratégias múltiplas.</p>	<p>Instituições e pessoas físicas;</p> <p>Tendem a ser indivíduos ricos e grandes instituições;</p> <p>Alto poder aquisitivo (entre US\$250.000 e US\$1 milhão).</p>	<p>Ocorre quando o <i>benchmark</i> estabelecido é superado;</p> <p>É dependente da estratégia adotada pelos gestores.</p>

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Ackermann, McEnally e Ravenscraft (1999), Jobman (2002), Brav *et al.* (2008), Li, Zhang e Zhao (2011) e Ribeiro (2014).

Em oposição ao contexto dos *hedge funds*, acredita-se que os fundos multimercados evoluíram com mais clareza no Brasil, por ser esse um País emergente e com necessidade de atrair recursos do exterior, fato que pode implicar uma atuação mais precisa da CVM na emissão e fiscalização de suas normas, e da ANBIMA na representação e autorregulação do setor de fundos de investimento brasileiro.

2.2 Períodos de *lockup* e desempenho de fundos multimercados

No mercado de fundos de investimento, gestores de fundos são contratados pelas suas administradoras (*assets*) para superarem o *benchmark* estabelecido no prospecto dos fundos e proporcionar maior rentabilidade às cotas. Varga (2001) afirma que a escolha de um fundo por parte dos cotistas é influenciada pela carteira de ativos que o compõem e pelo desempenho das cotas obtido por seus gestores. Nanda, Narayanan e Warther (2000) explicam que a habilidade dos gestores em relação ao desempenho das cotas torna-se um atrativo, somente quando os investidores são propensos a investimentos de longo prazo, e apresentam pouco interesse pelo resgate desses títulos. Ademais, gestores que conseguem superar um determinado *benchmark*, são vistos como os profissionais que dispõem de informações ou de ferramentas superiores de processamento e divulgação para o mercado (VARGA, 2001).

Apesar de a habilidade dos gestores de *hedge funds* ser remunerada por meio da cobrança de taxas de *performance*, as reais causas que determinam os ganhos que são transferidos para as cotas têm sido questionadas, entre elas, os períodos de *lockup* (ARAGON, 2007). Agarwal, Daniel e Naik (2009), por meio de uma amostra com 3.924 *hedges funds*, no período de 1994 a 2002, constataram que os fundos que estabelecem maiores períodos de *lockup* e impõem avisos prévios de resgate entregam rentabilidade superior aos seus cotistas, evidências que apoiam a investigação dos ganhos que são transferidos para as cotas de *hedge funds*.

Períodos de *lockup* correspondem a uma “[...] provisão que requer que todos os montantes iniciais alocados em um fundo não sejam retirados antes do final de um período pré-especificado” (ARAGON, 2007, p. 36). Outra interpretação é a de que períodos de *lockup* “[...] representam a quantidade mínima de tempo que o investidor deve se comprometer com a permanência do capital investido no fundo” (AGARWAL; DANIEL; NAIK, 2009, p. 2.223). Cabe explicar que períodos de *lockup* se aplicam tanto para o processo de aquisição de novas cotas quanto para aquelas que estão sob a posse dos investidores, visto que alguns fundos podem limitar o período de resgate a um ano para novos cotistas e condicionar o resgate efetivo das cotas ao intervalo de um mês, ou a períodos trimestrais para os títulos já adquiridos (ACKERMANN; MCENALLY; RAVENSCRAFT, 1999; LIANG, 1999). Ben-David, Franzoni e Moussawi (2012) apoiam essa ideia, ao reiterar que as cotas de *hedge funds* podem ser consideradas como ilíquidas se elas apresentam períodos de *lockup* ou de aviso prévio de resgate maior que um mês.

Nanda, Narayanan e Warther (2000) explicam que a ausência de períodos de *lockup* implica o desempenho das cotas de um fundo, pois, se um gestor se depara com a situação de se desfazer de um ativo em um momento não oportuno para a venda, a captação de renda pelos ativos investidos é comprometida. Hong (2014) corrobora esses argumentos no contexto dos *hedge funds*, ao citar que o uso de períodos de *lockup* permite aos gestores, além de se prevenirem de resgates inesperados, realizarem o gerenciamento do risco de liquidez (dificuldade na compra ou venda de um ativo, ao preço desejado, no tempo desejado).

Bali, Brown e Caglayan (2012) dizem que os gestores costumam variar bastante a posição de suas carteiras, em função do risco associado às condições macroeconômicas e aos mercados financeiros. Aiken, Clifford e Ellis (2015) afirmam que, diante da complexidade dos ativos mantidos pelos *hedge funds* e por suas características de iliquidez, a imposição de períodos de *lockup* não só contribui para manter a posição de suas carteiras frente à liquidação de cotas, como também permite o investimento em ativos que trarão maior rentabilidade no longo prazo.

Lerner e Schoar (2004) elucidam que a imposição de períodos de *lockup* proporciona a triagem de investidores com alto poder aquisitivo e com objetivos de investimento de longo prazo. Tomando como referência o contexto dos fundos *private equity*, esses autores dizem que, para um projeto de investimento gerar resultados sem comprometer o caixa do fundo, é necessário que haja investidores dispostos a realizar o resgate de suas cotas em períodos maiores (LERNER; SCHOAR, 2004). Desse modo, pode-se inferir que o resgate antecipado das cotas implica a busca por fontes alternativas de capital, a fim de suprir a demanda de resgate pelos investidores, gerando assim, custos de transação.

A liquidação das cotas faz com que o investidor também incorra em outros custos de transação, tais como a cobrança de impostos e taxas de saída (CALADO, 2011; FORTUNA, 2013). Edelen (1999), com base em 166 fundos mútuos *open-end*, selecionados aleatoriamente da Edição de Verão de 1987 da *Morningstar's Sourcebook*, evidenciou que o desempenho negativo das cotas desses fundos ocorreu por causa da influência dos custos de transação gerados pela constância de resgates, fato que demonstra que o estabelecimento de políticas de liquidez pode afetar tanto os cotistas quanto os gestores.

No cenário brasileiro, por meio do sistema para recolhimento do Imposto de Renda (IR) de cotas de fundos, denominado de come-cotas, que efetua o desconto automático desse imposto em períodos predeterminados, verifica-se que a cobrança de alíquotas é maior para as cotas que são resgatadas no curto prazo (22,5% até 180 dias) frente a 15% de IR para aquelas que são resgatadas acima de 720 dias (CALADO, 2011). Citado esse exemplo, percebe-se que

os investidores que demandam mais liquidez incorrem em maiores custos de transação, demonstrando ao investidor que o *trade-off* entre liquidez e rentabilidade deve ser levado em consideração no momento da escolha das cotas e a sua permanência no fundo.

Aragon (2007) esclarece que os custos de transação são menores para as cotas mais ilíquidas, visto que esses custos podem ser amortizados em períodos maiores e, assim, ter minimizado o seu impacto sobre o valor das cotas. Consistente com Lerner e Schoar (2004), Ramodara (2012) cita que períodos de *lockup* ajudam a controlar os efeitos negativos que os desembolsos podem exercer na disponibilidade de caixa de um fundo. Esse fato, inclusive, já fora evidenciado por Chordia (1996), que, por meio da análise de 397 fundos mútuos com estratégias distintas, entre 1984 e 1993, relatou que esses fundos elevaram a cobrança de suas taxas de saída, para minimizar a solicitação de resgates, além de mostrar que os fundos pesquisados mantêm maiores quantias em caixa quando o resgate das cotas é incerto.

Liang (1999) evidenciou em uma amostra de 926 *hedge funds*, no período de 1994 a 1996, que a imposição de períodos de *lockup* foi um aspecto determinante para que essas cotas gerassem retornos positivos. Desse modo, constata-se que o estabelecimento de políticas que restringem a liquidez das cotas permite aos gestores de *hedge funds* explorar suas estratégias de investimento, pois, conforme destacam Agarwal, Daniel e Naik (2009, p. 2.223) “quanto mais longo for o período de *lockup*, aviso de resgate, e período de resgate, maior é a liberdade do gestor para levar a cabo diferentes estratégias de investimento, sem se preocupar com a necessidade de liquidez do investidor”. No Quadro 3 são sintetizadas as principais vantagens associadas a imposição de períodos de *lockup*:

Quadro 3 Vantagens associadas a imposição de períodos de *lockup*

Vantagens	Conceitual
Preservam ou aumentam a rentabilidade dos ativos.	Liang (1999); Nanda, Narayanan e Warther (2000); Field e Hanka (2001); Aragon (2007); Hong (2014); Aiken, Clifford e Ellis (2015).
Reduzem os desembolsos.	Chordia (1996); Ramodara (2012).
Reduzem os custos de transação.	Edelen (1999); Lerner e Schoar (2004); Aragon (2007).
Podem amortizar os custos de transação.	Aragon (2007).

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

Hong (2014) cita que a literatura sobre os *hedge funds* relata que esses fundos não costumam alterar as restrições de suas cotas, entre elas, os períodos de *lockup*. O autor, com base em 175.177 observações mensais de 6.038 *hedge funds*, entre o período de janeiro de 2007 e maio de 2012, apresentou as seguintes evidências: i) o risco de liquidez dos ativos mantidos pelos fundos influencia as restrições impostas às cotas; ii) os *hedge funds* que

gerenciam ativos com menor risco de liquidez, tendem a diminuir suas restrições às cotas; iii) as restrições fixadas às cotas estão associadas ao desempenho obtido pelos fundos (HONG, 2014). No Brasil, apesar de não se identificar um estudo que tenha analisado esse aspecto, pôde-se constatar no art. 45 da ICVM nº 555/2014 que os fundos de investimento podem alterar o seu regulamento, inclusive, as condições de resgate instituídas aos investidores.

Destarte, a imposição de períodos de *lockup* também se torna um aspecto relevante para auferir rentabilidade na classe dos fundos multimercados, implicando, portanto, uma relação positiva entre o desempenho das cotas de fundos multimercados e períodos de *lockup*. Aragon (2007) afirma que períodos de *lockup* podem ser observados com facilidade na política de investimento apresentada no prospecto dos fundos, característica oposta à identificação da liquidez no mercado acionário, uma vez que se faz necessária a escolha de *proxies* elencadas na literatura para a sua determinação, que, inclusive, podem apresentar problemas por não incluírem o fator “tempo” (ARAGON, 2007). Tal fato, juntamente com os argumentos apresentados, corrobora o teste da hipótese central deste estudo:

H₁: Períodos de *lockup* proporcionam maior desempenho às cotas de fundos multimercados.

No mercado de ações, Karpoff, Lee e Masulis (2013, p. 607) esclarecem que períodos de *lockup* são firmados sob “[...] um contrato legal que proíbe gestores e outros *insiders* pela venda de ações por um determinado período”. Para que não haja exageros nas ordens de venda por uma companhia aberta que decide pelo *Initial Public Offering* (IPO), as empresas fazem uso de períodos de *lockup* com o propósito de preservar a rentabilidade dos ativos (FIELD; HANKA, 2001). De forma similar, verifica-se que essa política é a mesma aplicada aos *hedge funds*, exceto por se limitar ao cenário de IPO.

Amihud e Mendelson (1986) elucidam que a liquidez no mercado acionário pode ser caracterizada de acordo com o custo que incorre no momento da venda de um ativo. Assim, uma das formas de se determinar a liquidez decorre do seguinte: se um ativo apresenta negociabilidade alta e custos de transação baixos, esse ativo pode ser considerado líquido, porém, se essas características não forem identificadas, por conseguinte, a liquidez não é observada e, assim, os investidores exigiriam maiores retornos em função do risco assumido (BRUNI; FAMÁ, 1998). Ademais, os custos de transação associados à liquidez correspondem a:

[...] custos de busca, custos da diferença entre os preços de oferta e de demanda, custos de contratação e negociação e custos de espera. Inclui, além desses, os descontos que precisam ser oferecidos para compensar a informação assimétrica e a especificidade dos ativos (CORREIA; AMARAL; BRESSAN, 2008, p. 110; 111).

Bruni e Famá (1998) trazem em seu estudo que o efeito da liquidez dos ativos não é medido pela proposta geral do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), desenvolvido segundo Holmstrom e Tirole (2001) por Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966). Entretanto, desde o final da década de 1970, estudos impulsionados por Amihud e Mendelson (1986) elencaram outras variáveis fora o beta, para explicar o retorno esperado dos ativos financeiros (BRUNI; FAMÁ, 1998; ARAGON, 2007; CORREIA; AMARAL; BRESSAN, 2008). Com base em cerca de 50 portfólios formados por retornos mensais do *Center for Research in Security Prices* e por meio da diferença entre o preço de oferta e demanda de ações (*bid-ask spread*) cotadas na *New York Stock Exchange* (NYSE), durante o período de 1961 a 1980, Amihud e Mendelson (1986) apresentaram o chamado efeito clientela, que pressupõe que investidores com objetivos de longo prazo adquirem ativos financeiros mais ilíquidos, o que conduz a uma relação positiva entre retorno esperado e custos de transação (AMIHU; MENDELSON, 1986; ARAGON, 2007).

Em oposição à lógica propagada por Amihud e Mendelson (1986), Holmstrom e Tirole (2001) desenvolveram o *Liquidity-Based Asset Pricing Model* (LAPM), que admite que a liquidez seja um fator ligado a decisões de financiamento de longo prazo pelas empresas, implicando, portanto, uma relação de agência. Nesse modelo, os autores consideram que os recursos das empresas relativos à sua capacidade de financiamento, intelectual (pessoas) e obtenção de lucros são escassos.

Assim, a junção desses fatores remete à lógica de que decisões de captação e de aplicação sejam tomadas de forma que se garanta a capacidade de solvência das organizações, fazendo com que essas empresas optem por ativos que apresentam maior liquidez. “Demanda das empresas por ativos financeiros é impulsionada pelo desejo de acumular liquidez a fim de satisfazer as necessidades de caixa futuros” (HOLMSTROM; TIROLE, 2001, p. 1837). Além disso, a variável liquidez no modelo proposto é medida por um prêmio resultante da covariância entre a rentabilidade dos ativos investidos e a liquidez apresentada por eles, fora a expectativa de que o prêmio de liquidez cresça em função de ativos mais ilíquidos.

No cenário brasileiro, constata-se, a partir dos estudos encontrados, que a precificação da liquidez no valor das ações é um tema controverso. Bruni e Famá (1998) agregaram como *proxy* ao modelo CAPM, a média dos últimos doze meses de negociabilidade dos ativos

coletados da BM&FBOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo na época), no período de julho de 1988 a junho de 1997, identificando um prêmio ou maior retorno esperado para as ações que apresentaram menor liquidez.

Em resultado oposto, Correia, Amaral e Bressan (2008), utilizando o índice *turnover* como *proxy* para a liquidez (volume de negociação em dinheiro dividido pela quantidade de negócios realizados) evidenciaram no período de março de 1995 a dezembro de 2004, a ausência do prêmio de liquidez às ações transacionadas na BM&FBOVESPA. Como argumento para os resultados apresentados, os autores relataram que, em países emergentes, a liquidez não é associada como fator de risco na precificação de ativos financeiros, demonstrando, assim, uma relação linear positiva entre retorno esperado e liquidez das ações. Não obstante, outras pesquisas no mercado acionário brasileiro têm encontrado evidências da relação entre a rentabilidade das ações e liquidez (VIEIRA; MILACH, 2008; MACHADO; MACHADO, 2014; MACHADO; MEDEIROS, 2014; ROGERS; MAMEDE, 2015), o que torna oportuno, dessa forma, a investigação no âmbito dos fundos multimercados.

2.3 Características que afetam o desempenho das cotas

A literatura científica elenca algumas características que podem ser utilizadas para explicar a rentabilidade dos *hedge funds*. Entre elas, têm-se além de períodos de *lockup*, os seguintes fatores: i) idade; ii) tamanho; iii) taxa de administração; iv) taxa de *performance*; e v) fundos de investimento em cotas (ACKERMANN; MCENALLY; RAVENSCRAFT, 1999; ARAGON, 2007; FUNG *et al.* 2008; TEO, 2011; RAMODARAI, 2012).

Com relação à idade dos fundos, Ramodarai (2012) diz que essa característica é comumente utilizada em pesquisas sobre *hedge funds*, para explicar o desempenho das cotas. Aragon (2007) esclarece que a idade é um aspecto relevante na análise da rentabilidade das cotas, visto que é possível identificar, por exemplo, se períodos de *lockup* são mais frequentes em fundos com pouco tempo de funcionamento, já que o interesse de tais fundos é atrair novos investidores que desejam obter maior rentabilidade.

Nessa lógica, Bali, Gockan e Liang (2007), com vistas a mensurar a relação entre a rentabilidade e o risco das cotas de *hedge funds*, atestaram, em uma amostra formada por 2.064 *hedge funds*, divididos entre fundos ativos e inativos, no período de janeiro de 1995 a dezembro de 2003 que a rentabilidade dos fundos em funcionamento se reduz conforme o tempo de operação. Esses autores explicam que o desempenho superior das cotas de fundos

mais jovens, pode ser atribuído ao fato de que os gestores desses fundos estejam iniciando suas carreiras e, para se consolidarem no mercado, buscam auferir maior desempenho.

Aggarwal e Jorion (2010) citam que a idade dos fundos está relacionada na literatura à carreira de gestores frente à gestão de suas carteiras. Corroborando essa explicação, Li, Zhang e Zhao (2011) afirmam que gestores com maior tempo de experiência tendem a incorrer em riscos menores, ao contrário daqueles que estão ingressando na atividade. Logo, espera-se que o fator idade influencie a rentabilidade das cotas negativamente, partindo-se do pressuposto que, fundos com menor tempo de operação estabelecem maiores períodos de *lockup*.

No que refere à variável tamanho dos fundos, Ackermann, McEnally e Ravenscraft (1999) afirmam que essa característica é partilhada em trabalhos sobre fundos de investimento, em razão das economias de escala que os fundos conseguem obter pela quantidade de ativos sob a sua posse, fato que pode impactar na sua rentabilidade. Conforme esclarecem Bali, Gockan e Liang (2007), fundos com menor porte podem encerrar as suas operações em detrimento da falta de recursos para superar os gastos de suas operações. O tamanho dos fundos parece ser um aspecto bastante relevante para os *hedge funds*, pois, de acordo com Aggarwal e Jorion (2010), em virtude de reputação: gestores que estão iniciando em suas carreiras, dispõem de incentivos apreciáveis para que aumentem a quantidade de ativos gerenciados.

Bollen e Pool (2009) explicam que o tamanho do fundo pode ser mensurado por meio da média dos ativos registrados pelos fundos. Entretanto, verifica-se que algumas pesquisas realizadas no Brasil utilizaram, como *proxy* para a mensuração dessa característica, o valor do patrimônio líquido ao invés do seu ativo total (CASTRO; MINARDI, 2009; MALAQUIAS; EID JR., 2013, 2014). A explicação pode decorrer do fato de que a divisão do patrimônio líquido pelo número de cotas do fundo representa o valor da cota adquirida por cada investidor, implicando, portanto, em uma medida mais adequada para a sua mensuração.

Castro e Minardi (2009) com base em uma amostra de fundos de investimento em ações, com 577 fundos ativos e 49 passivos, no período de 1996 a 2006, evidenciaram que fundos com maiores valores de patrimônio líquido geram maiores retornos aos seus cotistas. Malaquias e Eid Jr. (2013) encontraram resultados similares, por meio da seleção de uma amostra de 831 fundos multimercados, entre o período de 2007 e 2011, afirmando que o valor do patrimônio líquido como *proxy* para o tamanho do fundo, pode predizer o seu desempenho.

Ackermann, McEnally e Ravenscraft (1999) dizem, também, que a quantidade de recursos do fundo permite aos gestores a adoção de estratégias que podem propiciar o auferimento de maior rentabilidade das cotas, por causa do volume de ativos que é negociado.

Além disso, esse fator pode ser um indicativo de que um fundo faz a opção por estratégias de arbitragem, quando não dispõe de altas quantias de recursos, haja vista que “[...] as deseconomias podem surgir diante da dificuldade de replicar estratégias para fundos grandes, especialmente se a estratégia envolve lucrar com pequenas oportunidades de arbitragem” (ACKERMANN; MCENALLY; RAVENSCRAFT, 1999, p. 844). Portanto, o tamanho de um fundo, medido pelo valor do patrimônio líquido, pode afetar a rentabilidade das cotas de forma positiva.

Com relação ao recolhimento de taxas de administração pelos fundos, Amin e Kat (2003) destacam que a taxa de administração é utilizada pelos fundos como um chamariz para atrair novos investidores, visto que a *expertise* na seleção dos ativos induz os cotistas a vislumbrarem a obtenção de cotas mais rentáveis. Aragon e Nanda (2012) explicam que a cobrança dessa taxa se baseia no percentual de ativos que são mantidos e administrados pelos fundos.

Rochman e Ribeiro (2003) ressaltam que a taxa de administração deve ser compreendida com cautela pelos investidores, já que os fundos podem transmitir a mensagem de que a cobrança de maiores taxas de administração se deve à obtenção de desempenho superior. Malaquias e Eid Jr. (2014) em uma amostra de 107 fundos multimercados brasileiros, entre o período de janeiro e agosto de 2011, encontraram uma relação negativa entre a cobrança de taxa de administração e a rentabilidade desses fundos, o que corrobora para a sua utilização em novas pesquisas. Desse modo, a rentabilidade auferida pelas cotas pode não ser transferida aos investidores, dado que o benefício gerado pela captação de renda pelos ativos pode ser consumido por meio da cobrança dessa taxa, o que reduz a rentabilidade bruta das cotas.

Damke, Eid Jr. e Rochman (2014) esclarecem que, no Brasil, a CVM prevê uma diferença formal entre a função do administrador e a do gestor, que parece não ocorrer com os *hedge funds* nos Estados Unidos. Em consulta ao *site* ‘portal do investidor’, verifica-se que “O administrador é o responsável pelo Fundo e pelas informações, perante os cotistas e a CVM, devendo estar identificado no regulamento. É ele quem constitui o fundo e, no mesmo ato, aprova o seu regulamento”. Já o “Gestor de Carteira é responsável pela gestão profissional, conforme estabelecido no seu regulamento, dos ativos financeiros integrantes da carteira do fundo”. Assim, cabem comentários quanto à cobrança de taxas de *performance* ou de incentivo pagas aos gestores de fundos.

Varga (2001) cita que os gestores que conseguem superar os *benchmarks* do mercado são vistos como os profissionais que apresentam melhor desempenho. Berk e Green (2004)

corroboram essa ideia, ao dizer que esse aspecto pode ser determinante na escolha de um investidor por um fundo de investimento, já que o desempenho das cotas de um fundo é interpretado como sinônimo de habilidade superior na seleção de ativos mais rentáveis.

Não obstante, esse fato se deve à existência de uma crença no setor de que os *hedge funds* selecionam os gestores mais preparados do mercado para assumir a administração de suas carteiras, conforme explicam Getmansky, Lo e Makarov (2004). Tal pensamento é tão prevalente, que, mesmo nas situações de deseconomias de escala, em que os fundos diminuem sua quantidade de recursos para negociação, acredita-se que a *expertise* dos gestores de *hedge funds* permitirá o auferimento de rentabilidade superior (AGGARWAL; JORION, 2010).

Ackermann, McEnally e Ravenscraft (1999) afirmam que existem fortes incentivos para que os gestores de *hedge funds* efetuem a cobrança de taxas de *performance*. Em uma amostra de 1.272 fundos, selecionados no período de 1988 a 1995, esses autores fundamentaram que a cobrança de taxas de *performance* pode elevar a rentabilidade das cotas dos *hedge funds*, quando comparada com o valor das cotas de fundos mútuos. Por conseguinte, os gestores de fundos mútuos se mostram mais conservadores na composição de suas carteiras, por não se beneficiarem da cobrança dessas taxas, evidência na qual apoia a investigação da relação entre gestores e cotistas de *hedge funds*.

Sob o ponto de vista técnico, Ben-David *et al.* (2013) elucidam que a cobrança dessa taxa pelos fundos é baseada no desempenho obtido no final de períodos, tais como meses, trimestres ou anos. Buraschi, Kosowski e Sritrakul (2014) corroboram com essa explicação, ao dizerem que a cobrança da taxa de *performance* ocorre se o gestor do fundo aumentar o patrimônio líquido do período atual em relação ao desempenho do período anterior. Assim, se os gestores conseguem superar o *benchmark* trazido pelo prospecto dos fundos e elevar a sua riqueza em relação ao período anterior, as cotas de *hedge funds* são acometidas pela cobrança da taxa de *performance*. Logo, a rentabilidade das cotas é influenciada positivamente pela cobrança de taxas de *performance*, mesmo que o seu recolhimento implique a redução dos valores que são transferidos para os cotistas.

Ademais, cabem comentários a respeito de outra forma de constituição de fundos que pode ser influenciada pela cobrança de taxas de administração e de *performance*, que corresponde aos fundos de investimento em cotas. De acordo com a ICVM nº 555/2014, compreende-se que essa categoria corresponde a uma modalidade de fundos cuja estratégia consiste na aquisição de cotas de outros fundos, ao invés da compra direta de ativos para a composição de uma carteira.

Brown, Goetzmann e Park (2001) citam que os fundos de investimento em cotas são uma forma de os gestores de *hedge funds* capturarem recursos, em função das restrições impostas pela SEC à venda de seus serviços. Aiken, Clifford e Ellis (2015) destacam outras características dos fundos de investimento em cotas de *hedge funds*: a) constituem-se como uma organização de capital fechado; b) não possuem registro na Bolsa de Valores (a maioria, já os que possuem são regulados pela SEC por meio da *Investment Company Act*); c) são fundos de investimento para investidores qualificados; d) os períodos de *lockup* podem variar até um ano.

Em relação aos *hedge funds*, por exemplo, os fundos de investimento em cotas brasileiros têm a possibilidade de serem formados como uma sociedade de capital fechado, e dispõem do registro em Bolsa de Valores, quando constituídos como uma organização de capital aberto (CVM, 2015). Para separá-los em relação aos fundos que fazem investimento direto, a ICVM 555/2014 prevê no art. 119, § 3º que: “Deve constar da denominação do fundo a expressão “Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento” acrescida da classe dos fundos investidos de acordo com regulamentação específica”. A CVM também regulamenta que somente os fundos de investimento em cotas que aplicam nos multimercados, podem investir os seus recursos em ativos de classes distintas.

Os fundos multimercados que recebem recursos dos fundos de investimento em cotas são chamados no mercado de “Fundo Investido” ou “Fundo *Master*”. Além disso, é interessante notar que o uso de períodos de *lockup* pelos fundos de investimento em cotas de fundos multimercados, permite aos gestores de fundos *Master* que a liquidez seja controlada somente nos fundos de investimento em cotas. No Quadro 4 essas situações são exemplificadas.

Fung *et al.* (2008) explicam que os fundos de investimento em cotas apresentam como vantagem adicional a minimização do risco das cotas, uma vez que, pela sua própria natureza, os investimentos feitos por esses fundos são distribuídos em várias classes de ativos, proporcionando a diversificação dos investimentos. No entanto, apesar de as características desses fundos levarem a depreender que eles oferecem melhor desempenho, verifica-se que os fundos de investimento em cotas podem apresentar rentabilidade inferior às cotas de *hedge funds* (ANG; RHODES-KROPF; ZHAO, 2008).

Amin e Kat (2003), por exemplo, indicaram, em seu estudo, que a cobrança de taxas pelos fundos de investimento em cotas de *hedge funds* suíços se mostrou superior aos ganhos que seriam obtidos em função da diversificação e seleção de fundos com maior rentabilidade. Denvir e Hutson (2006) com base em 332 fundos de investimento em cotas de *hedge funds*

estadunidenses, entre janeiro de 1990 e maio de 2003, evidenciaram que os fundos pesquisados apresentaram rentabilidade inferior aos *hedge funds* que operam investimentos diretos.

Quadro 4 Fundo *Master* com períodos de *lockup* nos fundos de investimento em cotas

<p>Fundo de investimento em cotas de fundos multimercados: VÉRTICE STRATEGY FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO</p> <p>Informação relativa ao prazo de carência: O FUNDO terá prazo de carência de 276 (duzentos e setenta e seis) dias corridos para resgate de cotas, contado a partir da data de cada aplicação efetuada por cada um dos cotistas.</p> <p>Informação relativa ao Fundo Investido: O FUNDO direcionará, preferencialmente, até 100% (cem por cento) de seu patrimônio em cotas do fundo JGP STRATEGY FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO inscrito no CNPJ sob nº 13.812.165/0001-00 (“Fundo Investido”).</p>
<p>Fundo Investido: JGP STRATEGY FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO</p> <p>Informação relativa ao prazo de carência: Não serão aceitos pedidos de resgate antes de decorrido o prazo de 9 (nove) meses de cada aplicação efetuada por cada um dos cotistas do FUNDO (“Período de <i>Lock Up</i>”).</p> <p>Informação relativa ao Fundo <i>Master</i>: O FUNDO busca proporcionar aos cotistas a valorização de suas cotas através da aplicação de, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) dos seus recursos em cotas do JGP STRATEGY MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO (“FUNDO MASTER”), inscrito no CNPJ sob o nº 97.548.167/0001-23.</p>
<p>Fundo <i>Master</i>: JGP STRATEGY MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO</p> <p>Informação relativa ao prazo de carência: O resgate das cotas do FUNDO não está sujeito a qualquer prazo de carência, podendo ser solicitado a qualquer momento por escrito, sendo pago no 1º (primeiro) dia útil subsequente à data de conversão de cotas.</p>

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos regulamentos dos fundos disponíveis no *site* da CVM.

Castro e Minardi (2009) mencionam que, na gestão ativa

[...] mesmo que os gestores tenham gerado retorno anormal por habilidade superior para explorar ineficiências, o investidor não se beneficie desse ganho superior, por esse ser diluído no pagamento das taxas de administração, desempenho e outros (CASTRO; MINARDI, 2009, p. 144).

Assim, pode-se inferir que a obtenção de menor *performance* pelos fundos de investimento em cotas pode ser explicada em detrimento da dupla cobrança de taxas que acomete suas cotas, pois, se um investidor aplica os seus recursos nesses fundos, o retorno esperado é corroído pelas taxas cobradas das cotas do fundo adquirido e, na sequência, pelas taxas do próprio fundo (MALAQUIAS; EID JR., 2014).

2.4 Períodos de *lockup* e conflitos de interesses

Segundo Dalmácio e Nossa (2004), quando um investidor aplica os seus recursos em fundos de investimento, esse indivíduo espera que as cotas adquiridas alcancem a rentabilidade apresentada no prospecto do fundo. Para obter maior rentabilidade, o investidor acredita que a administradora ou o gestor do fundo em que os recursos foram aplicados tomem decisões para que esse propósito seja alcançado. Não obstante, esses autores dizem que “[...] os administradores dos fundos de investimento podem ter objetivos pessoais que competem com a maximização do retorno dos investidores” (DALMÁCIO; NOSSA, 2004, p. 32).

Ross (1973) afirma que, nas relações entre o principal e o agente, ambas as partes visam a maximizar os seus interesses, fato que pode desencadear os conflitos de agência. Por essa razão, o principal pode encontrar dificuldades para monitorar as decisões do agente, pois, “[...] embora a princípio seja possível monitorar o agente de suas ações, não seria economicamente viável para fazê-lo” (ROSS, 1973, p. 138). Em contrapartida, Jensen e Meckling (1976) sustentam que se faz necessária a imposição de restrições ao contrato firmado entre as partes e a criação de mecanismos de monitoramento nas relações que impliquem esforços mútuos do principal e do agente, todas as vezes que ambos visarem à maximização dos benefícios esperados de tais esforços, de modo que haja convergência entre as decisões tomadas pelo agente com as definidas pelo principal, o que pode provocar assim, os custos de agência.

Outros dois componentes podem acarretar os custos de agência na visão de Jensen e Meckling (1976): os custos de concessão de garantias contratuais e os residuais. Os custos de concessão de garantias contratuais compreendem todos os esforços necessários que visam a resguardar o principal, contra as assimetrias contratuais que podem surgir pelas ações do agente. No mercado de fundos de investimento, verifica-se que esses custos correspondem a: “[...] administradora de fundos (controla os prestadores e defende os interesses dos cotistas); auditor independente (audita as contas); custodiante (guarda os ativos do fundo); distribuidor (vende as cotas); e gestor (compra e vende os ativos)” (CALADO, 2011, p. 9). Já os custos residuais equivalem a outras divergências não abrangidas pelos mecanismos de monitoramento que fazem com que o principal, por exemplo, venha a se desfazer de suas cotas, incorrendo em perdas de valores monetários.

Na categoria dos *hedge funds*, constata-se que existem fortes indícios para que a Teoria de Agência seja elucidada, pois, segundo Dalmácio e Nossa (2004), quando a

remuneração de um gestor ocorre de forma variável aos ativos administrados por ele, existe disposição para que seja selecionada uma carteira de ativos mais arriscados e que proporcionem maior rentabilidade. Se essa seleção for favorável, pode-se afirmar que o gestor agiu em prol dos investidores, caso seja desfavorável, os maiores prejudicados serão os cotistas, já que poderão reduzir a sua rentabilidade ou não a auferirem, provocando, assim, os conflitos de agência.

Portanto, essa situação faz correspondência aos *hedge funds*, visto que existem incentivos consideráveis nesse setor para que os gestores ofereçam maior desempenho às cotas, em virtude da cobrança de taxas de *performance*. Agarwal, Daniel e Naik (2009) evidenciaram que, maior desempenho oferecido às cotas de *hedge funds* esteve relacionado aos incentivos dado aos gestores, e à discricionariedade que eles dispuseram em suas decisões. Aggarwal e Jorion (2010) corroboram, ao afirmar que, de acordo com a Teoria de Agência, os incentivos dados aos gestores dessa categoria devem fazer com que os mesmos direcionem maiores esforços a obtenção de rentabilidade.

Nesse contexto, pode-se explicar também a utilização de períodos de *lockup* sob o enfoque da Teoria de Agência. Consoante ao efeito clientela de Amihud e Mendelson (1986), as cotas de fundos que apresentam períodos de *lockup* devem apresentar menores preços de aquisição, em razão da expectativa de auferirem maiores retornos no futuro (DERMAN, 2007). Ross, Westerfield e Jordan (2008) afirmam que, em geral, investidores optam por ativos que apresentam liquidez, mas, quando não dispõem dessa opção, devem fazer jus ao prêmio de liquidez.

Steri, Giorgino e Viviani (2009) tornam claro que períodos de *lockup* devem ser empregados para demonstrar aos investidores que as cotas por eles adquiridas se referem a investimentos de longo prazo, e a imposição de avisos prévios de resgate, para nortear os gestores quanto às solicitações de resgate que são emitidas ao fundo. Para esses autores, a junção dessas políticas faz com que se espere o auferimento de rentabilidade positiva. Hong (2014) argumenta que os *hedge funds* costumam aumentar as restrições de suas cotas, quando o fundo tende a apresentar desempenho satisfatório, que, para o autor “[...] sugere que as restrições às cotas também servem como uma ferramenta de negociação entre gestores de fundos e investidores” (HONG, 2014, p. 83).

Liu e Mello (2011) dizem que alguns gestores de *hedge funds* apresentam resistência na implantação de políticas de restrição de liquidez, uma vez que a sua utilização pode colocar em questionamento o prestígio relacionado à aplicação de suas estratégias. Aiken, Clifford e Ellis (2015) esclarecem que, se gestores de fundos possuem discricionariedade para

influenciar a liquidez de suas cotas, podem-se originar conflitos de agência, visto que, ao assumirem o risco de liquidez, os gestores trazem para si uma obrigação moral para com os investidores. Dessa forma, compreende-se que fundos que limitam o resgate de suas cotas assumem o pagamento do prêmio de *lockup* aos investidores, por isso, percebe-se que a utilização de períodos de *lockup* pode denotar resistência por alguns gestores.

A Teoria de Agência também pode ser compreendida na relação entre períodos de *lockup* e cenários de crise financeira. Cao *et al.* (2013) destacam que desde a crise financeira de 2008, a rentabilidade dos fundos foi impactada pelo alto volume de resgate das cotas. Teo (2011) explica que, assim como os cotistas, muitos gestores optaram pela estratégia de resgatar os ativos administrados, para garantir a continuidade dos fundos, dado que a instabilidade do mercado poderia fazer com que os ativos investidos se desvalorizassem e compromettesse o capital à disposição dos gestores.

Aiken, Clifford e Ellis (2015) elucidam que os gestores, em períodos de crise financeira, deliberam sobre a imposição de períodos de *lockup*, calcados no argumento de que os ativos possam ser vendidos no futuro por valores mais justos, preocupando-se, dessa forma, com a rentabilidade das cotas. A partir de uma amostra de 1.024 fundos de investimento em cotas, no período de 2006 a 2011, esses autores documentaram que, em períodos de crise financeira, alguns gestores de *hedge funds* restringiram arbitrariamente o resgate das cotas, para preservar a continuidade dos fundos, o que conduz ao argumento de que, em períodos de instabilidade econômica, o estabelecimento de restrições ao resgate das cotas maximiza os benefícios esperados na relação entre o principal e o agente.

Sob outra vertente, períodos de crise podem também estimular a aversão por períodos de *lockup*, pois, de acordo com Ben-David, Franzoni e Moussawi (2012), frente à incerteza associada ao desempenho das cotas, os investidores tendem a retirar os seus recursos dos fundos, na expectativa de que os gestores optarão por períodos de *lockup*. Com base nesse aspecto, esses autores apresentaram indícios, a partir de uma amostra de 2.648 *hedge funds*, entre o período de 2007 e 2009, de que, durante os períodos de crise financeira, os fundos que impuseram períodos de *lockup* estiveram mais suscetíveis ao desempenho inferior de suas cotas. Essa constatação fortalece a alegação de que os custos residuais citados por Jensen e Meckling (1976) podem ocorrer mediante a existência de políticas que restrinjam a liquidez das cotas em cenários de crise financeira.

Sadka (2010) a partir de uma amostra de 12.929 *hedge funds* entre os anos de 1994 e 2008, evidenciou que o desempenho obtido pelas cotas de *hedge funds*, durante períodos de crise financeira, independeu da imposição de períodos de *lockup* e de avisos prévios de

resgate, fato que coloca em questionamento a alegação de que, em momentos de crise financeira, períodos de *lockup* podem ou não implicar a obtenção de maior rentabilidade pelas cotas, o que conduz, da mesma forma, ao raciocínio sobre a instauração de conflitos de agência.

Portanto, em linha com a hipótese desta pesquisa, verifica-se que a imposição de períodos de *lockup* pode reduzir os conflitos de interesses entre cotistas e gestores de fundos, se a imposição dessa política favorecer o pagamento do prêmio de *lockup*. Logo, apesar de assumirem maiores riscos, os gestores de *hedge funds* podem impor períodos de *lockup* para inibir o resgate das cotas gerenciadas e, assim, aplicar os recursos do fundo em ativos que tragam maior rentabilidade.

2.5 Implicações da gestão ativa para a HME

A Hipótese de Mercado Eficiente (HME), formulada por Fama (1970), tem sido utilizada para explicar a rentabilidade dos ativos financeiros, principalmente no mercado acionário, por meio do estabelecimento de três cenários previstos por essa teoria, em que os preços dos ativos podem ou não absorver as informações do mercado. A HME opera sob os seguintes pressupostos: i) indivíduos dispõem de racionalidade ilimitada; ii) as decisões são tomadas segundo a teoria de utilidade esperada; iii) os indivíduos não apresentam vieses em suas expectativas de eventos futuros (MILANEZ, 2003; ROGERS *et al.*, 2007; DOROW *et al.*, 2010).

No âmbito das Ciências Contábeis, Hendriksen e Van Breda (1999) destacam que os pesquisadores dessa área encontraram no mercado de capitais um ambiente propício para testarem as suas teorias, já que foi possível verificar o impacto dos relatórios financeiros sobre o preço dos ativos. No campo das finanças corporativas, Ross, Westerfield e Jordan (2008) dizem que tem havido vários estudos a respeito da HME, contudo, muitos pesquisadores têm apresentado uma compreensão errada desta teoria, uma vez que a eficiência de mercado corresponde ao “[...] ‘preço justo’, no sentido de que reflete o valor da ação, em vista das informações disponíveis sobre a empresa” (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2008, p. 281).

A HME parte da premissa de que os investidores são indivíduos que tomam decisões racionais a partir de um conjunto de informações que são disponibilizadas pelo mercado financeiro, que, por conseguinte, são absorvidas pelo preço dos ativos (FAMA, 1970; CAMARGO; BARBOSA, 2003). Sob esse argumento, a obtenção de lucros pode não ser

possível a partir desse conjunto de informações, uma vez que as notícias que podem afetar a decisão dos investidores já foram capturadas pelo mercado (HENDRIKSEN; VAN BREDÁ, 1999; LOPES; IUDÍCIBUS, 2004). Fora isto, a HME pressupõe que não haja custos de transação e que os investidores disponham de informações do mercado, além de apresentarem expectativas parecidas em relação ao retorno esperado dos ativos (MACHADO; CORDEIRO, 2014).

Para o teste da HME, Fama (1970) propôs três formas ou cenários para a validade de sua teoria. No primeiro cenário, tem-se a forma fraca, cujo pressuposto é o de que o valor dos ativos financeiros refletiria apenas as informações passadas que foram divulgadas pelas companhias. Na forma semiforte, o valor dos ativos pondera tanto as informações passadas, quantos os informes atualmente públicos. Já em um cenário de eficiência na forma forte, o valor dos ativos abrangeria quaisquer informações que possam afetar o seu preço, ou seja, além de informações passadas e informes públicos, não haveria confidencialidade ou o privilégio de informação (FAMA, 1970; HENDRIKSEN; VAN BREDÁ, 1999; CAMARGO; BARBOSA, 2003). Machado e Cordeiro (2014, p. 76) esclarecem que no estudo proposto por Fama (1991), o autor “[...] reformulou essas categorias para testes de previsibilidade, estudos de eventos e testes de informações privadas”.

A partir do final da década de 1970, evidências de algumas pesquisas indicavam que outros fatores influenciavam o retorno dos ativos, fora o risco medido pelo beta de mercado no modelo CAPM, que ficaram conhecidos na literatura como anomalias (BRUNI; FAMÁ, 1998; SHILLER, 2003; MACHADO; CORDEIRO, 2014). As anomalias correspondem a outras condições que fazem com que o retorno esperado dos ativos aumente sem que, necessariamente, esses ativos sejam expostos a maiores quantidades de risco (BRUNI; FAMÁ, 1998).

Nos trabalhos de Famá, Cioffi e Coelho (2008), Callado *et al.* (2009), Machado e Cordeiro (2014), e Mamede (2015), pode-se constatar que as anomalias têm sido agrupadas na literatura em três categorias principais, são elas: i) anomalias de calendário (efeito janeiro, segunda-feira e mudança de mês); ii) anomalias de valor (efeito tamanho, sobre-reação, momento etc.); iii) anomalias técnicas (efeito anúncio, arbitragem, dividendos etc.).

Halfeld e Torres (2001) citam que Fama (1997) até fez menção em seu estudo a respeito da existência de algumas anomalias no mercado acionário, todavia, como ocorreram de forma aleatória, tais anomalias se compensariam frente à HME. Contudo, a constância na identificação de anomalias associadas à volatilidade no retorno das ações nas décadas de 1980 e 1990, favoreceu assim, o questionamento quanto à utilidade da HME (SHILLER, 1999;

HALFELD; TORRES, 2001). Lo (2007) afirma que a identificação de anomalias pelas pesquisas é o fato que talvez, mais desafie a HME, uma vez que essas ocorrências consistem em “[...] um padrão regular no rendimento de um ativo que é confiável, amplamente conhecido, e inexplicável” (LO, 2007, p. 7).

Callado *et al.* (2009) ressaltam, entretanto, que existem outras compreensões na literatura para a definição de anomalias, mas esclarecem que anomalia apresenta sentido oposto à ineficiência de mercado, pois, enquanto a anomalia “[...] se refere à identificação de alguma característica (ou fator de risco) que possa ser considerado para elaborar estratégias de investimento e que não desaparecem ou até mesmo possuem regularidades sazonais”, a ineficiência “[...] está associada à possibilidade de identificação de oportunidades temporárias de ganhos superiores por parte de alguns investidores em detrimento dos demais” (CALLADO *et al.*, 2009, p. 30; 31). Com base nas diferenças apresentadas, compreende-se que o objeto de estudo da presente pesquisa está mais propenso à definição de ineficiência, conforme é discutido nos parágrafos seguintes.

Rabelo Jr. e Ikeda (2004) citam que sob o respaldo da HME, uma carteira de investimentos pode ser administrada somente por meio de uma estratégia de gestão passiva. Leusin e Brito (2008) elucidam que carteiras administradas por meio dessa forma de gestão são carteiras que acompanham exclusivamente algum índice de referência (*benchmark*). Por outro lado, em razão de a gestão ativa prezar pela superação de um *benchmark* (CASTRO; MINARDI, 2009), acredita-se que essa forma de gestão gere questionamentos frente à HME, pois, no contexto dos *hedge funds*, os gestores possuem fortes incentivos para proporcionar rentabilidade às cotas, dado que fazem jus ao recebimento de taxas de *performance* (BRAV *et al.*, 2008).

Leusin e Brito (2008) indicam que a gestão passiva tem sido mais representativa no mercado, em virtude de algumas pesquisas demonstrarem que “[...] a gestão ativa não é capaz de gerar excessos de retorno significativos” (LEUSIN; BRITO, 2008, p. 23). Embora seja um tema controverso, verifica-se que a gestão ativa tem ensejado indagação nos trabalhos científicos quanto à forma de obtenção de rentabilidade pelos *hedge funds*, visto que os gestores desses fundos conseguem aproveitar condições favoráveis de mercados ou não (GOMES; CRESTO, 2010).

Desse modo, os *hedge funds* propiciam um ambiente favorável para o teste da HME, uma vez que os gestores são instigados a exercer suas habilidades para o auferimento de rentabilidade como, por exemplo, a obtenção de lucros com estratégias de arbitragem (compra de um ativo mais barato em um mercado e a sua venda por um preço maior em outro)

(RABELO JR.; IKEDA, 2004). Nesse sentido, algumas pesquisas têm-se valido de verificar se os *hedge funds* têm agregado valor às suas cotas, por meio da compreensão do desempenho obtido (AMIN; KATT, 2003; ROCHMAN; RIBEIRO, 2007; JORDÃO; MOURA, 2011), o que pode ser considerado, portanto, uma forma de se inferir sobre ineficiência nesse segmento.

Amin e Kat (2003), por exemplo, em uma amostra de 77 *hedges funds* na Suíça, no período de maio de 1990 a abril de 2000, indicaram que, em média, os *hedges funds* apresentaram um retorno esperado negativo. No Brasil, Rochman e Ribeiro (2007) em uma amostra constituída por 410 fundos com gestão ativa e 289 com gestão passiva, durante o período de 2001 a 2006, apresentaram indícios de habilidade superior para os fundos multimercados e de ações.

Jordão e Moura (2011), com base em uma amostra de 1.673 fundos multimercados, no período de janeiro de 2000 a agosto de 2009, evidenciaram a existência de alguns fundos brasileiros com alto desempenho e que, em média, 4% dos gestores desses fundos apresentaram habilidade de *market timing* (habilidade de antecipar a posição de ativos que dispõem de menor ou maior risco sistemático, frente às oscilações de mercado), 5% da amostra apresentaram alfas positivos e significativos e, em 35%, conseguiu-se diluir o risco de mercado. A partir dessas pesquisas, verifica-se que a capacidade de agregar valor às cotas de um fundo pode diferir de acordo com as características de mercado de seus países, que, no caso brasileiro, parece ainda ter espaço para o ganho com informações.

Ademais, se a gestão ativa pode contrariar a HME no Brasil em sua forma semiforte (CASTRO; MINARDI, 2009; MALAQUIAS; EID JR., 2013), as razões pelas quais os gestores de fundos multimercados obtêm rentabilidade também podem ser indagadas, já que tal fato sequer está claro na esfera internacional (ARAGON, 2007). Por essa razão, se gestores de fundos multimercados deliberarem a respeito da imposição de períodos de *lockup*, essa política pode fazer com que eles disponham de mais recursos para adquirir ativos financeiros que permitam a captura de rendas na forma semiforte, o que pode gerar implicações para a HME e, corroborar para o teste da hipótese levantada nesta pesquisa.

2.6 Finanças Comportamentais e o papel do autocontrole

Sob a perspectiva de racionalidade limitada pelos indivíduos, verifica-se que o campo das Finanças Comportamentais emergiu amparado no conhecimento provindo da Psicologia e da Sociologia, com destaque para o trabalho desenvolvido por Kahneman e Tversky no

mercado financeiro, a partir do final da década de 1970 (MILANEZ, 2003; SHILLER, 2003; KUKACKA; BARUNIK, 2013). Essa teoria foi desenvolvida na Fundação *Russell Sage* em Nova York, junto da equipe de trabalho formada pelos economistas David Dreman, Robert Shiller, Hersh Shefrin, Meir Statman, Werner de Bondt e Richard Thaler, e dos psicólogos Paul Andreassen, Daniel Kahneman e Amos Tversky (DE BONDT *et al.*, 2008).

De Bondt *et al.* (2008, p. 1) esclarecem que as Finanças Comportamentais “[...] estudam a natureza e a qualidade das decisões financeiras e escolhas individuais, feitas pelos agentes econômicos, e examinam quais são as consequências para os mercados e instituições financeiras”. Não obstante, essa teoria focaliza o modo que os indivíduos tomam suas decisões em condições de incerteza ou risco, a partir da identificação de algumas falhas de racionalidade, o que implica, portanto, a inclusão de variáveis que comportem a natureza humana em modelos financeiros (HALFELD; TORRES, 2001; MILANEZ, 2003; KUKACKA; BARUNIK, 2013).

Percebe-se que existe uma linha tênue que separa o campo das Finanças Comportamentais da Teoria Moderna de Finanças, visto que a sua motivação parece ter ocorrido, em virtude de a HME não ter sido capaz de solucionar as anomalias relatadas na literatura. Para Shiller (1999), a existência de anomalias sugere que o uso de modelos que contemplem o comportamento humano deve ser levado em consideração pelas pesquisas científicas. Kukacka e Barunik (2013) corroboram, ao dizer que o campo das Finanças Comportamentais, pode oferecer outras soluções para as hipóteses consideradas irrealistas sob os pressupostos da HME.

Milanez (2003) diz que a motivação intrínseca aos pesquisadores que defendem o campo das Finanças Comportamentais é a de mostrar que os limites de racionalidade não são esporádicos e ocorrem o bastante para promover impactos econômicos. Rogers, Securato e Ribeiro (2007) afirmam que o pressuposto da racionalidade, inerente à HME, remonta à principal crítica existente ao modelo de Fama (1970), pois, na Teoria do Prospecto desenvolvida por Kahneman e Tversky (1979), o uso de vieses cognitivos é elencado para explicar as decisões tomadas pelos indivíduos. Para De Bondt *et al.* (2008), a literatura tem fornecido fortes indícios de que a premissa de racionalidade ilimitada não seja realista, principalmente, por causa dos achados de pesquisas realizadas por Herbert Simon, Kahneman e Tversky, Lola Lopes, e outros.

Kahneman e Riepe (1998) dizem que as decisões financeiras tomadas pelos indivíduos, ocorrem em ambientes incertos e de alta complexidade e, por não existirem regras fixadas, eles se amparam em suas intuições. Dessa forma, verifica-se que os indivíduos

podem ser acometidos por falhas de racionalidade. Halfeld e Torres (2001) citam que as principais falhas de racionalidade ou padrões de comportamento, documentados em estudos anteriores, estão relacionados à: “[...] aversão à perda, a autoconfiança excessiva, os exageros quanto ao otimismo e ao pessimismo e a sobre reação às novidades de mercado” (HALFELD; TORRES, 2001, p. 66). Segundo os autores, entre os padrões indicados, o que recebeu maior destaque pelas Finanças Comportamentais foi a “aversão à perda”, trazida por Kahneman e Tverski (1979).

Por ser considerado um comportamento oposto ao propagado pela Teoria Moderna de Finanças, a “aversão à perda” elucida que os indivíduos em condições de incerteza, “sofrem” mais em função de perderem o que possuem, do que obtêm “prazer” com os ganhos recebidos por assumirem riscos (HALFELD; TORRES, 2001; ROGERS; SECURATO; RIBEIRO, 2007). Assim, infere-se que esse comportamento faz objeção à racionalidade expressa pela teoria de utilidade esperada, base da HME, por não propagar necessariamente que, investidores assumem maiores riscos em função de maiores retornos. No Quadro 5, os demais padrões de comportamento são demonstrados:

Quadro 5 Padrões de comportamento documentados na literatura

Aversão à perda	Autoconfiança excessiva	Exageros quanto ao otimismo e pessimismo	Sobre reação às novidades de mercado
Indivíduos sofrem mais com as perdas que incorrem, do que obtêm prazer com os ganhos auferidos.	Excesso de confiança pelos indivíduos em suas habilidades e informações detidas.	Crença exagerada pelos indivíduos de que bons papéis no mercado financeiro continuarão se valorizando, e a de que maus papéis permanecerão se desvalorizando.	Exagero na precificação de papéis pelo mercado, não refletindo exatamente os seus valores reais (oposição a HME).

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Halfeld e Torres (2001).

Na literatura sobre Finanças Comportamentais, constata-se outros aspectos da cognição que podem ser utilizados para compreender o comportamento dos indivíduos, entre eles, tem-se o papel do autocontrole, que está ligado às decisões financeiras que envolvem consumo e poupança, investimento e endividamento (ANGELETOS *et al.*, 2001; NUNES; ROGERS; CUNHA, 2015).

De Bondt *et al.* (2008) definem o papel do autocontrole como o grau de restrição mantido pelos indivíduos, para controlarem os seus impulsos. Nunes, Rogers e Cunha (2015) explicam o papel do autocontrole à luz da Economia, como a capacidade de execução de algo

planejado e, perante a Psicologia, como a habilidade dos indivíduos controlarem comportamentos, emoções e pensamentos.

Kahneman e Riepe (1998) aclaram que os investidores estão propensos a vieses de julgamento no processo de tomada de decisão. Por essa razão, suas decisões são baseadas em experiências e fazem com que incorram em riscos desconhecidos. Segundo Damke, Eid Jr. e Rochman (2014), os vieses comportamentais se dividem em: i) cognitivos: os indivíduos são acometidos de forma inconsciente; e ii) emocionais: estão ligados ao instinto e a intuição.

Sob a vertente dos vieses comportamentais, o papel do autocontrole pode ser exemplificado em algumas situações. Laibson, Andrea e Tobacman (1998) comentam que os indivíduos tendem a tomar decisões erradas, sistematicamente, quando os mesmos percebem ganhos momentâneos. Tanaka e Murooka (2012) relatam que indivíduos tidos como impacientes são compulsivos nos seus gastos e não poupam as quantias devidas para o seu futuro.

Nunes, Rogers e Cunha (2015) exemplificam as ordens de *stop-loss* e as vantagens tributárias como técnicas de autocontrole utilizadas pelos investidores. Enquanto as ordens de *stop-loss* ajudam a minimizar o risco de perdas no mercado acionário, as vantagens tributárias permitem que posições tidas como perdedoras sejam desfeitas, quando estão próximas do encerramento do ano fiscal. Em função de níveis de controle distintos, percebe-se que as pessoas podem não ser capazes de dominar os seus impulsos, conduzindo assim, ao surgimento de falhas de racionalidade. A explicação para essas falhas de racionalidade é geralmente atribuída ao viés do presente. Sob esse viés, os investidores tendem a descontar os seus fluxos de caixa futuros a uma taxa ‘exagerada’ (hiperbólica), ao invés de uma taxa exponencial (NUNES; ROGERS; CUNHA, 2015).

Na literatura, identifica-se que o viés do presente costuma ser medido por meio do modelo de desconto quase-hiperbólico, apesar de outros modelos terem sido desenvolvidos pelos economistas, para explicar os problemas relacionados ao autocontrole (TANAKA; MUROOKA, 2012). O modelo faz uso da combinação temporal entre os objetivos de longo prazo dos indivíduos e o comportamento exercido no curto prazo por eles (ANGELETOS *et al.*, 2001). Nunes, Rogers e Cunha (2015) ratificam que, embora a relevância da predição do modelo de desconto quase-hiperbólico, a inconsistência nas decisões temporais e os problemas de autocontrole não são explicados por esse modelo.

Se problemas de autocontrole são argumentados à luz do viés do presente, investidores que se antecipam a ocorrência desses problemas são denominados de sofisticados (ALI, 2011). Nunes, Rogers e Cunha (2015) afirmam que, indivíduos tidos como sofisticados,

optam por compromissos que os abstenham de situações que possam levá-los ao viés do presente: “[...] Por exemplo, poupadores sofisticados demandam produtos financeiros que preveem penalidades e restrições de liquidez, como fundos de investimento e planos de pensões, para ajudá-los a superar problemas de autocontrole” (NUNES; ROGERS; CUNHA, 2015, p. 190).

Destarte, pode-se elucidar o viés do presente no setor de fundos multimercados brasileiro, pois, tendo como base o fato de que indivíduos tomam decisões não totalmente racionais, os cotistas dessa categoria de fundos podem direcionar os seus recursos para os papéis que fazem uso de períodos de *lockup*, mediante a possibilidade de não tomarem decisões assertivas à realocação em investimentos mais rentáveis, ou ao resgate das cotas para exercerem o consumo. Nesse sentido, os cotistas poderiam alcançar os seus objetivos de investimento, e se tornarem investidores sofisticados, conforme as definições de Ali (2011) e Nunes, Rogers e Cunha (2015).

Damke, Eid Jr. e Rochman (2014), compreendendo a ocorrência de problemas de autocontrole como um viés emocional, em que os indivíduos utilizam os recursos de sua poupança futura para consumirem de forma exagerada no presente, evidenciaram por meio de um questionário, contendo 28 perguntas sobre a presença de vieses cognitivos e emocionais, aplicado a 98 gestores de fundos de investimentos brasileiros, no período de março de 2014, que, entre os principais vieses confirmados, estiveram os relacionados ao autocontrole, além de otimismo, aversão ao arrependimento e confirmação.

Ademais, Malaquias e Mamede (2015, p.111) apontaram “indícios de um forte viés comportamental” no segmento de fundos de investimento, considerando também que os investidores possuem crenças que influenciam suas decisões. Outros estudos investigaram a respeito de Finanças Comportamentais no âmbito brasileiro (ROGERS; SECURATO; RIBEIRO, 2007; DOROW *et al.*, 2010; PIMENTA; BORSATO; RIBEIRO, 2012), entretanto, essas pesquisas não enfocaram o papel do autocontrole.

Ali (2011) explica que, para analisar o papel do autocontrole, é necessário que os pesquisadores compreendam o modo pelo qual os indivíduos tomam ciência de seus comportamentos ou “tentações”. Sob essa orientação, acredita-se que os achados do presente estudo podem indicar evidências apenas de que, na classe dos fundos multimercados, alguns cotistas preocupados com o viés do presente, tendem a investir nessa classe ou em suas subcategorias de fundos, além de serem aludidos como investidores sofisticados. Para os gestores, essa alusão não pode ser feita, pois, conforme argumentado nos tópicos anteriores, são eles os responsáveis pela deliberação de políticas sobre períodos de *lockup*.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

Neste capítulo, os aspectos metodológicos empregados na pesquisa são descritos. Para a sua compreensão, este capítulo foi dividido em duas seções. Na seção 3.1, são apresentados os critérios utilizados para a composição da amostra final do estudo (vide Tabela 1) e o modo pelo qual as variáveis de controle foram elaboradas. Na seção 3.2, têm-se os procedimentos quantitativos utilizados para a elaboração e análise dos modelos econométricos (vide Equações 2, 3 e 4).

3.1 Definição da amostra e variáveis de controle

Em consonância com o objetivo proposto, a presente pesquisa pode ser classificada como descritiva, quanto aos seus objetivos, e como quantitativa, de acordo com a sua abordagem. Como procedimento técnico, utilizou-se da pesquisa documental, já que os dados foram coletados por meio de bases secundárias, tais como CVM e SI-ANBIMA. Destaca-se que essas classificações foram realizadas sob as definições apresentadas por Beuren (2009) e Richardson (2011).

Com relação à definição da amostra desta pesquisa, selecionou-se para esse estudo a categoria de fundos multimercados em vigência pela ANBIMA no período enfocado. A seleção dos fundos multimercados se deve ao fato de esses fundos fazerem correspondência, no Brasil, aos *hedge funds* dos Estados Unidos, e por se tratar de uma categoria de fundos de investimento que tem despertado o interesse da academia pela forma como obtém a rentabilidade de suas cotas (GOMES; CRESTO, 2010; JOAQUIM; MOURA, 2011; MALAQUIAS; EID JR., 2013, 2014).

Os dados desta pesquisa foram selecionados entre o período de janeiro/2009 e maio/2014, em função da disponibilidade dos dados no SI-ANBIMA. O recorte de cinco anos apresenta fatos que o justifiquem, como o período equivalente ao crescimento do setor de fundos de investimento no Brasil, e a expressividade da categoria de fundos multimercados (FONTE NETO; CARMONA, 2006; FONSECA *et al.*, 2007; EID JR.; ROCHMAN, 2014). Para a composição da amostra final, foram coletadas 165.386 observações mensais sobre a rentabilidade líquida de 4.667 fundos multimercados.

Os fundos analisados correspondem a, aproximadamente, 42% do total de 11.001 fundos multimercados registrados na base de dados do respectivo período, entre fundos em atividade e encerrados. Quando comparada a outros estudos, constata-se a representatividade

da amostra utilizada, por exemplo, no estudo de Joaquim e Moura (2011), os autores trabalharam com uma amostra de 161 fundos multimercados ao longo de quatro anos. Na pesquisa de Caldeira, Moura e Santos (2014), os autores utilizaram 388 fundos multimercados, ao longo de cinco anos. No trabalho desenvolvido por Malaquias e Mamede (2015), a amostra foi formada por 3.337 fundos multimercados, no período de oito anos.

Destaca-se que os fundos que não dispuseram de informações completas para todas as variáveis e os que se classificaram como fechados e exclusivos foram excluídos da amostra, a fim de evitar vieses na análise (TABELA 1). Os fundos constituídos como fechados atendem a propósitos específicos e, dessa forma, não permitem que os cotistas resgatem seus investimentos, assim como ocorre nos fundos do tipo aberto, a não ser que o investidor recorra à Bolsa de Valores ou ao mercado de balcão para negociá-los (FORTUNA, 2013). Já os fundos do tipo exclusivos apresentam peculiaridades como a existência de um único cotista, e a aplicação mínima de R\$ 1 milhão (INSTRUÇÃO CVM, 2014). Na Tabela 1, são apresentados os critérios utilizados na definição dos fundos que compuseram a amostra final desse estudo:

Tabela 1 Composição da amostra final do estudo

Descrição dos Critérios	Quantidade
Quantidade total de observações (linhas) baixadas do SI-ANBIMA para todas as categorias de fundos multimercados (11.001 fundos)	341.104
(-) Observações com código ANBIMA, mas sem CNPJ (112 fundos)	(2.992)
(-) Observações com CNPJ no SI-ANBIMA, mas sem CNPJ correspondente a base de dados na CVM (3.132 fundos)	(77.201)
(-) Observações com a rentabilidade em branco (48 fundos)	(1.063)
(-) Observações com o valor do Patrimônio Líquido em branco (4 fundos)	(4)
(-) Fundos do tipo fechados (1.998 fundos)	(57.795)
(-) Fundos do tipo exclusivos (1.040 fundos)	(36.663)
(=) Número de observações analisadas (4.667 fundos multimercados)	165.386

i) As subcategorias de fundos multimercados analisadas foram: Balanceados; Capital Protegido; Estratégia Específica; Juros e Moedas; *Long and Short* Direcional; *Long and Short* Neutro; Macro; Multiestratégia; Multigestor; e *Trading*. ii) A amostra final do estudo foi constituída por fundos multimercados denominados de *Master* e por fundos de investimento em cotas de fundos multimercados.

Para a estimativa das variáveis utilizadas na presente pesquisa, levaram-se em consideração, com base na literatura consultada, as seguintes características: i) períodos de *lockup*; ii) idade; iii) tamanho; iv) taxa de administração; v) taxa de *performance*; e vi) fundos de investimento em cotas. A seguir, são apresentadas, no Quadro 6, as especificações de cada uma das variáveis usadas para testar a hipótese no estudo:

Quadro 6 Especificações das variáveis testadas, principais referências e hipótese da pesquisa

Variável	Sinal esperado	Significado	Conceitual	Fonte
Rent	Variável dependente	Rentabilidade líquida percentual das cotas de fundos multimercados ao final de cada mês.	ANBIMA	Dados da pesquisa; SI-ANBIMA.
Lockup	+	<p>Compreendido pelo tempo total requerido pelo investidor para receber o pagamento de suas cotas;</p> <p>Variável <i>dummy</i>: 0 = não impõe períodos de <i>lockup</i>; 1 = impõe períodos de <i>lockup</i>.</p> <p>Variável <i>dummy</i> para faixas de valores: 1ª: 0 = apresentou mais de um dia de <i>lockup</i>. 1 = apresentou somente um dia de <i>lockup</i>.</p> <p>2ª: 0 = apresentou mais de 5 dias de <i>lockup</i>; 1 = apresentou 2, 3, 4 ou 5 dias de <i>lockup</i>.</p> <p>3ª: 0 = menor ou igual a 5 dias de <i>lockup</i>; 1 = maior ou igual a 6 dias de <i>lockup</i>.</p>	Ackermann, McEnally e Ravenscraft (1999); Liang (1999); Agarwal, Aragon (2007); Bali, Brown e Caglayan (2007); Daniel e Naik (2009); Hong (2014).	
Idade	—	Diferença entre a data de início do fundo e a data da rentabilidade mensal, dividida por 360.	Aragon (2007); Ramodarai (2012).	
Tamanho	+	Medido pelo logaritmo neperiano do patrimônio líquido dos fundos ao final de cada mês.	Ackermann, McEnally e Ravenscraft (1999); Bali, Brown e Caglayan (2007); Agarwal, Daniel e Naik (2009); Castro e Minardi (2009); Malaquias e Eid Jr. (2013).	
Tx. Adm.	—	Taxa máxima de administração cobrada pelo fundo anualmente.	Amin e Kat (2003); Rochman e Ribeiro (2003); Malaquias e Eid Jr. (2014).	
Tx. Perf.	+	Variável <i>dummy</i> : 0 = não cobra taxa de <i>performance</i> ; 1 = cobra.	Ackermann, McEnally e Ravenscraft (1999); Ben-David <i>et al.</i> (2013); Malaquias e Eid Jr. (2014).	
FIC	—	Variável <i>dummy</i> : 0 = Fundo Investido ou <i>Master</i> ; 1 = fundo de investimento em cotas.	Amin e Kat (2003); Denvir e Hutson (2006); Ang, Rhodes-Kropf e Zhao (2008); Fung <i>et al.</i> (2008); Castro e Minardi (2009); Malaquias e Eid Jr. (2013).	
H ₁ : Períodos de <i>lockup</i> proporcionam maior desempenho às cotas de fundos multimercados.				

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

Quanto à variável rentabilidade (*Rent*), a fim de realizar o tratamento dos *extreme outliers*, essa variável se sujeitou ao procedimento *winsorize*. Tendo por base o valor de 0,5%, 413 valores tidos como menores, e 413 tidos como maiores foram, portanto, substituídos.

Cabe salientar que a rentabilidade mensal das cotas é calculada segundo a metodologia adotada pela ANBIMA, desde julho de 2005, conforme apresentado na Equação 1:

$$R_{md} = \left(\frac{VC_d}{VC_{m-1}} - 1 \right) * 100 \quad (1)$$

Em que:

R_{md} = Rentabilidade mensal da cota no último dia útil do mês;

VC_{m-1} = Valor da cota no último dia útil do mês anterior;

VC_d = Valor da cota no último dia útil do mês.

Equação 1

No que refere à variável períodos de *lockup*, ressalta-se que essa característica foi testada sob três formas distintas, a fim de garantir a robustez dos resultados sobre a entrega do prêmio de *lockup* no cenário brasileiro. Na primeira forma, como informado no Quadro 3, foi considerado o tempo total do período de *lockup* informado no SI-ANBIMA. Na segunda, foi atribuído o valor de um para os fundos que estabeleceram períodos de *lockup*, e o valor de zero para os fundos que não utilizaram essa política de liquidez. Na terceira forma, em razão de boa parte dos fundos selecionados terem apresentado períodos de *lockup* igual a um dia, os dados da variável períodos de *lockup* não foram, necessariamente, transformados em quartis, mas, sim, em faixas de valores e, por faixa, obteve-se a seguinte distribuição: 1ª faixa: 100.434 observações contiveram apenas um dia de períodos de *lockup*; 2ª faixa: 23.738 observações apresentaram entre 2 e 5 dias de períodos de *lockup*; 3ª faixa: 23.658 observações comportaram períodos de *lockup* igual ou maior que seis dias. Ressalta-se que 17.556 observações não apresentaram períodos de *lockup* para o período selecionado.

Com relação à variável taxa de administração, foi realizada, inicialmente, a verificação das taxas registradas pelos fundos que demonstraram valores elevados. Desse modo, constatou-se que o SI-ANBIMA divulga valores fixos de taxas de administração para alguns fundos, por exemplo, vide fundos com os seguintes CNPJ – Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica: 13.356.309/0001-60; 17.488.526/0001-65; e 11.461.637/0001-00. Para esses casos, procedeu-se à divisão da taxa fixa de administração pelo valor do patrimônio líquido do respectivo mês.

Em se tratando da variável fundos de investimento em cotas, cabem comentários sobre a sua interpretação. Diante da possibilidade de um Fundo *Master* controlar a sua liquidez por meio dos fundos de investimento em cotas, conforme exemplificado no Quadro 4, foi gerada,

de forma aleatória, uma subamostra de 141 fundos de investimento em cotas. Fez-se, então, uma busca no *site* da CVM pelo regulamento de cada um desses fundos, tendo sido observado que 75 deles não se estabeleceram para essa finalidade (ou não divulgaram essa informação explicitamente em seus regulamentos). Por outro lado, 66 desses fundos foram constituídos para investir em um Fundo *Master*, conforme ilustra o Apêndice A. Dos 66 fundos que investem em um Fundo *Master*, 54 informaram o CNPJ do fundo investido, dos quais 48 pertencem à base de dados desse estudo (36 fundos diferentes). Esses 48 casos representam 1.492 observações mensais da base. Foi então estimado o coeficiente de correlação de Pearson entre a variável dependente (rentabilidade) e a variável períodos de *lockup* em dias para essas observações, comparando-se as estimativas para o prazo de resgate informado pelo fundo de investimento em cotas, com as estimativas relativas ao prazo informado pelo Fundo *Master*. Para esta amostra, não foram observadas diferenças significativas nessas estimativas de correlação. Ou seja, a relação entre a rentabilidade e a variável períodos de *lockup* não apresentou diferenças significativas quando o *lockup* do fundo *Master* foi substituído pelo *lockup* do respectivo fundo de investimento em cotas que nele investe. No modelo quantitativo deste estudo, a variável períodos de *lockup* foi mantida como aquela efetivamente informada pelo fundo e disponível no SI-ANBIMA.

Adicionalmente, foram acrescentadas variáveis de tendência nos modelos econométricos utilizados na pesquisa, para verificar se houve influência do fator tempo sobre a variável dependente (GUJARATI; PORTER, 2011). Para isto, atribuíram-se variáveis *dummies* para os anos de 2009, 2010, 2011, 2012 e 2013. Os coeficientes da variável de tendência correspondente ao ano de 2014 foram omitidos para evitar problemas ligados à “armadilha das variáveis *dummies*”. A explicação decorre do fato de que, em modelos com muitas variáveis *dummies*, é necessário proceder à exclusão de algumas dessas variáveis, para evitar colinearidade perfeita, pois, quando uma variável não é abrangida pelo modelo, o valor da constante do modelo assume a sua representação (GUJARATI; PORTER, 2011).

Ressalta-se que a amostra desta pesquisa não foi dividida em fundos ativos e fundos inativos, como ocorre em estudos como o de Aragon (2007). Quando isso não acontece, a interpretação dos resultados deve ser feita com cautela, por causa da existência do “viés de sobrevivência” (MALAQUIAS; EID JR., 2013). Cordeiro (2013) esclarece que o viés de sobrevivência aparece em conjuntos de dados que contêm informações sobre fundos já encerrados pelo motivo incorporação, liquidação ou reclassificação. Por causa desses motivos, os fundos são encerrados, geralmente, por não apresentarem desempenho satisfatório frente às

difficultades dos gestores na captação de recursos, ou por atuarem em mercados com maior exposição a riscos (CORDEIRO, 2013).

Desse modo, acredita-se que os resultados obtidos por este estudo devam ser ponderados, pois um fundo pode, por exemplo, ter adotado políticas de restrição de resgate em um período e encerrado as suas operações no seguinte. Assim, em relação aos demais fundos mantidos por uma *asset*, mesmo que a imposição de períodos de *lockup* tenha ocorrido de forma satisfatória, o fundo inativo pode ter auferido o pior desempenho. Essa inferência permite dizer que, períodos de *lockup* foram capazes de afetar a rentabilidade das cotas de fundos inativos, contudo, esses fundos podem ter sido fechados por não atenderem às expectativas de suas *assets*, ou seja, a imposição períodos de *lockup* pode não ser suficiente para garantir a continuidade dos fundos. Na sequência, os procedimentos quantitativos empregados para analisar os dados da pesquisa são elucidados na seção 3.2.

3.2 Procedimentos quantitativos

Quanto à análise dos dados coletados, utilizaram-se nesse estudo, ferramentas quantitativas como a estatística descritiva e a análise de regressão para dados em painel. A estatística descritiva foi empregada na comparação entre as variáveis pesquisadas e os respectivos anos de sua ocorrência. Na análise de regressão para dados em painel, buscou-se verificar se as características identificadas na literatura científica, aliadas à imposição de períodos de *lockup*, afetaram a rentabilidade das cotas dos fundos multimercados em estudo. Destaca-se que o modelo proposto na análise de regressão foi baseado em Pontes, Rogers e Malaquias (2015), exceto pela inclusão da variável períodos de *lockup*, estimada sob a forma de *dummy* e em faixas de valores (*dummies*), e da variável fundos de investimento em cotas. A seguir, nas Equações 2, 3 e 4, são apresentados os modelos econométricos utilizados:

$$Rent_i = \beta_0 + \beta_1 Lockup_i + \beta_2 Idade_i + \beta_3 Logtam_i + \beta_4 Txadm_i + \beta_5 Txperf_i + \beta_6 FIC_i + \beta_7 t_i + \varepsilon \quad (2)$$

Equação 2

$$Rent_i = \beta_0 + \beta_1 DumLockup_i + \beta_2 Idade_i + \beta_3 Logtam_i + \beta_4 Txadm_i + \beta_5 Txperf_i + \beta_6 FIC_i + \beta_7 t_i + \varepsilon \quad (3)$$

Equação 3

$$Rent_i = \beta_0 + \beta_1 LF1_i + \beta_2 LF2_i + \beta_3 LF3_i + \beta_4 Idade_i + \beta_5 Logtam_i + \beta_6 Txadm_i + \beta_7 Txperf_i + \beta_8 FIC_i + \beta_9 t_i + \varepsilon \quad (4)$$

Equação 4

Em função de o número de indivíduos (4.667 fundos) ser maior que o número de períodos de tempo (janeiro/2009 a maio/2014 = 65 meses), os dados desta pesquisa se classificaram como um painel curto (GUJARATI; PORTER, 2011). Para a escolha do modelo para dados em painel, compreendeu-se que o uso do modelo de efeitos fixos não seria indicado frente o objetivo geral do estudo, pois, tomando como referência a variável períodos de *lockup*, tamanho, taxa de administração, taxa de *performance* e fundos de investimento em cotas, ambas seriam eliminadas do modelo, por serem variáveis constantes no tempo: suas variações são apenas *cross-section* (JOHNSTON; DINARDIO, 2001; CAMERON; TRIVEDI, 2009). Destaca-se que o teste de Hausman não foi utilizado nesta pesquisa, pois, segundo Gujarati e Porter (2011), esse teste é indicado para decidir entre o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios.

Assim, como a influência do tempo se torna relevante nessa análise, os dados foram testados somente por meio do teste *Lagrange Multiplier* (LM) de Breusch e Pagan, a fim de verificar se o emprego do modelo *pooled* para dados em painel seria o mais adequado frente o modelo de efeitos aleatórios. O modelo *pooled* ou modelo para dados empilhados caracteriza-se por juntar todas as observações coletadas e estimar uma única constante, desprezando-se, portanto, os aspectos relacionados ao corte transversal dos dados. Já o modelo de efeitos aleatórios estima o intercepto de forma aleatória, retirando uma fração das médias individuais de todos os interceptos relacionados ao corte transversal dos dados (GUJARATI; PORTER, 2011). Para a escolha entre os modelos, considerou-se o nível nominal de significância estatística de 5%, frente à hipótese nula de aceitar o modelo *pooled*.

Com vistas a verificar a influência das características dos fundos que pudessem impactar o desempenho das cotas, foi verificado se os modelos apresentados nas Equações 2, 3 e 4 incorreriam em problemas de estimação de seus coeficientes, tais como a multicolinearidade e a heterocedasticidade. Para tanto, realizou-se o teste de Fator de Inflação da Variância (FIV) para multicolinearidade, a fim de verificar se as variáveis independentes (exceto rentabilidade) apresentariam capacidade de predição distinta, e o teste de Breusch e Pagan para identificar se os resíduos da regressão são heterocedásticos, de modo que a heterocedasticidade fosse corrigida.

Segundo Gujarati e Porter (2011), há indícios de multicolinearidade, quando o resultado do teste FIV for maior que 10, e o resultado do teste de Breusch e Pagan rejeitar a hipótese nula de não haver heterocedasticidade (considerou-se nesse teste o nível nominal de significância estatística de 5%). Nesse sentido, os coeficientes desta pesquisa foram estimados por meio de *Ordinary Least Squares* (OLS), com o uso do *software* Stata/SE® v.11.2,

utilizando-se da correção robusta de White para a heterocedasticidade (GUJARATI; PORTER, 2011). Na Figura 3, os procedimentos empregados na análise dos modelos econométricos são resumidos:

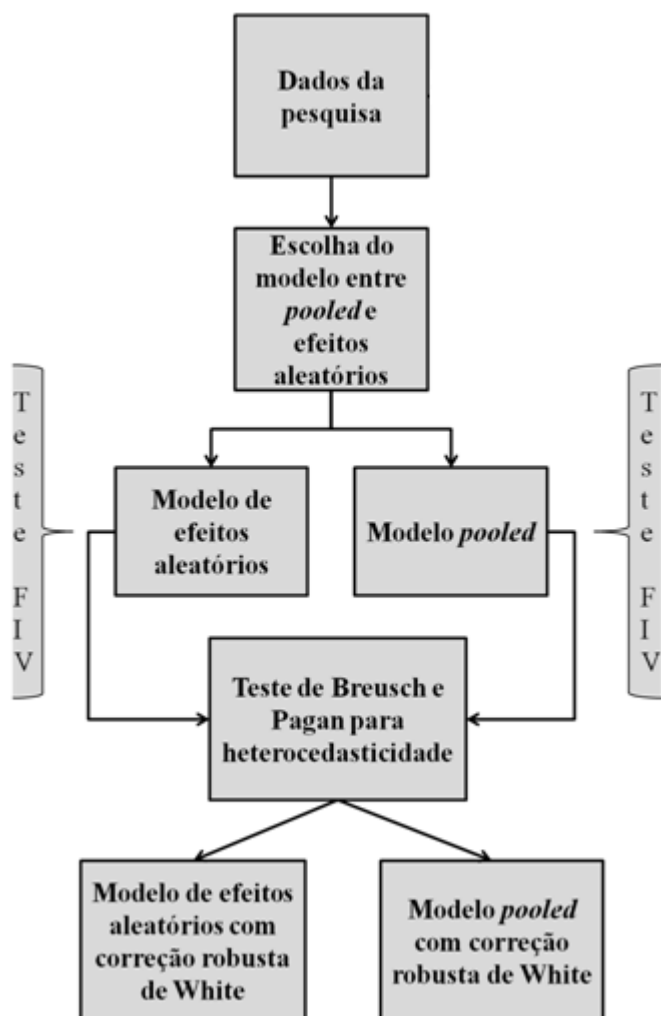


Figura 3 Procedimentos empregados na análise dos modelos econométricos

Fonte: Elaborada pelo pesquisador.

No capítulo 4, avança-se para a compreensão dos resultados encontrados, a partir da teoria e hipótese central desta pesquisa, e os procedimentos descritos nesta seção.

4 RESULTADOS

Neste capítulo, os resultados encontrados com o auxílio de procedimentos quantitativos são apresentados e discutidos, frente ao objetivo de pesquisa ora determinado. Com vistas ao entendimento das investigações realizadas, na seção 4.1 é apresentado por meio de medidas de posição e de dispersão, o desempenho dos fundos multimercados ao longo do período selecionado, e as características representadas pelas variáveis que podem afetar a rentabilidade desses fundos. Na seção 4.2, os resultados dos modelos expostos nas Equações 2, 3 e 4 são examinados mediante a teoria elucidada e a hipótese de pesquisa. Por fim, na seção 4.3, são argumentadas as razões para as evidências encontradas nesta pesquisa.

4.1 Estatística descritiva das variáveis estudadas

Com a finalidade de comparar o desempenho dos fundos multimercados ao longo do período selecionado para esta pesquisa, a Tabela 2 apresenta os valores mínimo, máximo, a média e o respectivo desvio padrão, como resultados obtidos para a classe estudada, após o procedimento *winsorize* (0,5%).

Tabela 2 Rentabilidade líquida mensal (em %) dos fundos multimercados ao longo do período selecionado

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Amostra geral	Mínimo	-10,575	-10,575	-10,575	-10,575	-10,575	-10,575	-10,575
	Máximo	11,505	11,505	11,505	11,505	11,505	11,505	11,505
	Média	1,214	0,790	0,776	0,955	0,572	0,466	0,780
	Desv. Pad.	1,479	1,294	1,545	1,391	1,541	1,546	1,482
Balanceados	Mínimo	-1,895	-3,754	-4,614	-7,763	-6,790	-4,606	-7,763
	Máximo	10,471	6,734	8,240	8,141	3,290	5,785	10,471
	Média	1,602	0,542	0,327	0,729	0,096	0,455	0,617
	Desv. Pad.	1,481	1,470	1,338	1,479	1,239	1,383	1,478
Capital Protegido	Mínimo	-9,062	-9,062	-6,937	-6,718	-8,151	-10,575	-10,575
	Máximo	7,422	8,251	9,492	7,171	7,842	7,052	9,492
	Média	0,880	0,672	0,005	0,589	0,289	0,572	0,463
	Desv. Pad.	1,313	1,732	1,874	1,701	1,659	1,814	1,724
Estratégia Específica	Mínimo	-3,029	-10,575	-10,575	-10,575	-10,575	-7,532	-10,575
	Máximo	11,505	11,505	11,505	11,505	11,505	10,846	11,505
	Média	1,254	1,009	0,653	0,931	0,687	0,598	0,808
	Desv. Pad.	1,850	2,269	2,458	2,028	2,337	2,062	2,226

(continua)

(continuação)

Juros e Moedas	Mínimo	-8,476	-8,210	-7,951	-5,450	-10,575	-8,563	-10,575
	Máximo	11,505	11,505	11,505	11,505	11,505	9,126	11,505
	Média	0,766	0,827	0,966	0,885	0,520	0,800	0,790
	Desv. Pad.	0,747	0,710	0,769	0,797	1,006	0,774	0,834
Long and Short Direcional	Mínimo	-2,355	-6,009	-3,528	-7,245	-4,994	-3,939	-7,245
	Máximo	8,432	5,730	7,003	6,317	4,243	3,663	8,432
	Média	1,581	0,884	0,702	1,028	0,604	0,406	0,824
	Desv. Pad.	1,508	1,173	1,091	1,135	1,086	1,012	1,188
Long and Short Neutro	Mínimo	-1,620	-10,575	-10,575	-2,407	-3,312	-10,575	-10,575
	Máximo	7,325	7,564	4,597	5,130	3,936	4,215	7,564
	Média	1,112	0,796	0,743	0,899	0,651	0,552	0,794
	Desv. Pad.	0,999	1,287	1,160	0,913	0,859	1,189	1,082
Macro	Mínimo	-10,575	-10,575	-10,575	-10,575	-10,575	-10,575	-10,575
	Máximo	11,505	11,505	11,505	11,505	11,505	8,699	11,505
	Média	1,475	0,699	0,743	1,074	0,604	0,210	0,786
	Desv. Pad.	2,235	2,079	2,702	1,877	1,977	1,731	2,165
Multiestratégia	Mínimo	-10,575	-10,575	-10,575	-10,575	-10,575	-10,575	-10,575
	Máximo	11,505	11,505	11,505	11,505	11,505	11,505	11,505
	Média	1,277	0,808	0,807	0,965	0,591	0,454	0,790
	Desv. Pad.	1,637	1,337	1,587	1,520	1,682	1,729	1,596
Multigestor	Mínimo	-10,575	-10,575	-10,575	-10,575	-10,575	-7,713	-10,575
	Máximo	11,505	11,505	11,505	11,505	11,505	4,630	11,505
	Média	1,102	0,779	0,785	0,933	0,518	0,490	0,771
	Desv. Pad.	0,951	0,737	0,814	0,747	0,864	0,785	0,836
Trading	Mínimo	-6,225	-10,575	-10,575	-9,206	-10,575	-8,565	-10,575
	Máximo	10,597	11,505	11,505	11,505	11,505	11,505	11,505
	Média	0,959	0,503	0,502	1,073	1,047	1,067	0,838
	Desv. Pad.	1,949	2,018	1,956	2,481	2,432	2,645	2,279

Nota: A rentabilidade líquida mensal (em %) dos fundos multimercados ao longo do período selecionado foi submetida ao procedimento *winsorize*, a 0,5%.

Fonte: Elaborada pelo pesquisador.

Em se tratando das subcategorias de fundos multimercados, a partir dos resultados da Tabela 2, verifica-se que, em média, os fundos do tipo Balanceados auferiram 0,617% de rentabilidade líquida mensal durante o período de 2009 a 2014. Dado que esses fundos se caracterizam por realizarem a diversificação constante de suas carteiras no curto prazo para alcançar maiores retornos no longo prazo, compreende-se que a sua estratégia não seria favorecida com a utilização de períodos de *lockup*, visto que a estratégia de curto prazo pode funcionar somente por causa de os fundos precisarem da liquidez de suas cotas.

Tendo em vista os fundos do tipo Capital Protegido, esses fundos obtiveram, em média, 0,463% de rentabilidade líquida mensal. No Anuário ANBIMA de 2012, Pinho Neto

relata que, no ano de 2011, os fundos multimercados do tipo Capital Protegido não ofereceram rentabilidade positiva às suas cotas, em razão do desempenho ruim do segmento de renda variável. Assim, tendo como base a média apurada no ano 2009, pôde-se inferir que algum evento associado especificamente nesse ano, pode ter corroborado para que esses fundos tenham obtido uma média de rentabilidade líquida mensal considerável, frente às demais subcategorias durante o período de enfoque. Em consulta a uma matéria publicada no site UOL, em 11/09/2009, essa subcategoria se destacou no Brasil para investidores com perfil conservador, em razão de ser uma época em que a crise financeira estava acentuada no País. Nessa matéria consta, inclusive, que, no acumulado, a rentabilidade desses fundos registrou 9,43% a.a., com captação líquida de R\$ 1,637 milhões.

Ademais, em função de os fundos do tipo Capital Protegido terem como propósito a devolução do principal para os seus investidores, a soma desse aspecto ao desempenho ruim do segmento de renda variável pode ter impactado a rentabilidade de suas cotas nos anos seguintes, mesmo com a imposição de períodos de *lockup* (essa subcategoria foi uma das que apresentaram maiores períodos de *lockup*, cujos prazos variaram de 101 a 999 dias).

Prosseguindo com a análise para os fundos multimercados do tipo Estratégia Específica, em média, essa subcategoria apresentou rentabilidade líquida mensal de 0,808%, próxima da rentabilidade da categoria *Trading* (0,838%). No Boletim ANBIMA nº 87, de julho de 2013, consta que o cenário econômico apurado no respectivo ano prejudicou o setor de fundos de investimento, fazendo com que os fundos do tipo Estratégia Específica e os do tipo *Trading* fossem os únicos entre os fundos multimercados a apresentarem rentabilidade negativa no mês de junho de 2013. Desse modo, parece que esse fato ocorreu de forma isolada, frente aos valores de rentabilidade apurados nesta pesquisa. Ressalta-se que os fundos do tipo Estratégia Específica correspondem à antiga subcategoria Multimercados Outros, por essa razão, acredita-se que não haja uma estratégia bem definida pelo gestor, para auferir o desempenho das cotas desses fundos.

Com relação aos fundos do tipo Juros e Moedas, que têm o seu desempenho vinculado às oscilações de juros, índices de preços e moedas investidas, em média, esses fundos denotaram rentabilidade líquida mensal de 0,790%, ao longo do período analisado. Interessante notar que o estabelecimento de períodos de *lockup* pode contribuir para o desempenho das cotas desses fundos, dado que essa subcategoria é quase uma aplicação de renda fixa, por isso, o uso de períodos de *lockup* faz bastante sentido para que essas cotas obtenham rentabilidade.

A seguir, discute-se a respeito dos fundos do tipo *Long and Short*. A partir da estratégia de investimento dos fundos *Long and Short* Direcional, que consiste em apostar na alta ou na baixa de preço das ações compradas e/ou vendidas, verifica-se que, em média, essa estratégia proporcionou rentabilidade líquida mensal de 0,824%. Já os fundos *Long and Short* do tipo Neutro se caracterizam por adquirirem ativos de empresas distintas na mesma proporção, com vistas à valorização ou queda no preço desses papéis. O desempenho, em média, obtido por esses fundos foi de 0,794%. Destaca-se que, mesmo apresentando períodos de *lockup* inferior a 100 dias (dados da pesquisa), ambos os fundos conseguem auferir rentabilidade, revelando que outras características previstas na literatura podem contribuir para os resultados dessas subcategorias. Esse fato corrobora os achados de Pontes, Rogers e Malaquias (2015), uma vez que não foi observado o efeito positivo da imposição de períodos de *lockup* para os fundos *Long and Short* no mercado de fundos de investimento brasileiro.

Passando-se para os fundos multimercados do tipo Macro, tem-se o valor de rentabilidade média de 0,786%. Esses fundos se caracterizam por buscarem o desempenho de suas cotas em mercados distintos, mediante a projeção de comportamento da Economia. De acordo com o Boletim ANBIMA nº 87, de julho de 2013, e com o Anuário ANBIMA 2014, assim como os fundos do tipo *Long and Short*, os fundos do tipo Macro foram os que conseguiram maior destaque do setor de fundos de investimento brasileiro. Tal fato pode ter sido influenciado pela imposição de períodos de *lockup*, uma vez que essa subcategoria também faz uso de prazos de restrição de resgate superiores a 100 dias (dados da pesquisa).

No que refere os fundos do tipo Multiestratégia, esses fundos, quando estavam à disposição do mercado, eram voltados para o atendimento dos *private banks*, cujo volume de aplicação de recursos tornava-se relevante para favorecer o desempenho de suas cotas. Em média, esses fundos ofereceram rentabilidade de 0,790% aos seus investidores. Dado o aporte de recursos e o uso de maiores períodos de *lockup* por esses fundos (até 999 dias), acredita-se que esses fatores tenham contribuído para que as suas cotas auferissem rentabilidade ao longo do período estudado.

Já a subcategoria Multigestor se tipifica por ter como estratégia a aplicação em cotas de outros fundos de investimento, cujos gestores apresentam desempenho superior no mercado, assemelhando-se, assim, aos fundos do tipo Estratégia Específica, por não terem uma tática bem definida. Por essa razão, mesmo que esses fundos tenham auferido, em média, a rentabilidade líquida mensal de 0,771% e operado com períodos de *lockup* superiores a 100 dias (dados da pesquisa), o estabelecimento de restrições às cotas pode não ser tão representativo.

Como último tipo a ser analisado, têm-se os fundos multimercados do tipo *Trading*, que se caracterizam por buscarem operações de compra e venda no curto prazo, de forma a aproveitar as tendências de mercado (FORTUNA, 2013). Assim como os fundos do tipo Balanceados, a estratégia desses fundos não deve ser favorecida com a utilização de períodos de *lockup*, em razão de esses fundos precisarem de liquidez. Tal explicação corrobora o fato de que esses fundos empregaram períodos de *lockup* inferior a 100 dias (dados da pesquisa). Em média, esses fundos obtiveram rentabilidade líquida mensal de 0,838%. De acordo com o Boletim ANBIMA nº 44, de dezembro de 2009, consta a informação de que os fundos do tipo *Trading* foram reclassificados a partir de 29/05/2009, recebendo recursos de outros tipos de fundos encerrados. Esse fato está fortemente corroborado nos achados desta pesquisa, uma vez que, em outros materiais e boletins publicados nos anos seguintes sobre a classe de fundos multimercados, não foi atribuído destaque para a subcategoria dos fundos *Trading*.

No que refere o auferimento de rentabilidade por ano, em 2009, os fundos do tipo Balanceados e *Long and Short* Direcional, foram as subcategorias que apresentaram maior média (1,602% e 1,58%). Em 2010, os fundos do tipo Estratégia Específica e os fundos do tipo *Long and Short* Direcional foram os que registraram maiores valores (1% e 0,884%). No ano de 2011, obtiveram-se maior desempenho os fundos do tipo Juros e Moedas (0,966%) e os do tipo Multiestratégia (0,807%). Em 2012, os fundos do tipo Macro e os do tipo *Long and Short* Direcional auferiram maior desempenho (1,074% e 1,028%).

Já em 2013, os fundos do tipo *Trading* e os do tipo Estratégia Específica ocuparam as primeiras colocações de rentabilidade (1,047% e 0,687%), contudo, se observados os valores mínimos registrados para essas subcategorias, verifica-se que ambos apresentaram os piores valores (10,575%) para o respectivo ano, juntamente dos fundos do tipo Juros e Moedas, Macro, Multiestratégia e Multigestor. Por fim, no ano de 2014, os fundos do tipo *Trading* e os fundos do tipo Juros e Moedas apresentaram o maior desempenho (1,067% e 0,80%). Salienta-se que os resultados para o ano de 2014 podem ter sido diferentes ao final do período, em função dos dados da pesquisa se limitarem ao mês de maio de 2014. Na sequência, são apresentados, na Tabela 3, os resultados obtidos por meio do uso de estatística descritiva, para as outras variáveis de controle utilizadas nesta pesquisa:

Tabela 3 Estatística descritiva para as variáveis utilizadas na pesquisa

Variáveis	Qtde. de fundos	Nº de observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>Lockup</i>	4.667	165.386	7,183	31,014	0	999
<i>Idade</i>	4.667	165.386	4,757	3,774	0,003	21,383
<i>Tamanho</i>	4.667	165.386	17,200	1,556	5,521	24,462
<i>Tx. Adm.</i>	4.667	165.386	0,949	1,087	0	6
<i>Tx. Perf.</i>	4.667	165.386	0,288	0,453	0	1
<i>FIC</i>	4.667	165.386	0,551	0,497	0	1

Notas: *Lockup*: tempo total em dias para que o investidor receba o pagamento de suas cotas; *Idade*: diferença entre a data de início do fundo e a data da rentabilidade mensal; *Tamanho*: logaritmo neperiano do patrimônio líquido dos fundos ao final de cada mês; Taxa de administração: taxa cobrada pelo fundo anualmente. Taxa de *performance*.: taxa em percentual cobrada pelo fundo quando o gestor supera um determinado *benchmark* (atribuição de variáveis *dummies*). *FIC*: fundos multimercados que aplicam os seus recursos em cotas de outros fundos multimercados denominados de “Fundo Investido” ou “Fundo Master” (atribuição de variáveis *dummies*).

Fonte: Elaborada pelo pesquisador.

Quanto à imposição de períodos de *lockup*, percebe-se que o uso dessa política na amostra pesquisada foi pouco expressivo, pois, em média, os fundos impuseram 7,183 dias de restrição às cotas. Conforme discutido no capítulo de Aspectos Metodológicos, grande parte das observações apresentou de zero a cinco dias de períodos de *lockup* (141.728 observações, aproximadamente 86%), ou seja, apenas 14% da amostra delimitaram períodos de seis a 999 dias. Na comparação com o estudo de Aragon (2007), a imposição de períodos de *lockup* se situou na média de um ano, com valor mínimo de um mês, e valor máximo de 7,5 anos. Assim, em média, grande parte das cotas dos fundos multimercados analisados podem ser consideradas líquidas em relação aos *hedge funds* estudados por Aragon (2007).

Em relação à variável idade, os resultados obtidos mostram que a data da menor rentabilidade foi de um dia e a maior de, aproximadamente, 7.697 dias. Com base na Figura 4, ao comparar a dispersão dos dados entre as variáveis rentabilidade e idade, verifica-se que os dados se mostram mais dispersos quando o tempo apurado é menor. Isso parece demonstrar que rentabilidade das cotas tende a se mover para próximo de zero com o passar do tempo, ou que os anos seguintes a 2009 não beneficiaram a categoria de fundos multimercados.

Sobre o tamanho dos fundos, expresso pelo valor constante do patrimônio líquido ao final de cada mês, em média, a riqueza dos fundos se situou por volta de R\$ 29 bilhões (ln: 17,20), com valor mínimo de R\$ 249,88 (ln: 5,521) e valor máximo aproximado de R\$ 42 bilhões (ln: 24,462). Conforme Ackermann, McEnally e Ravenscraft (1999), acredita-se que grande parte dos fundos pesquisados possa auferir economias de escala, dado o volume de recursos à sua disposição.

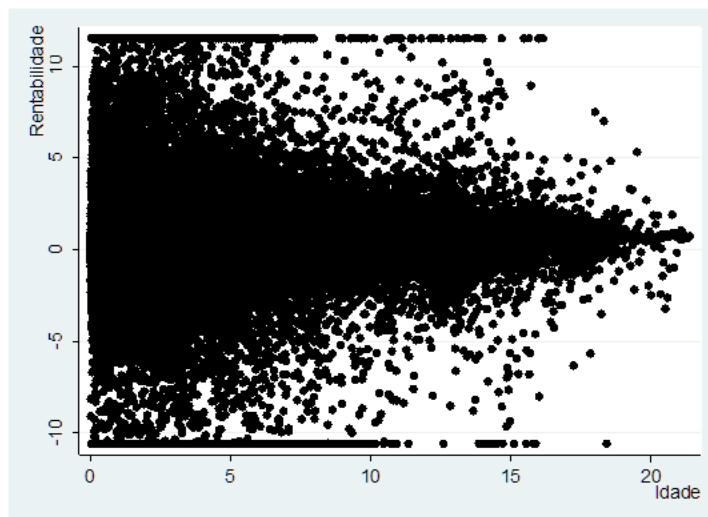


Figura 4 Relação entre as variáveis rentabilidade e idade
 Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

Em se tratando da taxa de administração, assim como explicado por Aragon e Nanda (2012), a sua cobrança é baseada no percentual de ativos mantidos e administrados pelos fundos. Com base nos resultados da Tabela 3, é possível inferir que, os fundos multimercados têm aumentado a sua quantidade de ativos gerenciados, dado a média apurada de 0,949% a.m., e valor máximo de 6% a.m., o que corrobora o volume de recursos gerenciados pelos fundos.

No que refere à cobrança de taxas de *performance*, do total de 165.386 observações, somente 28,8% (47.631 observações) apresentaram a cobrança dessas taxas. Em oposição aos *hedge funds* dos Estados Unidos, os fundos multimercados analisados parecem não conseguir demonstrar a relevância da cobrança dessa taxa para os cotistas, como forma de incentivo aos gestores para auferirem melhor desempenho.

Tendo em vista os fundos de investimento em cotas, a amostra geral desta pesquisa foi formada por 55,1% desses fundos (91.127 observações). Mediante a possibilidade de um Fundo *Master* controlar a sua liquidez por meio dos fundos de investimento em cotas, o número de observações trabalhado nesta pesquisa pode favorecer essa investigação de forma indireta, caso a variável atribuída aos fundos de investimento em cotas se mostre positiva e estatisticamente significativa nos modelos econométricos utilizados, visto que alguns fundos de investimento em cotas selecionados para esta pesquisa, apresentaram períodos de *lockup* superiores a 100 dias. Contudo, deve haver prudência na interpretação dessa variável, pois não é possível afirmar que um Fundo *Master* tenha utilizado os fundos de investimentos em cotas para controlar a sua liquidez. A seguir, as constatações feitas neste tópico são levadas

em consideração para analisar se houve indícios da entrega do prêmio de *lockup* às cotas dos fundos multimercados brasileiros.

4.2 Resultados dos modelos econométricos

A partir dos modelos econométricos demonstrados na Equação 2, 3 e 4, salienta-se que a variável períodos de *lockup* foi alternada sob três formas distintas (escalar, *dummy* e por faixas em *dummies*), para garantir a robustez dos dados e identificar se em alguma das formas comportadas, essa característica foi capaz de prever o desempenho dos fundos multimercados. Inicialmente, os dados desta pesquisa foram submetidos ao teste LM de Breusch e Pagan para testar a adequação do modelo em *pooled* ou em efeitos aleatórios. A seguir, na Tabela 4, os resultados para esse teste são demonstrados:

Tabela 4 Resultados para a escolha entre o modelo *pooled* e efeitos aleatórios

Modelos	Lagrange Multiplier de Breusch-Pagan		Especificação adequada
	χ^2	Valor-p	
<i>Lockup</i> em dias	2.434,55	0,000	Efeitos aleatórios
<i>Lockup</i> em <i>dummy</i>	2.358,19	0,000	Efeitos aleatórios
<i>Lockup</i> em faixas	2.338,63	0,000	Efeitos aleatórios

Fonte: Elaborada pelo pesquisador.

Destarte, os dados da Tabela 4, os resultados do teste LM indicaram que o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado para todas as formas da variável períodos de *lockup* (Equação 2, 3 e 4), considerando o valor-p de 0,000, no nível nominal de significância estatística de 5%. Na Tabela 5, são expostos os resultados dos três modelos submetidos ao teste FIV para a identificação de multicolinearidade.

Os resultados da Tabela 5 denotam menores valores para a variável *lockup* em dias, seguido da variável relacionada a idade, tamanho, e fundos de investimento em cotas, e maiores valores para a variável *lockup* em faixas e para as variáveis de tendência (2009-2013). Com base em Gujarati e Porter (2011), os coeficientes estimados não apresentaram indícios de multicolinearidade, uma vez que todos os resultados para o teste FIV foram menores que 10.

Tabela 5 Resultados para o teste de Fator de Inflação de Variância

Variáveis	Fator de Inflação de Variância		
	Equação 2	Equação 3	Equação 4
<i>Lockup em dias</i>	1,03		
<i>Lockup em dummy</i>		1,08	
<i>Lockup 1ª faixa</i>			2,79
<i>Lockup 2ª faixa</i>			2,26
<i>Lockup 3ª faixa</i>			2,38
Idade	1,05	1,06	1,10
Tamanho	1,05	1,08	1,09
Taxa de Administração	1,25	1,26	1,34
Taxa de Performance	1,25	1,24	1,27
FIC	1,05	1,05	1,09
2009	1,79	1,79	1,80
2010	2,21	2,21	2,21
2011	2,32	2,32	2,32
2012	2,32	2,38	2,38
2013	2,48	2,48	2,48

Fonte: Elaborada pelo pesquisador.

No quesito heterocedasticidade, os resultados dos três modelos estimados (Equação 2, 3 e 4) são apresentados na Tabela 6:

Tabela 6 Resultados para a identificação de heterocedasticidade

Modelos	Teste de heterocedasticidade Breusch-Pagan		Resultados do teste
	χ^2	Valor-p	
<i>Lockup em dias</i>	1.049,43	0,000	Presença de heterocedasticidade
<i>Lockup em dummy</i>	1.163,17	0,000	Presença de heterocedasticidade
<i>Lockup em faixas</i>	1.271,77	0,000	Presença de heterocedasticidade

Fonte: Elaborada pelo pesquisador.

De acordo com os resultados obtidos na Tabela 6, o teste de Breusch-Pagan para a identificação da heterocedasticidade apurou valor-p de 0,000 para os três modelos, indicando, portanto, no nível nominal de significância estatística de 5%, que, os dados da pesquisa apresentaram problemas na distribuição de seus resíduos. Diferente da multicolinearidade, faz-se necessário a correção da variância dos dados. Para tanto, os modelos de efeitos aleatórios para ambas as equações foram retificados por meio da correção robusta de White.

Seguindo adiante com a análise, na Tabela 7, a começar da forma escalar para a variável períodos de *lockup* (Equação 2), são apresentados os resultados para os modelos estimados:

Tabela 7 Resultados dos modelos econométricos para *lockup* em dias

Variáveis	Modelo de Efeitos Aleatórios	Efeitos Aleatórios com Correção Robusta de White	Pooled com Correção Robusta de White
<i>Lockup</i> em dias	0,000	0,000	0,000**
Idade	-0,006***	-0,006***	-0,008***
Tamanho	0,018***	0,018**	0,026***
Taxa de Administração	-0,021***	-0,021**	-0,025***
Taxa de <i>Performance</i>	-0,023	-0,023	-0,007
FIC	0,001	0,001	0,016**
2009	0,775***	0,775***	0,744***
2010	0,350***	0,350***	0,320***
2011	0,331***	0,331***	0,308***
2012	0,507***	0,507***	0,487***
2013	0,114***	0,114***	0,103***
Constante	0,196***	0,196	0,070
Nº de observações	165.386	165.386	165.386
Quantidade de fundos	4.667	4.667	4.667
R ² (Coef. de Determinação)			0,022
R ² _{overall}	0,022	0,022	
R ² _{between}	0,040	0,040	
R ² _{within}	0,021	0,021	
Teste F			322,739
Chi ²	3.615,707	1.825,103	

Notas: Nível nominal de significância estatística: * valor-p < 10%; ** valor-p < 5%; *** valor-p < 1%.

Variável dependente: rentabilidade líquida mensal das cotas em %; *Lockup*: tempo total em dias para que o investidor receba o pagamento de suas cotas; Idade: diferença entre a data de início do fundo e a data da rentabilidade mensal; Tamanho: logaritmo neperiano do patrimônio líquido dos fundos ao final de cada mês; Taxa de administração: taxa cobrada pelo fundo anualmente. Taxa de *performance*.: taxa em percentual cobrada pelo fundo quando o gestor supera um determinado *benchmark* (atribuição de variáveis *dummies*). FIC: fundos multimercados que aplicam os seus recursos em cotas de outros fundos multimercados denominados de “Fundo Investido” ou “Fundo *Master*” (atribuição de variáveis *dummies*).

Fonte: Elaborada pelo pesquisador.

Considerando o modelo de efeitos aleatórios com correção robusta de White, nota-se que a variável períodos de *lockup*, taxa de *performance* e fundos de investimento em cotas não apresentou significância estatística (TABELA 7). Em valores médios, verifica-se que a variável idade, tamanho e taxa de administração influenciaram a rentabilidade de forma negativa ou pouco expressiva. Nesse modelo, a hipótese desta pesquisa não pôde ser corroborada, pois a utilização dessa característica na forma escalar talvez não seja a medida

mais indicada, em razão de os dados serem considerados como *extreme outliers* pelo *software* Stata. Em relação às variáveis de tendência, constata-se que houve uma redução gradativa da rentabilidade ao longo dos anos selecionados, exceto para o ano de 2012, reforçando, inclusive, a estatística descritiva apresentada por essas variáveis na Tabela 2. Na Tabela 8, são apresentados novos resultados para os modelos estimados, considerando a Equação 3 (*lockup* em *dummy*):

Tabela 8 Resultados dos modelos econométricos para *lockup* em *dummy*

Variáveis	Modelo de Efeitos Aleatórios	Efeitos Aleatórios com Correção Robusta de White	Pooled com Correção Robusta de White
<i>Dummy Lockup</i>	0,089***	0,089***	0,095***
Idade	-0,005**	-0,005***	-0,007***
Tamanho	0,020***	0,020**	0,029***
Taxa de Administração	-0,024***	-0,024**	-0,028***
Taxa de Performance	-0,022	-0,022	-0,007
FIC	-0,003	-0,003	0,012
2009	0,778***	0,778***	0,746***
2010	0,352***	0,352***	0,322***
2011	0,332***	0,332***	0,310***
2012	0,508***	0,508***	0,488***
2013	0,114***	0,114***	0,103***
Constante	0,085	0,085	-0,065
Nº de observações	165.386	165.386	165.386
Quantidade de fundos	4.667	4.667	4.667
R ² (Coef. de Determinação)			0,022
R ² _{overall}	0,022	0,022	
R ² _{between}	0,041	0,041	
R ² _{within}	0,021	0,021	
Teste F			324,011
Chi ²	3.625,227	1.835,876	

Notas: nível nominal de significância estatística: * valor-p < 10%; ** valor-p < 5%; *** valor-p < 1%.

Variável dependente: rentabilidade líquida mensal das cotas em %; *DumLockup*: atribuição de variáveis *dummies* para os fundos que restringiram o resgate de suas cotas; Idade: diferença entre a data de início do fundo e a data da rentabilidade mensal; Tamanho: logaritmo neperiano do patrimônio líquido dos fundos ao final de cada mês; Taxa de administração: taxa cobrada pelo fundo anualmente. Taxa de performance.: taxa em percentual cobrada pelo fundo quando o gestor supera um determinado *benchmark* (atribuição de variáveis *dummies*). FIC: fundos multimercados que aplicam os seus recursos em cotas de outros fundos multimercados denominados de “Fundo Investido” ou “Fundo Master” (atribuição de variáveis *dummies*).

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

Os resultados demonstrados na Tabela 8 mostram que a variável períodos de *lockup*, estimada em *dummy*, mostrou-se estatisticamente significativa em todos os modelos utilizados, corroborando a aceitação da hipótese principal desta pesquisa, ao fornecer

evidências sobre a existência do prêmio de *lockup* para os fundos multimercados que impuseram restrições de resgate às suas cotas. Em relação às demais variáveis de controle, nota-se que nem todos os coeficientes foram estatisticamente significativos, contudo, tendo em vista o modelo de efeitos aleatórios com correção robusta de White, as variáveis idade, tamanho e taxa de administração se mostraram estatisticamente significativas no nível nominal de 5%, atestando, assim, a influência que essas características exercem sobre o desempenho dos fundos multimercados.

Cabe ressaltar que o coeficiente relacionado à variável taxa de *performance* não se mostrou mais uma vez estatisticamente significativo (TABELA 8), o que fornece indícios de que essa característica pode comportar-se de forma diferente da prevista na literatura para o período selecionado para esta pesquisa, no âmbito dos fundos multimercados brasileiros. Em relação às variáveis de tendência, percebe-se que os resultados se mostraram novamente estatisticamente significativos em todos os modelos, fornecendo evidências de que o tempo exerce influência sobre o desempenho das cotas dos fundos multimercados, além de reforçar que a rentabilidade desses fundos foi reduzida ao longo dos anos selecionados para esta pesquisa.

Na sequência, discutem-se os resultados obtidos na Tabela 9, considerando a variável períodos de *lockup* em faixas de valores, de acordo com a Equação 4. Destarte, os resultados da Tabela 9 permitem verificar que, tendo em vista a significância estatística da variável períodos de *lockup*, no modelo de efeitos aleatórios com correção robusta de White, pode-se dizer que a quantidade de dias influenciou a obtenção de desempenho pelos fundos multimercados, quando essa variável é estimada em faixas de valores (1ª: 1 dia de *lockup*; 2ª: 2, 3, 4 e 5 dias de *lockup*; 3ª: igual ou acima de 6 dias de *lockup*), o que reforça novamente a hipótese levantada nesta pesquisa.

Considerando os resultados do modelo de efeitos aleatórios com correção robusta de White, nota-se que os coeficientes relacionados às variáveis idade, tamanho e taxa de administração se mostraram estatisticamente significativos no nível nominal de 5%, atestando, assim, a influência que essas características exercem sobre o desempenho dos fundos multimercados. Outra vez, repetiu-se a não influência da variável taxa de *performance*, portanto, pode-se inferir que, para o período selecionado, essa característica não tenha contribuído para que os gestores de fundos multimercados transferissem maior rentabilidade para as cotas. Por fim, novamente os resultados das variáveis de tendência apresentaram significância estatística elevada, levando a concluir que o tempo ou os eventos associados a

ele afetam o desempenho das cotas de fundos multimercados e que a rentabilidade desses fundos oscilou para baixo após o período de 2009.

Tabela 9 Resultados dos modelos econométricos para *lockup* em faixas

Variáveis	Modelo de Efeitos Aleatórios	Efeitos Aleatórios com Correção Robusta de White	Pooled com Correção Robusta de White
<i>Lockup</i> Faixa I	0,087***	0,087***	0,093***
<i>Lockup</i> Faixa II	0,074**	0,074**	0,077***
<i>Lockup</i> Faixa III	0,122***	0,122***	0,131***
Idade	-0,005**	-0,005***	-0,006***
Tamanho	0,019***	0,019**	0,029***
Taxa de Administração	-0,025***	-0,025**	-0,029***
Taxa de <i>Performance</i>	-0,025	-0,025	-0,010
FIC	-0,008	-0,008	0,006
2009	0,780***	0,780***	0,749***
2010	0,354***	0,354***	0,324***
2011	0,334***	0,334***	0,312***
2012	0,509***	0,509***	0,489***
2013	0,115***	0,115***	0,104***
Constante	0,092	0,092	-0,053
Nº de observações	165.386	165.386	165.386
Quantidade de fundos	4.667	4.667	4.667
R ² (Coef. de Determinação)			0,022
R ² _{overall}	0,022	0,022	
R ² _{between}	0,041	0,041	
R ² _{within}	0,021	0,021	
Teste F			278,896
Chi ²	3.628,336	1.860,498	

Notas: nível nominal de significância estatística: * valor-p < 10%; ** valor-p < 5%; *** valor-p < 1%.

Variável dependente: rentabilidade líquida mensal das cotas em %; *LockupFx*: estimado em faixas de valores; Idade: diferença entre a data de início do fundo e a data da rentabilidade mensal; Tamanho: logaritmo neperiano do patrimônio líquido dos fundos ao final de cada mês; Taxa de administração: taxa cobrada pelo fundo anualmente. Taxa de *performance*.: taxa em percentual cobrada pelo fundo quando o gestor supera um determinado *benchmark* (atribuição de variáveis *dummies*). FIC: fundos multimercados que aplicam os seus recursos em cotas de outros fundos multimercados denominados de “Fundo Investido” ou “Fundo Master” (atribuição de variáveis *dummies*).

Fonte: Elaborada pelo pesquisador.

A seguir, na seção 4.3, são argumentadas as razões para as evidências encontradas nesta pesquisa.

4.3 Discussão dos resultados obtidos e análise da hipótese de pesquisa

A partir dos resultados expressos nas Tabelas 8 e 9, com a estimação da variável períodos de *lockup* em *dummy* e em faixas de valores, a presente pesquisa proporciona evidências sobre a entrega do prêmio de *lockup* na categoria dos fundos multimercados brasileiros. Portanto, o atendimento da hipótese conduzida nesta pesquisa (H_1) é corroborado, ou seja, períodos de *lockup* podem proporcionar maior desempenho às cotas de fundos multimercados. Essa constatação revela que, nessa classe de fundos, algumas subcategorias que restringiram o resgate de suas cotas, obtiveram em valores médios, desempenho superior (0,089% para *lockup* em *dummy*, e 0,087%, 0,074% e 0,122%, respectivamente, para *lockup* em faixas de valores). Há de se observar que o período selecionado para esta pesquisa, representado pelas variáveis de tendência, também influenciou a rentabilidade dos fundos da amostra de forma decrescente com o passar dos anos. Mesmo que os fundos tenham entregado em valores médios, um prêmio de *lockup* positivo para os seus cotistas, quando considerado as variáveis de tendência, observa-se o declínio da rentabilidade. Assim, compreende-se que o efeito da imposição de períodos de *lockup* foi satisfatório, mas, o efeito do tempo pode o anular.

Consoante a literatura pesquisada, as subcategorias de fundos multimercados podem ter auferido rentabilidade com a imposição de períodos de *lockup*, em função de esses fundos terem minimizado os desembolsos para atender a resgates inesperados, evitando, por conseguinte, custos de transação demasiados, ou fizeram com que esses custos fossem amortizados ao longo do tempo, conforme demonstrado no Quadro 3. Ressalta-se que, mediante a constatação de que houve faixas de valores que conseguiram agregar mais valor para as cotas, esses achados também permitem inferir sobre a lógica de que a imposição de maiores períodos de *lockup* proporciona o pagamento de maiores prêmios, ou que os gestores desses fundos dispuseram de mais liberdade para fazerem jus às suas estratégias de investimento, em concordância com Agarwal, Daniel e Naik (2009).

Frente à HME, as constatações obtidas conduzem a inferir que os ganhos repassados às cotas em prol de períodos de *lockup* podem relacionar-se à adoção de estratégias pelos gestores de fundos multimercados, a fim de aumentarem os recursos do fundo e disporem de mais tempo para a seleção de ativos financeiros, com possibilidade de ganhos no mercado brasileiro, em face da hipótese de esses papéis não terem absorvido informações privilegiadas, na forma semiforte da HME. Esses ganhos podem revelar ineficiências de mercado, por exemplo, mediante estratégias de arbitragem, pois, segundo Callado *et al.* (2009), as ineficiências surgem a partir de ganhos com oportunidades temporárias. Ademais, esses achados corroboram os estudos de Rochman e Ribeiro (2007) e Jordão e Moura (2011), que

apresentaram indícios de habilidade superior no mercado brasileiro, proporcionados pela gestão ativa. Outra interpretação pode ser atribuída a essa análise. Sob a hipótese de não existir ineficiências de mercado, os períodos de *lockup* podem ter sido estabelecidos com vistas à espera do tempo de maturação dos papéis administrados pelos gestores de fundos multimercados, com a finalidade de auferirem ganhos superiores no longo prazo, e não por causa de ineficiências de mercado.

Para a Teoria de Agência, a aceitação de H_1 apoia o raciocínio de que o uso de períodos de *lockup* tem sido um instrumento de negociação entre os gestores de algumas subcategorias de fundos multimercados e seus cotistas, conforme sugere Hong (2014), evitando, dessa maneira, a formação de conflitos de agência. Em tese, essas subcategorias estariam consoantes o efeito clientela proposto por Amihud e Mendelson (1986), dado que as cotas adquiridas pelos investidores de fundos multimercados podem ter apresentado menores preços no momento de sua aquisição, com a promessa de auferirem desempenho superior no futuro, fazendo, assim, jus ao prêmio de *lockup*. Não obstante, as cotas das subcategorias de fundos multimercados com a imposição dessa política tornam claro para os investidores que esses fundos se referem a investimentos de longo e não de curto prazo (STERI; GIORGINO; VIVIANI, 2009).

Conforme Aggarwal e Jorion (2010), os incentivos dados aos gestores de *hedge funds* fazem com que eles direcionem maiores esforços à obtenção de rentabilidade. Entretanto, Liu e Mello (2011) dizem que os gestores dessa categoria podem apresentar resistência no estabelecimento de períodos de *lockup*, para que não seja colocado em dúvida o prestígio de suas estratégias. Com base nos dados desta pesquisa, essa situação pode repetir-se no âmbito dos fundos multimercados, tendo em vista a constatação de que não foram todas as subcategorias desses fundos que impuseram políticas de restrição de resgate às suas cotas.

Os resultados encontrados também favorecem o argumento exposto por Aiken, Clifford e Ellis (2015), de que, para preservar a rentabilidade das cotas, os gestores podem estabelecer períodos de *lockup* em cenários de crise financeira, de modo que venham a se desfazer dos ativos de suas carteiras somente em momentos oportunos para a venda, uma vez que os anos de 2009, 2010 e 2011 podem ser considerados como de crise financeira, conforme sugerem os recortes de tempo utilizados nos trabalhos de Joaquim e Moura (2011) e Malaquias e Eid Jr. (2014). Destaca-se, no entanto, que os anos seguintes também podem ser considerados como de crise financeira, entretanto, não foi encontrada base científica para se afirmar sobre esse espaço de tempo.

Apesar de contextos diferentes, as evidências desta pesquisa podem, ainda, contrariar os achados de Sadka (2010), já que, no seu estudo, o autor revela que os resultados obtidos pelos *hedge funds*, independeu de períodos de *lockup* em épocas consideradas como de crise financeira. Assim, para a categoria dos fundos multimercados brasileiros, no período selecionado, um dos fatores que pode ter contribuído para a rentabilidade das cotas foi o estabelecimento de períodos de *lockup*. Ben-David, Franzoni e Moussawi (2012) dizem que os investidores podem resgatar as suas cotas em períodos de crise, com o temor de que os gestores deliberem sobre períodos de *lockup*, contudo, esse fato pode não ter ocorrido também em algumas das subcategorias discutidas neste estudo.

Com relação ao viés do presente, trazido sob a luz das Finanças Comportamentais, dada a premissa de racionalidade limitada e a inclusão de variáveis que comportem a natureza humana em modelos financeiros (HALFELD; TORRRES, 2001; DE BONDT *et al.*, 2008; KUKACKA; BARUNIK, 2013), acredita-se que os resultados deste estudo podem instigar o desenvolvimento de pesquisas na classe de fundos multimercados, com o propósito de compreender as razões que levam os investidores a aplicarem os seus recursos nas cotas que fazem uso de períodos de *lockup*.

Graças à propensão a vieses de julgamento no processo de tomada de decisão (KAHNEMAN; RIEPE, 1998), os investidores que se antecipam a ocorrência desses problemas são denominados de sofisticados (ALI, 2011). Mediante a possibilidade de não tomarem decisões assertivas à realocação de investimentos, ou ao exercício de consumo, pode-se atribuir a demanda pelas cotas com períodos de *lockup* analisadas, aos investidores que buscam por produtos financeiros que preconizam restrições de resgate (NUNES; ROGERS; CUNHA, 2015), tanto que houve indícios de que os fundos que impuseram maiores períodos de *lockup* transferiram rentabilidade para as suas cotas. Desse modo, os investidores que investem nessas subcategorias podem ser aludidos como sofisticados. Elucida-se que as subcategorias que apresentaram maiores períodos de *lockup*, cujos prazos variaram de 101 a 999 dias, e que fornecem sinais para investigações futuras foram: i) Capital Protegido; ii) Estratégia Específica; iii) Juros e Moedas; iv) Macro; v) Multiestratégia; e vi) Multigestor.

Passando-se para a análise das variáveis empregadas nesta pesquisa, tendo em vista os resultados gerados nos três modelos de efeitos aleatórios com correção robusta de White, pode-se afirmar que as características relacionadas ao estabelecimento de períodos de *lockup*, idade, tamanho e taxa de administração tiveram mais peso para influenciar os ganhos dos fundos multimercados. No Quadro 7, são sintetizados os principais resultados encontrados:

Quadro 7 Resultados das variáveis da pesquisa

Variável	Resultado	Sinal Esperado	Sinal Alcançado		
			Eq. 2	Eq. 3	Eq. 4
Lockup em dias	Não apresentou influência	+			
Lockup em dummy	Indícios de influência sobre a rentabilidade	+		+	
Lockup Faixa I	Indícios de influência sobre a rentabilidade	+			+
Lockup Faixa II	Indícios de influência sobre a rentabilidade	+			+
Lockup Faixa III	Indícios de influência sobre a rentabilidade	+			+
Idade	Indícios de influência sobre a rentabilidade	—	—	—	—
Tamanho	Indícios de influência sobre a rentabilidade	+	+	+	+
Taxa de Administração	Indícios de influência sobre a rentabilidade	—	—	—	—
Taxa de Performance	Não apresentou influência	+			
FIC	Não apresentou influência	—			
2009	Indícios de influência sobre a rentabilidade		+	+	+
2010	Indícios de influência sobre a rentabilidade		+	+	+
2011	Indícios de influência sobre a rentabilidade		+	+	+
2012	Indícios de influência sobre a rentabilidade		+	+	+
2013	Indícios de influência sobre a rentabilidade		+	+	+

Notas: Resultados das variáveis da pesquisa com base no Modelo de Efeitos Aleatórios com correção robusta de White.

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

Passando-se à análise da variável idade, mediante os resultados obtidos em ambos os modelos utilizados, pode-se assegurar que o aumento do tempo de operação dos fundos multimercados conduz à obtenção de rentabilidade inferior. Em consonância com o estudo de Bali, Gockan e Liang (2007), os resultados do presente estudo levam a inferir que a lógica dessa característica parece ocorrer em países distintos, dado que, assim como no âmbito dos *hedge funds*, a rentabilidade dos fundos multimercados parece ter-se reduzido no Brasil, conforme o aumento do tempo de operação desses fundos. Ademais, em face desses resultados, pode-se aludir que existem gestores de fundos multimercados iniciantes e experientes em suas carreiras, e que alguns desses fundos, com menor tempo de operação, estabeleceram maiores períodos de *lockup*. Essas constatações podem ser feitas, tomando-se como base os dados da pesquisa, pois, tendo como exemplo alguns fundos que impuseram 999 dias de períodos de *lockup*, verifica-se que, nessa faixa, existiram fundos com apenas dois dias de operação e fundos com aproximadamente 1.429 dias.

Com relação à influência do tamanho sobre o desempenho das cotas de fundos multimercados, verifica-se que essa variável se mostrou significativa em todos os modelos estimados, corroborando os estudos de Castro e Minardi (2009) e Malaquias e Eid Jr. (2013), atestando que a capacidade de recursos à disposição dos fundos pode ajudá-los a conquistar rentabilidade. No Boletim ANBIMA nº 93, de janeiro de 2014, os fundos multimercados aparecem em quarto lugar no mês de dezembro de 2013, com R\$ 495,2 bilhões de patrimônio líquido, o que reforça os achados relacionados a essa característica. Sob outra vertente, em razão de os valores dos coeficientes da variável tamanho serem poucos expressivos economicamente, pode-se também inferir que algumas subcategorias de fundos multimercados tenham auferido ganhos com deseconomias de escala, conforme sugere Ackermann, McEnally e Ravenscraft (1999).

Em se tratando da taxa de administração, como a maioria dos resultados da pesquisa foram estatisticamente significativos para essa variável, é possível dizer que a rentabilidade das cotas dos fundos multimercados foi impactada de forma negativa pela cobrança dessas taxas, o que corrobora, inclusive, o estudo de Malaquias e Eid Jr. (2014). Como era esperado que essa característica afetasse o desempenho das cotas, por ser uma cobrança quase obrigatória pelos fundos, os resultados dessa característica servem para demonstrar aos investidores que eles devem estar atentos à sua cobrança, pois, apesar de o aumento dessas taxas conduzir os cotistas de fundos multimercados a vislumbrarem a obtenção de ativos mais rentáveis, a partir da *expertise* propagada na sua seleção (AMIN; KAT, 2003), consoante a Rochman e Ribeiro (2003), a cobrança de taxas de administração pode denotar o consumo do benefício gerado pela captação de renda dos ativos subjacentes a suas cotas.

Quanto à cobrança de taxas de *performance*, verifica-se que não se pode inferir nesta pesquisa a respeito do benefício de sua cobrança para a condução de melhores resultados no âmbito da categoria de fundos multimercados brasileiros. Em linha oposta ao estudo de Ackermann, McEnally e Ravenscraft (1999), que constataram o aumento da rentabilidade por meio da cobrança de taxas de *performance* das cotas de *hedge funds* nos Estados Unidos, pode ser que os gestores de fundos multimercados no Brasil ainda não tenham demonstrado que podem transferir maiores ganhos para as suas cotas, dado que apenas 28,8% das observações amostradas fizeram jus a cobrança de taxas de *performance*. Dessa forma, os cotistas de fundos multimercados podem apresentar raciocínio contrário ao trazido por Getmansky, Lo e Makarov (2004) para o setor de *hedge funds*, sobre a existência de uma forte crença para remunerar os gestores mais preparados do mercado.

Por fim, cabem comentários sobre os fundos de investimento em cotas. Tendo em vista a não significância estatística dessa variável em todos os modelos gerados, os resultados desta pesquisa não permitem a sua inferência e comparação com os achados de Amin e Kat (2003) e Denvir e Hutson (2006). Assim, acredita-se que, sob a forma de uma variável *dummy*, essa característica talvez não tenha sido bem captada pelos modelos utilizados, perante sua expressividade na amostra da pesquisa. Sob outra vertente, para o período selecionado, esses fundos podem não ter atuado de forma relevante para auxiliar um Fundo *Master* a melhorar o seu desempenho, limitando-se, assim, a compra de suas cotas. Esse fato corrobora os achados de Fung *et al.* (2008), ao afirmarem que os fundos de investimento em cotas contribuem para a minimização do risco das cotas. Apesar de um Fundo *Master* dispor da opção de controlar a sua liquidez por meio dos fundos de investimento em cotas, frente à subamostra utilizada para identificar esse fator, parece que tal estratégia ainda não está bem definida por esses fundos. No próximo capítulo, são tecidas as considerações finais para esta pesquisa.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo consistiu em investigar se períodos de *lockup* junto a características relacionadas a idade, tamanho do patrimônio líquido, taxa de administração, taxa de *performance* e fundos de investimentos em cotas, afetaram o desempenho dos fundos multimercados no Brasil. Dada a existência do viés de sobrevivência na amostra utilizada, os resultados ainda que possam ser extrapolados, devem ser considerados com cautela. Salienta-se que as subcategorias em vigência pela ANBIMA e utilizadas no período focado para esta pesquisa foram: Balanceados; Capital Protegido; *Long and Short* Direcional; *Long and Short* Neutro; Estratégia Específica; Juros e Moedas; Macro; Multiestratégia; Multigestor; e *Trading*.

A discussão deste trabalho foi norteada, principalmente, pela Teoria de Hipótese de Mercado Eficiente (HME) e pela Teoria de Agência, além de serem feitas algumas alusões ao viés do presente, sob o campo das Finanças Comportamentais. Partindo-se do pressuposto de que sob a implantação de políticas de liquidez mais restritivas às cotas de fundos multimercados, os gestores desses fundos se beneficiariam de ineficiências no mercado brasileiro, acredita-se que a HME pôde ser testada, ainda que de forma indireta, uma vez identificado o prêmio de *lockup* no âmbito dos fundos de investimento no Brasil.

Para a Teoria de Agência, pôde-se contribuir nesta pesquisa sobre a ausência de conflitos de interesses nas subcategorias de fundos multimercados, cujos gestores negociaram com os seus cotistas maiores rendimentos por meio da imposição de períodos de *lockup*. Em média, as evidências demonstradas sugerem que a criação de mecanismos de monitoramento indiretos pela classe de fundos multimercados pode ser capaz de mitigar os conflitos de agência. Não obstante, as evidências apresentadas neste estudo fornecem mais uma razão para compreender os motivos que conduzem à remuneração de intermediários financeiros, conforme mencionado por Berk e Green (2004).

Outra contribuição vislumbrada correspondeu à identificação do grau de liquidez das cotas de fundos multimercados, pois, de acordo com os dados da pesquisa, a liquidez das cotas variou de zero a 999 dias, entre os anos de 2009 e 2014. Esse fato contribui para que surjam pesquisas que investiguem o viés do presente na categoria de fundos multimercados, visto que, à luz dessa teoria, os investidores denominados de sofisticados são aqueles que buscam controlar os seus impulsos em aplicações que preveem penalidades e restrições de liquidez. Ademais, pôde-se demonstrar, neste estudo, que a variável períodos de *lockup* pode juntar-se ao arcabouço teórico sobre os fatores que afetam o desempenho das cotas de fundos

multimercados no Brasil, alinhando-se, dessa forma, às características já utilizadas pelos estudos sobre *hedge funds* em outros países.

Para fins práticos, este estudo oferece indícios para os gestores de fundos multimercados, pois, para alguns tipos de fundos, a fixação de políticas mais restritivas de resgate pode ajudar esses gestores a manter suas carteiras de investimento e capturar maiores rendas, podendo assim, minimizar ou evitar custos de transação. Para os cotistas de fundos multimercados, a presente pesquisa fornece evidências sobre as características que devem ser levadas em consideração, antes de aplicar em uma subcategoria de fundos multimercados. Perante a imposição de períodos de *lockup*, por exemplo, os cotistas desses fundos poderão avaliar as chances de os gestores superarem *benchmarks* e realizarem a cobrança de taxas de *performance*. Desse modo, este estudo evidencia que a imposição de períodos de *lockup* contribui para que os cotistas registrem melhores indicadores de rentabilidade no mercado financeiro.

Com relação às outras variáveis testadas na pesquisa, a começar pela variável idade do fundo, verificou-se que, apesar de os coeficientes estimados serem pouco expressivos, em valores médios, há indícios de que essa característica exerça influência sobre a rentabilidade de maneira negativa, assim como ocorrido em estudos anteriores, reforçando que, com o passar do tempo, os fundos tendem a incorrer em menores riscos no mercado.

Quanto ao tamanho do fundo, notou-se que essa característica apresenta capacidade de predição alta, pois, em todos os modelos estimados, os coeficientes impactaram o desempenho das cotas de forma positiva. Em consonância com os sinais esperados, pode-se dizer que grande parte dos fundos multimercados brasileiros precisa de maiores quantias de recursos para implantar suas estratégias de investimento, porém, dado a expressividade dos coeficientes estimados, acredita-se também que alguns fundos multimercados optam por estratégias de arbitragem.

Com relação à cobrança de taxas de administração, em linha com a expectativa de redução dos ganhos repassados aos cotistas, os resultados desta pesquisa comprovaram que, em valores médios, o recolhimento dessas taxas reduz a rentabilidade das cotas, devendo, portanto, o seu recolhimento ser visto com cautela, principalmente, por novos investidores. No que tange à cobrança de taxas de *performance*, tendo em vista o baixo percentual de fundos que fizeram uso de sua cobrança nesta pesquisa, não se pôde inferir sobre a influência dessa característica sobre o desempenho das cotas de fundos multimercados. Entretanto, a ausência desse achado leva a inferir que, são poucos os incentivos para a cobrança dessas

taxas na categoria de fundos multimercados brasileiros, ou que existem gestores pouco habilitados frente à cobrança de taxas de *performance*.

Embora seja uma análise limitada, acredita-se que a variável fundos de investimento em cotas não tenha sido capaz de predizer o desempenho dos fundos multimercados, tanto por razões relacionadas à sua medida, quanto por sua capacidade limitada em auxiliar um Fundo *Master* a obter rentabilidade. Ressalta-se que não foi possível identificar se todos os fundos de investimento em cotas amostrados fizeram uso de restrições de resgate às suas cotas, podendo-se dizer apenas que alguns deles adotam essa estratégia. Assim, esse aspecto pode ser levado em consideração em futuras pesquisas, a fim de constatar se há diferença na rentabilidade auferida pelos fundos multimercados, quando os períodos de *lockup* são estabelecidos pelo fundo de investimento em cotas ou somente pelo Fundo *Master*.

Além das variáveis de controle previstas na literatura científica, pôde-se perceber que a adição de variáveis de tendência nos modelos empregados revelou que o fator tempo, expresso por anos, influenciou com veemência a rentabilidade dos fundos multimercados no Brasil, de modo que os ganhos transferidos para as cotas fossem reduzidos com o passar dos anos. Assim, mesmo que a imposição de períodos de *lockup* tenha contribuído para o aumento da rentabilidade, o fator tempo colaborou para a sua redução.

Destaca-se que esta pesquisa permite avançar na construção do conhecimento sobre finanças em mercados emergentes, uma vez que se pôde complementar os achados discutidos por Pontes, Rogers e Malaquias (2015) no mercado brasileiro. Apesar de se ter encontrado evidências sobre a entrega do prêmio de *lockup* para as cotas dos fundos multimercados, os valores dos coeficientes podem ser pouco expressivos quando comparados, por exemplo, com o estudo de Aragon (2007), no âmbito dos *hedge funds* (variação entre 4-7% a.a.), o que revela, portanto, uma política que ainda precisa ser trabalhada pelo setor de fundos de investimento brasileiro. Contudo, contribui-se para o avanço de estudos relacionados a esse setor, uma vez que a discussão desta temática ainda é incipiente frente os anos de sua vigência no Brasil, e diante de seu crescimento expressivo, a partir do ano de 2004.

Como sugestão para pesquisas futuras, outras características que reforcem os argumentos sobre a utilização de períodos de *lockup* podem também ser utilizadas, tais como os valores mantidos em caixa pelos fundos, a quantidade de ativos financeiros gerenciados e a ocorrência de custos de transação, pois, de posse dessas variáveis, explicações adicionais podem ser elucidadas a respeito das razões que efetivamente levam os fundos multimercados brasileiros a implantarem políticas que restrinjam o resgate de suas cotas e a proporcionarem melhor desempenho.

REFERÊNCIAS

- ABNT Associação Brasileira de Normas Técnicas. **NBR 14.724, de 17.03.2011**. Informação e documentação, trabalhos acadêmicos, apresentação. Válida a partir de 17.04.2011. Rio de Janeiro, 2011.
- ACKERMANN, C.; MCENALLY, R.; RAVENSCRAFT, D. The *performance* of hedge funds: risk, return, and incentives. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 3, p. 833-874, jun. 1999.
- AGARWAL, V.; DANIEL, N. D.; NAIK, N. Y. Do hedge fund manage their reported returns? **The Review of Finance Studies**, v. 24, n. 10, p. 3281-3320, ago. 2011.
- _____. Role of managerial incentives and discretion in hedge fund *performance*. **The Journal of Finance**, v. 64, n. 5, p. 2221-2256, out. 2009.
- AGGARWAL, R. K.; JORION, P. The *performance* of emerging hedge funds and managers. **Journal of Financial Economics**, v. 96, n. 2, p. 238-256, mai. 2010.
- AIKEN, A. L.; CLIFFORD, C. P.; ELLIS, J. A. Hedge funds and discretionary liquidity restrictions. **Journal of Financial Economics**, v. 116, n. 1, p. 1-22, abr. 2015.
- ALI, S. N. Learning self-control, **The Quarterly Journal of Economics**, v. 126, n. 2, p. 857-893, 2011.
- AMIHUD, Y.; MENDELSON, H. Asset pricing and the bid-ask spread. **Journal of Financial Economics**, v. 17, n. 1, p. 223-249, abr. 1986.
- AMIN, G. S.; KAT, H. M. Hedge fund *performance* 1990-2000: Do the “money machines” really add value? **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n. 2, p. 251-274, jun. 2003.
- ANG, A.; RHODES-KROPF, M.; ZHAO, R. Do funds-of-funds deserve their extra fees? **Journal of Investment Management**, v. 6, n. 4, p. 34-58, out./dez. 2008.
- ANGELETOS, G.; LAIBSON, D.; REPETTO, D.; TOBACMAN, J.; WEINBERG, S. The hyperbolic consumption model: calibration, simulation, and empirical evaluation. **Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 3, p. 47-68, jun./set. 2001.
- ARAGON, G. O. Share restrictions and asset pricing: evidence from the hedge fund industry. **Journal of Financial Economics**, v. 83, n. 1, p. 33-58, jan. 2007.
- ARAGON, G. O.; NANDA, V. Tournament behavior in hedge funds: high-water marks, fund liquidation, and managerial stake. **The Review of Financial Studies**, v. 25, n. 3, p. 937-974, jan./mar. 2012.
- ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. Disponível em: <[http:// portal.anbima.com.br/produtos-e-servicos/si-anbima/Pages/o-que-e.aspx](http://portal.anbima.com.br/produtos-e-servicos/si-anbima/Pages/o-que-e.aspx)>. Acesso em: 06 abr. 2015.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. Disponível em: < <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/regulacao/revisao-da-instrucao-409/Pages/default.aspx>>. Acesso em: 15 nov. 2015.

_____. Boletim ANBIMA nº 44, Ano IV, Dezembro/2009. **Indústria de Fundos Registra Perda de R\$ 0,6 bi em Novembro**. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/fundos-de-investimento/Documents/Fundos%20de%20Investimento%20-%20No%20m%C3%AAs%20de%20Novembro,%20os%20fundos%20de%20a%C3%A7%C3%B5es%20apresentaram%20as.pdf>>. Acesso em: 15 jan. 2016.

_____. Boletim ANBIMA nº 87, Ano VIII, Julho/2013. **Cenário econômico segue desafiando gestão de fundos**. Disponível em: < http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/fundos-de-investimento/Documents/Boletim%20FI_087_jul2013.pdf>. Acesso em: 10 jan. 2016.

_____. Boletim ANBIMA nº 93, Ano IX, Janeiro/2014. **Indústria registra captação líquida de R\$ 59,7 bi em 2013**. Disponível em: < http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/fundos-de-investimento/Documents/Boletim%20FI_093_jan2014.pdf>. Acesso em: 10 jan. 2016.

_____. Boletim ANBIMA nº 110, Ano X, Junho/2015. **Captação Líquida em maio melhora perspectiva para o ano**. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/fundos-de-investimento/Documents/BoletimFI_201507.pdf>. Acesso em: 29 jun. 2015.

_____. **Cartilha da Nova Classificação de Fundos**. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/nova-classificacao-de-fundos/Pages/default.aspx>>. Acesso em: 09 nov. 2015.

_____. **Cresce participação do Brasil no mercado global de fundos**. Disponível em: <portal.anbima.com.br/.../Cresce%20participação%20do%20Brasil%20no...>. Acesso em: 08 set. 2015.

_____. Deliberação nº 61, de 12 de Junho de 2015. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/nova-classificacao-de-fundos/Pages/default.aspx>>. Acesso em: 09 nov. 2015.

BALI, T. G.; BROWN, S. J.; CAGLAYAN, M. O. Macroeconomic risk and hedge fund returns. **Journal of Financial Economics**, v. 114, n. 1, p. 1-19, out. 2014.

_____. Systematic risk and the cross section of hedge fund returns. **Journal of Financial Economics**, v. 106, n. 1, p. 114-131, out. 2012.

_____.;GOKCAN, S.; LIANG, B. Value at risk and the cross-section of hedge fund returns. **Journal of Banking & Finance**, v. 31, n. 4, p. 1135-1166, abr. 2007.

BEN-DAVID, I.; FRANZONI, F.; LANDIER, A.; MOUSSAWI, R. Do hedge funds manipulate stock prices? **The Journal of Finance**, v. 68, n. 6, p. 2383-2434, dez. 2013.

_____. Hedge fund stock trading in the financial crisis of 2007–2009. **The Review of Finance Studies**, v. 25, n. 1, p. 1-54, nov. 2012.

BERK, J.; GREEN, R. Mutual fund flows and *performance* in rational markets. **Journal of Political Economy**, v. 112, n. 6, p. 1269-1295, dez. 2004.

BEUREN, I. M. **Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BOLLEN, N. P. B.; POOL, V. K. Do hedge fund managers misreport returns? Evidence from the pooled distribution. **The Journal of Finance**, v. 64, n. 5, p. 2257-2288, out. 2009.

BOYSON, N. M.; STAHEL, C. W.; STULZ, R. M. Hedge fund contagion and liquidity shocks. **The Journal of Finance**, v. 65, n. 5, p. 1789-1816, out. 2010.

BRAV, A.; JIANG, W.; PARTNOY, F.; THOMAS, R. Hedge fund activism, corporate governance, and firm *performance*. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 4, p. 1729-1775, ago. 2008.

BROWN, S. J.; GOETZMANN, W. N.; PARK, J. Careers and survival: competition and risk in the hedge fund and CTA industry. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 5, out. 2001.

BRUNI, A. L.; FAMÁ, R. Liquidez e avaliação de ativos financeiros: evidências empíricas na Bovespa (1988-1996). In: Encontro Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração – ENANPAD, 22, 1998, Foz do Iguaçu, **Anais...** Foz do Iguaçu: ANPAD, 1998.

_____. Mercados eficientes, CAPM e anomalias: uma análise das ações negociadas na Bovespa (1988-1996). In: Seminários em Administração – SEMEAD, 3, 1998, São Paulo, **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 1998.

BURASCHI, A.; KOSOWSKI, R.; SRITRAKUL, W. Incentives and endogenous risk taking: a structural view on hedge fund alphas. **Journal of Finance**, v. 69, n. 6, p. 2819-2870, mar. 2014.

CALADO, L. **Fundos de investimento: conheça antes de investir**. São Paulo: Elsevier, 2010.

CALLADO, A. A. C.; LEITÃO, C. R. S.; CALLADO, A. L. C.; MOLLER, H. D. Relações dinâmicas entre retornos de índices de mercado acionário: evidências empíricas através de abordagens multivariadas. **Organização em Contextos**, v. 5, n. 9, p. 23-45, jan./jun. 2009.

CALDEIRA, J. F.; MOURA, G. V.; SANTOS, A. A. V. Seleção de carteiras com modelos fatoriais heterocedásticos: aplicação para fundos de fundos multimercados. **RAM – Revista de Administração Mackenzie**, v. 15, n. 2, p. 127-161, mar./abr. 2014.

CAMARGO, M. C.; BARBOSA, F. V. Teoria e evidências da eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro. **Cadernos de Pesquisas em Administração**, v. 10, n. 1, p. 41-55, jan./mar. 2003.

CAMERON, A. C.; TRIVEDI, P. K. **Microeconometrics using Stata**. Texas: Stata Press, 2009.

CAO, C.; CHEN, Y.; LIANG, B.; LO, A. W. Can hedge funds time market liquidity? **Journal of Financial Economics**, v. 109, n. 2, p. 493-516, ago. 2013.

CASTRO, B. R.; MINARDI, A. M. A. F. Comparação do Desempenho dos Fundos de Ações Ativos e Passivos. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, n. 2, p.143-161, abr. 2009.

CHORDIA, T. The structure of mutual fund charges. **Journal of Financial Economics**, v. 41, n. 1, p. 3-9, mai. 1996.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em:

<<http://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/Sistemas/SCW/CPublica/CConsolFdo/FormBuscaParticFd o.aspx>>. Acesso em: 14 nov. 2015.

_____. Disponível em:

<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/fundos_investimentos/obrigacoes.html>. Acesso em: 17 jan. 2016.

_____. Disponível em: <<http://sistemas.cvm.gov.br/?fundosreg>>. Acesso em: 08 jan. 2016.

_____. Deliberação CVM nº 461, de 22 de Julho de 2003. **Dispõe sobre o novo conceito de valor mobiliário e sua aplicação aos fundos de investimento**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 09 nov. 2015.

_____. Instrução CVM nº 409, de 18 de Agosto de 2004. **Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 05 abr. 2015.

_____. Instrução CVM nº 554, de 17 de Dezembro de 2014. **Inclui, revoga e altera dispositivos na Instrução CVM nº 155, de 7 de agosto de 1991, na Instrução CVM nº 209, de 25 de março de 1994, na Instrução CVM nº 278, de 8 de maio de 1998, na Instrução CVM nº 332, de 4 de abril de 2000, na Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, na Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003, na Instrução CVM nº 399, de 21 de novembro de 2003, na Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004, na Instrução CVM nº 429, de 22 de março de 2006, na Instrução CVM nº 444, de 8 de dezembro de 2006, na Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007, na Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, na Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, e na Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 09 nov. 2015.

_____. Instrução CVM nº 555, de 17 de Dezembro de 2014. **Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 09 nov. 2015.

CORDEIRO, G. V. D. **Viés de sobrevivência nos fundos de investimento de renda variável no Brasil**. 2013. 45 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia de Empresas). Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2013.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; BRESSAN, A. A. O efeito da liquidez sobre a rentabilidade de mercado das ações negociadas no mercado acionário brasileiro. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 5, n. 2, p. 109-119, mai/ago. 2008.

DALMÁCIO, F. Z.; NOSSA, V. The agency teory applied to the investment funds. **Brazilian Business Review**, v. 1, n. 1, p. 31-44, jan. 2004.

DAMKE, B. R.; EID JR., W.; ROCHMAN, R. R. Which are the investment fund managers in Brazil behavioral investing biases and their characteristics? In: Encontro Brasileiro de Economia e Finanças Comportamentais, 1, 2014, São Paulo. **Anais...** São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2014.

DE BONDT, W.; MURADOGLU, G.; SHEFRIN, H.; STAIKOURAS, S. K. Behavioral finance: quo vadis? **Journal of Applied Finance**, v. 18, n. 2, p. 1-15, 2008.

DENVIR, E.; HUTSON, E. The *performance* and diversification benefits of funds of hedge funds. **International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 16, n. 1, p. 4-22, fev. 2006.

DERMAN, E. A Simple Model for the Expected Premium for Hedge Fund Lockups. **Journal of Investment Management**, v. 5, n. 3, p. 5-15, set. 2007.

DOROW, A.; MACEDO JR. J. S.; NUNES, P.; REINA, D.; MAXIMINIANO, D. R. A heurística da ancoragem e a tomada de decisão sob risco em investimentos imobiliários. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 13, n. 3, p. 86-101, set./dez. 2010.

EDELEN, R. Investor flows and the assessed *performance* of open-end mutual funds. **Journal of Financial Economics**, v. 53, n. 3, p. 439-466, set. 1999.

EID JR., W.; ROCHMAN, R. R. Perspectivas para a indústria brasileira de fundos. **Anuário ANBIMA 2014**. Disponível em:
<http://www.anbima.com.br/anuariodefundos/2014/pt/A_Industria_de_fundos/Investimento_no_Brasil/default.aspx>. Acesso em: 30 mai. 2015.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical works. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, mai. 1970.

FAMÁ, R.; CIOFFI, P. L. M.; COELHO, P. A. R. Contexto das finanças comportamentais: anomalias e eficiência do mercado de capitais brasileiro. **Revista de Gestão da USP**, v. 15, n. 2, p. 65-78, 2008.

FÁVERO, L. P. L. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, p. 131-156, jan./mar. 2013.

FIELD, L. C.; HANKA, G. The expiration of IPO share lockups. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 2, p. 471-500, abr. 2001.

FONSECA, N. F.; BRESSAN, A. A.; IQUIAPAZA, R. A.; GUERRA, J. P. Análise do desempenho recente de fundos de investimento no Brasil. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 18, n. 1, p. 95-116, jan./mar. 2007.

FONTE NETO, J. W.; CARMONA, C. U. M. Relação entre eficiência de mercado e o problema de agência em fundos de investimento. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 17, n. 1, p. 99-112, jan./mar. 2006.

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 19. ed. São Paulo: Qualitymark, 2013.

FUNG, W.; HSIEH, D. A.; NAIK, N. Y.; RAMODARAI, T. Hedge funds: *performance*, risk, and capital formation. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 4, p. 1777-1803, ago./2008.

GETMANSKY, M.; LO, A.; MAKAROV, I. An econometric model of serial correlation and illiquidity in hedge fund returns. **Journal of Financial Economics**, v. 74, n. 3, p. 529-610, dez. 2004.

GOMES, F. A. R.; CRESTO, V. Avaliação do desempenho dos fundos Long And Short no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 8, n. 4, p. 505-529, jul. 2010.

GUJARATI, D.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5. ed. Porto Alegre: McGraw Hill, 2011.

HALFELD, M.; TORRES, F. F. L. Finanças comportamentais: aplicações no contexto brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, v. 41, n. 2, p. 64-71, abr./jun. 2001.

HENDRIKSEN, E; VAN BRED, M. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

HOLMSTROM, B.; TIROLE, J. A liquidity-based asset pricing model. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 5, p. 1837-1867, out. 2001.

HONG, X. The dynamics of hedge fund share restrictions. **Journal of Banking & Finance**, v. 49, p. 82-99, dez. 2014.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976.

JOAQUIM, G. P. G.; MOURA, M. L. *Performance* and persistence of Brazilian hedge funds during the financial crisis. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 9, n. 4, p. 465-488, dez. 2011.

JOBMAN, D. R. **The handbook of alternative investments**. Estados Unidos da América: John Wiley & Sons, Inc., 2002.

JOHNSTON, J.; DINARDO, J. **Métodos econométricos**. 4. ed. Lisboa: McGraw Hill, 2001.

JORDÃO, G. A.; MOURA, M. L. *Performance* analysis of brazilian hedge funds. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 21, n. 3, p. 165-176, jul. 2011.

KAHNEMAN, D.; RIEPE, M. W. Aspects of investor psychology. **Journal of Portfolio Management**, v. 24, n. 4, p. 52-65, jun./set. 1998.

KARPOFF, J. M.; LEE, G.; MASULIS, R. W. Contracting under asymmetric information: evidence from lockup agreements in seasoned equity offerings. **Journal of Financial Economics**, v. 110, n. 3, p. 607-626, dez. 2013.

KUKACKA, J.; BARUNIK, J. Behavioural breaks in the heterogeneous agent model: the impact of herding, overconfidence, and market sentiment. **Physical A: Statistical Mechanics and its Applications**, v. 392, n. 23, p. 5920-5938, dez. 2013.

LAIBSON, D. I.; REPETTO, A.; TOBACMAN, J. Self-control and saving for retirement. **Brookings Papers on Economic Activity**, v. 29, n. 1, p. 91-196, 1998.

LERNER, J.; SCHOAR, A. The illiquidity puzzle: theory and evidence from private equity. **Journal of Financial Economics**, v. 72, n. 1, p. 3-40, abr. 2004.

LEUSIN, M. C.; BRITO, R. D. Marketing Timing e Avaliação de Desempenho dos Fundos Brasileiros. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 22-36, abr./jun. 2008.

LI, H.; ZHANG, X.; ZHAO, R. Investing in talents: manager characteristics and hedge fund performances. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 46, n. 1, p. 59-82, mar. 2011.

LIANG, B. On the *performance* of hedge funds. **Financial Analysts Journal**, v. 55, n. 4, p. 72-85, jul./ago. 1999.

LIMA, L. A. O. Auge e declínio da Hipótese dos Mercados Eficientes. **Revista de Economia Política**, v. 23, n. 4, p. 28-42, out./dez. 2003.

LIU, X.; MELLO, A. S. The fragile capital structure of hedge funds and the limits to arbitrage. **Journal of Financial Economics**, v. 102, n. 3, p. 491-506, dez. 2011.

LO, A. W. Efficient markets hypothesis. In: BLUME, L.; DURLAUF, S. **New Palgrave: a dictionary of economics**. 2. ed. New York: Palgrave MacMillan, 2007.

LOOMIS, C. J. The Jones Nobody Keeps Up With. **Fortune**, p. 237-247, abr. 1966.

LOPES, A. B.; IUDÍCIBUS, S. **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

MACHADO, A. V. M.; CORDEIRO, R. A. Anomalias de calendário e retorno acionário: análise do efeito dia da semana e setor da Economia. **Revista Ambiente Contábil**, v. 6, n. 2, p. 75-93, jul./dez. 2014.

MACHADO, A. V. M.; MACHADO, M. R. Liquidez e precificação de ativos: evidências no mercado brasileiro. **Brazilian Business Review**, v. 11, p. 73-95, jan./mar. 2014.

_____; MEDEIROS, O. R. Modelos de precificação de ativos e o efeito liquidez: evidências empíricas no mercado acionário brasileiro. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 9, n. 3, p. 383-412, set. 2011.

MALAQUIAS, R. F.; EID JR., W. Eficiência de mercado e desempenho de fundos multimercados. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 1, p. 119-142, mar. 2013.

_____. Fundos multimercados: desempenho, determinantes do desempenho e efeito moderador. **RAM - Revista de Administração da Mackenzie**, v. 15, n. 4, p. 135-163, jul./ago. 2014.

_____; MAMEDE, S. P. N. Efeito calendário e finanças comportamentais no segmento de fundos multimercados. **RAC – Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, n. 6, p. 98-116, mai. 2015.

- MAMEDE, S. P. N. **O efeito segunda-feira em cotas de fundos de ações brasileiros**. 2014. 85 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Ciências Contábeis, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2014.
- MILANEZ, D. Y. **Finanças Comportamentais no Brasil**. 2003. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas). Faculdade de Economia e Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.
- NANDA, V.; NARAYANAN, M.; WARTHER, V. Liquidity, investment ability, and mutual fund structure. **Journal of Financial Economics**, v. 57, n. 3, p. 417–443, set. 2000.
- NUNES, B.; ROGERS, P.; CUNHA, G. O papel do autocontrole nas decisões financeiras. In: ÁVILA, F.; BIANCHI, A. M. (Org.). **Guia de Economia comportamental e experimental**. São Paulo: Economia Comportamental, 2015, p. 189-198.
- OLIVEIRA, R. D. **Desempenho, Persistência dos Retornos e Captação na Indústria de Fundos Multimercados no Brasil**. 2005. 70 f. Dissertação (Mestrado em Administração). Curso de Pós-Graduação em Administração, Instituto Coppead de Administração, Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005.
- PONTES, G. A.; ROGERS, P.; MALAQUIAS, R. F. Os Fundos Long and Short entregam o prêmio de lockup? Evidências empíricas no Brasil. **Revista Contabilidade Vista e Revista**, v. 26, n. 3, p. 106-123, set./dez. 2015.
- PIMENTA, D. P.; BORSATO, J. M. L. S.; RIBEIRO, K. C. S. Um estudo sobre a influência das características sócio demográficas e do excesso de confiança nas decisões dos investidores, analistas e profissionais de investimento à luz das finanças comportamentais. **REGE – Revista de Gestão**, v. 19, n. 2, p. 261-278, abr./jun. 2012.
- PINHO NETO, D. Cenário econômico desafia gestão de fundos em 2011. **Anuário ANBIMA 2012**. Disponível em: < <http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/Anuario-de-fundos/Documents/ANUARIO%202012.pdf>>. Acesso em: 10 jan. 2016.
- RABELO JR., T. S.; IKEDA, R. H. Mercados eficientes e arbitragem: um estudo sob o enfoque das finanças comportamentais. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, v. 15, n. 34, p. 97-107, jan./abr. 2004.
- RAMORADAI, T. The secondary market for hedge funds and the closed hedge fund premium. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 2, p. 479-512, abr. 2012.
- RIBEIRO, J. C. L. **Hedge funds, crises financeiras e respostas regulatórias das autoridades**. Coimbra: Instituto Jurídico da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2014.
- RICHARDSON, R. J. **Pesquisa Social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2011.
- ROCHMAN, R. R.; EID JR., W. Fundos de investimento ativos e passivos no Brasil: comparando e determinando os seus desempenhos. In: Encontro Brasileiro de Finanças, 7, 2007, São Paulo. **Anais...** São Paulo: Sociedade Brasileira de Finanças, 2007.

_____; RIBEIRO, M. P. A Relação entre a estrutura, conduta e desempenho da Indústria de Fundos de Investimento: um estudo de painel. In: Encontro Brasileiro de Finanças, 3, 2003, São Paulo. **Anais...** São Paulo: Sociedade Brasileira de Finanças, 2003.

ROGERS, P.; MAMEDE, S. P. N. Informational inefficiency and/or the value of liquidity? A study on the influence of market makers in Brazil. **Business Management Review**, v. 4, n. 5, p. 269-280, jan. 2015.

_____; SECURATO, J. R.; RIBEIRO, K. C. S.; ARAÚJO, S. R. Finanças comportamentais no Brasil: um estudo comparativo. **Revista de Economia e Administração**, v. 6, n. 1, p. 49-68, jan./mar. 2007.

ROSS, S. A. The economic theory of agency: the principal's problem. **The American Economic Review**, v. 63, n. 2, p. 134-139, mai. 1973.

_____; WESTERFIELD, R. W.; JORDAN, B. D. **Princípios de Administração Financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

SADKA, R. Liquidity risk and the cross-section of hedge-fund returns. **Journal of Financial Economics**, v. 98, n. 1, p. 54-71, out. 2010.

SHILLER, R. J. From efficient markets theory to behavioral finance. **Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 1, p. 83-104, dez./mar. 2003.

_____. Human behavior and the efficiency of the financial system. In: TAYLOR, J. B.; WOODFORD, M. (Org.). **Handbook of macroeconomics**. Amsterdam: North-Holand, 1999, p. 1307-1309.

STERI, R.; GIORGINO, M.; VIVIANI, D. The italian hedge funds industry: an empirical analysis of *performance* and persistence. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 19, n. 1, p. 75-91, fev. 2009.

TANAKA, T.; MUROOKA, T. Self-control problems and consumption-saving decisions: theory and empirical evidence. **The Japanese Economic Review**, v. 63, n. 1, mar. 2012.

TEO, M. The liquidity risk of liquid hedge funds. **Journal of Financial Economics**, v. 100, n. 1, p. 24-44, abr. 2011.

UOL NOTÍCIAS ECONOMIA. Destaque na crise, fundo de capital protegido é indicado para conservadores. Disponível em:
<<http://Economia.uol.com.br/ultnot/infomoney/2009/09/11/ult4040u21881.jhtm>>. Acesso em: 10 jan. 2016.

VAN DIJK, R. J. Mudança da trajetória de juros desafia gestão de fundos em 2013. **Anuário ANBIMA 2014**. Disponível em:
<http://www.anbima.com.br/anuariodefundos/2014/pt/A_Industria_de_fundos/Cenario_Economico/default.aspx>. Acesso em: 30 mai. 2015.

VARGA, G. Índice de Sharpe e outros indicadores de *performance* aplicados a fundos de ações brasileiros. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 5, n. 3, p. 215-245, set./dez. 2001.

VIEIRA, K. M.; MILACH, F. T. Liquidez/iliquidez no mercado brasileiro: comportamento no período de 1995-2005 e suas relações com o retorno. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 5, n. 1, p. 5-16, jan./abr. 2008.

YOSHINAGA, C. E.; CASTRO JR., F. H. F.; ODA; A. L.; LUCCHESI, E. P. Análise de estilo em fundos multimercados com e sem alavancagem no Brasil. **REGES – Revista Eletrônica de Gestão**, v. 2, n. 1, p. 9-21, jan./abr. 2009.

APÊNDICE

Apêndice A: Fundos de investimento em cotas em Fundo Investido ou *Master*

CNPJ	Fundo Master
4936858000113	GAP ABSOLUTO FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
5090920000161	WESTERN ASSET MULTITRADING M MULTIMERCADO FUNDO DE INVESTIMENTO
5419363000180	CLARITAS LONG SHORT FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO LONGO PRAZO
7347311000170	CREDIT SUISSE LONG-SHOT EQUITIES MASTER
7347459000105	CREDIT SUISSE ABSOLUTE 30 FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO DE LONGO PRAZO
8893231000183	CREDIT SUISSE TOP FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO LONGO PRAZO
9555433000188	PÁTRIA HEDGE MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
10326457000144	BTG PACTUAL GLOBAL MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO - INVESTIMENTO NO EXTERIOR
13449025000119	KONDOR MAX FUNDO DE INVESTIMENTO EM QUOTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
13482668000164	ADVIS DELTA 30 FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
18033401000103	PLURAL CAPITAL EQUITY HEDGE FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
18448173000132	LEBLON EQUITIES PARTNERS VII FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES
3336721000165	BTG PACTUAL HEDGE FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
3718351000120	BTG PACTUAL HEDGE FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
5629367000192	BTG PACTUAL HEDGE FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
6095447000178	BTG PACTUAL HEDGE FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
6190159000100	BTG PACTUAL HEDGE FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
8927574000111	BTG PACTUAL HEDGE FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
1626802000174	BTG PACTUAL HIGH YIELD FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
2212548000120	BTG PACTUAL HIGH YIELD FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
2525832000157	BTG PACTUAL HIGH YIELD FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
6095443000190	BTG PACTUAL HIGH YIELD FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
6190203000174	BTG PACTUAL HIGH YIELD FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
7442466000196	BTG PACTUAL HIGH YIELD FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO

4426844000150	ARX HEDGE FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
6095441000109	BBM HIGH YIELD FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
5903139000169	OPPORTUNITY TOTAL FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
6095449000167	CSHG ABSOLUTE FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO DE LONGO PRAZO
7194551000182	SCHRODER MULTI STRATEGY FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
5117982000110	CLARITAS PRIVATE LONG SHORT FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
3074954000137	VERDE MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
8893097000110	VERDE AM MULTI ALLOCATION FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
8619984000103	ARX HEDGE II FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
9077626000170	WESTERN ASSET MULTI RETURN FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
17329600000109	KONDOR MAX FUNDO DE INVESTIMENTO EM QUOTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
8893172000143	MAUÁ ABSOLUTO FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
5927797000190	SAFRA ABSOLUTO 30 FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
10424418000180	GAVEA BRASIL MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
14326366000160	GÁVEA MACRO FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FI MULTIMERCADO INVESTIMENTO NO EXTERIOR
11530114000160	BBM GAUSS II FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
9219887000188	KONDOR FUNDO DE INVESTIMENTO EM QUOTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO KR10
18498797000164	PLURAL CAPITAL EQUITY HEDGE FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
19413587000199	IBIUNA HEDGE FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
17051213000145	IBIUNA HEDGE FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
19756384000103	CSHG VERDE AM EQUITY HEDGE LEVANTE FIC DE FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
19107944000190	SPX RAPTOR FEEDER INVESTIMENTO NO EXTERIOR FIQ DE FI MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO
15487498000136	VINCI HEDGE FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
15612408000191	KONDOR LX FUNDO DE INVESTIMENTO EM QUOTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
14706530000164	APEX EQUITY HEDGE FIC FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
14096013000110	JGP STRATEGY FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
18391138000124	IBIUNA LONG SHORT ST MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
9353934000181	JPM MULTISTRATEGY RATES AND FX MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
18078982000108	CSHG VERDE AM GLOBAL EQUITIES FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES – INVESTIMENTO NO EXTERIOR
19538375000138	JPM BRAZILIAN CORPORATE BONDS FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO – CREDITO PRIVADO
15505552000129	BRASIL PLURAL CREDITO CORPORATIVO FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO – CREDITO PRIVADO
18850493000114	PAINEIRAS HEDGE MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO

4222368000155	ITAÚ VERDE MASTER MULTIMERCADO FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO
18886199000162	WESTERN ASSET US INDEX 500 FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
18812469000190	CSHG CRÉDITO PRIVADO MAGIS FIC DE FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO DE LONGO PRAZO
4260640000191	VERDE FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
15730970000110	VERDE FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
7050814000180	BANCO DE INVESTIMENTOS CREDIT SUISSE (BRASIL) S/A
4310996000192	CREDIT SUISSE HEDGING-GRIFFO CORRETORA DE VALORES S.A.
5529715000150	ADVIS MACRO FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
3514877000199	ADVIS MACRO FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
5902500000132	ADVIS MACRO FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO
2105965000174	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
2290305000100	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
3186097000167	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
3618202000190	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
3618256000155	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
3792701000107	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
4104067000127	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
4381443000120	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
4662450000109	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
4836724000120	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
5089973000162	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
5313128000129	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
5401956000119	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
5529702000180	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
5755776000135	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
5903152000118	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
5906033000119	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
5933950000192	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
6066857000190	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
6160690000122	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
6301906000122	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
6995277000188	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
7192386000120	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
8371284000134	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
8830039000148	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
8931967000107	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
9093938000178	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
9121886000104	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
9125159000107	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
9145104000169	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.

9145117000138	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
9241718000144	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
9412837000112	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
9553241000132	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
10225645000186	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
10377900000106	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
10446958000164	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
10475181000166	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
11039121000163	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
11039218000176	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
11108038000107	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
11471742000111	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
11492230000131	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
11690277000100	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
11995437000129	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
12766395000117	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
12995170000132	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
13026506000111	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
13052863000154	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
13207280000155	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
13547640000168	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
13942791000110	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
14312140000100	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
14543978000104	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
14825026000183	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
15578414000170	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
15586796000183	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
15586797000128	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
15603948000109	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
15675393000100	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
15714940000110	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
16569933000134	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
17072601000102	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
17254120000118	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
17419784000190	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
17545718000166	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
17735167000101	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
18079398000169	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
18330821000151	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
18369682000170	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
18386802000147	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
18507743000118	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
18820151000151	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.

19544308000126	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.
19770499000144	Não consta Fundo <i>Master</i> informado no regulamento.

Fonte: dados da pesquisa.