

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

KAMYR GOMES DE SOUZA

**O IMPACTO DA ADOÇÃO DAS IFRS PARA A COMPOSIÇÃO DAS CARTEIRAS
DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM AÇÕES BRASILEIROS**

UBERLÂNDIA

2016

KAMYR GOMES DE SOUZA

**O IMPACTO DA ADOÇÃO DAS IFRS PARA A COMPOSIÇÃO DAS CARTEIRAS
DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM AÇÕES 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.

Linha de Pesquisa: Contabilidade Financeira.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Fernandes Malaquias

UBERLÂNDIA

2016

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

S729I
2016

Souza, Kamyr Gomes de, 1988-

O impacto da adoção das ifrs para a composição das carteiras dos fundos de investimento em ações brasileiros / Kamyr Gomes de Souza. - 2016.

53 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 - Teses. 3. Ações (Finanças) - Teses. 4. Investimentos - Administração - Teses. I. Malaquias, Rodrigo Fernandes, 1983-. II. Universidade Federal de Uberlândia. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. III. Título.

CDU: 657

KAMYR GOMES DE SOUZA

**O IMPACTO DA ADOÇÃO DAS IFRS PARA A COMPOSIÇÃO DAS CARTEIRAS
DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM AÇÕES BRASILEIROS**

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

BANCA EXAMINADORA

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

Prof. Dr. Odilon José de Oliveira Neto
Universidade Federal de Uberlândia (UFU)
Membro Interno

Prof. Dr. Anísio Cândido Pereira
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (FECAP)
Membro Externo

Uberlândia, 25 de fevereiro de 2016.

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho ao meu filho, Dion Avalone, de quem permaneci ausente durante toda a trajetória do mestrado, mas me acolheu sempre com um enorme sorriso à minha chegada.

AGRADECIMENTOS

Inicialmente, agradeço a Deus pelas oportunidades a mim proporcionadas, como o dom da vida, a minha família e o amor pelo conhecimento.

Agradeço a minha mãe, Neyde, por todo o apoio enquanto estive fora, e pelos cuidados para comigo e com meu filho. Obrigada por ter voltado para o seio de nossa família e se tornado presente em nossa vida, como sempre o foi em nossos corações.

Agradeço ao meu pai, Olival, por ter-me desafiado e motivado, mesmo que por caminhos tortuosos, a vencer na vida e me tornar uma pessoa melhor.

Agradeço ao meu amado noivo e esposo, Samuel, por sua compreensão, ternura e cuidados, pelo respeito à minha falta de tempo, pela silente e amorosa companhia nas longas noites e madrugadas de estudo, e pelo amor demonstrado em pequenos e grandes gestos. Obrigada por ter sido um pai presente enquanto fui uma mãe tão omissa; obrigada por ter fortalecido os laços de uma família nascente; obrigada por ter sido o meu porto seguro, por acolher meu cansaço e oferecer-me serenidade; e obrigada por ter confiado que nosso amor superaria todas as crises e a penosa distância.

Agradeço especialmente a minha irmã Laener, e aos meus tios Ney José e Ivna Gracia, que me acolheram em suas casas e me ofereceram todo o apoio possível para minha estadia na cidade de Uberlândia, quando se fez necessário.

Agradeço ao Prof. Dr. Rodrigo Fernandes Malaquias, por sua orientação, pelo continuo acompanhamento ao longo do desenvolvimento da pesquisa, pelo auxílio na coleta e tabulação dos dados. Obrigada, também, pela paciência e por ter acreditado em meu potencial.

Agradeço aos membros da comissão examinadora, Prof. Dr. Odilon José de Oliveira Neto e Prof. Dr. Anísio Cândido Pereira, que aceitaram participar da banca e contribuíram para o aprimoramento deste trabalho com valiosas críticas e sugestões.

Agradeço aos professores do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da FACIP-UFU, pelos ensinamentos transmitidos durante o curso.

Agradeço ao Prof. Ilírio José Rech e Prof.^a Patricia Souza Costa pelas valiosas sugestões em versões preliminares deste trabalho.

Gostaria de expressar minha profunda gratidão à Prof.^a Dr.^a Marli Auxiliadora Silva, que guiou meus primeiros passos como pesquisadora, e ensinou-me o gosto pela vida acadêmica, sem falar dos incontáveis finais de semana nos quais abdicou de seu necessário descanso para acorrer-me em minhas necessidades.

Agradeço ao grande amigo e mestre, Prof. Dr. Andrei Aparecido Albuquerque, pelo apoio constante, por sempre achar um tempo para ouvir-me e pela ponderação de seus conselhos, além da excelente parceria acadêmica construída ao longo dos anos.

Agradeço aos colegas da turma de mestrado, especialmente, ao Samuel de Paiva Naves Mamede e ao Thalyson Renan Bitencourt Machado, pelo encorajamento, conselhos e sincera amizade, e pelo bem-humorado companheirismo que amenizou nossas longas horas de recolhimento e estudo no laboratório.

Agradeço à secretaria do programa de mestrado, Laila Melo, pelo todo o suporte fornecido, e por ter sido um verdadeiro anjo da guarda a me socorrer em variadas situações, até nas mais hilárias, em que me vi exposta.

À Universidade Federal de Uberlândia, agradeço por ter sido a instituição que registrou toda a minha trajetória acadêmica e profissional, como discente de graduação, pós-graduação e como servidora.

Enfim, agradeço a todos que, direta ou indiretamente, colaboraram em meu processo de conclusão do Mestrado.

Cada um é responsável por todos. Cada um é o único responsável. Cada um é o único responsável por todos.

Antoine de Saint-Exupéry

RESUMO

O objetivo geral desta pesquisa foi analisar se a adoção das normas internacionais impacta a composição das carteiras dos fundos de investimento em ações brasileiros. O pressuposto inicial da pesquisa é que, se os gestores dos fundos de investimento fundamentam-se nas demonstrações contábeis das companhias para alocar seus recursos (DEFOND et al., 2011), e que a melhoria na qualidade da informação contábil postulada pelas IFRS pode contribuir para que estes tomem decisões mais acertadas acerca das melhores ações para se investir ou deixar de investir. A hipótese utilizada na pesquisa é de que a adoção antecipada das IFRS impacta positivamente a composição das carteiras dos fundos de investimentos em ações. Para tanto, a partir da listagem das 16 empresas que divulgaram voluntariamente suas demonstrações contábeis em *full IFRS* antes de 2010 (VOL), foi examinado mensalmente o percentual investido nessas empresas por 33 fundos de ações que fazem uso da análise fundamentalista como parâmetro para a tomada de decisão, no período de janeiro de 2005 a dezembro de 2009. No estudo empírico foi utilizada à abordagem de dados em painel, com a finalidade de controlar a heterogeneidade individual dos dados, conforme Fávero (2013). Os resultados indicam que, a partir do período em que as empresas VOL adotaram a íntegra das IFRS, houve um aumento no percentual investido em seus papéis, sugerindo que o mercado acionário tenha percebido de forma positiva as alterações normativas. Esse resultado confirma a hipótese da pesquisa, de que a adoção antecipada das IFRS, pelas empresas que o fizeram, associa-se positivamente com as variações ocorridas na composição das carteiras dos fundos de investimento. Verificou-se também que o percentual investido nas empresas que fizeram a adoção antecipada apresentou relação positiva com a rentabilidade dos fundos que nelas investiram, possivelmente devido a maior qualidade das demonstrações contábeis em IFRS. Os resultados não se mostram alinhados à hipótese da eficiência de mercado, pois, se há ativos que possuem maior qualidade na informação contábil, e esta informação é precificada de forma diferenciada pelos seus investidores, existem indícios de assimetria informacional.

Palavras-chave: Fundos de investimento; Portfolios; IFRS; Adoção voluntária; Rentabilidade.

ABSTRACT

The overall objective of this research was to analyze the adoption of international standards impacts the composition of the portfolios of investment funds in Brazilian shares. The initial research assumption is that if the fund managers are based on financial statements of companies to allocate their resources (DEFOND et al., 2011), and that the improvement in the quality of accounting information postulated by IFRS can contribute for those who make more informed decisions about the best stocks to invest or stop investing. The hypothesis used in the research is that the early adoption of IFRS positively impacts the composition of the portfolios of shares in investment funds. To do so, from the list of 16 companies that voluntarily disclosed its financial statements in full IFRS before 2010 (VOL) was monthly examined the percentage invested in these companies by 33 equity funds that make use of fundamental analysis as a parameter for the taking decision, from January / 2005 to December / 2009. In the empirical study it was used to panel data approach, to control the individual heterogeneity of data (FAVERO, 2013). Results indicate that from the period in which the VOL companies have adopted full IFRS, there was an increase in the percentage invested in their roles, suggesting that the stock market noticed positively the regulatory changes. This result confirms the hypothesis of the research, that early adoption of IFRS by companies who did, is associated positively with the changes in the composition of the portfolios of investment funds. It was also found that the percentage invested in companies that made the earlier application was positively related to the profitability of the funds invested in them, possibly due to higher quality of financial statements under IFRS. The results show is not aligned to the hypothesis of market efficiency, because if there are assets that have higher quality accounting information, and this information is priced differently by investors, there are indications of information asymmetry.

Keywords: Investment Funds; Portfolios; IFRS; Voluntary adoption; Profitability.

LISTAS DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FASB	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
FI	Fundo de Investimento
FIA	Fundo de Investimento em Ações
HME	Hipótese do Mercado Eficiente
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
IBovespa	Índice Bovespa
IBrX	Índice Brasil
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
Si-Anbima	Sistema de Informações da ANBIMA
VOL	Empresas que efetuaram a adoção voluntária (antecipada) das IFRS

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	11
1.1 Contextualização.....	11
1.2 Pergunta-problema.....	12
1.3 Objetivos.....	12
1.3.1 Objetivo geral	12
1.3.2 Objetivos específicos	12
1.4 Justificativa e Contribuições do Estudo.....	13
1.5 Estrutura do Trabalho	15
2 REFERENCIAL TEÓRICO	16
2.1 Convergência contábil e <i>value relevance</i>	16
2.1.1 Utilidade das demonstrações contábeis para a tomada de decisão	16
2.1.2 A adoção das IFRS no Brasil e no mundo	17
2.2 Fundos de investimento	21
2.2.1 Fundos de investimento em ações	21
2.2.2 Rentabilidade dos fundos de investimento	25
3 ASPECTOS METODOLÓGICOS	31
3.1 Classificação da pesquisa	31
3.2 Delimitação da Amostra e Forma de Coleta dos Dados	32
3.3 Hipóteses, Modelo Econométrico e Variáveis Utilizadas	34
3.4 Limites da pesquisa.....	36
4 RESULTADOS E DISCUSSÕES.....	37
4.1 Análise descritiva.....	37
4.2 Análise dos efeitos da adoção antecipada para as carteiras	38
4.3 Análise dos efeitos da adoção antecipada para a rentabilidade dos fundos.....	40
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	44
REFERÊNCIAS.....	46

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

Dentre as diversas formas de aplicação disponíveis para poupadoreis alocarem seus investimentos, destacam-se os fundos de investimento, cuja procura cresceu significativamente nos últimos anos. Como vantagem dos fundos de investimento em ações em relação ao investimento direto em ações, Franz e Figueiredo (2003) apontam a possibilidade de diversificação da carteira, o acesso à gestão profissional e a liquidez.

No que se refere à teoria de investimentos, Jhensen (1968) afirma que a gestão ativa dos fundos de investimento inclui habilidades como a adequada seleção de seus ativos – *stock selection* enquanto que, Henriksson e Merton (1981) destacam a antecipação dos movimentos do mercado – *market timing*. Para superar o desempenho da carteira de mercado, Varga (2001) expõe que para atingir a meta básica da gestão ativa, o gestor necessita ter acesso às melhores informações, e/ou possuir modelos capazes de processar as informações disponíveis e, munido de suficiente conhecimento, selecionar ativos capazes de proporcionar retornos mais atrativos para sua carteira.

Dentre as metodologias de seleção de investimentos, uma é destacada tanto pela literatura quanto pelo mercado de capitais. Trata-se da análise fundamentalista, que comumente é usada na seleção de ativos para gerenciamento de carteira de ações (EDIRISINGHE; ZHANG, 2007). Por meio desta, as alternativas de investimento são mensuradas a partir da interpretação de um conjunto de informações, em que se encontram tanto às que se refere à conjuntura macroeconômica, quanto às retiradas das análises de demonstrações contábeis de uma dada empresa.

Santos e Cavalcante (2014) ressaltam que a relevância informacional como um atributo ligado a utilidade das informações para determinar os preços das ações e capturar o valor de mercado das empresas pode favorecer a seleção de investimentos em busca por melhores rentabilidades, ao permitir que o gestor detecte possíveis ineficiências ou ativos subavaliados pelo mercado, corroborando o exposto por Edirsinghe e Zhang (2007) e por Jiang e Penman (2013) sobre a análise fundamentalista. Neste sentido, a qualidade das demonstrações contábeis utilizadas pelos gestores dos fundos de ações é tida como a base da análise fundamentalista. Entretanto, de acordo com Carmo, Ribeiro e Carvalho (2011) e Silva (2013), as demonstrações contábeis podem conter vieses gerados pelos padrões contábeis adotados, aspectos culturais e institucionais e influência governamental.

Bodie, Kane e Marcus (2010, p. 100) afirmam que os erros de processamento de informação “podem levar o investidor a calcular incorretamente as verdadeiras probabilidades de possíveis eventos ou taxas de retorno associadas”. Portanto, a transparência e qualidade das informações relatadas podem estar associadas ao desempenho e segundo Monte-Mor et al. (2014), podem afetar a tomada de decisão dos gestores quanto à seleção dos ativos, bem como sobre o melhor momento de entrar ou sair de suas posições.

No caso do mercado brasileiro, Santos e Cavalcante (2014) sugerem que a convergência contábil internacional aos padrões IFRS (sigla em inglês de *International Financial Reporting Standards*) pode ter aprimorado a qualidade da informação contábil, o que implicaria maior relevância informacional e consequente incremento na utilidade da informação produzida. No período pós-convergência, diversos estudos abordam a melhoria da qualidade e relevância da informação contábil a partir da adoção das IFRS, dentre os quais, destacam-se, Martins e Paulo (2010), Lima (2010) e Greco et al. (2013).

1.2 Pergunta-problema

Nesse contexto, emerge a questão de pesquisa do presente estudo:

Qual a relação entre a adoção das IFRS e a composição das carteiras dos fundos de investimento em ações brasileiros?

Para a viabilidade dessa análise, e para efeito comparativo, foram consideradas as empresas que adotaram antecipadamente e de forma integral as normas internacionais, ou seja, antes do ano de 2010, ano em que todas as companhias abertas foram obrigadas a publicar suas demonstrações consolidadas em IFRS.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo geral

Analisar se a adoção das normas internacionais impacta na composição das carteiras dos fundos de investimento em ações brasileiros.

1.3.2 Objetivos específicos

a) Identificar a composição das carteiras dos fundos de ações brasileiros. Justifica-se esta etapa pela necessidade de verificar os percentuais de investimentos alocados em ações de empresas que adotaram antecipadamente as IFRS. O foco nessas empresas justifica-se por fornecerem maior comparabilidade, inclusive no quesito temporal, devido essas terem adotado as normas internacionais em diferentes períodos.

b) Verificar o comportamento dos fundos em relação às ações das empresas que adotaram antecipadamente as IFRS antes e após sua adoção. Deste modo, será examinada a relação entre o momento em que ocorreu a adoção antecipada para cada empresa e as variações ocorridas na composição das carteiras dos fundos de ações.

c) Analisar a relação entre as rentabilidades dos fundos de ações com os porcentuais investidos em empresas que adotaram voluntariamente as IFRS. Assim, poder-se-á apreciar se as decisões de investimento dos gestores dos fundos em alocar seus recursos em empresas desse grupo alteraram significativamente sua rentabilidade.

1.4 Justificativa e Contribuições do Estudo

De acordo com Sarlo Neto, Bassi e Almeida (2011), a informatividade das demonstrações contábeis publicadas pelas companhias abertas é um tema recorrente e cada vez mais estudado por pesquisadores em contabilidade, inclusive no Brasil, devido à importância das informações contábeis para o mercado acionário. Neste contexto, as informações contábeis constituem-se em importantes variáveis estimadoras dos fluxos de caixa futuros de uma empresa e do risco de um investimento, o que na visão de Amorim, Lima e Murcia (2012) justificam sua utilização para as tomadas de decisão relacionadas à composição de um portfólio de ações.

A informatividade contábil é discutida e avaliada por meio dos estudos sobre valor relevante (do inglês, *value relevance*), os quais segundo Barth, Beaver e Landsman (2001) dedicam-se em examinar a relevância da informação contábil para os investidores e seu impacto no preço das ações. Mas, apesar das frequentes críticas ao valor relevante da informação contábil para o mercado, Oyerinde (2009) afirma que as demonstrações contábeis e a divulgação de fatos relevantes ainda se constituem na fonte de informações mais viável sobre as empresas.

Em consulta aos regulamentos dos fundos de investimento disponíveis no sítio da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), pode-se notar que uma quantidade representativa destes, em diversas categorias, optam pelo uso da análise fundamentalista como parâmetro para a tomada de decisão. Portanto, se os gestores dos fundos de investimento fundamentam-se nas demonstrações contábeis das companhias para alocar seus recursos, na visão de DeFond *et al.* (2011), a melhoria na qualidade da informação postulada pela IFRS pode contribuir para que decisões mais acertadas sobre os melhores momentos para se investir ou deixar de investir nestas ações.

Silva (2013) afirma que a maior divulgação ocorrida com a adoção das IFRS relaciona-se com o registro de transações não contabilizadas anteriormente, de forma a ser mais útil para usuários como os analistas, que precisam de números tempestivos para avaliar risco e realizar estimativas adequadas, e acionistas, que necessitam avaliar o desempenho econômico-financeiro das empresas para alocarem seus recursos de forma eficiente no mercado acionário. Seguindo a mesma lógica, os fundos de investimentos em ações podem ter sido afetados/beneficiados com o processo de convergência às IFRS, a partir de um incremento informacional capaz de direcioná-los na escolha de seus portfólios.

A originalidade do presente estudo constitui-se na análise da relação entre a convergência contábil e a composição das carteiras dos fundos de investimento, associação ainda não encontrada em outros estudos verificados na fase de levantamento bibliográfico deste trabalho. Nesse sentido, DeFond et al. (2011) investigaram o impacto da adoção obrigatória das IFRS na apropriação de fundos mútuos estrangeiros, no âmbito da União Europeia, e constataram que melhorias na comparabilidade entre os países a partir da adoção das IFRS reduziram os custos de aquisição da informação e promoveram o aumento da propriedade estrangeira de fundos mútuos.

Em relação a fundos de investimentos brasileiros que negociam ações de companhias domésticas, DeFond et al. (2011) ressaltam que não há problemas de comparabilidade como os que tratam de países distintos, pois investidores nacionais têm acesso a canais de informação alternativos são familiarizados com as normas contábeis locais. Neste caso, a relevância deste estudo encontra-se em aceitar ou rejeitar a possibilidade de um incremento na utilidade das demonstrações a partir da adoção das IFRS para os fundos de investimento em ações, o que contribuiria com a teoria da *value relevance* da informação contábil, deste que é um setor ainda pouco explorado.

No que se refere à teoria, este estudo visa também contribuir ao identificar os impactos econômicos das alterações dos padrões contábeis para o setor de fundos. Assim sendo, espera-se que partindo dos resultados da presente pesquisa, os órgãos reguladores de países que ainda não adotaram as IFRS possam visualizar evidências empíricas dos impactos dessa adoção para a tomada de decisão acerca da implementação ou não dessas normas em seus respectivos países.

Espera-se que esta pesquisa também agregue ao campo teórico outro importante elemento. Trata-se da certificação dos benefícios da gestão ativa e, consequentemente, da aceitação ou rejeição da Hipótese do Mercado Eficiente (HME), tendo como foco esse mercado dos fundos de investimento. Além disso, essa pesquisa é direcionada à cooperação com o

mercado, ao permitir melhorias na qualidade da gestão ativa, a partir da compreensão dos resultados econômicos decorrentes da adoção dos padrões contábeis internacionais.

1.5 Estrutura do Trabalho

Esta pesquisa está organizada em mais quatro capítulos, após esta introdução. No Capítulo 2, será apresentado o referencial teórico acerca da convergência contábil e dos fundos de investimento em ações, no qual ainda são teorizadas e abordadas as variáveis utilizadas no estudo. No Capítulo 3, serão apresentados os aspectos metodológicos, com a descrição dos modelos econôméticos utilizados, bem como os procedimentos de coleta, tratamento e análise dos dados. No Capítulo 4, serão apresentadas as análises e discussão dos resultados da pesquisa; e finalmente, serão apresentadas as considerações finais e recomendações para pesquisas futuras.

A Figura 1 apresenta visualmente a sequência dos aspectos abordados neste estudo.

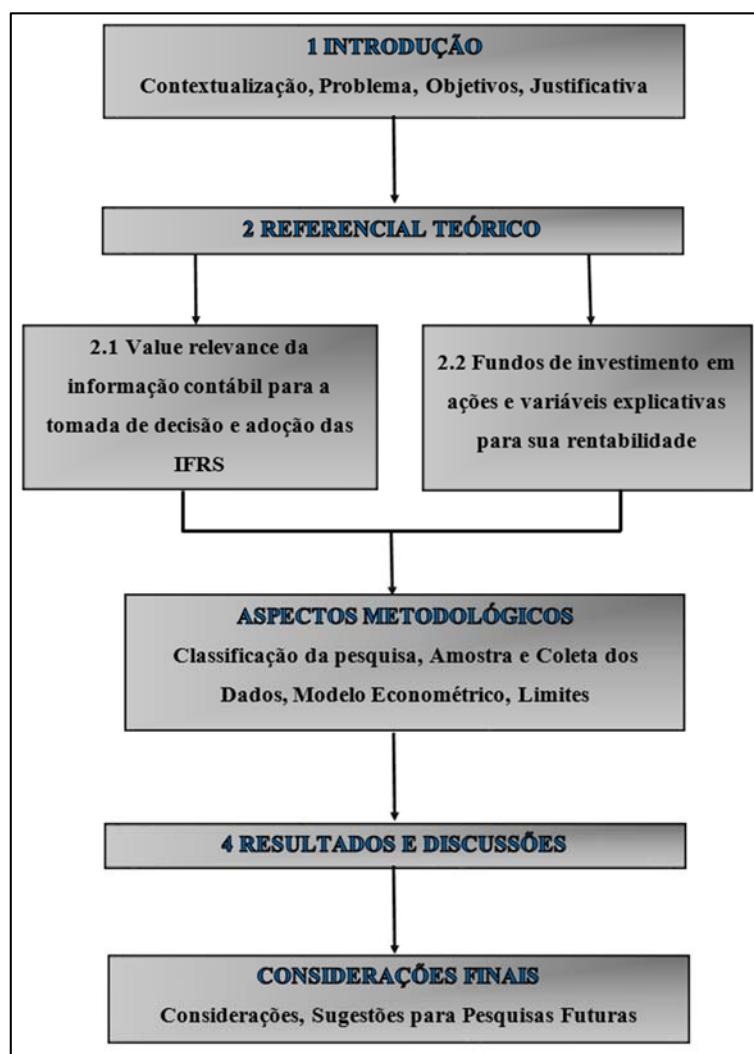


Figura 1 – Estrutura do trabalho.

Fonte: Elaborado pela autora.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Convergência contábil e *value relevance*

2.1.1 Utilidade das demonstrações contábeis para a tomada de decisão

O mercado, para ser eficiente, precisa obter a reação de um grande número de compradores e vendedores que, por sua vez, definem o preço dos valores mobiliários, refletindo as informações disponíveis sobre as companhias emissoras. Assim sendo, um sistema de informações, quando deficiente, pode vir a permitir vez por outra, acesso privilegiado e eventuais retornos extraordinários para alguns agentes (DUARTE, 2011).

A importância da contabilidade relaciona-se diretamente com sua capacidade de gerar informações que influenciam as expectativas de seus usuários. Essa importância pode ser mensurada pela capacidade de alterar volumes negociados ou preços, a partir da publicação das demonstrações financeiras. Considerando-se que os mercados sejam eficientes, qualquer informação útil pode influenciá-los, inclusive a contábil, fazendo com que o investidor revise sua expectativa de lucros futuros, riscos e retornos, o que teoricamente afeta os preços das ações (SCOTT, 2009; SARLO NETO; BASSI; ALMEIDA, 2011).

A Estrutura Conceitual afirma que para a informação contábil ser útil, precisa ser relevante e representar com fidedignidade o que se propõe. Além disso, a informação deve ser comparável, verificável, tempestiva e comprehensível. Neste sentido, considera-se que, para a informação ser relevante, esta pode vir a “influenciar a tomada de decisões, seja pelo seu valor preditivo, confirmatório ou ambos” (CPC, 2011).

Macedo et al. (2011) demonstram que a relevância se envolve diretamente com a verificação do quanto o comportamento das variáveis contábeis é capaz de explicar o comportamento dos preços das ações. Assim sendo, a informação relevante é aquela capaz de fazer diferença nas decisões dos usuários, o que pode ocorrer quando auxilia o usuário confirmando ou corrigindo suas análises por valor confirmatório ou na verificação dos efeitos potenciais de transações passadas, presentes e futuras nos fluxos de valor preditivo.

A relevância informacional é um atributo multidimensional, associado à utilidade da informação fornecida ao usuário. Ela é composta pela *value relevance*, que é a capacidade associativa entre o lucro e o valor de mercado, pela tempestividade (capacidade de resposta) e pelo conteúdo informacional, relacionado ao impacto da divulgação das informações contábeis sobre o preço das ações (SANTOS; CAVALCANTE, 2014).

Nesse sentido, Holloway, Rochman e Laes (2013) relacionam algumas informações contábeis capazes de influenciar a tomada de decisão dos gestores para manter um ativo em seu

portfólio, como a estabilidade dos lucros por ação, alto retorno sobre ativos, alta margem bruta, tamanho da empresa e a liquidez das ações.

As informações contábeis são também importantes estimadores dos fluxos de caixa futuros de uma empresa. Assim, demonstrações contábeis podem ser úteis para avaliar o risco de um investimento em ações, por reportarem a realidade econômico-financeira de uma companhia, o que pode justificar seu emprego para fins de decisões relacionadas à inclusão ou não na composição de um portfólio de ações (AMORIM; LIMA; MURCIA, 2012).

2.1.2 A adoção das IFRS no Brasil e no mundo

Considerando que esta pesquisa propõe analisar se a adoção voluntária das IFRS impacta a composição das carteiras dos fundos de investimento em ações brasileiros, é pertinente a discussão de aspectos que envolvem a convergência das normas contábeis brasileiros para os padrões internacionais. Portanto, nesta seção serão abordadas questões referentes à contextualização do ambiente institucional brasileiro e seu arcabouço conceitual, o processo de convergência brasileiro às IFRS, bem como a revisão de alguns estudos anteriores.

Conforme Iudícibus e Martins (2015, p. 8):

O mundo contábil, antes de terem sido engendrados os esforços para a criação e disseminação das normas internacionais, era um caos de práticas e normas contábeis tão variadas de país para país, de região para região, que era quase impossível fazer escolhas adequadas de investimentos, pelo menos numa visão global e internacional e por parte daqueles que tinham consciência dessa diversidade.

A principal crítica à contabilidade mundial antes da harmonização tratava-se da liberdade para se registrar uma mesma transação de formas diferentes, isto é, dependendo do país de origem. Estas divergências impactavam a consolidação das contas da empresa e tornavam inviável a comparação entre demonstrações pertencentes a países distintos (LOPES, 2008).

Lopes (2008) cita alguns casos famosos de conversão de balanços, como o da Daimler-Benz, no balanço do primeiro semestre de 1993, que passou de um lucro de 168 milhões para um prejuízo de 949 milhões de Marcos Alemães na conversão do padrão alemão para o do FASB. Já no contexto brasileiro, o caso da Telemar, que partiu de uma situação de prejuízo de 286 milhões para o lucro de mais de 1 bilhão de dólares.

Com base no exposto por Lopes (2008), percebe-se a necessidade de uma padronização da linguagem contábil. E foi em meio à efervescência das potências mundiais e da busca dos poupadores globais pelos melhores investimentos, que a linguagem universal dos negócios se tornou a dimensão qualitativa contábil mais importante (IUDÍCIBUS; MARTINS, 2015). Dessa forma, as mudanças ocorridas na contabilidade, a partir da harmonização contábil mundial, tiveram a função, dentre outras, de trazer a universalização de sua linguagem e uma

maior comparabilidade às demonstrações contábeis.

Dentre as vantagens proporcionadas pela harmonização contábil, Lopes (2008) aponta a redução dos custos para a elaboração e apresentação das demonstrações contábeis por empresas multinacionais; a facilidade para realizar a consolidação das demonstrações contábeis; a facilidade de análise para os usuários, sem a necessidade de se conhecer as normas contábeis de elaboração das demonstrações financeiras; maior domínio dos auditores em relação aos sistemas contábeis; a diminuição dos entraves para o fluxo de capitais; e a facilidade na realização de pesquisas contábeis em nível global.

No Brasil, as práticas contábeis tradicionais apresentam características conservadoras, herdadas principalmente de sua estrutura legal *code law* (traduzido para o português, tudo na lei), pertencente ao arcabouço do direito romano, e do regime tributário instituído, na qual as instituições fiscais constituem-se no principal órgão regulador (LIMA, 2010), de forma que tornou-se uma prática usual para as empresas fabricarem uma contabilidade destinada ao fisco e prescindirem da legítima contabilidade societária.

Lima (2010, p. 77) aponta que as principais motivações para que a contabilidade brasileira buscasse tornar-se alinhada aos padrões internacionais foram:

- i) desvincular a contabilidade societária dos aspectos tributários e deixá-la focada nos interesses dos principais usuários externos (investidores e credores); ii) fazer com que o processo de normatização não seja fundamentado em atos normativos elaborados pelos órgãos governamentais, e sim em organismo cujos integrantes sejam empresas que produzem as informações contábeis, usuários dessas normas, contadores, analistas, investidores, bolsa de valores, auditores independentes e profissionais de investimento; iii) fazer com que as normas contábeis brasileiras sejam convergentes com as normas internacionais, em especial com as do IASB, a fim de que as demonstrações financeiras das companhias nacionais sejam entendidas com facilidade em outros países; iv) aumentar a transparência e a confiabilidade das informações financeiras a fim de possibilitar um custo mais baixo no acesso das empresas nacionais às fontes de financiamento externas; v) estimular novos investimentos no mercado nacional e vi) aumentar o ganho de eficiência na elaboração das demonstrações contábeis.

No que se refere aos primeiros passos da contabilidade no Brasil em direção às IFRS, verifica-se que estes foram dados em 2005, com as deliberações 488/05 e 489/05 da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, as quais já prescreveram conceitos das normas internacionais e determinaram como compulsória essa harmonização para as companhias abertas brasileiras, considerando a necessidade de que as práticas contábeis brasileiras fossem convergentes com as práticas internacionais, em função do aumento da transparência e confiabilidade das informações contábeis e para possibilitar, o acesso das empresas nacionais às fontes de financiamento externas, o que proporcionaria redução nos custos de capital (CVM, 2005).

Posteriormente, a Instrução CVM nº 457/07 exigiu que as companhias abertas apresentassem, a partir do exercício findo em 2010, suas demonstrações financeiras consolidadas de acordo com o padrão contábil internacional, emitido pelo *International Accounting Standards Board – IASB*.

A promulgação da Lei nº 11.638/07 foi o marco legal para o advento das IFRS no Brasil, mas, contrariamente a outros países, foi adotada a estratégia de adoção gradual, sendo que, para os exercícios sociais de 2008 e 2009, foi exigida a adoção de 14 normas e, apenas a partir do exercício social de 2010 determinou-se a adoção completa. Porém, algumas companhias abertas dispuseram-se a adotar completamente as IFRS antes do período estabelecido legalmente, o que passou a ser comumente denominado como adoção voluntária. Portanto, desde o exercício social de 2008, algumas companhias abertas passaram a utilizar voluntariamente todo o conjunto de práticas contábeis internacionais, mesmo com obrigatoriedade apenas a partir de 2010 (SILVA, 2013).

A adoção voluntária, ou antecipada, das normas contábeis internacionais, apesar de ser uma iniciativa meritória, no sentido de buscar a harmonização das informações apresentadas aos seus usuários ao redor do mundo, foi alvo de diversas críticas da literatura nacional e internacional. Esse é o caso de Agostino, Drago e Silipo (2011), que defendem que mobilização voluntária pela harmonização contábil internacional promoveu divulgações híbridas, perdidas entre as normas contábeis locais e internacionais. Segundo os autores, foi verificado um certo grau de oportunismo em tais divulgações, de forma que a adoção voluntária pode ser afetada por vieses de seleção de informações.

Christensen, Lee e Walker (2008) apresentam visão diferente de Agostino, Drago e Silipo (2011) a respeito dos resultados da adoção voluntária, isto porque os autores encontraram que a antecipação voluntária às normas internacionais está associada com a melhoria na qualidade da informação, representada pela redução no gerenciamento de resultados e pelo reconhecimento oportuno de perdas, ao passo que as empresas que adotaram as IFRS de forma compulsória não apresentaram esses resultados. A justificativa apresentada foi que a adoção das IFRS não conduz necessariamente às informações contábeis de maior qualidade quando a empresa que fez a adoção não possui incentivos.

Silva (2013) assinala que uma alteração normativa pode assinalar a transferência de riqueza e permitir um pequeno aumento no preço das ações. Entretanto, em relação à implantação de mudanças de natureza voluntária, pode haver aumento no bônus da administração, com consequente impacto negativo no preço das ações. Isto evidencia a complexidade inerente ao estudo da ingerência das IFRS e o cuidado que se deve ter ao tratar,

principalmente, dos efeitos proporcionados pela adoção antecipada dessas normas.

Em Bangladesh, Mir e Rahaman (2005) investigaram as motivações do seu governo e dos profissionais de Ciências Contábeis para resolverem adotar as normas internacionais de contabilidade. Neste estudo, os autores verificaram que a adoção dos padrões internacionais facilita a concessão de empréstimos estrangeiros. Porém, foram apontadas algumas críticas em relação a essas normas, como a hegemonia outorgada aos investidores como principal usuário da contabilidade e as orientações que priorizam a maximização da riqueza dos acionistas em detrimento de outras finalidades.

De acordo com Lima (2010), a adoção das normas internacionais de contabilidade aumentou a relevância da informação contábil para o mercado de capitais. Isso porque a mensuração de determinados eventos econômicos a partir de diferentes regras contábeis alteram as expectativas dos investidores acerca do resultado futuro da empresa, influenciando os preços das ações.

Fé Junior (2013) buscou apontar impactos da peculiar adoção das IFRS nos bancos brasileiros, tanto sob o ponto de vista de quem fornece as informações, quanto dos investidores. Neste estudo, foi verificado que o novo padrão contábil apresenta um detalhamento de informações que pode ter aumentado a percepção dos investidores ao risco, posto que o mercado intensificou sua reação negativa em relação a instituições de maior risco.

Silva (2013) também contribui com a pesquisa sobre o impacto da adoção completa das IFRS, ao abordar a relação desta com a qualidade das demonstrações contábeis e com o custo de capital próprio das companhias abertas brasileiras no período 2000/2011. No estudo, não foi rejeitada a hipótese de aumento na qualidade da informação contábil após a adoção completa das IFRS, assim como, obteve-se evidências empíricas de que a maior qualidade das demonstrações contábeis em IFRS implica na redução do custo de capital próprio.

Por outro lado, ao avaliar o efeito da adoção das IFRS no Brasil sobre a relevância informacional do lucro contábil das companhias de capital aberto, Santos e Cavalcante (2014) não obtiveram evidências suficientes para comprovar que a adoção dos IFRS no Brasil tenha contribuído efetivamente com o aumento da relevância informacional do lucro contábil das firmas de capital aberto, apesar de ter aumentado a capacidade associativa do lucro contábil.

Apesar das diferenças observadas nos estudos a respeito do impacto da adoção das IFRS, em geral, a literatura apresenta indícios de que a adoção das normas internacionais de contabilidade influenciaram significativamente diversos elementos, que vão desde modificações internas à empresa, como a apresentação contábil, custo de capital, e facilidade

na concessão de empréstimos, até desenvolvimento de sua relação com usuários externos, ao favorecer a comparabilidade das demonstrações, o incremento na qualidade da informação e, consequentemente, a tomada de decisão por parte de seus investidores.

Nesse sentido, propõe-se também para o presente estudo a verificação das possíveis alterações na tomada de decisão, sob a perspectiva dos fundos de investimento, modalidade de investimento que se constitui em uma das principais formas de captação e investimento de recursos no Brasil e no mundo (MILANI; CERETTA, 2012).

2.2 Fundos de investimento

Os fundos de investimento correspondem a “uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros” (CVM, 2004, p. 2). Essa definição também se encontra agregada à concepção de Bodie, Kane e Marcus (2010) que definem os fundos de investimento como intermediários financeiros que arrecadam fundos de investidores individuais e os investem em uma variedade de títulos ou outros ativos. Dessa forma, o foco principal dos mesmos é o agrupamento de ativos, de maneira que mesmo pequenos investidores, ao formar um grupo, possam obter benefícios similares aos investimentos em escala, realizados por grandes investidores.

De acordo com Milani e Cereta (2012), a principal justificativa para a consolidação dos fundos como modalidade de investimento é a prerrogativa de leigos delegarem a administração de seu capital a gestores supostamente detentores de habilidade e capacidade superior para atuar no mercado e formar carteiras mais eficientes e rentáveis. Além disso, para pequenos investidores, os fundos de investimento são benéficos por propiciarem a gestão de seus recursos monetários de forma coletiva, e operarem com grandes volumes de capital, o que minimiza os custos que teriam ao investir individualmente.

Com intuito de tornar mais claro a visão a respeito dos fundos de investimento em ações, faz-se necessário abordar importantes características, fatores relacionados à tomada de decisão por parte dos gestores e elementos que podem influenciar a rentabilidade, conforme teoria abordada na literatura científica especializada.

2.2.1 Fundos de investimento em ações

Para auxiliar os investidores na escolha dos fundos mais adequados a seus objetivos e perfis de risco, a CVM, por meio da Instrução 409, criou sete categorias de fundos de investimento (Quadro 1), dentre as quais destacam-se os fundos de ações. Estes têm “como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado” (CVM, 2004, p. 46). Seus

recursos devem ser investidos predominantemente (valor igual o superior à 67%) em ações e similares, além de outras aplicações, como em títulos de renda fixa e/ou outros tipos de títulos, tendo por finalidade manter a liquidez necessária para aprovisionar possíveis resgates das cotas de participação (CVM, 2004; BODIE; KANE; MARCUS, 2010; MILANI; CERETTA, 2012).

Quadro 1 – Categorias de fundos de investimento

Categoria	Características
Fundos de Curto Prazo	Aplicam seus recursos exclusivamente em títulos públicos federais ou privados pré-fixados ou indexados à taxa SELIC ou a outra taxa de juros, ou títulos indexados a índices de preços, com prazo máximo de 375 (trezentos e setenta e cinco) dias, e prazo médio da carteira do fundo inferior a 60 (sessenta) dias.
Fundos Referenciados	Identificam em sua denominação o indicador de desempenho, em função da estrutura dos ativos financeiros integrantes das respectivas carteiras.
Fundos de Renda Fixa	Têm como principal fator de risco da carteira a variação da taxa de juros doméstica ou de índice de preços, ou ambos.
Fundos de Ações	Têm como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado
Fundos Cambiais	Concentram o investimento de seus recursos em títulos relacionados à variação de preços de uma moeda estrangeira ou de uma taxa de juros, denominada cupom cambial.
Fundos de Dívida Externa	Aplicam, no mínimo, 80% (oitenta por cento) de seu patrimônio líquido em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União, sendo permitida a aplicação de até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido em outros títulos de crédito transacionados no mercado internacional.
Fundo Multimercado	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.

Fonte: Adaptado de CVM, 2004.

Os fundos de ações estão tradicionalmente relacionados à valorização do capital em substituição à renda corrente; mas, na prática, a distinção mais categórica desta classe concentra-se nos níveis de risco assumido nesses fundos, especialmente ao alocarem seus recursos em ações com potencial de crescimento, o que os torna mais sensíveis às mudanças ocorridas no cenário econômico (BODIE; KANE; MARCUS, 2010).

A gestão de um portfólio é uma atividade que compreende a consideração do perfil e expectativas de seus cotistas, o acesso e processamento de um grande volume de informações, a posse de conhecimento técnico e acadêmico, e a utilização de sofisticadas ferramentas de automação (OLIVEIRA FILHO, 2008). Com uma abordagem mais didática a respeito da gestão do portfólio, Bodie, Kane e Marcus (2010), dividem à mesma em quatro etapas, são elas: a) a delimitação dos objetivos de retorno e risco pretendidos/suportados por seus investidores; b) o detalhamento das limitações de liquidez, horizonte de tempo, regulação, impostos; c) a elaboração das políticas de alocação, diversificação, risco, tributação, evidenciação, direito à voto, etc.; e, d) o monitoramento e rebalanceamento do portfólio.

No que tange a teoria do investimento, destaca-se a abordagem de Fama (1972) que propôs a discriminação da parcela de *performance* que se deve à *selectivity* – ou seja, a

capacidade de do gestor de escolher os melhores títulos em certo nível de risco – ou ao *market timing*, que trata da previsão da flutuação de preços do mercado em geral.

Quanto à seletividade – objeto da presente pesquisa – refere-se à seleção das ações que devem compor o portfólio, por meio da “análise de informações, elaboração de previsões, determinação do valor teórico e comparação com a cotação de mercado” (OLIVEIRA FILHO, 2008, p. 38).

À respeito do *Market Timing*, Oliveira Filho (2008, p. 39) indica que este refere-se “à capacidade de previsão do comportamento do mercado de ações de forma agregada, frente a outras classes de ativos e à taxa livre de risco, e à tomada de decisões de reestruturação do portfólio com base em tais previsões, de modo a maximizar o retorno esperado”.

Para julgar a capacidade do gestor de fundos de investimento quanto às melhores avaliações de mercado, o modelo de expectativas homogêneas prevê *benchmarks*, ou valores de referência (FAMA, 1972). Como *benchmarks*, podem-se ter a carteira de mercado ou algum outro índice que busca representar o mercado.

A carteira de mercado, ou índice representativo, é especialmente importante para avaliar se o desempenho de um fundo foi satisfatório, dado que existem fundos com menores custos (taxas de administração e *performance*), que se propõem apenas a acompanhar o *benchmark*, conhecidos como de gestão passiva (VARGA, 2001).

Contudo, no que se refere à gestão ativa, Fama (1972) afirma ser objetivo primordial da mensuração de *performance* é examinar quão eficiente é o gestor na seleção de seus ativos, ou seja, se este tem habilidade para descobrir informações sobre títulos individuais que já não estejam precificadas. Para tanto, são selecionadas ações com potencial de valorização, dado pela variação entre o valor justo e o preço praticado no mercado (OLIVEIRA FILHO, 2008).

Conforme Bodie, Kane e Marcus (2010), a alocação de ativos e a seleção de títulos são subdivididas em dois momentos. Primeiramente, é estabelecida a estrutura geral da carteira; em seguida são detalhados os títulos específicos. Para isso, diversos fatores devem ser considerados, como a otimização da relação risco-retorno, a diversificação da carteira, a adequada precificação dos ativos e o momento certo para adquirir ou desfazer-se dos títulos.

Dentre as escolas/métodos de análise e/ou seleção de ativos do mercado de ações, destacam-se a análise fundamentalista e a análise técnica. A análise fundamentalista avalia as finanças e operações de uma empresa, bem como o comportamento do mercado, objetivando antever a movimentação do preço futuro a partir da informação disponível, e permitindo que essas previsões se projetem nas carteiras de ações. Já a análise técnica fundamenta-se na análise de preços de mercado em si mesmos, sem preocupar-se com fatores econômicos e premissas

fundamentalistas, observando especificamente tendências e padrões de preços em curto e curtíssimo prazo (LAM, 2004; EDIRISINGHE; ZHANG, 2007).

Note-se que as relações entre atributos de contabilidade e futuro desempenho da empresa, particularmente os retornos das ações, devem se esforçar para manter a eficiência do mercado como uma hipótese nula sustentada (RICHARDSON; TUNA; WYSOCKI, 2010). Sobre isso, a Hipótese do Mercado Eficiente (HME), iniciada com Fama em 1970, postula que os preços das ações refletem totalmente as informações disponíveis no mercado, não havendo margens para geração de retornos extraordinários.

Fama (1970) defende a existência de três formas de eficiência de mercado: a *forma fraca*, que inviabilizaria apenas ganhos a partir de históricos acerca de preços ou volumes negociados no passado; a *forma semiforte*, que é a mais disseminada, segundo a qual seriam inviáveis tentativas de ganhos a partir de informações publicamente disponíveis; e a *forma forte*, que inviabilizaria qualquer tentativa de ganhos com transações embasadas em quaisquer tipos de informações, inclusive aquelas ainda confinadas ao âmbito interno de uma empresa.

Assim sendo, quando forem verificados retornos superiores a partir da gestão ativa, a hipótese de eficiência de mercado, em sua forma forte, estará sendo rejeitada, pois a gestão ativa de portfólios é aquela que, segundo Oliveira Filho (2008, p. 38), “o gestor tenta superar um índice de mercado, aproveitando as ineficiências e anomalias, através da seleção de ações que acredita estarem precificadas abaixo do valor teórico”.

Em relação aos fundos de investimento, Fonte Neto e Carmona (2006) afirmam que quanto menos eficiente e mais volátil for o mercado, maior poderá ser a receita para a administração de fundos de investimentos. No Brasil, há indícios de que o mercado de capitais possui características peculiares e seja menos eficiente que em outros países, pois alguns estudos comprovaram supremacia dos fundos ativos em detrimento aos que apenas seguem um *benchmark*.

Este é um importante diferencial em relação aos estudos internacionais, que, em sua maioria, constatam que o retorno dos fundos passivos é substancialmente superior. A verificação de que alguns fundos com gestão ativa obtenham melhores *performances* fornece indícios de que o mercado brasileiro de fundos seja menos eficiente do que os mercados de outros países (OLIVEIRA FILHO, 2008; MILANI; CERETTA, 2012).

Segundo a hipótese do mercado eficiente, mesmo em sua forma fraca, não há suporte para a análise técnica, pois as informações disponíveis em análises de preços do passado já estariam refletidas nos preços das ações, não havendo expectativas de retornos anormais (ZHU; ZHOU, 2009). Mas, a análise fundamentalista é também questionada, conforme a hipótese do

mercado eficiente, neste caso em sua forma semiforte, pois faz uso de informações publicamente disponíveis, como as demonstrações contábeis de uma empresa, e notícias sobre a conjuntura econômica, global e/ou de determinado segmento.

Porém, a crença em mercados eficientes não deve desmotivar os investidores, pois “há anomalias suficientes nas evidências empíricas para justificar a busca de títulos subprecificados” (BODIE; KANE; MARCUS, 2010, p. 375). Além disso, a literatura é controversa quando se trata de rejeitar ou não a hipótese do mercado eficiente, em qualquer de suas formas. Uma das razões é que a eficiência de mercado não é testável, por ser mesmo um pressuposto do modelo (FAMA, 1991), devendo ser testada de forma conjunta com algum modelo de retornos esperados, um modelo de precificação de ativos (MALAQUIAS; CARVALHO; LEMES, 2010).

Nesse sentido, o desafio da análise fundamentalista não é identificar qual ativo é o melhor para o investimento, mas encontrar quais ativos que estão subavaliados pelo mercado de acordo com o valor intrínseco estimado (BODIE; KANE; MARCUS, 2010). Corroborando tal visão, DeFond et al. (2011) consideram que os fundos que baseiam suas decisões de investimento na análise detalhada das demonstrações financeiras são susceptíveis a obter benefícios.

A partir disso, o argumento básico do presente estudo é que a convergência contábil tenha impactado significativamente a composição das carteiras dos fundos de investimento em ações, o que parte do pressuposto de Silva (2013), de que as empresas que publicassem suas demonstrações em IFRS tenderiam a ser mais transparentes e a oferecer informações de maior qualidade. Desse modo, os gestores teriam mais segurança ao realizarem aplicações nessas empresas, pois os números por elas apresentados expressariam adequadamente a realidade das mesmas. Porém, se as mesmas empresas não estivessem em um bom momento, isto seria detectado rápido e facilmente, permitindo que os gestores invertessem suas posições no momento ótimo para permitir máximo retorno.

2.2.2 Rentabilidade dos fundos de investimento

Dentre os fatores capazes de influenciar a rentabilidade dos fundos de investimento, pode-se citar o tamanho e a idade dos fundos (BOYSON, 2003; CASTRO; MINARDI, 2009; TEO, 2009; AGGARWAL; JORION, 2010; KOIJEN, 2014), riscos de liquidez (TEO, 2009; DICHEV; YU, 2011), a experiência do gestor (ACKERMANN; MCENALLY; RAVENSCRAFT, 1999), taxas de administração e *performance* (ROCHMAN; RIBEIRO,

2003; GAZANEO, 2006; PAULO; ITOSU, 2013), e períodos de crise econômica (LI; ZHANG; ZHAO, 2011), dentre outros.

Com relação ao risco de liquidez, Teo (2011) considera que o impacto da flutuação no patrimônio dos fundos é maior quando estes assumem maior risco de liquidez, e enfatiza que a assunção de riscos excessivos se relaciona com problemas de agência (traduzido do inglês, *agency*), já que esse comportamento beneficia apenas os gestores de fundos em detrimento dos investidores. A esse respeito, Machado e Machado (2014) ponderam que o retorno esperado de um ativo tem relação inversa com a liquidez, já que os investidores são avessos ao custo de iliquidez e esperam ser recompensados para enfrentá-lo.

Para Dichev e Yu (2011), há uma relação entre os fluxos de fundos e a *performance* destes. Desse modo, os rendimentos dos investidores de fundos não dependem unicamente dos retornos dos fundos de que são titulares, mas também do momento e do volume de seu capital que flui para dentro e para fora desses fundos. Os autores verificaram que maiores fluxos de fundos estão associados a mau desempenho futuro, e apresentaram evidências de que a limitação para as saídas de capital é positiva tanto para o desempenho dos fundos quanto para os interesses dos investidores.

Com relação ao tamanho do fundo, diversos autores afirmam que fundos com maior patrimônio tiveram piores resultados do que os que tinham menor patrimônio (GRINBLATT; TITMAN, 1989; TEO, 2009; BESSA; FUNCHAL, 2012). Bessa e Funchal (2012), que estudaram fundos de ações brasileiros entre janeiro de 2005 e dezembro de 2010 com o objetivo de avaliar se partes das relações estabelecidas por estudos realizados em outros mercados repetir-se-iam no Brasil, atribuem tal fato às altas taxas transacionais inerentes aos maiores fundos.

Grinblatt e Titman (1989) utilizaram diversas variáveis para averiguar se algum tipo de fundo teria desempenho superior. Neste estudo, foram utilizados dados mensais para o período de dezembro de 1974 a dezembro de 1984, divididos em amostra conforme o tamanho do Patrimônio Líquido dos fundos e posteriormente aplicado o modelo *Capital Asset Pricing Model* – CAPM de Sharpe (1964) e Lintner (1965), em sua forma original. Seus resultados apontaram que os fundos menores atingiram *performance* superior aos de maior patrimônio, principalmente ao se excluir o chamado viés de sobrevivência. Segundo Grinblatt e Titman (1989), isso pode ser explicado pelo maior gasto com pessoal e pela necessidade de reuni-los para a tomada de decisão, o que apelidaram de custos de “ideias”. Porém, conforme os testes realizados, não se verificou relação significativa entre o tamanho dos fundos e *performance* medida por retornos líquidos.

Enquanto Fung e Hsieh (2011) não encontraram evidências de efeito negativo do tamanho do fundo sobre a capacidade dos gestores, Kojien (2014) afirma que a remuneração do gestor depende do tamanho do fundo, o qual flutua conforme os retornos do fundo, sendo que os gestores podem diferir em termos de habilidade, aversão ao risco e a sensibilidade.

Outros autores acreditam que haja uma ‘economia de escala’ entre o tamanho do fundo e a *performance*. Este é o caso de Ackermann, Mcenally e Ravenscraft, (1999) Lhabitant (2001) Gazaneo (2006), Fantinatti (2008) e Milani e Ceretta (2012), de forma que fundos com maior patrimônio líquido médio apresentariam retornos superiores aos de menor patrimônio líquido, conforme apontado por Rochman e Eid Jr. (2006) e Castro e Minardi (2009). Nesse sentido, Bessa e Funchal (2012, p. 7) afirmam que haveria um momento em que “os recursos disponíveis, sejam de mão-de-obra ou estruturais, atingem determinado ponto em que um aumento do tamanho do fundo não impacta a ponto de onerar os custos, trazendo, ao contrário, economias para eles”.

Fantinatti (2008), apesar de admitir o efeito da economia de escala, aponta que a maior visibilidade dos fundos grandes pode prejudicá-los ao buscar estratégias de compra e venda para explorar ineficiências de mercado. Milani e Ceretta (2012) também verificaram influências contrárias no que se refere ao tamanho dos fundos pois, enquanto o aumento na estrutura hierárquica e na complexidade das operações prejudica a *performance* dos gestores, os ganhos de escala aumentam seus lucros.

Sob outro ponto de vista, Aggarwal e Jorion (2010) sugerem que o bom desempenho passado resulta de fluxos, os quais sofrem redução em seu desempenho ao longo do tempo. Nesta perspectiva, a deterioração da *performance* é, na verdade, devido a mudanças na idade do fundo, e não se deve ao tamanho do mesmo. Pois, quando é controlado o tamanho do fundo, ainda é percebido um melhor desempenho entre os fundos mais jovens, o qual se deteriora ao longo do tempo.

Os gestores de fundos emergentes possuem fortes incentivos financeiros para incrementar o desempenho dos investimentos e, por seu tamanho ainda reduzido, são mais ágeis do que fundos já estabelecidos. Transversalmente, o desempenho inicial pelos fundos é bastante persistente, com forte desempenho nos primeiros cinco anos, porém a cada ano adicional têm-se uma diminuição na *performance* (AGGARWAL; JORION, 2010).

Milani e Ceretta (2012) analisaram fundos de investimento em ações por modalidade de gestão (ativa e passiva) adaptando o modelo CAPM com a inclusão das variáveis relativas a tamanho e idade dos fundos. Assim, verificaram que os fundos com maior patrimônio líquido apresentam *performance* melhor, porém o avanço da idade do fundo reduz sua *performance*,

contrariamente ao que estudos internacionais apontam, a exemplo de Coase (1937), Grinblatt e Titman (1989), Ciccotello e Grant (1996), entre outros.

Segundo a perspectiva de Boyson (2003), os gestores de fundos jovens costumam também assumir maiores riscos a fim de aumentar sua remuneração atual, e expandir seus fundos, a fim de incrementar seus ganhos futuros. Enquanto que, gestores de fundos mais antigos – e maiores, em média – conseguem ganhar altos salários mesmo com baixos retornos, o que lhes permitiria reduzir os níveis de risco do fundo. Deste modo, em relação à idade dos fundos de investimento, é esperado que se tenha relação inversa com a *performance* dos fundos, já que segundo Bali, Gockan e Liang (2007), os mais novos desejam conquistar espaço e serem bem vistos pelo mercado, esforçando-se para atingirem maior rentabilidade, e também porque de acordo com Bollen e Pool (2009) o fluxo de fundos está fortemente relacionado com o número de retornos positivos, especialmente para fundos mais jovens.

A relação existente entre a idade e o desempenho de um fundo pode ser melhor compreendida ao acrescentar a ideia das taxas de incentivo, quais sejam a taxa de *performance* e a taxa de administração, pois as estruturas de pagamento em fundos de *hedge* incentivam a assunção de risco entre os gestores de fundos mais jovens. Desse modo, uma vez que os gestores são compensados tanto por taxas de *performance*, que captam uma porcentagem dos lucros; e taxas de administração, que cobram um percentual do ativo total. Assim, os fundos mais jovens e menores buscam maximizar os lucros por dois principais motivos. O primeiro, que altos lucros resultam em altas taxas de *performance*; o segundo, que lucros elevados podem atrair mais recursos aos seus fundos, aumentando suas taxas de administração futuros (BOYSON, 2003).

Oliveira Filho (2008, p. 36) explica que, apesar de os investidores serem avessos ao risco, em maior ou menor grau, “o sistema de remuneração atrelada a desempenho constitui um incentivo ao gestor para assumir riscos, e às vezes o risco assumido supera o desejado pelo cliente ou formalmente declarado na política de riscos do fundo, sendo difícil de se controlar”. Mesmo assim, Ackermann, McEnally e Ravenscraft (1999) afirmam as taxas de incentivo explicam parte do desempenho superior, mas não o aumento do risco total.

Nesse sentido, Gazaneo (2006), após verificar impacto positivo da taxa de *performance* no resultado, confirma a existência de uma relação direta entre esses incentivos e o desempenho dos fundos, relação também defendida por Ackermann, McEnally, e Ravenscraft (1999), ao sugerir que o nível de incentivo estimula o esforço gerencial e melhor desempenho, e por Agarwal, Daniel e Naik (2009), que verificaram que os gestores de fundos com maiores incentivos, relatavam retornos mais elevados.

Quanto à taxa de administração, especificamente, Amin e Kat (2003) ressaltam ser esta utilizada pelos fundos como estímulo para os novos cotistas conceberem oportunidade de investirem em cotas mais rentáveis. Oliveira Filho (2008, p. 36) alerta que, além da remuneração, este negócio “depende da manutenção de um clima geral de otimismo em relação ao futuro desempenho das ações, sem o qual os investidores irão reduzir sua exposição aos ativos arriscados, levando à queda das taxas de administração”.

Contrariando esses resultados, Rochman e Ribeiro (2003) verificaram uma relação negativa entre as taxas de administração e a *performance* dos fundos. Da mesma forma, Glode (2011) considera que os fundos com fraco desempenho tendem a cobrar taxas elevadas e gerar retornos ajustados ao risco altamente anticíclicos, o que explica a sobrevivência de vários fundos com mau desempenho incondicional. Enquanto isso, Paulo e Itosu (2013) consideram que não existe evidência de correlação entre a taxa de *performance* e o desempenho dos fundos.

Percebe-se que as pesquisas que tratam das taxas de administração e *performance* não oferecem uma única resposta quanto aos efeitos das taxas de incentivo. E, apesar dos indícios de que um desempenho superior derivado das taxas de incentivo possa de fato existir, esses fundos também possuem as maiores despesas, de forma que os retornos reais, líquido de todas as taxas, não apresentam desempenho anormal (GRINBLATT; TITMAN, 1989; AMIN; KAT, 2003). Portanto, os investidores não usufruem das possíveis habilidades superiores dos gestores de suas carteiras (CASTRO; MINARDI, 2009).

Malaquias e Eid Jr (2014), ao analisar os determinantes do desempenho dos fundos multimercados brasileiros, não encontraram evidência de geração de valor extraordinário pelos fundos ao considerarem a rentabilidade líquida. Entretanto, ao utilizarem a rentabilidade bruta, antes da dedução das taxas de incentivo, verificaram que os gestores dos fundos conseguem gerar valor extraordinário.

Além desses fatores já citados, Admati e Ross (1985) defendem que um desempenho superior na gestão de carteiras pode estar ligado a posse de informações superiores, de forma que os gestores poderiam, assim, alterarem a composição de sua carteira. A posse de informações superiores pode resultar de um melhor aporte tecnológico ou da própria qualificação da equipe do gestor, o que lhe conferiria maior capacidade para absorver e processar com acurácia grandes quantidades de informações.

Alinhado a este argumento, Varga (2001) afirma que, para obter retornos que superem o mercado – quesito fundamental para justificar a administração ativa –, o gestor necessita ter acesso às melhores informações e/ou ser detentor de modelos capazes de processar adequadamente as informações já públicas. Em troca do retorno superior almejado pelos

cotistas, os gestores costumam cobrar taxas de administração maiores do que os fundos de gestão passiva, bem como taxas de *performance*. E, até por esta razão, só vale a pena incorrer neste maior custo quando houver fortes evidências de que o gestor ativo dispõe de meios para superar o mercado.

Sob esta perspectiva, o processo de convergência internacional teve um papel significativo na melhoria dos níveis de evidenciação e qualidade da informação disponibilizada aos gestores e investidores, o que pode ser um fator para a melhoria da rentabilidade dos fundos de investimento, pois teriam capacidade para tomar decisões mais acertadas na composição de suas carteiras.

Para verificar empiricamente a validade das teorias apresentadas e discutidas ao longo do referencial teórico, o próximo capítulo apresenta os procedimentos metodológicos aplicados para a consecução dos objetivos desta pesquisa.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

Neste capítulo, estão descritos os procedimentos metodológicos utilizados para a realização desta pesquisa, desde a classificação da pesquisa, os modelos econométricos aplicados, as variáveis utilizadas para os testes empíricos, e os procedimentos de coleta, tratamento e análise dos dados.

3.1 Classificação da pesquisa

Quanto à natureza, esta pesquisa classifica-se como aplicada, a qual tem o objetivo de “contribuir para fins práticos, visando à solução mais ou menos imediata do problema encontrado na realidade” (BARROS; LEHFELD, 2000, p. 78). Neste sentido, a presente pesquisa trata da adoção das normas internacionais e sua relevância para o processo decisório inerente à composição das carteiras dos fundos de investimento.

Em relação aos objetivos, esta pesquisa pode ser classificada como descriptiva. As pesquisas descriptivas têm como objetivo descreverem as características de determinada população ou fenômeno (GIL, 2002), a fim de descobrir e classificar as relações existentes entre variáveis e a causalidade entre fenômenos (BEUREN, 2006). Conforme Hair Jr et al (2005), os estudos descriptivos com frequência são confirmatórios, sendo utilizados para testar hipóteses. Para este estudo, a pesquisa descriptiva mostra-se adequada, pois busca verificar a existência de relação entre a adoção das normas internacionais e composição das carteiras e rentabilidade dos fundos de investimento em ações brasileiros.

Quanto à abordagem, este trabalho classifica-se como quantitativo, cujo método “caracteriza-se pelo emprego da quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas” (RICHARDSON, 2008, p. 70). Os estudos quantitativos buscam corroborar ou refutar uma hipótese através de instrumentos estatísticos, como estatística descriptiva e inferência (BEUREN, 2006).

Em relação aos procedimentos técnicos, foi utilizada pesquisa bibliográfica e documental com dados secundários. De acordo com Hair Jr et al. (2005), a revisão de literatura auxilia na obtenção de uma melhor compreensão de uma questão, além de poder ser a parte inicial de uma pesquisa descriptiva. Já a pesquisa documental utiliza como fonte para a coleta de dados documentos como arquivos públicos disponíveis em órgãos do governo, bibliotecas, entre outros (OLIVEIRA, 2011). Foram usados dados secundários extraídos das bases de dados: *Si-Anbima*, Economática® e do sítio da Comissão de Valores Mobiliários.

3.2 Delimitação da Amostra e Forma de Coleta dos Dados

Com a finalidade de atingir o objetivo deste trabalho, foram identificadas as companhias que fizeram a adoção voluntária (VOL) e selecionada uma amostra com fundos de investimento em ações para observar o comportamento das carteiras em cada subperíodo analisado e a *performance*, a partir dos modelos econométricos que serão apresentados a seguir.

A população considerada no presente estudo foram os fundos de investimento da categoria Ações, de acordo com a classificação oferecida pela ANBIMA, pois estes devem ter no mínimo 67% de seu patrimônio líquido composto por ações, bônus de subscrição ou cotas de fundos de ações (CVM, 2004). Como o período a ser investigado compreende os anos de 2005 a 2009, foram excluídos os fundos registrados após 31 de dezembro de 2004, bem como os fundos extintos. Também foram eliminados os fundos FMP-FGTS, Fundos Setoriais e *Small Caps*, por possuírem objetivos específicos de investimento, bem como os fundos que investem em cotas de outros fundos, por não investirem diretamente em ações de empresas. O Quadro 2 detalha os ajustes aplicados.

Quadro 2 – Procedimentos para seleção da amostra final

Fundos de investimento em ações	4216
(-) Fundos com data de registro após 31/12/2004	<u>-3045</u>
(=) Subtotal 1	1171
(-) Fundos extintos	<u>-816</u>
(=) Subtotal 2	355
(-) Fundos FMP-FGTS, Setoriais e Small Caps	<u>-130</u>
(=) Subtotal 3	225
(-) Fundos exclusivos	<u>-64</u>
(=) Subtotal 4	161
(-) Fundos de cotas	<u>-88</u>
(=) Quantidade de fundos aptos para a composição da amostra	73
(-) Fundos que não declararam utilizar a análise fundamentalista	40
(=)Amostra final	33

Fonte: Dados da pesquisa.

Após a aplicação dos critérios iniciais de seleção dos fundos, foi realizada uma busca nos prospectos de cada fundo para verificar a descrição do processo de análise e seleção de ativos. A partir disto, foram selecionados apenas os que declararam fazerem uso da análise fundamentalista.

Justifica-se a exclusão dos fundos que fazem uso da análise técnica, pois esta desconsidera informações fundamentais sobre as empresas (LAM, 2004) e muda suas expectativas com muita frequência (DICK; MENKHOFF, 2013), suscitando processos de bolha (TRAMONTANA; WESTERHOFF; GARDINI, 2015). Pressupõe-se que os fundos que utilizam a análise fundamentalista sejam os mais adequados para a realização desta pesquisa,

pois priorizam as informações contidas nas demonstrações contábeis, o que justifica a escolha desse grupo. Assim, obteve-se uma amostra final de 33 fundos, cuja listagem encontra-se detalhada no Quadro 3.

Quadro 3 – Fundos de investimento utilizados na pesquisa

CNPJ	Nome	Classificação Anbima
463569000193	Bradesco Private FIA Ibovespa Alavancado	Ações IBOVESPA Ativo
1675497000100	Geracao FIA	Ações IBOVESPA Ativo
1691622000176	Bradesco FIA Equities	Ações IBrX Ativo
1715301000164	Previdencia "B" FIA	Ações IBOVESPA Ativo
1723830000100	Prospero Adinvest FIA	Ações Livre
1745808000160	Pava FIA	Ações Livre
1789400000190	Wa Ibovespa Ativo FIA	Ações IBOVESPA Ativo
2477733000147	Wa Long Biased FIA	Ações IBOVESPA Ativo
2481816000100	BTG Pactual Ibx 50 Dinamico FIA	Ações IBrX Ativo
3394711000186	Bradesco FIA Ibovespa Plus	Ações IBOVESPA Indexado
3473193000196	Bradesco FIA Institucional Ibx Ativo	Ações IBrX Ativo
3660879000196	Bradesco FIA Selection	Ações IBOVESPA Ativo
3707396000108	FI Elo Acoes Ie	Ações IBOVESPA Ativo
3897077000102	BBM II FIA	Ações IBrX Ativo
3957633000180	Vinci Gas Lotus Instit FIA	Ações Livre
4013287000145	Bradesco FIA Ibx Plus	Ações IBrX Ativo
4073702000156	Santander FI Ibx Acoes	Ações IBrX Ativo
4088125000176	Bradesco Private FIA	Ações IBOVESPA Ativo
4440887000190	BBM Sul Energia FIA	Ações Livre
5006152000115	Vinci Gas FIA	Ações Livre
5922544000124	Concordia Set FIA	Ações Livre
6866091000129	Votorantim Performance em Acoes FI	Ações IBOVESPA Ativo
6916384000173	Bradesco FIA Dividendos	Ações Dividendos
7043057000117	FIA Paulista	Ações IBOVESPA Ativo
7046169000121	Dy Ascese FIA	Ações Livre
40428039000129	BTG Pactual Andromeda FIA	Ações IBOVESPA Ativo
42565903000160	Mult Stock Fundo de Invest em Acoes	Ações Livre
68169457000168	Votorantim FIA	Ações IBOVESPA Ativo
71739445000136	Bradesco FIA Super Acao	Ações IBOVESPA Ativo
73232530000139	Dynamo Cougar FIA	Ações Livre
74054800000121	FIA Rapsag	Ações Livre
88007505000129	Pillainvest Fundo de Invest em Acoes FI	Ações Livre
96498654000166	Bradesco FIA Mult Setorial	Ações Livre

Fonte: Si-Anbima (2016).

Notas: Ativo – Fundos que têm como objetivo superar o índice de referência do mercado acionário; Livre – Fundos que não possuem o compromisso de concentração em uma estratégia específica; Indexado – Fundos que têm como objetivo seguir as variações de indicadores de referência do mercado de Renda Fixa; Dividendos – Fundos cuja carteira investe em ações de empresas com histórico de *dividend yield* (renda gerada por dividendos) consistente ou que, na visão do gestor, apresentem essas perspectivas.

A coleta dos dados referentes às carteiras dos fundos de investimentos foi realizada por meio da base Económica® e CVM. A rentabilidade líquida dos fundos de investimento foi

coletada no Si-Anbima, e as variáveis de controle (tamanho, idade, ocorrência da taxa de *performance* e percentual da taxa de administração) na base Económatica®.

Quanto às empresas que adotaram antecipadamente os padrões, o critério utilizado para definir se a companhia adotou voluntariamente as IFRS foi à divulgação de suas demonstrações contábeis em *full IFRS* antes de 2010, conforme a deliberação CVM nº 603/09. Foram identificadas 16 empresas VOL, como mostra o Quadro 4.

Quadro 4 – Empresas que fizeram adoção voluntária (VOL) e períodos de adoção inicial

Empresa	Período de Adoção Inicial	Empresa	Período de Adoção Inicial
ETERNIT	2007	COPASA	2009
GERDAU MET	2007	GRENDENE	2009
AMBEV	2008	INDÚSTRIAS ROMI	2009
GERDAU	2008	LUPATECH	2009
GOL	2008	NATURA	2009
SOUZA CRUZ	2008	NET	2009
BR MALLS PART	2009	TAM	2009
CIELO	2009	USIMINAS	2009

Fonte: Adaptado de Silva (2013).

3.3 Hipóteses, Modelo Econométrico e Variáveis Utilizadas

A análise econométrica desse estudo subdivide-se em duas etapas, em acordo com as hipóteses e objetivos do estudo. A primeira hipótese desta pesquisa pode ser expressa como está descrito a seguir:

H1: A adoção antecipada das IFRS impacta positivamente a composição das carteiras dos fundos de investimentos em ações.

Para identificar como foi a alocação dos fundos de investimento em ações VOL, propõe-se a aplicação da Equação 1.

$$\text{InvestVOL}_{jt} = \text{Adoção}_{it} + \text{Tamanho}_j + \text{Idade}_j + \text{TP}_j + \text{TA}_j + \text{Mês}_t \quad (1)$$

Em que:

InvestVOL_j= percentual investido pelo fundo j em cada ação de empresa VOL, por mês;

Adoção_i= *dummy* para a adoção das IFRS para a empresa i, sendo 0 antes da adoção e 1 após a adoção;

Tamanho_j= logaritmo natural para o PL do fundo j em 31/12/2010, *proxy* para o tamanho do fundo;

Idade_j= idade do fundo j em 31/12/2014;

TP_j= *dummy* para a existência de cobrança de taxa de *performance* pelo fundo j;

TA_j= valor percentual da taxa de administração cobrada pelo fundo j;

$Mês_t$ = sequência de 1 a 60, correspondente a cada mês entre 01/01/2005 e 31/12/2009.

Por meio da Equação 1, pode-se verificar se os fundos da amostra passaram a investir mais ou não nas empresas VOL após a adoção antecipada das mesmas. A variável explicativa foi à ocorrência ou não da adoção antecipada para cada companhia contemplada na carteira do fundo no mês considerado. Como variáveis de controle, foram considerados o período, o tamanho e experiência do fundo, bem como suas taxas de administração e *performance*, variáveis que podem influenciar as opções de alocação dos fundos nestas empresas.

De forma complementar, tem-se a segunda hipótese, que parte do terceiro objetivo específico da pesquisa:

H2: A rentabilidade dos fundos de ações possui a relação positiva com os percentuais investidos em empresas que adotaram voluntariamente as IFRS.

A fim de analisar a rentabilidade dos fundos que a partir do percentual investido nas VOL, utilizou-se o modelo descrito na Equação 2.

$$Perf_{jt} = InvestVOL_j + Adoção_i + Tamanho_j + Idade_j + TP_j + TA_j + Mês_t \quad (2)$$

Em que:

Perf_jt= Rentabilidade do fundo j no período t;

InvestVOL_j= percentual investido pelo fundo j em cada ação de empresa VOL, por mês;

Adoção_i= *dummy* para a adoção das IFRS para a empresa i, sendo 0 antes da adoção e 1 após a adoção;

Tamanho_j= logaritmo natural para o PL do fundo j em 31/12/2010, *proxy* para o tamanho do fundo;

Idade_j= idade do fundo j em 31/12/2014;

TP_j= *dummy* para a existência de cobrança de taxa de *performance* pelo fundo j;

TA_j= valor percentual da taxa de administração cobrada pelo fundo j;

$Mês_t$ = sequência de 1 a 60, correspondente a cada mês entre 01/01/2005 e 31/12/2009.

Tanto para o modelo 1 (alocações de recursos dos fundos) como para o modelo 2 (rentabilidade dos fundos), foi utilizada a técnica de dados em painel, visando controlar a heterogeneidade individual dos dados e avaliar a evolução das variáveis ao longo do tempo (FAVERO, 2013). Observando-se o período compreendido entre 1 de janeiro de 2005 e 31 de dezembro de 2009, totalizaram-se cinco anos de horizonte de dados, por meio de observações mensais para 33 fundos, o que resultou em um painel longo composto por 1980 observações.

3.4 Limites da pesquisa

Como limites para esta pesquisa, pode-se citar, em primeiro lugar, a periodicidade mensal da composição das carteiras dos fundos de investimento disponível para consulta, sendo que estes podem realizar movimentações diárias em seus portfólios. Deste modo, as carteiras identificadas captam apenas um único momento em cada mês compreendido na pesquisa, deixando de considerar as movimentações ocorridas ao longo de cada mês e, inclusive, diárias.

Outro limite identificado refere-se à crise econômica mundial presente no mesmo período em que a maioria das companhias VOL efetuaram a adoção antecipada das IFRS, sendo que a literatura suporta que a *performance* dos fundos de investimento pode ser afetada negativamente em períodos de crise (BEN-DAVID; FRANZONI; MOUSSAWI, 2012; TATULESCU; PATRUTI, 2014). Este limite pode afetar uma das hipóteses desta pesquisa, que é a de que a adoção antecipada das IFRS possa ter influenciado positivamente a rentabilidade dos fundos de investimento que alocaram seus recursos nessas empresas, posto que tal influência positiva possa ter sido neutralizada pelos efeitos da crise econômica existente à época.

Percebe-se também como limite a não consideração do conjunto completo de empresas disponíveis no mercado, nas quais cada fundo investiu ou poderia investir, pelo fato de as análises estarem restritas às empresas que adotaram antecipadamente as IFRS. Por conta de tal delimitação, não foi possível observar as movimentações de cada fundo que ultrapassaram o conjunto de empresas VOL e, consequentemente, a verificação de possíveis flutuações nos investimentos dos fundos entre títulos de renda variável ou fixa, dentro dos limites legais para os fundos de ações.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Em conformidade com o objetivo geral e objetivos específicos delimitados na seção 1.3, e com fins de testar a validade das hipóteses preestabelecidas na seção 3.3, foi desenvolvida a análise dos resultados alcançados com este estudo. A estatística descritiva referente aos dos fundos de investimento em ações será apresentada na seção 4.1, e aplicação dos modelos de dados em painel para os modelos de alocação de recursos e de rentabilidade serão detalhados e analisados, respectivamente, nas seções 4.2 e 4.3.

4.1 Análise descritiva

Por meio da Tabela 1, observa-se que o percentual investido por determinado fundo em cada ação pertencente a empresas que efetuaram a adoção antecipada das IFRS, obteve média de 2,59% por ação e por mês, com elevada variação no tempo, conforme desvio padrão de 2,531. Foram constatados casos nos quais o fundo investiu mais de 27% em um mesmo ativo VOL, o que denota a representatividade alcançada por estes papéis.

Tabela 1 – Estatística Descritiva para as Variáveis da Pesquisa

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
InvestVOL*	2,590	2,536	1,864	-6,460	27,321
InvestVOL**	11,427	5,237	10,920	0,000	36,950
Adoção	0,410	0,492	0,000	0,000	1,000
Tamanho	17,406	1,780	17,299	12,577	21,421
Idade	8,734	4,701	8,119	2,033	27,394
Txadm	1,700	1,540	1,500	0,000	8,000
Txperf	0,396	0,489	0,000	0,000	1,000
Rentabilidade	1,947	7,425	2,683	-28,940	20,625

Notas: InvestVOL* = percentual investido por fundo e por ação VOL em cada mês. InvestVOL** = somatório do percentual investido por fundo em ações VOL em cada mês. Adoção = *dummy* para a adoção das IFRS para cada empresa, sendo 0 antes da adoção e 1 após a adoção. Tamanho = logaritmo natural para o PL de cada fundo em 31/12/2010, *proxy* para o tamanho do fundo. Idade = idade do fundo em 31/12/2014. Txadm = valor percentual da taxa de administração cobrada por cada fundo; Txperf = *dummy* para a existência de cobrança de taxa de *performance* por cada fundo; Rentabilidade = Rentabilidade de cada fundo em dado mês.

Fonte: Resultados da pesquisa.

Destaca-se a existência de valores negativos, explicados pelas movimentações no mercado de opções, nos quais podem haver de posição compradas ou vendidas. Neste último caso, o percentual traz sinal negativo, em decorrência das posições lançadas.

Já com relação ao somatório do percentual investido por cada fundo em ações VOL no mês, verifica-se que os fundos de investimento pesquisados investiram uma média mensal de 11,427% em empresas VOL, havendo casos em que um fundo tenha investido 36,95% em papéis dessas empresas. Esse é um percentual expressivo, considerando-se que os fundos de investimento em ações devem investir um mínimo de 67% de seu capital em ações (CVM, 2004), e que o número das empresas VOL consideradas nesta pesquisa representava, em 2009, menos de 5% do total de empresas abertas listadas na Bovespa (INFOMONEY, 2013).

Os dados mostram que 41% das observações referem-se ao período posterior à adoção voluntária em cada empresa, pois as primeiras ocorrências de adoção antecipada e integral das IFRS foram registradas a partir do ano de 2007.

Verificou-se também que a taxa de administração varia consideravelmente de fundo para fundo, perpassando por aqueles que não a cobram até fundos que cobram 8% ao ano – que é a taxa máxima permitida para um fundo de investimento cobrar de seus cotistas – sendo que o valor médio cobrado é de 1,7%. Quanto à taxa de *performance*, identificou-se que 60,5% dos fundos não a cobram.

Quanto à rentabilidade líquida, identificou-se que, apesar da elevada dispersão característica da aplicação em fundos de renda variável (GONÇALVES, 2003), com variação de -28,940% e 20,625%, a rentabilidade manteve-se em média positiva, em 1,947%.

A partir do conhecimento das características descritivas dos dados, as próximas seções abordarão modelos de dados em painel e análise dos resultados da pesquisa.

4.2 Análise dos efeitos da adoção antecipada para as carteiras

A Tabela 2 apresenta os resultados de dados empilhados para o primeiro modelo, que considera o percentual de investimento em empresas VOL como variável dependente.

Tabela 2 – Resultados do Modelo para as Alocações dos Fundos de Investimento

Variáveis	Coeficientes	Erros Padrão	T	Significância	R ² Ajustado	F ou Wald
Adoção	0,588*	0,079	7,440	0,000		
Tamanho	0,004 ^{ns}	0,017	0,260	0,798		
Idade	-0,025*	0,006	-4,040	0,000		
Txadm	0,334*	0,019	17,450	0,000	0,081	120,440* (0.0000)
Txperf	-0,007 ^{ns}	0,057	-0,120	0,907		
Mês	-0,041*	0,002	-17,480	0,000		
Constante	3,263*	0,324	10,070	0,000		

Notas: (*) significante estatisticamente ao nível de 1%, (**) significante estatisticamente ao nível de 5%, (^{ns}) não significante estatisticamente. Adoção = *dummy* para a adoção das IFRS para cada empresa, sendo 0 antes da adoção e 1 após a adoção. Tamanho = logaritmo natural para o PL de cada fundo em 31/12/2010, *proxy* para o tamanho do fundo. Idade = idade do fundo em 31/12/2014. Txperf = *dummy* para a existência de cobrança de taxa de *performance* por cada fundo. Txadm = valor percentual da taxa de administração cobrada por cada fundo. Mês = sequência de 1 a 72, correspondente a cada mês entre 01/01/2005 e 31/12/2009.

Fonte: Resultados da pesquisa.

A significância do teste F não rejeita a hipótese nula de que pelo menos um coeficiente das variáveis explicativas é estatisticamente significativo a 5%. Já o R² ajustado confirma que 8,1% da variação das alocações dos fundos de investimento podem ser explicados pelo modelo.

Neste modelo, a variável explicativa Adoção mostrou-se significativa a 1% de significância, apresentando relação positiva com a variável explicada InvestVOL. Neste caso, com Adoção sendo uma variável dummy, o coeficiente de 0,588 propõe que, a partir da

ocorrência do evento adoção das IFRS para dada empresa, tem-se que as alocações dos fundos de investimento em seus papéis aumentaria em 58,8%.

Tais resultados sugerem que, a partir do período em que as empresas VOL adotaram a íntegra das IFRS, os fundos de investimento intensificaram o investimento nesses papéis, em comparação com o percentual que era investido anteriormente à adoção. Os resultados apontam fortes indícios de que o mercado acionário possa ter sido positivamente influenciado pelas alterações normativas.

Dessa forma, não se rejeita a hipótese H1, de que a adoção antecipada das IFRS, pelas empresas que o fizeram, apresenta relação positiva com as variações ocorridas na composição das carteiras dos fundos de investimento, a partir do momento em que acataram tais normas.

Quanto às variáveis de controle, verificou-se que o tamanho do fundo e a existência da cobrança de taxa de *performance* não se apresentaram estatisticamente significantes na variação da composição dos fundos de investimento.

A idade do fundo, porém, apresentou relação negativa, sendo que fundos mais antigos tendem a investir menos em ações VOL. Quantitativamente, cada ano acrescentado à idade dos fundos de investimento representaria uma redução de 2,5% da alocação de seus recursos em ações de empresas VOL. Tais resultados em teoria podem ser explicados pelo conservadorismo dos gestores dos fundos que perpetuam determinados padrões de análises consolidados nas práticas decisórias de composição do fundo, sem se preocuparem tanto com considerarem as inovações ocorridas no ambiente jurídico/contábil, como a transição para outro modelo normativo. Em contrapartida, os fundos mais jovens tendem a investir mais em empresas VOL, o que pode estar relacionado ao fato de estes iniciarem com visão mais moderna e conectados às mudanças ocorridas no universo econômico/contábil e seus benefícios.

A relação positiva da taxa de administração com a alocação das carteiras sugere que os fundos mais custosos neste contexto estão mais propensos a investirem em empresas VOL. Os coeficientes apontam que o aumento de 1% nas taxas de administração acarretaria o aumento de 33,4% nos investimentos em empresas VOL. Uma explicação mais provável para esta relação é de que os fundos que cobram taxas administrativas elevadas são mais vulneráveis a pressões exercidas por seus cotistas e, por conseguinte, procuram investir em empresas mais com maior qualidade de informação e transparência.

Já o período, trazido na forma mensal, apresentou relação negativa com o percentual de ações VOL presentes nas carteiras dos fundos, a partir de janeiro de 2006, de forma que o percentual investido nessas empresas tenderia a diminuir em 4,1% a cada mês transcorrido. Tais evidências podem ser parcialmente explicados pela premência da crise *subprime* trazida à

público em 2008, que foi responsável tanto pela diminuição dos investimentos em renda variável quanto pela redução na rentabilidade desses títulos.

4.3 Análise dos efeitos da adoção antecipada para a rentabilidade dos fundos

A Tabela 3 apresenta os resultados do Modelo Pooled para a rentabilidade dos fundos de investimento.

Tabela 3 – Resultados do Modelo para a Rentabilidade dos Fundos de Investimento

Variáveis	Coeficientes	Erros Padrão	T	Significância	R ² Ajustado	F ou Wald
InvestVOL	0,026 ns	0,041	0,630	0,529		
Adoção	1,800*	0,271	6,630	0,000		
Tamanho	0,023 ns	0,055	0,410	0,681		
Idade	-0,046**	0,020	-2,290	0,022		
Txadm	-0,055 ns	0,063	-0,870	0,383	0,007	7,990*
Txperf	0,013 ns	0,192	0,070	0,948		
Mês	-0,042*	0,008	-5,320	0,000		
Constante	2,627**	1,063	2,470	0,013		

Notas: (*) significante estatisticamente ao nível de 1%, (**) significante estatisticamente ao nível de 5%, (ns) não significante estatisticamente. InvestVOL* = percentual investido por fundo e por ação VOL em cada mês. InvestVOL** = somatório do percentual investido por fundo em ações VOL em cada mês. Adoção = dummy para a adoção das IFRS para cada empresa, sendo 0 antes da adoção e 1 após a adoção. Tamanho = logaritmo natural para o PL de cada fundo em 31/12/2010, proxy para o tamanho do fundo. Idade = idade do fundo em 31/12/2014. Txperf = dummy para a existência de cobrança de taxa de performance por cada fundo. Txadm = valor percentual da taxa de administração cobrada por cada fundo. Mês = sequência de 1 a 72, correspondente a cada mês entre 01/01/2005 e 31/12/2009.

Fonte: Resultados da pesquisa.

Quanto ao percentual investido nas VOL, por si só, não foi significativo para explicar alterações na rentabilidade dos fundos (ver tabela 3). Porém, a situação de determinada empresa VOL ter ou não adotado as IFRS apresentou relação positiva e significativa para explicar à rentabilidade.

Em relação ao percentual investido em cada ação VOL, justifica-se tal resultado pelo fato de todas as empresas estão suscetíveis a passarem por momentos de crescimento e crise, inclusive aquelas que optaram pela adoção antecipada das IFRS. Desta forma, o não investimento em determinados títulos, ao se detectarem sinais “ruins” como aumentos na alavancagem ou diminuição na liquidez (GALDI, 2008), pode ser tão eficaz para a obtenção de melhor rentabilidade quanto as maiores alocações efetuadas ao se identificarem circunstâncias favoráveis ao investidor.

Isto corrobora a relevância da informação contábil, enaltecida pelos padrões internacionais, e o papel da contabilidade de promover maior disclosure e, assim, contribuir para a tomada de decisão por parte dos investidores. Além disso, tal resultado reforça a ideia de que informações passadas e publicamente disponíveis poderiam ser úteis para a obtenção de

retornos extraordinários no segmento de fundos de investimento brasileiros (MALAQUIAS; EID JR, 2013).

Quanto a variável adoção, foi verificado uma relação direta com a rentabilidade, sendo que, ao se confirmar o evento da adoção voluntária para dada empresa, o investimento nas mesmas poderia influenciar positivamente a rentabilidade em 180%. Isto confirma que as empresas que fizeram a adoção antecipada proporcionam melhores perspectivas de rentabilidade, pelo fato de suas informações possuírem maior qualidade, tempestividade e relevância. Desse modo, não foi rejeitada a hipótese a relação positiva esperada entre os percentuais investidos em empresas que adotaram voluntariamente as IFRS e a rentabilidade dos fundos de investimento em ações.

Tais resultados contrariam a hipótese da eficiência de mercado, segundo a qual os preços dos ativos negociados refletem inteiramente as informações disponíveis (FAMA, 1970; 1991), dado que as alocações de recursos nas VOL, teoricamente detentoras de melhores informações, foram capazes de oferecer retornos superiores aos fundos que nelas investiram.

Estima-se que estes retornos superiores se devam ao fato de que as empresas que trazem seus relatórios em IFRS estariam garantindo melhores informações e, portanto, possuem menor assimetria de informação. Uma explicação alternativa seria de que as empresas VOL proporcionam melhor aporte informacional aos seus acionistas e consequente redução do custo de capital, permitindo a maximização da curva de retorno/risco.

Quanto às variáveis de controle, o tamanho do fundo e a existência de cobrança de taxa de *performance* não foram significativos, da mesma forma que no modelo de alocações dos fundos de investimento. Em relação ao tamanho do fundo, os resultados ratificam a previsão de Grinblatt e Titman (1989), que em seu estudo, não encontraram relação significativa do tamanho do fundo com sua *performance* tomada em termos líquidos. E em relação à taxa de *performance*, os resultados corroboram o estudo de Paulo e Itosu (2013), que postulam a não existência de correlação entre a taxa de *performance* e o desempenho dos fundos.

Já em relação à taxa de administração, nota-se que, no modelo de alocações dos fundos de investimento, foi estatisticamente significativa, indicando que os fundos com maiores taxas administrativas tenderiam a investir mais em ações VOL. Porém, para o modelo de rentabilidade dos fundos de investimento, não foi verificada relação significante com a rentabilidade.

Com base na divergência observada nos resultados de ambos os modelos, verifica-se que os fundos com maiores taxas de administração procuram, de fato, investirem em ações de empresas VOL, com a expectativa de garantir um retorno mínimo e a permanência de seus

cotistas. Entretanto, tais alocações não necessariamente asseguram maiores rentabilidades, principalmente em se tratando da rentabilidade líquida.

Sobre a taxa de *performance*, os resultados indicam que esta não exerce influência na alocação das carteiras e na rentabilidade dos fundos e, em especial, no que tange à rentabilidade líquida. A literatura, porém, suporta a hipótese de que, para a rentabilidade bruta, existe uma relação positiva com as taxas de administração e *performance*, pois os gestores são capazes de aproveitar as ineficiências do mercado, mas tais benefícios não atingem os cotistas dos fundos de investimento (JENSEN, 1968; CASTRO; MINARDI, 2009), pois “os gastos necessários para que os cotistas alcancem esse valor (pagamento de taxas de administração e *performance*) acabam corroendo essa parcela adicional” (MALAQUIAS; EID JR, 2014, p. 157).

Assim sendo, espera-se que para gestores e/ou empresas administradoras dos fundos, faça diferença o fato de investir em empresas VOL, pois as ações das mesmas podem lhes garantir retornos superiores. Entretanto, esses retornos podem não ser distribuídos aos cotistas, pois a rentabilidade líquida média dos fundos que cobram maior taxa de administração não é estatisticamente diferente da rentabilidade dos fundos que cobram menores taxa de administração, exatamente por esse saldo permanecer no fundo.

Tais reflexões conduzem a um possível conflito de agência entre gestores e cotistas dos fundos de investimento (JENSEN, 1968; CHEVALIER; ELLISON, 1997), o que também foi identificado no estudo de Malaquias e Eid Jr (2014). Porém, esta pesquisa não pretende explorar as implicações relacionadas a este fenômeno.

Ainda na Tabela 3, observa-se que a variável Idade foi significativa estatisticamente ao nível de 5%, apresentando relação inversa com a rentabilidade. Isto é, a cada mês de existência de um fundo, este tenderia a ter sua rentabilidade reduzida em 4,6%. A deterioração da *performance* ao longo do tempo é um ponto pacífico na literatura nacional, sendo esperado que a idade dos fundos tenha relação inversa com sua *performance* (MILANI; CERETTA, 2012), pois os gestores de fundos jovens tendem a assumir maiores riscos para conquistar espaço no mercado (BALI; GOKCAN; LIANG, 2007) e incrementar seus ganhos (BOYSON, 2003). Já os fundos mais antigos estariam menos dispostos à assunção de riscos, além de estarem sujeitos a redução de seus fluxos de caixa resultantes ao longo do tempo (AGGARWAL; JORION, 2010; BOLLEN; POOL, 2009).

Da mesma forma, a variável Mês apresentou relação inversa com a rentabilidade, sendo que, a cada mês transcorrido, a rentabilidade tende a diminuir em 4,2%. Percebeu-se, ao longo do período em estudo, queda na rentabilidade média obtida por meio da renda variável, e sugere-se que essa ocorrência se deva à crise econômica ocorrida, sugerindo que os fundos

teriam migrado para a renda fixa – até o limite máximo permitido para fundos de ações, ou seja, 33% de seu patrimônio líquido.

Assim sendo, os resultados apresentados permitem considerar que a adoção das IFRS influenciou as alocações de recursos destes papéis nas carteiras dos fundos de investimento, e também se mostraram propensos a investirem em ações de empresas que efetuaram a adoção antecipada das normas contábeis internacionais. Além disso, a preferência dos fundos por ações de empresas VOL mostrou-se economicamente benéfica para esses fundos. Consequentemente, estimou-se que as empresas em conformidade com os padrões internacionais oferecem maior rentabilidade aos fundos de investimento, pelo fato de possuírem informações de melhor qualidade, e *value relevant*s, ou seja, detentoras de conteúdo informacional para o mercado de capitais, capaz de afetarem os preços de suas ações.

Porém, mesmo que essas informações sejam capazes de afetar o preço das ações, como constatado por meio dos modelos estimados, foram identificadas possíveis ineficiências de mercado, isto porque alguns fundos obtiveram retornos superiores ao explorar informações disponíveis nas demonstrações contábeis das empresas VOL que ainda não estavam completamente refletidas no preço das ações, rejeitando a Hipótese do Mercado Eficiente.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esse trabalho teve por objetivo analisar se a adoção voluntária das normas internacionais impactou na composição das carteiras e na rentabilidade dos fundos de investimento em ações brasileiros. Para o alcance do o objetivo proposto, foi utilizada uma listagem das empresas que optaram pela adoção completa das IFRS antecipadamente e cruzada com dados referentes à composição das carteiras de fundos de investimento, por meio de dois modelos de dados em painel.

Com uma base de dados de 33 fundos de ações, constatou-se que os fundos de investimento passaram a investir mais nas ações de empresas que optaram pela adoção antecipada das IFRS, em comparação com o percentual que era investido anteriormente à adoção. Concluiu-se que o mercado acionário encarou de forma positiva as mudanças efetivadas nos padrões contábeis dessas empresas.

Tais resultados não rejeitam a primeira hipótese da pesquisa, de que a adoção antecipada das IFRS, pelas empresas que o fizeram, apresentaria relação positiva com as variações ocorridas na composição das carteiras dos fundos de investimento.

No primeiro modelo testado, verificou-se também que: i) o tamanho do fundo e a existência de cobrança de taxa de *performance* não apresentaram relação estatisticamente significativa com as alocações de recursos dos fundos em empresas que adotaram voluntariamente as normas internacionais; ii) a idade do fundo apresentou relação negativa com as alocações de recursos, sendo que os fundos mais jovens teriam maior predisposição a investir em empresas VOL; iii) a taxa de administração apresentou relação direta com as alocações de recursos, de modo que os fundos detentores das maiores taxas apresentaram maior interesse por ações de empresas VOL; iv) o período, trazido na forma mensal, apresentou relação negativa com as alocações dos fundos de investimentos em ações, provavelmente devido à crise *subprime*.

Já no segundo modelo testado, referente aos efeitos da adoção antecipada para a rentabilidade dos fundos, foi verificado que a concretização do evento caracterizado pela adoção antecipada das IFRS por cada empresa influenciou positivamente a rentabilidade dos fundos. Tais descobertas corroboraram a ideia que as empresas VOL proporcionam maiores rentabilidades para os fundos que nelas investem e não rejeitam a segunda hipótese da pesquisa.

Quanto às variáveis de controle, o tamanho do fundo e a existência de cobrança de taxa de *performance* não foram significativos, corroborando os estudos de Grinblatt e Titman (1989) e Paulo e Itosu (2013). Já a taxa de administração, apesar de ser um fator de influência para a

decisão de alocação dos recursos dos fundos em empresas VOL, não apresentou relação estatisticamente significante com a rentabilidade dos fundos.

A idade dos fundos apresentou relação contrária à rentabilidade, confirmado a ocorrência de deterioração da *performance* dos fundos ao longo dos anos, como verificado por Boyson (2003), Bali, Gockan e Liang (2007), Bollen e Pool (2009), Aggarwal e Jorion (2010) e Milani e Ceretta (2012). A variável Mês também apresentou relação inversa com a rentabilidade, sendo percebida, ao longo do período em estudo, uma queda na rentabilidade dos fundos, o que pode estar relacionado à crise econômica ocorrida nesse período.

Concluiu-se que a adoção das IFRS proporcionou aos fundos a oportunidade de exercer a gestão ativa de forma mais eficaz, por meio dos métodos de análise fundamentalista. Isto porque as empresas que divulgam seus relatórios em IFRS forneceriam informações de qualidade superior e possuiriam menor assimetria de informação. E se as informações em IFRS possuem maior valor relevante que as informações reportadas no GAAP local, conclui-se que as mesmas permitiriam a obtenção de retornos superiores para os investidores que confiam suas decisões na análise fundamentalista, pois esta utiliza prioritariamente as informações disponíveis nas demonstrações contábeis-financeiras publicadas.

Como limites do estudo, têm-se: (1) a periodicidade mensal da composição das carteiras dos fundos de investimento disponível para consulta, pois estes movimentam diariamente seus portfólios; (2) a crise econômica mundial presente no período em que a maioria das companhias VOL efetuaram a adoção antecipada das IFRS, que pode ser afetado negativamente a *performance* dos fundos; e (3) a não consideração do conjunto completo de investimentos de cada fundo e, consequentemente, as movimentações de cada fundo que ultrapassaram o conjunto de empresas que adotaram antecipadamente as normas internacionais.

Para estudos futuros, sugere-se: (1) a ampliação do período de estudo, incluindo outras categorias de fundos de investimento; (2) que sejam examinados todos os ativos nos quais os fundos de investimento alocam seus recursos, para observar as flutuações dos investimentos dos fundos entre títulos de renda variável ou fixa; (3) a criação de uma variável *dummy* para a crise econômica; (4) uma análise envolvendo outros mercados emergentes e, também, a comparação com economias mais desenvolvidas, com o objetivo de verificar se o impacto da adoção na composição das carteiras e, consequentemente, na rentabilidade, foi equivalente.

REFERÊNCIAS

- 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.
- ADMATI, A.; ROSS, S. Measuring investment performance in a rational expectations equilibrium model. **Journal of Business**, v. 58, p. 1-26, 1985.
- AGARWAL, V.; DANIEL, N.; NAIK, N. Role of managerial incentives and discretion in hedge fund performance. **Journal of Finance**, v. 64, 2221–2256, 2009.
- AGGARWAL, R. K.; JORION, P. The performance of emerging hedge funds and managers. **Journal of Financial Economics**, v. 96, p. 238-256, 2010.
- AGOSTINO, M.; DRAGO, D.; SILIPO D. B. The value relevance of IFRS in the European banking industry, **Review of Quantitative Finance and Accounting**, Springer Science, 2011.
- AMIN, G.; KAT, H. M. Stocks, Bonds and Hedge Funds: Not a Free Lunch! ISMA Discussion Papers in Finance. **The Journal of Portfolio Management**, v. 29, n. 4, p. 113-120, 2003.
- AMORIM, A. L. G. C.; LIMA, I. S.; MURCIA, F. D-R. Análise da Relação entre as Informações Contábeis e o Risco Sistemático no Mercado Brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**. – USP, São Paulo, v. 23, n. 60, p. 199-211, set./out./nov./dez. 2012.
- BALI, T. G.; 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.
- BARROS, A. J. S.; LEHFELD, N. A. S. **Fundamentos de Metodologia: Um Guia para a Iniciação Científica**. 2 ed. São Paulo: Makron Books, 2000.
- BARTH, M. E.; BEAVER, W. H.; LANDSMAN, W. R. The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 77-104, 2001.
- BEN-DAVID, I.; FRANZONI, F.; MOUSSAWI, R. Hedge Fund Stock Trading in the Financial Crisis of 2007-2009. **Review of Financial Studies**, v. 25, n. p. 1-54, 2012.
- BESSA. L. M.; FUNCHAL, B. Determinantes da performance dos fundos de investimentos em ações no Brasil. In: ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS (ANPCONT), 6., 2012, Florianópolis (SC). **Anais...** Florianópolis: ANPCONT, 2012.
- BEUREN, I. M. (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. J. **Investimentos**. 8. ed. Porto Alegre: AMGH, 2010.

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, out. 2009.

BOYSON, N. M. **Why do Experienced Hedge Fund Managers Have Lower Returns?**
Version: November 3, 2003. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/>>. Acesso em 18 set. 2015.

BRASIL. Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. **Diário Oficial** [da República Federativa do Brasil], Brasília, DF, v. 134, n. 249-A, 28 dez. 2007. Seção 1- Edição Extra.

CARMO, C. H. S.; RIBEIRO, A. M.; CARVALHO, L. N. G. Convergência de fato ou de direito? A influência do sistema jurídico na aceitação das normas internacionais para pequenas e médias empresas. **Revista contabilidade e finanças** [online], v. 22, n. 57, p. 242-262, 2011.

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, 2009.

CHEVALIER, J.; ELLISON, G. Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives. **Journal of Political Economy**, v.105, n.6, p.1167-1200, December, 1997.

CHRISTENSEN, H. B.; LEE, E.; WALKER, M. Incentives or standards: What determines accounting quality changes around IFRS adoption? **Working Paper**, 2008. Disponível em SSRN: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1013054>. Acesso: 22 maio 2015.

CICCOTELLO, C. S.; GRANT, C. T.; Equity fund Size and growth: implications for performance and selection. **Financial Services Review**, v. 5, n.1, p. 1-12, 1996.

COASE, R. The Nature of the Firm. **Economica**, n. 4, November. 1937.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **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: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 20 jun. 2015.

_____. **Deliberação CVM nº 488**, de 03 de Outubro de 2005. Aprova o Pronunciamento do IBRACON NPC nº 27 sobre Demonstrações Contábeis – Apresentação e Divulgações. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 20 out. 2015.

_____. **Deliberação CVM nº 489**, de 03 de Outubro de 2005. Aprova o Pronunciamento do IBRACON NPC Nº 22 sobre Provisões, Passivos, Contingências Passivas e Contingências Ativas. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 20 out. 2015.

_____. **Deliberação nº 603**, de 10 de novembro de 2009. Dispõe sobre a apresentação dos Formulários de Informações Trimestrais - ITRs relativos ao exercício de 2010 e sobre a adoção antecipada das normas contábeis que devem vigorar a partir de 2010. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 20 jun. 2015.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro – Pronunciamento Conceitual Básico (R1). Brasília: CPC, 2011. Disponível em: <http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/147_CPC00_R1.pdf>. Acesso em 29 nov. 2014.

DEFOND, M. et al. The impact of mandatory IFRS adoption on foreign mutual fund ownership: The role of comparability. **Journal of Accounting and Economics**, v. 51, p. 240–258, 2011.

DICHEV, I. D.; YU, G. Higher risk, lower returns: What hedge fund investors really earn. **Journal of Financial Economics**, v. 100, 2011, p. 2011, p. 248–263.

DICK, C. D.; MENKHOFF, L. Exchange rate expectations of chartists and fundamentalists. **Journal of Economic Dynamics & Control**, v. 37, p. 1362-1383, 2013.

DUARTE, S. O. **Corporate Governance, Capital Markets and Economic Developement:** case study of Pension and Welfare Funds of Brazil, Chile and México. 2011. 192 f. Dissertação (Mestrado) - Programa de Pós-Graduação em Integração Latino-Americana, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

EDIRISINGHE, N. C. P.; ZHANG, X. Generalized DEA model of fundamental analysis and its application to portfolio optimization. **Journal of Banking & Finance**, v. 31, p. 3311–3335, 2007.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," **Journal of Finance**, v. 25, p. 383-417, May 1970.

_____. Components of Investment Performance. **The Journal of Finance**, v. 27, n. 3, p. 551-567, Jun. 1972.

_____. Efficient Capital Markets: II. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 5, 1991.

FANTINATTI, M. C. **Os Fundos de Ações dos Grandes Bancos Brasileiros: Uma Avaliação Empírica de seus Retornos e Taxas de Administração.** 2008. Dissertação (Mestrado em Economia) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro PUC, Rio de Janeiro, 2008. Disponível em: 14 maio 2015.

FAVERO, L. P. L. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **Brazilian Business Review - BBR**, v. 10, n. 1, p. 131-156, enero-marzo, 2013.

FÉ JUNIOR, A. L. D. **Mudanças contábeis e reações do mercado na implantação compulsória do IFRS no setor bancário brasileiro**. 2013. Dissertação (Mestrado em Ciências) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto/USP.

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.

FRANZ, P. R. G.; FIGUEIREDO, A. C. Avaliação da capacidade de *market timing* dos administradores de fundos mútuos de ações no Brasil. **Revista de Economia e Administração**. v. 2, n. 1, p. 33-46, jan-mar 2003.

FUNG, W; HSIEH, D. A. The risk in hedge fund strategies: Theory and evidence from long/short equity hedge funds. **Journal of Empirical Finance**, v. 18, 2011, p. 547–569.

GALDI, F. C. **Estratégias de investimento em ações baseadas na análise de demonstrações contábeis: é possível prever o sucesso?** 2008. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Universidade de São Paulo. São Paulo, 2008.

GAZANEO, G. L. V. **A influência do volume na performance dos fundos de investimento em ações no Brasil**. 2006. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas – EPGE/FGV. 2006. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/6561>>. Acesso em 23 ago 2015.

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

GLODE, V. Why mutual funds “underperform”. **Journal of Financial Economics**, v. 99, p. 546-559, 2011.

GONÇALVES, D. A. **Avaliação de eficiência de fundos de investimentos financeiros: utilização de DMU artificial em modelos DEA com outputs negativos**. 2003. 94 f. Tese (Doutorado em Ciências) – COPPE/UFRJ, Rio de Janeiro.

GRECCO, M. C. P. et al. Percepção dos profissionais brasileiros com relação ao processo de convergência contábil às normas internacionais. **Revista Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 32, n. 3, 2013.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings. **Journal of Business**, v. 62, n. 3, p. 393-416, 1989.

HAIR JR, J. F. et al. **Métodos de pesquisa em administração**. 1. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HENRIKSSON, R. D., MERTON, R. C. On Market Timing and Investment performance. II. Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills. **Journal of Business**, v. 54, n. 4, p. 513-533, 1981.

HOLLOWAY, P.; ROCHMAN, R.; LAES, M. Factors Influencing Brazilian Value Investing Portfolios. **Journal of Economics, Finance and Administrative Science**, v.18 (Special Issue), p.18-22, 2013.

INFOMONEY. Bovespa tem a mesma quantidade de empresas que bolsa da Mongólia e Vietnã – InfoMoney. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/mercados/acoes-e-indices/noticia/2785114/bovespa-tem-mesma-quantidade-empresas-que-bolsa-mongolia-vietna>>. Publicado em 24 de maio de 2013. Acesso em: 06 jan. 2016.

IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E. A. Estudando e pesquisando teoria: o futuro chegou? **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 11, n. 1, p. 06-24, jan./mar., 2015.

JENSEN, M. C. The performance of mutual funds in the period 1945-1964. **Journal of Finance**, v. 33, n. 2, p. 389-416, Maio 1968.

JIANG, G.; PENMAN, S. A fundamentalist perspective on accounting and implications for accounting research. **China Journal of Accounting Research**, v. 6, p. 233–245, 2013.

KOIJEN, R. S. J. The Cross-Section of Managerial Ability, Incentives, and Risk Preferences. **Journal of Science** (in press), 2014.

LAM, M. Neural network techniques for financial performance prediction: integrating fundamental and technical analysis. **Decision Support Systems**, v. 37, p. 567– 581, 2004.

LIMA, J. B. N. **A relevância da informação contábil e o processo de convergência para as normas IFRS no Brasil.** 201. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

LHABITANT, F. S. On Swiss timing and selectivity: in the quest of alpha, **Finanzmarkt und Portfolio Management**, v. 15, n. 2, p. 154-172, 2001.

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, 2011.

LINTNER, J. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. **Review of Economics and Statistics**, v. 47, n. 1, p. 13-37, 1965.

LOPES, T. **A evidenciação das informações tributárias pelas instituições financeiras em face da convergência para as normas internacionais.** 2008. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade de São Paulo, 2008.

MACEDO, M. A. S. et al. Análise do impacto da substituição da DOAR pela DFC: um estudo sob a perspectiva do *value-relevance*. **Revista Contabilidade & Finanças** – USP, v. 22, n. 57, p. 299-318, set./out./nov./dez. 2011.

MACHADO, A. V. M.; MACHADO, M. R. Liquidez e precificação de ativos: evidências no mercado brasileiro. **Brazilian Business Review**, v. 11, n. 1, p. 73-95, jan./mar., 2014.

MALAQUIAS, R. F.; CARVALHO, L. F.; LEMES, S. Disclosure de instrumentos financeiros e retornos anormais para empresas brasileiras. **FACEF Pesquisa**, v. 13, n. 3, 2010.

MALAQUIAS, R. F.; EID JUNIOR, W. Eficiência de Mercado e Desempenho de Fundos Multimercados. **Revista Brasileira de Finanças** (Online), Rio de Janeiro, v. 11, n. 1, March 2013, pp. 119–142.

_____. Fundos multimercados: desempenho, determinantes do desempenho e efeito moderador. **RAM – Revista de Administração da Mackenzie**, v. 15, n. 4, Jul./Ago. 2014.

MARTINS, O. S.; PAULO, E. Reflexo da adoção das IFRS na análise de desempenho das companhias de capital aberto no Brasil. **RCO – Revista de Contabilidade e Organizações** – FEA-RP/USP, v. 4, n. 9, p.30-54, mai-ago, 2010.

MILANI, B.; CERETTA, P. S. Tamanho e rentabilidade dos fundos brasileiros de investimento em ações. **Revista Alcance**, v. 19, n. 4, p. 461-475, out./dez. 2012.

MIR, M. Z.; RAHAMAN, A. S. The Adoption of International Accounting Standards in Bangladesh: an exploration of rationale and process. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 18. n. 6. p. 816-841, 2005.

MONTE-MOR, D. S. et al. Aplicação da Teoria de Valores Extremos e da Análise Fundamentalista em Estratégias Long-Short: uma Análise de Pair Tradings do Mercado Brasileiro. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade – REPeC**, Brasília, v. 8, n. 3, art. 3, p. 271-288, jul./set., 2014.

OLIVEIRA, A. B. S. **Métodos da pesquisa contábil**. São Paulo: Atlas, 2011.

OLIVEIRA FILHO, E. C. **Desempenho de fundos de investimento em ações brasileiros**. 2008. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo – Fundação Getúlio Vargas. 108 f. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/2358>>. Acesso em 30 abr. 2015.

OYERINDE, D. T. Value Relevance of Accounting Information in Emerging Stock Market: The Case of Nigeria. **Repositioning African Business and Development for the 21st Century Simon Sigué** (Ed.), 2009.

PAULO, W. L.; ITOSU, L. Y. Análise da Correlação entre a Taxa de Performance e o Desempenho de Fundos de Investimentos Multimercados. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, p. 01-14, 2013.

RICHARDSON, R. J. (Org.). **Pesquisa Social**: métodos e técnicas. 3. ed. 8. reimp. São Paulo: Atlas, 2008.

RICHARDSON, S; TUNA, I; WYSOCKI, P. Accounting anomalies and fundamental analysis: A review of recent research advances. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2, p. 410-454, 2010.

ROCHMAN, R. R.; EID JR., W. Fundos de Investimento Ativos e Passivos no Brasil: Comparando e Determinando os seus Desempenhos. In: 30º Encontro da ANPAD. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2006.

ROCHMAN, R. R.; RIBEIRO, M. P. **A Relação entre a Estrutura, Conduta e Desempenho da Indústria de Fundos de Investimento**: um estudo de painel. Versão: Maio de 2003. Biblioteca Digital da FGV. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br>>. Acesso em: 20 maio 2014.

SANTOS, M. A. C.; CAVALCANTE, P. R. N. O Efeito da Adoção dos IFRS sobre a Relevância Informacional do Lucro Contábil no Brasil. **Revista Contabilidade e Finanças – USP**, São Paulo, v. 25, n. 66, p. 228-241, set./out./nov./dez. 2014.

SARLO NETO, A.; BASSI, B. R.; ALMEIDA, A. A. Um Estudo sobre a Informatividade dos Lucros Contábeis na América Latina. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 12, p. 4-25, 2011.

SCOTT, W. R. **Financial Accounting Theory**. 5. ed. Toronto: Pearson, 2009.

SHARPE, W. F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. **Journal of Finance**, v. 19, n. 3, p. 425- 442, 1964.

SILVA, R. L. M. da. **Adoção completa das IFRS no Brasil**: qualidade das demonstrações contábeis e o custo de capital próprio. 2013. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-03062013-162758/>>. Acesso em: 21 maio 2015.

TATULESCU, A; PATRUTI, A. Structural Funds and Economic Crises: Romania's Absorption Paradox. **Procedia Economics and Finance**, v. 16, p. 64 – 72, 2014.

TEO, M. **Does Size Matter in the Hedge Fund Industry?** 2009. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/>>. Acesso em 12 jun. 2015.

_____. The liquidity risk of liquid hedge funds. **Journal of Financial Economics**, v. 100, p. 24–44, 2011.

TRAMONTANA, F.; WESTERHOFF, F; GARDINI, L. A simple financial market model with chartists and fundamentalists: Market entry levels and discontinuities. **Mathematics and Computers in Simulation**, v. 108, p. 16–40, 2015.

VARGA, G. Índice de sharpe e outros indicadores de performance aplicados a fundos de ações brasileiros. **Revista de Administração Contemporânea**. [online], v. 5, n. 3, p. 215–245, 2001.

ZHU, Y.; ZHOU, G. Technical analysis: An asset allocation perspective on the use of moving averages. **Journal of Financial Economics**, v. 92, p. 519–544, 2009.