



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
FACULDADE DE GESTÃO E NEGÓCIOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
GESTÃO FINANCEIRA E CONTROLADORIA**

**CARACTERÍSTICAS DO GESTOR, COMPOSIÇÃO DAS CARTEIRAS
E DESEMPENHO DOS FUNDOS MULTIMERCADOS BRASILEIROS**

CLÁUDIA OLÍMPIA NEVES MAMEDE MAESTRI

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Fernandes Malaquias

**UBERLÂNDIA
2016**

CLÁUDIA OLÍMPIA NEVES MAMEDE MAESTRI

**CARACTERÍSTICAS DO GESTOR, COMPOSIÇÃO DAS CARTEIRAS
E DESEMPENHO DOS FUNDOS MULTIMERCADOS BRASILEIROS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Gestão Organizacional

Linha de Pesquisa: Gestão Financeira e Controladoria

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Fernandes Malaquias

**UBERLÂNDIA
2016**

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

M186c Maestri, Cláudia Olímpia Neves Mamede, 1983-
2016 Características do gestor, composição das carteiras e desempenho
dos fundos multimercados brasileiros / Cláudia Olímpia Neves Mamede
Maestri. - 2016.
94 f. : il.

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

1. Administração - Teses. 2. Fundos de investimento - Teses. 3.
Carreiras e oportunidades - Teses. 4. Administração financeira - Teses. 5.
Gerentes de crédito - Teses. I. Malaquias, Rodrigo Fernandes, 1983-. II.
Universidade Federal de Uberlândia. Programa de Pós-Graduação em
Administração. III. Título.

CDU: 658

Reitor da Universidade Federal de Uberlândia

Elmiro Santos Resende

Diretora da Faculdade de Gestão e Negócios

Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

Coordenador do Programa de Pós-Graduação

Valdir Machado Valadão Júnior

CLÁUDIA OLÍMPIA NEVES MAMEDE MAESTRI

CARACTERÍSTICAS DO GESTOR, COMPOSIÇÃO DAS CARTEIRAS E DESEMPENHO DOS FUNDOS MULTIMERCADOS BRASILEIROS

Dissertação julgada adequada para obtenção do título de Mestre em Administração, na área de Gestão Organizacional, linha de pesquisa Gestão Financeira e Controladoria e aprovada em sua forma final pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia – UFU.

Uberlândia, 30 de setembro de 2016.

Banca examinadora:

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

Prof^a. Dr^a. Fernanda Maciel Peixoto
Universidade Federal de Uberlândia

Prof. Dr. Herbert Kimura
Universidade de Brasília

À minha querida irmã Carla

AGRADECIMENTOS

A Deus pela saúde, alegria e coragem em viver intensamente cada dia de minha existência.

Aos meus pais pelo amor incondicional e por não medirem esforços para educar suas filhas, sempre no caminho dos estudos.

À minha querida irmã, minha inspiração, cujas ações sempre me mostram que precisamos ter “foco, força e fé”.

Ao meu esposo, meu porto seguro, que me incentiva a seguir em busca de meus sonhos.

À minha sogra pelo carinho em sempre ter em sua casa um cantinho para estudos.

Aos meus colegas da turma de 2015 do mestrado, especialmente à Roberta, minha parceira de descobrimento desse admirável mundo acadêmico.

À UFU por disponibilizar um ambiente tão acolhedor aos estudos, especialmente em suas bibliotecas.

Ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Gestão e Negócios pela oportunidade de estudar em um curso de qualidade e aprimorar, de forma tão intensa, o conhecimento adquirido na graduação.

Ao meu orientador Prof. Rodrigo, pela pontualidade, competência, respeito e profissionalismo. Muito obrigada por ter me orientado e me incentivado a buscar a excelência na execução deste trabalho.

Aos professores do PPGA, Vinícius, Rodrigo, Valdir, Kárem, Penedo e Stella pelo zelo ao transmitirem os conteúdos das disciplinas. Especialmente aos Profs. Vinícius e Rodrigo pelas valiosas contribuições na estruturação de trabalhos acadêmicos e aos Profs. Valdir e Kárem por acompanharem meu projeto de pesquisa.

Ao professor Cleomar Gomes do Instituto de Economia pelas explicações em métodos quantitativos e ao professor Kleber Pinto da FAGEN pelos esclarecimentos sobre as possibilidades de formação no ambiente acadêmico.

Aos membros das bancas de qualificação e defesa, professores Herbert e Fernanda, por aceitarem o convite, disporem seu tempo e elaborarem *feedbacks* e contribuições para esta dissertação.

Aos técnicos administrativos da graduação e do programa de pós-graduação da FAGEN pelo apoio ao disponibilizarem salas para estudos, laboratórios e cantinas.

O investimento em conhecimento é aquele que traz maiores retornos.

Benjamin Franklin

RESUMO

Este trabalho pretende contribuir para a literatura sobre fundos de investimentos em mercados emergentes ao abordar a composição das carteiras e o desempenho dos fundos multimercados brasileiros sob a perspectiva do gestor. Isso porque em países emergentes uma eficiente alocação de ativos nas carteiras dos fundos está sujeita às diferentes características de risco dos ativos participantes dessas carteiras, além da composição das carteiras ser uma possível explicação para as diferenças de desempenho dos fundos. Ademais, sob a perspectiva do gestor, a escolha dos ativos que compõem suas carteiras e o desempenho dos fundos que gere, podem estar sujeitos à influência de particularidades como: experiência, quantidade de fundos geridos, localização do gestor e gestores que apresentam melhor performance que seus pares. Assim, o problema que instigou a realização desta pesquisa foi: quais variáveis relacionadas ao gestor afetam a composição das carteiras e o desempenho de fundos multimercados? Para tanto, foram analisados os fundos multimercado brasileiros cadastrados na CVM, considerando-se amostras livres do viés de sobrevivência referentes ao período de Setembro/2009 a Janeiro/2016. A primeira amostra compreendeu 6.659 fundos com 327.270 observações mensais e a segunda envolveu 5.309 fundos, com igual número de observações, uma vez que contemplou indicadores para o período. Os testes de hipóteses foram realizados por técnicas econométricas no *software* Stata®. Os resultados evidenciaram que a composição das carteiras sofre influência de características dos gestores, como experiência, quantidade de fundos administrados, localização do gestor e gestores que apresentam melhor performance que seus pares. Destas características do gestor, a experiência e a quantidade de fundos administrados são também importantes para explicar o desempenho obtido pelos fundos multimercados, além deste ser explicado pela alocação dos recursos em renda fixa e renda variável. Cabe destacar que, ao analisar o intervalo de confiança dos coeficientes dessas variáveis, a composição das carteiras (alocação de recursos em renda fixa e renda variável) se apresentou como o fator que mais auxilia na explicação de uma potencial alteração do desempenho dos fundos multimercados brasileiros.

Palavras-chave: Composição de carteiras, retorno ajustado ao risco, características do gestor, mercados emergentes.

ABSTRACT

This work aims to contribute to the literature on investment funds in emerging markets to address the portfolio composition and performance of Brazilian hedge funds under the manager's perspective. This is because in emerging countries an efficient allocation of assets in the portfolios of the funds is subject to different risk characteristics of the active participants of these portfolios, in addition to the composition of the portfolios be a possible explanation for the differences in performance of the funds. Moreover, from the perspective of the manager, the choice of the assets that make up their portfolios and the performance of the funds it manages, may be subject to the influence of special features such as: experience, amount of funds under management, manager location and managers who have better performance than your peers. So the problem that prompted this research was: which variables related to the manager affect the portfolio composition and performance of hedge funds? Therefore, the Brazilian hedge funds registered with the CVM were analyzed, considering free survival bias samples for the period from September 2009 to January 2016. The first sample included 6,659 funds with 327,270 monthly observations and the second involved 5,309 funds, with an equal number of observations as contemplated indicators for the period. Hypothesis tests were conducted by econometric techniques in Stata® software. The results showed that the composition of the portfolio is influenced by characteristics of managers, as experience, amount of funds under management, manager and location managers who have better performance than their peers. These features of the manager, the experience and the amount of funds under management are also important to explain the performance achieved by hedge funds, beyond this be explained by the allocation of fixed and variable income assets. It should be noted that, when considering the confidence interval of the coefficients of these variables, the composition of the portfolios (fixed and variable income) is presented as the main factor that helps to explain a potential change of the performance of Brazilian hedge funds.

Keywords: composition portfolios, risk-adjusted return, manager characteristics, emerging markets.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1: Patrimônio Líquido Anual dos Fundos de Investimento no Brasil.....	15
Figura 1: Estrutura da dissertação.....	20
Figura 2: Modelo hipotético e conceitual para teste das hipóteses 1 a 4.....	33
Figura 3: Modelo hipotético e conceitual para teste das hipóteses 5 a 9.....	60
Quadro 1: Variáveis utilizadas para teste das hipóteses 1 a 4.....	30
Quadro 2: Variáveis utilizadas para teste das hipóteses 5 a 9.....	55

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Estatística descritiva das variáveis para teste das hipóteses 1 a 4.....	35
Tabela 2: Estimativa da interferência dos fatores relacionados ao gestor na composição das carteiras para renda variável dos fundos multimercados brasileiros.....	37
Tabela 3: Estimativa da interferência dos fatores relacionados ao gestor na composição das carteiras para renda fixa dos fundos multimercados brasileiros.....	38
Tabela 4: Estatística descritiva das variáveis para teste das hipóteses 5 a 9.....	62
Tabela 5: Estimativa da interferência dos fatores relacionados ao gestor e da composição das carteiras para renda variável no retorno ajustado ao risco dos fundos multimercados brasileiros.....	63
Tabela 6: Estimativa da interferência dos fatores relacionados ao gestor e da composição das carteiras para renda fixa no retorno ajustado ao risco dos fundos multimercados brasileiros.....	63
Tabela 7 – Estimativa da interferência dos fatores relacionados ao gestor com maior peso de investimento em renda fixa no retorno ajustado ao risco dos fundos multimercados brasileiros.....	68
Tabela 8 – Estimativa da interferência da composição das carteiras para renda variável e renda fixa no retorno ajustado ao risco dos fundos multimercados brasileiros.....	69

SUMÁRIO

CAPÍTULO 1: INTRODUÇÃO	15
1.1 Importância do tema e problema de pesquisa	15
1.2 Objetivo geral, objetivos específicos e hipóteses do estudo	18
1.3 Justificativa do estudo	19
1.4 Estrutura do trabalho	19
CAPÍTULO 2: EFEITOS DE CARACTERÍSTICAS DO GESTOR NA COMPOSIÇÃO DAS CARTEIRAS DE FUNDOS NO BRASIL	21
2.1 Introdução	21
2.2 Fundamentação teórica	23
2.2.1 Experiência do gestor e a alocação de carteiras dos fundos	23
2.2.2 Quantidade de fundos administrada pelo gestor e a alocação de carteiras dos fundos	24
2.2.3 Localização do gestor e a alocação de carteiras dos fundos	25
2.2.4 Gestores com melhor performance e a alocação de carteiras dos fundos	26
2.2.5 Variáveis de controle	27
2.3 Procedimentos metodológicos	28
2.3.1 Amostra e descrição das variáveis	28
2.3.2 Modelo de pesquisa e técnicas econométricas	33
2.4 Resultados	35
2.5 Considerações finais	42
CAPÍTULO 3: ASPECTOS DO GESTOR, ALOCAÇÃO DE CARTEIRAS E DESEMPENHO DE FUNDOS NO BRASIL	44
3.1 Introdução	44
3.2 Fundamentação teórica	46
3.2.1 Alocação de carteiras e desempenho dos fundos	46
3.2.2 Experiência do gestor e desempenho dos fundos	48
3.2.3 Quantidade de fundos administrada pelo gestor e desempenho dos fundos	50
3.2.4 Localização do gestor e desempenho dos fundos	50
3.2.5 Gestores com melhor performance e desempenho dos fundos	51
3.2.6 Variáveis de controle	53
3.3 Procedimentos metodológicos	54
3.3.1 Amostra e descrição das variáveis	54
3.3.2 Modelo de pesquisa e técnicas econométricas	60
3.4 Resultados	61

3.5 Considerações finais	70
CAPÍTULO 4: CONCLUSÃO	73
REFERÊNCIAS.....	76
Apêndice A: Tipos de ativos que compõem as carteiras dos fundos de acordo com a classificação disposta na Economatica	90
Apêndice B: Classificação da composição das carteiras em renda variável e renda fixa.....	91
Apêndice C: Amostra 2 – sem viés de sobrevivência e sem viés de incubação – Estatística descritiva das variáveis do estudo sobre a composição das carteiras – hipóteses 1 a 4	92
Apêndice D: Amostra 2 – sem viés de sobrevivência e sem viés de incubação – Estimativa da interferência dos fatores relacionados ao gestor na composição das carteiras para renda variável dos fundos multimercados brasileiros – teste das hipóteses 1 a 4.....	93
Apêndice E: Amostra 2 – sem viés de sobrevivência e sem viés de incubação – Estimativa da interferência dos fatores relacionados ao gestor na composição das carteiras para renda fixa dos fundos multimercados brasileiros – teste das hipóteses 1 a 4	94

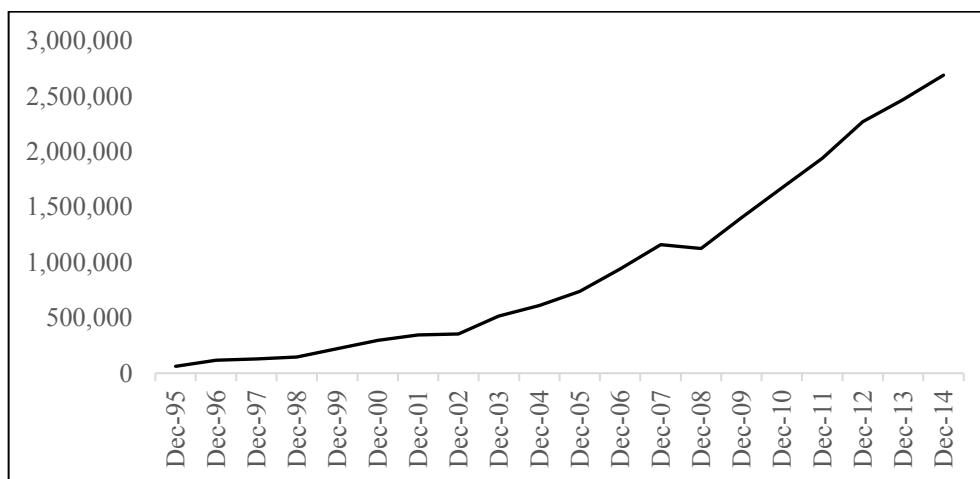
CAPÍTULO 1: INTRODUÇÃO

1.1 Importância do tema e problema de pesquisa

Os fundos de investimentos possibilitam aos seus investidores acesso a diversos mercados financeiros, diferentes tipos de ativos, maior liquidez e gestão profissional especializada (VARGA; WENGERT, 2011). Esses atributos proporcionaram a expansão do mercado de fundos de investimentos, inclusive para o Brasil (GOMES; CRESTO, 2010; VARGA; WENGERT, 2011; MALAQUIAS; EID JR, 2014; MINARDI; KANITZ; BASSANI, 2014).

De acordo com a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA, 2015), em 1995 o Patrimônio Líquido total dos fundos era inferior a 100 bilhões de reais e, no final de 2014, o valor desse patrimônio ultrapassou 2,6 trilhões de reais. Conforme evidenciado no Gráfico 1, nesse período de vinte anos pode-se visualizar um salto de 2.600% no tamanho do patrimônio líquido dos fundos brasileiros, mesmo considerando as quedas referentes às crises financeiras de 1998 (dos Tigres Asiáticos e da Rússia), de 2002 (na Argentina) e de 2008 (nos Estados Unidos).

Gráfico 1: Patrimônio Líquido Anual dos Fundos de Investimento no Brasil (em milhões de reais)



Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados disponibilizados pela ANBIMA (2015)

Nesse contexto de crescimento, o Brasil encerra o segundo semestre de 2015 como o quarto maior mercado de fundos de investimentos a nível mundial, de acordo com o ranking dos 10 maiores fundos de investimentos no mundo do *European Fund and Asset Management Association* (EFAMA, 2015).

Inseridos nos fundos de investimentos, destacam-se os fundos multimercados que ao longo dos últimos 20 anos (1995 a 2014) se destacaram como o segundo maior grupo de fundos com representação média de 20% do Patrimônio Líquido total dos fundos brasileiros, conforme dados disponibilizados pela ANBIMA (2015). Além de se destacarem como a maior categoria de fundos relacionados com renda variável (MAMEDE; MALAQUIAS, 2017).

Os fundos multimercados se caracterizam por realizar operações em diversas classes de ativos se assemelhando aos *hedges funds* (GOMES; CRESTO, 2010; VARGA; WENGERT, 2011; MALAQUIAS; EID JR, 2013; PONTES; ROGERS; MALAQUIAS, 2015). Assim, os diversos tipos de ativos como: ações, títulos do governo, debêntures, títulos ligados ao agronegócio, moedas estrangeiras, derivativos, dentre outros – estruturam a composição das carteiras dos fundos multimercados brasileiros com diferentes níveis de risco (CVM, 2014). Com isso, supõe-se que ao identificar os tipos de ativos que foram alocados nas carteiras dos fundos multimercados, seja possível fazer um agrupamento dos ativos mais e menos arriscados a fim de estimar o risco dessas carteiras.

Ademais, como os fundos multimercados alocam recursos em diferentes categorias de investimentos com base em cenários macroeconômicos, pode-se esperar que a composição de suas carteiras também reflita diferentes estratégias dos gestores na alocação do capital, ou seja, diferentes estilos de investimentos (MALAQUIAS, 2012). Fato retratado por Napolitano, Filgueiras e Valle (2015) ao publicarem que os melhores gestores de fundos multimercados estruturaram suas carteiras a partir das estratégias: resgatar valores aplicados na Bovespa, voltar as aplicações para renda fixa e comprar dólares, o que permitiu entregar melhor desempenho a esses fundos ao longo do ano de 2014.

Nesse sentido, ao examinarem a alocação estratégica de ativos para otimização de carteiras de fundos hedge em economias emergentes, Brière e Signori (2013) identificaram que devido a vulnerabilidade desses mercados frente a inflação, o investimento em moeda estrangeira proporciona eficiência na composição das carteiras. De acordo com as autoras, a composição das carteiras deve ter uma proporção entre ativos domésticos e estrangeiros, sugerindo 70% em ações, obrigações indexadas à inflação e títulos nominais, e 30% em moedas estrangeiras, principalmente o dólar americano e o euro (BRIÈRE; SIGNORI, 2013).

Assim, o desenvolvimento do estilo de investimento de uma carteira e a função desse estilo no desempenho do fundo tem sido um dos estudos mais interessantes na gestão profissional de ativos (BROWN; HARLOW, 2004). Além do mais, a indústria de fundos com gestão ativa se baseia na suposição de que alguns gestores proporcionam melhores retornos aos fundos que administram devido à sua experiência e aptidão para prever movimentos dos

mercados financeiros, identificando bons investimentos e selecionando os melhores ativos (BOLLEN; BUSSE, 2005; MILAN; EID JR, 2014). E essa capacidade de gestão desperta ainda mais atenção em mercados emergentes por serem visualizados como menos eficientes do que os desenvolvidos, o que pode possibilitar oportunidades aos gestores de fundos ativos para alcançarem retornos anormais (HUIJ; POST, 2011).

Em vista disso, o presente trabalho pretende contribuir com a literatura sobre fundos de investimentos em mercados financeiros emergentes, ao abordar a composição das carteiras e o desempenho dos fundos multimercados brasileiros sob a perspectiva do gestor. Isso porque em países emergentes, uma eficiente alocação de ativos nas carteiras dos fundos pode ser inibida por fatores como o risco dos ativos que compõem a carteira, as taxas de inflação e de juros, além da escolha da composição das carteiras ser uma possível explicação para as diferenças de desempenho dos fundos (BEKAERT; URIAS, 1996; ELING; FAUST, 2010; JAGANNATHAN; MALAKHOV; NOVIKOV, 2010; BRIÈRE; SIGNORI, 2013).

Além disso, sob a perspectiva do gestor, a escolha dos ativos que compõem suas carteiras e a rentabilidade dos fundos que gere podem estar sujeitas à influência de particularidades como, experiência, quantidade de fundos geridos e localização do gestor (OLSEN; COX, 2001; BÄR; KEMPF; RUENZI, 2005; MENKHOF; SCHMIDT; BROZYNSKI, 2006; LEUSIN; BRITO, 2008; LI; ZHANG; ZHAO, 2011; POOL; STOFFMAN; YONKER, 2012; DING; WERMERS, 2012; BRYANT, 2012; SIALM; SUN; ZHENG, 2013; BERK; VAN BINSBERGEN, 2015).

Diante do exposto, em outras palavras, diante do crescimento das aplicações em fundos de países emergentes, da importância do profissional que gere os investimentos nos fundos, da alocação de recursos nas carteiras dos fundos e da possibilidade de relação entre a composição das carteiras e o desempenho dos fundos, tem-se o problema que instiga a realização desta pesquisa: quais variáveis relacionadas ao gestor afetam a composição das carteiras e o desempenho de fundos multimercados?

Para responder a esse questionamento, este estudo analisa os fundos multimercado brasileiros cadastrados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no período de 2009 a 2016. O período inicial foi Setembro/2009 por ser a primeira data com disponibilidade dos dados sobre a composição das carteiras pela base Economatica. Pois, a Economatica permite acessar todos os fundos (ativos e cancelados) de uma só vez, diferentemente do acesso pela CVM que divulga dados a partir de 2004, porém com acesso individual por fundo, o que acabou inviabilizando a coleta de dados pela CVM, visto que, foram reunidos mais de seis mil fundos.

Já a data final de coleta de dados foi em Janeiro/2016 por ser o período mais recente quando a base do estudo foi estruturada.

1.2 Objetivo geral, objetivos específicos e hipóteses do estudo

O objetivo geral do trabalho é avaliar quais variáveis afetam o estilo de investimento do gestor na composição de suas carteiras e no desempenho dos fundos que administra. De maneira específica pretende-se:

- Verificar se a experiência do gestor tem relação com a alocação dos ativos nas carteiras e com o desempenho de seus fundos;
- Verificar se a quantidade de fundos geridos pelo gestor tem relação com a alocação dos ativos nas carteiras e com o desempenho de seus fundos;
- Verificar se a localização do gestor tem relação com a alocação dos ativos nas carteiras e com o desempenho de seus fundos;
- Verificar se os gestores que apresentam melhor performance que seus pares alocam os recursos nas carteiras de forma diferente dos demais gestores e se proporcionam melhor retorno ajustado ao risco aos fundos;
- Verificar se há relação entre a composição das carteiras e o desempenho do fundo.

A fim de verificar a existência ou não de relação entre as características dos gestores, a composição das carteiras e o desempenho dos fundos multimercados, surgem as seguintes hipóteses para teste:

H1 – Há relação entre a experiência do gestor e a composição de suas carteiras de investimentos.

H2 – Há relação entre a quantidade de fundos geridos pelo gestor e a composição de suas carteiras de investimentos.

H3 – Há relação entre a localização do gestor e a composição de suas carteiras de investimentos.

H4 – Gestores que costumam apresentar melhor performance que seus pares alocam os recursos nas carteiras de forma diferente dos demais gestores.

H5 – Há relação entre a composição das carteiras e o desempenho do fundo.

H6 – Há relação entre a experiência do gestor e o desempenho do fundo.

H7 – Há relação entre a quantidade de fundos geridos pelo gestor e o desempenho do fundo.

H8 – Há relação entre a localização do gestor e o desempenho do fundo.

H9 – Gestores que costumam apresentar melhor performance que seus pares proporcionam melhor desempenho aos fundos.

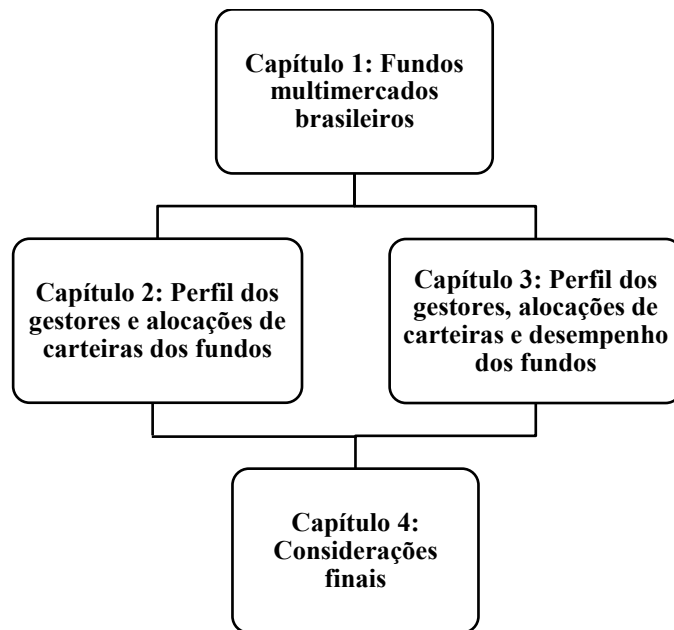
1.3 Justificativa do estudo

Com este trabalho pretende-se contribuir em termos teóricos com estudos sobre a indústria de fundos de investimentos em mercados emergentes, especificamente no Brasil, ao abordar a composição das carteiras e o desempenho dos fundos sob a perspectiva do gestor. Em termos práticos, mostrar que a partir de uma informação publicamente disponível (características dos gestores, composição das carteiras e desempenho dos fundos) é possível identificar possíveis particularidades dos gestores dos fundos que proporcionem diferenças na estruturação das carteiras e no desempenho de fundos multimercados brasileiros. E em termos sociais contribuir, especialmente para os investidores, com informações relevantes sobre os aspectos dos gestores de fundos, suas possibilidades de alocação de recursos e suas entregas de retornos ajustados ao risco.

1.4 Estrutura do trabalho

Conforme visualiza-se na figura 1, esta dissertação está estruturada em quatro capítulos. O primeiro capítulo compreende a introdução geral com a contextualização do tema, o problema de pesquisa, os objetivos, as hipóteses e as justificativas. O segundo e terceiro capítulos se apresentam de forma independente – a partir da elaboração de dois artigos – com introdução, fundamentação teórica, metodologia, análise dos resultados e considerações finais. Assim sendo, no segundo capítulo tem-se o artigo que aborda o efeito de características do gestor em seu estilo de investimento, ou seja, na alocação das carteiras dos fundos que administra, e no terceiro capítulo, apresenta-se o artigo sobre o impacto dessas mesmas características do gestor e da composição de suas carteiras no desempenho dos fundos que administra. Por fim, o quarto capítulo expõe as conclusões a respeito dos dois artigos estabelecidos e desta dissertação.

Figura 1: Estrutura da dissertação



Fonte: elaborado pela autora (2016)

CAPÍTULO 2: EFEITOS DE CARACTERÍSTICAS DO GESTOR NA COMPOSIÇÃO DAS CARTEIRAS DE FUNDOS NO BRASIL

2.1 Introdução

O mercado de fundos de investimentos em países emergentes – como exemplo, Argentina, Brasil, China, Grécia, Índia, Paraguai, Portugal, Rússia e Uruguai – tem atraído a atenção de investidores a nível mundial devido à possibilidade de ganhos anormais, às opções de diversificação de carteiras e ao crescimento econômico de seus mercados (BEKAERT; URIAS, 1996; RAMASAMY; YEUNG, 2003; HUIJ; POST, 2011; KLONOWSKI, 2011; MINARDI; KANITZ; BASSANI, 2014; LEMESHKO; REJNUŠ, 2015).

Nesse sentido, entre os países emergentes, o Brasil se destaca por seu mercado financeiro desenvolvido e uma próspera indústria financeira, mesmo com a instabilidade macroeconômica causada por crises financeiras (BRIÈRE; SIGNORI, 2013). Assim, a visibilidade da indústria financeira brasileira veio à tona com a expansão dos fundos de investimentos a partir de 1994, a partir da implantação do Plano Real, do controle da inflação e da inserção de políticas de investimentos (FONSECA et al., 2007; VARGA; WENGERT, 2011; BERGGRUN; LIZARZABURU, 2015).

Nesse cenário de crescimento dos fundos de investimentos brasileiros, os fundos multimercados se destacaram pela possibilidade de elevados retornos, se classificando como o segundo maior patrimônio líquido entre as classes de fundos, atrás apenas dos fundos de renda fixa (OLIVEIRA, 2010; ANBIMA, 2015). A propósito, os fundos multimercados alocam recursos para suas carteiras em diversas classes de ativos deliberando as estratégias de investimento baseadas em cenários macroeconômicos com objetivo de gerar retornos superiores aos tradicionais investimentos de renda fixa e volatilidade inferior ao investimento em renda variável, tendo assim, política de investimento pulverizada entre vários fatores de risco (ASSALI, 2008; COELHO; MINARDI; LAURINI, 2009; ANBIMA, 2015; CVM, 2014).

Em vista disso, muitos estudos abordaram o desempenho dos fundos multimercados brasileiros. Carvalho (2005) analisou a persistência de desempenho e a rentabilidade dos fundos frente a determinados *benchmarks*. Fonseca et al. (2007) avaliaram a relação risco-retorno para o desempenho de fundos de renda fixa e renda variável. Yoshinaga et al. (2009), Coelho, Minardi e Laurini (2009) e Schutt e Caldeira (2013) estudaram o desempenho de fundos perante fatores de mercado (por exemplo, IBOVESPA). Gomes e Cresto (2010) e Jordão e Moura (2011) verificaram se os fundos ofereciam retornos excedentes aos seus clientes. Oliveira (2010) e Paulo e Itosu (2013) estudaram a cobrança de taxas de acordo com o desempenho dos

fundos. Fonseca e Malaquias (2012) investigaram a captação líquida e o desempenho médio dos fundos. Malaquias e Eid Jr (2013, 2014) testaram o desempenho dos fundos em relação à hipótese da eficiência de mercado.

Porém, esses estudos não se atentaram à composição das carteiras desses fundos, o que se torna uma lacuna a ser preenchida na teoria sobre os fundos de investimentos. Inclusive porque, em países emergentes, fatores como a inflação e a taxa de juros dificultam uma eficiente alocação de ativos nas carteiras dos fundos (BRIÈRE; SIGNORI, 2013). Dessa forma, o presente trabalho abordou os fundos brasileiros multimercados com o objetivo de identificar quais variáveis relacionadas ao gestor de fundos interferem na alocação de recursos nas carteiras, ou seja, o estilo de investimento do gestor ao compor as carteiras dos fundos.

Com isso, esta pesquisa se justifica por estudar a composição das carteiras dos fundos multimercados devido às diferenças entre características de risco dos ativos participantes dessas carteiras (BEKAERT; URIAS, 1996) e à possibilidade desses ativos estarem vulneráveis à influência de particularidades dos gestores, como, experiência, quantidade de fundos geridos e localização do gestor (CHEVALIER; ELLISON, 1999b; BÄR; KEMPF; RUENZI, 2005; POOL; STOFFMAN; YONKER, 2012).

Assim, o presente trabalho tende a contribuir de duas formas, a primeira, com o desenvolvimento da literatura sobre fundos de investimentos em mercados financeiros emergentes e a segunda com a compreensão da composição das carteiras de fundos multimercados brasileiros para identificar se existe relação entre a forma de alocação de recursos e as características dos gestores dessas carteiras. Inclusive porque mercados emergentes apresentam oportunidades de crescimento, mas também, maior volatilidade na liquidez devido aos riscos políticos e econômicos e, a uma menor regulação do mercado frente aos mercados maduros (ELING; FAUST, 2010).

Em relação aos aspectos metodológicos, o presente estudo levantou as características dos gestores de fundos multimercados através da consulta à CVM e, a composição das carteiras desses fundos e as variáveis de controle por meio da base Economatica. O tratamento e a análise dos dados se deu por processamento de técnicas econométricas de regressão linear múltipla com dados em painel pelo *software* Stata®.

Este capítulo possui outras quatro seções, além desta introdução. A segunda seção apresenta uma revisão da literatura com a fundamentação das hipóteses a serem testadas. A terceira evidencia o método da pesquisa, a quarta exhibe e discute os resultados e a última seção, as considerações finais do estudo.

2.2 Fundamentação teórica

2.2.1 Experiência do gestor e a alocação de carteiras dos fundos

A experiência do gestor pode afetar a alocação dos ativos do fundo porque, de acordo com Chevalier e Ellison (1999b), a relação rescisão/desempenho do trabalho é muito mais acentuada para os gestores mais jovens quando o beta dos fundos que administram se distancia da média do beta do grupo geral de gestores, o que acaba fazendo com que esses gestores sejam avessos ao risco na seleção das carteiras de seus fundos. Assim, esses gestores, por receio de serem desligados dos fundos que administram, são mais conservadores, trabalham com carteiras mais convencionais e evitam o risco não sistemático, ou seja, o de diversificação da carteira.

No entanto, essa aversão ao risco na gestão de fundos, de acordo com Olsen e Cox (2001), pode ser uma questão de gênero, visto que, com o mesmo nível de experiência e de conhecimento, gestores profissionais do sexo masculino e feminino reagem de maneira diferente ao risco, principalmente em ativos e carteiras de extremo risco. De acordo com os autores, na construção de carteiras de investimentos e orientação de clientes, as gestoras tendem a enfatizar a redução do risco mais do que os gestores.

Sob outro ponto de vista, Almazan et al. (2004) evidenciam que gestores mais experientes estão mais suscetíveis às restrições de políticas de investimento para formação dos tipos de portfólios dos fundos – como proibições de vendas a descoberto, empréstimos para financiar a carteira, derivativos e a realização de ativos ilíquidos. De acordo com os autores, isso ocorre devido à assimetria de informação, pois as restrições de políticas de investimento fazem parte de um conjunto de mecanismos de controle para minimizar o custo dos problemas de agência. Assim, supõe-se que gestores mais experientes, por sofrerem maior influência de informação assimétrica e trabalharem com mais restrições de políticas de investimentos, sejam mais conservadores em seus investimentos apresentando maior aversão ao risco na estruturação de seus portfólios.

Nesse sentido Li, Zhang e Zhao (2011) sugerem que a relação negativa entre experiência do gestor e assunção de risco na escolha dos ativos pode ser oriunda de uma possível preocupação com estabilidade de resultados a fim desses gestores manterem sua carreira. Mas, Philpot e Peterson (2006) encontraram que gestores com mais experiência tendem a persistir em níveis mais elevados de risco de mercado. Contudo, Costa, Jakob e Porter (2006) relatam que a experiência dos gestores não interfere significativamente no nível de retorno ajustado ao risco, o qual é influenciado de forma mais clara pelas tendências do mercado, como momentos de touro e de urso. Essas tendências de mercado para expansão ou recessão na economia são

reconhecidas pelos participantes dos mercados de ações, sendo que em mercados de urso a tendência está voltada para períodos de baixa de preços e mercados de touro para períodos de alta de preços (CHAUVET; POTTER, 2000, 2001; WU; LEE, 2015).

Em relação à experiência adquirida a partir de um processo de aprendizagem, Menkhoff, Schmidt e Brozynski (2006) relatam que a experiência se torna uma aliada na estimação da volatilidade nos preços dos ativos. Assim, no mercado alemão de fundos de investimentos, os gestores apresentam mista aversão ao risco, pois os gestores mais experientes, ao avaliarem o próximo momento de oscilação de preços dos ativos, se tornam mais avessos ao risco quando comparados às análises anteriores. Por outro lado, podem investir de forma mais arriscada por estarem mais conscientes da volatilidade dos preços dos ativos que tendem a proporcionar melhores decisões de investimento.

Com base nas pesquisas apresentadas, tem-se a hipótese a ser testada neste estudo sobre experiência do gestor e alocação de carteiras dos fundos:

H1: Há relação entre a experiência do gestor e a composição de suas carteiras de investimentos.

2.2.2 Quantidade de fundos administrada pelo gestor e a alocação de carteiras dos fundos

A quantidade de fundos administrados pelo gestor pode afetar a alocação do fundo porque de acordo com Berk e Green (2002) a gestão ativa estabelece que os gestores têm habilidades de investimentos o que atrai mais fundos em busca de uma alocação ótima de ativos, mas o aumento da quantidade de ativos a serem administrados faz com que a composição das carteiras desses fundos se tornem mais parecidas com os *benchmarks* passivos.

Bär, Kempf e Ruenzi (2005) relatam que a estrutura de gestão dos fundos apresenta diferente nível de risco na diversificação de carteiras, pois os fundos geridos individualmente apresentam maior risco do que os geridos por equipes, além destes ajustarem seu risco em menor medida como resposta ao desempenho anterior.

Pollet e Wilson (2008) relatam que nem a alocação e nem os pesos das carteiras dos gestores são afetados pelo crescimento dos ativos líquidos totais dos fundos. Exemplificam que um gestor seleciona ações da mesma forma para um fundo de 1 bilhão ou de 10 milhões, tomando como fator de restrição em sua escolha o aumento dos custos de investimento e não o tamanho do fundo.

Diante do exposto, tem-se a hipótese a ser testada neste estudo sobre a quantidade de fundos geridos pelo gestor e alocação de carteiras dos fundos:

H2: Há relação entre a quantidade de fundos geridos pelo gestor e a composição de suas carteiras de investimentos.

2.2.3 Localização do gestor e a alocação de carteiras dos fundos

A região onde o gestor reside pode afetar a alocação do fundo porque portfólios domésticos são também muitas vezes enviesados por sua proximidade de localização geográfica visto que os investidores tendem a aplicar no que conhecem (COVAL; MOSKOWITZ, 1999; GRINBLATT; KELOHARJU 2001; IVKOVIĆ; WEISBENNER, 2005; SEASHOLES; ZHU 2010; POOL; STOFFMAN; YONKER, 2012).

Assim, Tekçe, Yilmaz e Bildik (2016) revelam que o viés de familiaridade é menos propenso em investidores de regiões mais desenvolvidas. Mas na Itália, o viés doméstico pode ser considerado um elemento para conter a volatilidade dos preços dos ativos (LIPPI, 2016). E, na Austrália, o viés doméstico é reduzido pela tributação transfronteiriça com o pagamento de impostos estrangeiros sobre os dividendos (MISHRA, 2014).

Independente do mercado ser desenvolvido ou não, Dziuda e Mondria (2012) relatam que o viés doméstico é gerado pelos investidores individuais que são mais informados sobre os mercados locais e tornam os investimentos nacionais menos arriscados, além desse viés ser ampliado com a especialização dos gestores de fundos em carteiras compostas por ativos domésticos.

Com foco nos gestores de fundos, Lütje e Menkhoff (2007) destacam que o viés doméstico está relacionado com a menor experiência dos gestores, mas que esses profissionais estão bem informados aplicando regularmente instrumentos de otimização da carteira. Entretanto, Oehler, Rummer e Wendt (2008) relatam que o comportamento e habilidade dos gestores de fundos mútuos parece não influenciar o viés doméstico.

Pool, Stoffman e Yonker (2012) consideram que o viés doméstico surge quando os fundos contratam gestores de determinadas áreas geográficas com o intuito de estabelecer carteiras de investimentos nesses locais. De acordo com os autores, os gestores podem ter vantagem informacional sobre empresas de seu estado natal, e mesmo que isso não ocorra, os gestores podem simplesmente estar mais familiarizados com essas empresas. Além disso, o viés doméstico do estado de origem dos gestores acontece de forma mais acentuada com os gestores em início de carreira do que com os veteranos sugerindo que os primeiros ainda não tenham desenvolvido formas de coleta de informações em outros mercados, o que pode levar a carteiras excessivamente arriscadas (POOL; STOFFMAN; YONKER, 2012).

Quanto ao viés doméstico afetar as decisões de alocação de carteira dos gestores de fundos de investimentos, Barron e Ni (2008) e Ni (2009) evidenciam relação negativa entre o tamanho das carteiras de ativos sob gestão e o grau de viés doméstico, ou seja, os gestores de fundos com carteiras maiores tendem a possuir mais participações estrangeiras.

Com base nos estudos apresentados sobre localização do gestor, infere-se que no Brasil possa ocorrer situação similar quanto ao conhecimento local e à assimetria de informação entre gestores locais e não-locais. Então, gestores localizados no centro dos negócios de mercados de capitais, como Rio de Janeiro e São Paulo, podem ter mais acesso à informação e alocar recursos nas carteiras dos fundos que administram de forma diferente dos gestores localizados fora desse limite geográfico. Assim, tem-se a hipótese a ser testada no presente estudo sobre a localização do gestor e alocação de carteiras dos fundos:

H3: Há relação entre a localização do gestor e a composição de suas carteiras de investimentos.

2.2.4 Gestores com melhor performance e a alocação de carteiras dos fundos

Brown e Harlow (2004) relatam que gestores de países emergentes que possuem habilidade em manter um estilo consistente (volatilidade da diferença entre os retornos das carteiras dos fundos e os retornos de um *benchmark*) em seus investimentos conseguem: evitar desempenhos continuamente baixos, otimizar os resultados dos fundos e ter uma chance maior de permanecer empregado ao final de um período de avaliação.

Em outra perspectiva, Bali, Brown e Caglayan (2014) destacam que a exposição dos ativos ao risco macroeconômico (como alterações nas taxas de juros, de inflação, do índice do mercado de ações, etc) é um determinante mais influente na explicação dos retornos de fundos hedge do que a exposição ao risco financeiro. Explicam também que os gestores de fundos hedge direcionais e semi-direcionais dos Estados Unidos têm a capacidade de prever flutuações macroeconômicas e adaptar de forma oportuna a exposição ao risco dos ativos em gestão (BALI; BROWN; CAGLAYAN, 2014). Ademais, Roumpis e Syriopoulos (2014) relatam que os gestores de fundos hedge adequam as composições das carteiras de acordo com a exposição ao risco de mercados e de instrumentos financeiros a fim de tentarem produzir retornos atraentes em todas as condições de mercado.

Nesse sentido, Namvar et al (2016) destacam que as habilidades do gestor (relacionadas à experiência e educação) possuem relação positiva com maior capacidade de gestão de risco sistemático, assim, em momentos de dificuldade no mercado, os melhores gestores se concentram em manter baixo risco sistemático por meio de ajustes dos ativos que participam das carteiras. Porém, Jang e Park (2016), ao proporem um modelo de escolha de carteira ótima entre ativos com e sem risco, relatam que a decisão da escolha do portfólio é mais dependente da aversão ao risco intrínseca do gestor do fundo do que da incerteza sobre os processos de alocação das carteiras em busca da geração de bons resultados, mas que essa incerteza acaba aumentando o nível de aversão ao risco do gestor.

A partir do exposto, supõe-se que alguns gestores de fundos multimercados brasileiros estejam atentos às oportunidades do mercado econômico-financeiro em busca de otimização de suas carteiras. Assim, espera-se que os gestores que costumam apresentar melhor performance que seus pares tenham também diferenças na forma de alocar os ativos com maior e menor risco nas carteiras dos fundos, o que permite estruturar a seguinte hipótese:

H4: Gestores que costumam apresentar melhor performance que seus pares alocam os recursos nas carteiras de forma diferente dos demais gestores.

2.2.5 Variáveis de controle

Elton, Gruber e Blake (2003) relatam que as taxas de administração e de performance são incentivos dos fundos aos seus gestores para que estes tenham maior remuneração em função do melhor desempenho de seus fundos administrados. Com isso, as taxas de administração e de performance proporcionam benefícios para os fundos, para os gestores e para os investidores.

Assim, ainda de acordo com Elton, Gruber e Blake (2003), as taxas de incentivo são uma estratégia de marketing para os fundos pois além de apresentarem relações de despesa mais baixas (quando comparadas aos fundos sem taxas de incentivo), os investidores enxergam que os fundos com essas taxas possuem ou atraem os melhores gestores, e estes possuem capacidade de seleção de ações positivas o que alinha o seu interesse ao do investidor.

No Brasil, Oliveira (2010) identificou que nos fundos multimercado as taxas de administração tendem a ser maiores para os fundos com tamanho menor e fundos com operações mais complexas como os de renda variável e alavancagem. Já as taxas de performance tendem a ser cobradas pelos fundos mais agressivos, como os fundos multimercado balanceados.

Sobre o tamanho do patrimônio líquido do fundo, Milani (2011) declara que depende do mercado que os fundos estão inseridos pois as diferenças de tamanho podem ocasionar diferenças no resultado financeiro e, mesmo que os fundos maiores consigam ganho de escala, esse benefício tem se concentrado para o gestor do fundo e não para o investidor.

Em relação ao tamanho dos fundos e as taxas cobradas, Deli (2002) e Chen et al. (2004) sugerem que as taxas de administração tendem a diminuir com o aumento do tamanho dos fundos devido ao efeito da economia de escala. Na mesma linha Lamphun e Wongsurawat (2012) identificaram que fundos pequenos implicam maior risco e cobram taxas e despesas mais elevadas.

Por fim, Golec (1996) evidenciou que os fundos com baixas taxas de incentivo e carteiras com ativos mais diversificados apresentavam um desempenho melhor. Philpot e Peterson (2006) não encontraram relação entre características do gestor e taxas de administração do fundo. Lopes e Furtado (2006) destacam que a quantidade de fundos administrados pelos gestores pode interferir em sua remuneração através de taxas de incentivo, pois gestores que administram muitos fundos recebem muitas taxas de administração, mas a forma mais coerente de remuneração seria por taxas relacionadas à performance dos fundos conquistada pelos gestores.

Assim, espera-se que a taxa de administração, a taxa de performance e o tamanho do fundo tenham relação com a composição das carteiras dos fundos multimercados brasileiros.

2.3 Procedimentos metodológicos

2.3.1 Amostra e descrição das variáveis

A amostra analisada neste estudo compreende fundos de investimentos multimercados brasileiros com dados mensais divulgados na Economatica e na CVM, no período de 2009 a 2016. O início foi Setembro/2009 por ser a primeira data com disponibilidade dos dados sobre a composição das carteiras pela base Economatica, que permite acessar todos os fundos (ativos e cancelados) de uma só vez. Ressalta-se que pela CVM estes dados foram divulgados a partir de 2004 com a instrução nº 409, porém por esta base o acesso é individual por fundo, o que acabou inviabilizando a coleta de dados pela CVM, visto que, foram reunidos mais de seis mil fundos. Já a data final de coleta de dados foi em Janeiro/2016 por ser o período mais recente quando a base do estudo foi estruturada.

A fim de evitar que tanto os dados quanto as análises ficassem enviesados não se excluiu da amostra os fundos que foram encerrados no decorrer do período abordado. Isso porque, de acordo com Sanvicente e Sanches (2002), para se ter uma visão mais próxima da realidade de determinado negócio deve-se evitar o viés de seleção ou viés de sobrevivência. De acordo com os autores, esse viés acontece quando se exclui da base de dados as séries referentes às empresas que saíram do mercado devido, por exemplo, ao fechamento de capital ou à incorporação por outras empresas. Com isso, a primeira amostra de dados contemplou 6.659 fundos multimercados e 327.270 observações (em média, mais de 49 observações por fundo).

A partir da primeira amostra de dados (livre do viés de sobrevivência), com o intuito de checar a robustez dos resultados, criou-se a segunda amostra com a eliminação do viés de incubação. Este viés ocorre quando as administradoras lançam novos fundos em particular e

por um período de avaliação (possivelmente para identificar gestores superiores ou estratégias de investimentos) e, após o período determinado eliminam os fundos perdedores oferecendo no mercado apenas os vencedores (EVANS, 2010; AVRAMOV et al., 2011; CUTHBERTSON; NITZSCHEA; O'SULLIVAN, 2016). Uma maneira de se amenizar o viés de incubação é filtrar os fundos com patrimônio líquido a partir de R\$5.000.000,00 pois os fundos brasileiros novos dificilmente chegam a esse valor (BORGES; MARTELANC, 2015). Mas nos Estados Unidos, além de filtrar pelo patrimônio líquido de U\$25.000.000,00 outra forma de amenizar esse viés é filtrar os fundos pela idade, retirando da amostra os fundos com menos de 36 meses de idade (EVANS, 2010).

Ressalta-se ainda que ao retirar os dados na base Economatica notou-se que alguns fundos tinham lançamento de mais de uma informação para o mesmo período, o que impedia a execução do painel. Para resolver esses casos foram mantidos na amostra os fundos que apresentaram a maior quantidade de dados disponíveis para a composição das carteiras, com exclusão das opções que possuíam a mesma data e mesmo cadastro nacional de pessoa jurídica, mas estavam com menos dados (5.449 observações).

Em síntese, a partir da primeira amostra (6.659 fundos multimercados e 327.270 observações) criou-se a segunda com aplicação do filtro do patrimônio líquido maior que R\$5.000.000,00, o que resultou em 6.489 fundos multimercados, com total de 307.479 observações. Essa segunda amostra objetivou oferecer maior robustez de resultados ao confrontar os testes da primeira com os da segunda amostra. As variáveis participantes do estudo seguem no quadro 1.

Quadro 1: Variáveis utilizadas para teste das hipóteses 1 a 4

Variáveis	Estimador	Relação esperada		Estudo base
Composição da carteira	Porcentagem de investimento em cada tipo de ativo (de acordo com o Apêndice B) para composição das carteiras em renda variável e renda fixa.	VD1 RV	VD2 RF	Bekaert e Urias (1996); Fonseca et al. (2007)
Experiência do gestor	Número de anos desde o cadastro do gestor na CVM até 31/01/2016.	- H1	+ H1	Menkhoff, Schmidt e Brozynski (2006); Li, Zhang e Zhao (2011)
Quantidade	Logaritmo neperiano da quantidade de fundos administrados pelos gestores mensalmente no período de 01/09/2009 a 31/01/2016.	+ H2	- H2	Berk e Green (2002)
Localização	Variável dummy, assumindo valor 1 para os gestores que moram no estado de São Paulo ou Rio de Janeiro e zero para as demais moradias.	+ H3	- H3	Pool, Stoffman e Yonker (2012)
Melhores gestores	Variável dummy, assumindo valor 1 para os gestores que foram premiados como os melhores do ano, pela pesquisa do Centro de Estudos em Finanças da Fundação Getúlio Vargas publicada pela Revista Exame e, zero para os demais gestores.	+ H4	- H4	Varga (2001); Roumpis e Syriopoulos (2014); Namvar et al (2016)
Taxa de administração	Taxa máxima de administração cobrada pelo fundo anualmente, divulgada em seu regulamento.	+ VC	- VC	Elton, Gruber e Blake (2003); Oliveira (2010)
Taxa de performance	Taxa relacionada à política de investimento do fundo e calculada sobre o resultado do fundo, definida no modelo como variável dummy, assumindo valor 1 para fundos que cobram taxa de performance e zero para os demais fundos.	+ VC	- VC	Elton, Gruber e Blake (2003)
Tamanho	Logaritmo neperiano do Patrimônio Líquido mensal dos fundos.	- VC	+ VC	Lamphun e Wongsurawat (2012)

Notas: VD1 RV = Variável dependente para renda variável; VD2 RF = Variável dependente para renda fixa; H1 = Hipótese 1: Há relação entre a experiência do gestor e a composição de suas carteiras de investimentos; H2 = Hipótese 2: Há relação entre a quantidade de fundos administrados pelo gestor e a composição de suas carteiras de investimentos; H3 = Hipótese 3: Há relação entre a localização do gestor e a composição de suas carteiras de investimentos; H4 = Hipótese 4: Gestores que costumam apresentar melhor performance que seus pares alocam os recursos nas carteiras de forma diferente dos demais gestores; VC = Variáveis de controle.

Fonte: elaborado pela autora (2016)

Sobre a variável dependente “composição da carteira”, na tentativa de aglomerar os investimentos por similaridade foram utilizados três grupos de tipos de carteira: renda variável, renda fixa e nenhum, cuja classificação está exposta no Apêndice B. Com o intuito de demonstrar as diferenças entre características de risco dos ativos participantes dessas carteiras (BEKAERT; URIAS, 1996), a proporção das carteiras foi feita ao dividir o valor da composição

(renda variável ou fixa) pela soma entre os tipos de grupos de carteiras (renda variável, renda fixa e nenhum).

Dada a dificuldade de coleta de informações públicas sobre as pessoas físicas dos gestores dos fundos foram criadas *proxies* para mensurar as variáveis de teste relacionadas ao gestor (CHEVALIER; ELLISON, 1999b; ALMAZAN et al., 2004). Assim, a primeira *proxy* foi a experiência do gestor, calculada em anos ao utilizar a diferença entre a data base 31/01/2016 e a data de fundação da empresa gestora do fundo. Tendo em vista o estudo de Menkhoff, Schmidt e Brozynski (2006) apresentados no subtópico 2.2.1, supõe-se que os gestores mais experientes de fundos multimercados brasileiros, por terem vivenciado vários momentos de oscilação de riscos dos ativos, estructurem suas carteiras com maior aversão ao risco.

A segunda *proxy* foi a quantidade de fundos administrada pelo gestor mensurada pela quantidade de fundos administrados mensalmente pela empresa gestora do fundo. Com base no estudo de Berk e Green (2002) no subtópico 2.2.2, espera-se que os gestores que administrem mais fundos assumam mais riscos na composição de suas carteiras. A terceira *proxy* foi a localização do gestor evidenciada pela localização geográfica da empresa gestora do fundo. A partir do estudo de Pool, Stoffman e Yonker (2012) no subtópico 2.2.3, supõe-se que no Brasil, gestores localizados nas regiões de maior intensidade de mercados financeiros estructurem suas carteiras de investimentos mais voltadas para renda variável.

Com o intuito de ampliar as *proxies* relacionadas ao gestor, foi feito um levantamento na Revista Exame de reportagens anuais sobre os melhores gestores de fundos. A divulgação dos melhores gestores de fundos é uma pesquisa do Centro de Estudos em Finanças da Fundação Getúlio Vargas com publicação anual exclusiva pela revista desde 1996 (REVISTA EXAME, 2013). A finalidade da pesquisa é premiar o gestor pela qualidade dos serviços prestados ao investidor, a partir da média aritmética dos critérios: (a) número de fundos que obtiveram nota máxima de cinco estrelas, o que indica gestão de boa qualidade; (b) patrimônio total administrado, o que indica que gestores que cuidam de maiores valores têm um trabalho mais complexo; (c) percentual de fundos que obtiveram cinco estrelas em relação ao total administrado, o que indica excelência de investimentos em diversos setores; (d) diversificação de riscos para investimentos, o que indica possibilidade de aplicações com diferentes níveis de risco (REVISTA EXAME, 2001).

Portanto, a variável "melhores gestores" indica aqueles gestores que se destacaram com base nas habilidades de gestão observadas conforme os quatro critérios anteriormente elencados (a, b, c, d). Com isso, por trás da análise dos melhores gestores de fundos pode-se ter uma leitura

mais realista do ambiente de investimentos ao supor que esses gestores tenham acesso a melhores informações e métodos para processamento de informações em estratégias de investimentos (VARGA, 2001).

Nesse sentido, supõe-se que os melhores gestores, em busca de maior eficiência na gestão de suas carteiras, ponderem a seleção de ativos de acordo com seu nível de risco, tanto o risco implícito do título quanto o cenário econômico-financeiro (por exemplo, taxa de inflação, taxa de juros, taxa de câmbio, movimentações da bolsa de valores, etc) no decorrer do tempo. Além disso, devido aos fundos multimercados se destacarem como a maior categoria de fundos relacionados com renda variável (MAMEDE; MALAQUIAS, 2017), espera-se que seus melhores gestores aloquem suas carteiras mais voltadas para renda variável.

Em relação à coleta dos dados para a variável “melhores gestores”, a partir de um levantamento na Revista Exame (2011, 2012, 2013 e 2015) sobre os melhores gestores de fundos foi possível coletar as melhores empresas que prestam serviços de gestão das carteiras dos fundos. Essas empresas formaram a *proxy* para a variável “melhores gestores” para identificar se estes gestores compunham suas carteiras de forma diferente dos demais. Assim, a variável “melhores gestores” representa uma estimativa sobre a habilidade de gestão do gestor naquele ano, indicando que naquele período, pelo menos um de seus fundos geridos foi elencado entre os melhores. Isso porque, de acordo com Napolitano, Filgueiras e Valle (2015), os fundos multimercados que mais se destacaram em 2014 tiveram suas carteiras alocadas pelos melhores gestores a partir de três estratégias: resgatar valores aplicados na Bovespa, pesar as aplicações em renda fixa e comprar dólares.

Ainda sobre a operacionalização da coleta dos dados para a variável “melhores gestores”, inicialmente identificou-se o código ANBIMA do fundo que havia participado da premiação e, em seguida, identificou-se o nome da empresa gestora do fundo na base de dados. Assim, para todas as observações na base de dados provenientes deste gestor, criou-se a variável *dummy* com valor igual a 1, e para os gestores não elencados como melhores, valor igual a zero. Esclarece-se que o acesso aos exemplares da Revista Exame foi para os anos 2010, 2011, 2012 e 2014. Como o presente estudo abrange de 2009 a 2016, para os anos em que não foi possível acessar as edições da revista (2009, 2013, 2015 e 2016) fez-se a estimativa dos dados com base nos gestores que permaneceram como os melhores ao longo do período (25 melhores gestores) com informação disponível (2010, 2011, 2012 e 2014).

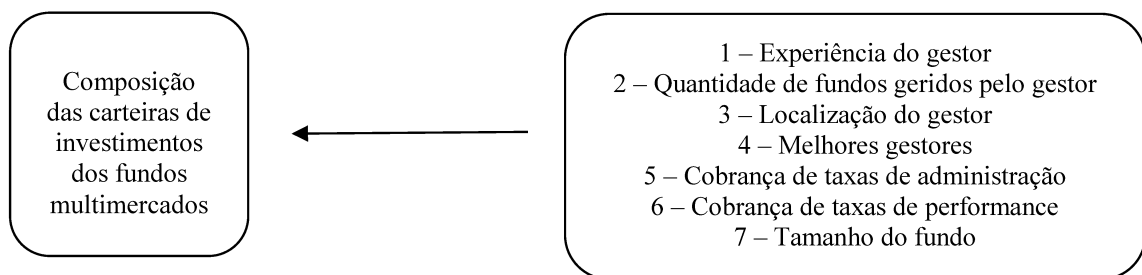
Quanto às variáveis de controle, o tamanho do fundo foi mensurado pelo patrimônio líquido mensal do fundo e as observações com valor do patrimônio líquido “zero” ou “sem valor” foram excluídas da amostra (168 observações). A taxa de administração foi coletada em

seu valor percentual e a taxa de performance foi tabulada com 1 para os fundos que a cobram e 0 para os demais. A relação esperada para cada variável de controle frente à composição das carteiras segue conforme exposto anteriormente no quadro 1 referenciado a partir da fundamentação teórica.

2.3.2 Modelo de pesquisa e técnicas econométricas

A figura 2 e as equações 1 e 2 a seguir demonstram o modelo hipotético e conceitual que permitiu analisar as hipóteses 1 a 4 entre as características do gestor e a composição de suas carteiras de investimentos em fundos multimercados brasileiros.

Figura 2: Modelo hipotético e conceitual para teste das hipóteses 1 a 4



HIPÓTESES:

H1 – Há relação entre a experiência do gestor e a composição de suas carteiras de investimentos.

H2 – Há relação entre a quantidade de fundos geridos pelo gestor e a composição de suas carteiras de investimentos.

H3 – Há relação entre a localização do gestor e a composição de suas carteiras de investimentos.

H4 – Gestores que costumam apresentar melhor performance que seus pares alocam os recursos nas carteiras de forma diferente dos demais gestores.

Fonte: elaborado pela autora (2016)

Equação 1:

$$\begin{aligned} \text{Comp.R.Var}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Exp.Gestor}_{it} + \beta_2 \text{Qtd.F.Adm}_{it} + \beta_3 \text{Localização}_{it} + \\ & + \beta_4 \text{Melh.Gestor}_{it} + \beta_5 \text{Tx.Adm}_{it} + \beta_6 \text{Tx.Perf}_{it} + \beta_7 \text{Tamanho}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

Equação 2:

$$\begin{aligned} \text{Comp.R.Fixa}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Exp.Gestor}_{it} + \beta_2 \text{Qtd.F.Adm}_{it} + \beta_3 \text{Localização}_{it} + \\ & + \beta_4 \text{Melh.Gestor}_{it} + \beta_5 \text{Tx.Adm}_{it} + \beta_6 \text{Tx.Perf}_{it} + \beta_7 \text{Tamanho}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

Em que:

Comp.R.Var_{it} = composição da carteira de investimentos do fundo *i* no período *t* representada pela porcentagem de ativos alocados em renda variável.

Comp.R.Fixa_{it} = composição da carteira de investimentos do fundo *i* no período *t* representada pela porcentagem de ativos alocados em renda fixa.

β = coeficiente ou parâmetro regressor de cada variável.

Exp.Gestor_{it} = experiência do gestor do fundo *i* no período *t*, mensurada pelo número de anos desde o cadastro do gestor na CVM até 31/01/2016.

Qtd.F.Adm_{it} = quantidade de fundos administrados mensalmente pelos gestores do fundo *i* no período *t*, de 01/09/2009 a 31/01/2016.

Localização_{it} = variável *dummy* do fundo *i* no período *t*, assumindo valor 1 para os gestores que estão no estado de São Paulo ou Rio de Janeiro e zero para as demais localizações.

Melh.Gestor_{it} = variável *dummy* do fundo *i* no período *t*, assumindo valor 1 para os melhores gestores e zero para os demais. Os melhores gestores de fundos, de acordo com a pesquisa do Centro de Estudos em Finanças da Fundação Getúlio Vargas publicada pela Revista Exame, que tiveram pelo menos 1 fundo destacado como melhor ao longo do período.

Tx.Adm_{it} = taxa máxima de administração cobrada pelo fundo *i* no período *t*, anualmente, divulgada em seu regulamento.

Tx.Perf_{it} = variável *dummy* do fundo *i* no período *t*, assumindo valor 1 para fundos que cobram taxa de performance e zero para os demais fundos.

Tamanho_{it} = logaritmo neperiano do Patrimônio Líquido mensal do fundo *i* no período *t*.

ε_{it} = Resíduo do modelo para a composição da carteira do fundo *i* no período *t*.

As variáveis deste estudo apresentadas no quadro 1 foram submetidas ao procedimento *winsorize* a 1% a fim de se fazer um tratamento dos *extreme outliers*, passaram por correlações para o teste de multicolinearidade pela estatística *Variance Inflation Factor* (VIF) e foram utilizadas nas regressões com execução de erros-padrão robustos a fim de se tratar a possível heterocedasticidade dos dados (WOOLDRIDGE, 2004).

As hipóteses do presente estudo foram testadas com tratamento e análise dos dados por processamento de técnicas econométricas de regressão linear múltipla de dados em painel pelo *software* Stata®. Dados em painel, de acordo com Stock e Watson (2004, p. 185), também são conhecidos como dados longitudinais e “referem-se a dados de *n* entidades diferentes observadas em *T* períodos de tempo diferentes” permitindo analisar séries temporais e cortes transversais em conjunto.

Diante disso, após executar as regressões foram realizados os testes *pooled* x efeitos aleatórios (teste de Breusch-Pagan); *pooled* x efeitos fixos (teste de Chow) e efeitos aleatórios x efeitos fixos (teste de Hausman), para definição de qual modelo em painel seria o mais adequado. Cabe ressaltar que o uso do modelo de efeitos fixos possui a limitação de, em alguns casos, não apontar o impacto das variáveis que não se alteram no decorrer do tempo

(GUJARATI; PORTER, 2011). Frente a essa limitação, inseriu-se a análise pelos intervalos de confiança dos coeficientes das variáveis nas regressões, inclusive por ser uma forma de interpretar o impacto econômico das variáveis participantes do modelo de pesquisa (ROMANO; WOLF, 2006).

2.4 Resultados

Com o propósito de checar a robustez dos resultados, foram elaboradas duas amostras de dados: a primeira livre do viés de sobrevivência e a segunda, além da atenção ao viés de sobrevivência observou-se também o viés de incubação. Dessa maneira, as hipóteses do trabalho foram testadas duas vezes, sendo que, as Tabelas 1, 2 e 3 de resultados a seguir se referem à amostra 1 que está livre do viés de sobrevivência. Já os resultados referentes à amostra 2 que está livre tanto do viés de sobrevivência quanto do viés de incubação, seguem nos Apêndices C, D e E.

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas do presente estudo com o resumo das variáveis, observações, média, desvio-padrão, mínimo e máximo.

Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis para teste das hipóteses 1 a 4

A tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas de observações, média, desvio-padrão, mínimo e máximo das variáveis utilizadas no estudo, no período de Setembro/2009 a Janeiro/2016 para a amostra 1 (sem viés de sobrevivência).

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Comp.R.Var	327270	0.789	0.312	0.000	1.016
Comp.R.Fixa	327270	0.202	0.305	0.000	0.999
Exp.Gestor	327270	14.056	6.724	0.503	27.119
Qtd.F.Adm	327270	5.081	1.756	0.000	7.058
Localização	327270	0.971	0.167	0.000	1.000
Melh.Gestor	327270	0.503	0.500	0.000	1.000
Tx.Adm	327270	0.745	0.992	0.000	10.000
Tx.Perf	327270	0.203	0.402	0.000	1.000
Tamanho	327270	17.332	1.459	14.165	21.421

Notas: Comp.R.Var = porcentagem da composição da carteira referente a renda variável; Comp.R.Fixa = porcentagem da composição da carteira referente a renda fixa; Exp.Gestor = experiência do gestor em anos; Qtd.F.Adm = logaritmo neperiano da quantidade de fundos administrada pelo gestor do fundo; Localização = localização do gestor do fundo, sendo 1 para localização em São Paulo e Rio de Janeiro e 0 para as demais; Melh.Gestor = melhores gestores de fundos, de acordo com a pesquisa do Centro de Estudos em Finanças da Fundação Getúlio Vargas publicada pela Revista Exame, que tiveram pelo menos 1 fundo destacado como melhor ao longo do período; Tx.Adm = percentual da taxa de administração do fundo; Tx.Perf = taxa de performance do fundo, sendo 1 para os fundos que cobram e 0 para os que não cobram; Tamanho = logaritmo neperiano do patrimônio líquido do fundo.

Evidencia-se na Tabela 1 o total de 327.270 observações referentes à primeira amostra de dados. Assim, no período de Setembro/2009 a Janeiro/2016, a composição das carteiras dos fundos multimercados foi alocada, em média, com 79% de aplicação de recursos em renda

variável e 20% em renda fixa, tendo gestores com experiência média de 14 anos, com taxa de administração média de 0,75% ao ano e valor médio de patrimônio líquido de R\$ 34.000.000,00 (conversão do logaritmo neperiano de 17,33). Já a amostra sem o viés de incubação, conforme Apêndice C, teve como principais diferenças o número de observações (307.479) e o tamanho dos fundos com valor médio de patrimônio líquido de R\$40.000.000,00 (conversão do logaritmo neperiano de 17,49).

Sobre os resultados, tanto da amostra 1 (dados sem viés de sobrevivência) quanto da amostra 2 (dados sem viés de sobrevivência e sem viés de incubação), as regressões foram executadas a partir dos modelos de dados em painéis *Pooled*, Efeitos Aleatórios e Efeitos Fixos, com definição do modelo mais adequado pelos testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman. Além disso, inseriu-se a análise pelos intervalos de confiança dos coeficientes das variáveis nas regressões, visto ser uma forma de interpretar o impacto econômico das variáveis independentes na variável dependente (ROMANO; WOLF, 2006).

Ademais, destaca-se que com o intuito de checar a robustez dos achados, comparou-se os resultados dos testes de hipóteses para as amostras 1 e 2 e não houve diferenças entre a significância, os sinais dos coeficientes das variáveis e a hierarquia entre as variáveis explicativas no impacto da variável dependente pela análise dos intervalos de confiança. Para maiores esclarecimentos quanto aos resultados da amostra 2, que se refere aos dados sem viés de sobrevivência e sem viés de incubação, os Apêndices D e E evidenciam as tabelas com estimativa da interferência dos fatores relacionados ao gestor na composição das carteiras – tanto para renda variável quanto para renda fixa – dos fundos multimercados brasileiros.

Quanto à amostra 1, as Tabelas 2 e 3 a seguir apresentam os resultados dos testes das hipóteses sobre a interferência de experiência, quantidade de fundos administrados e localização dos gestores na composição das carteiras dos fundos multimercados brasileiros para renda variável e renda fixa, respectivamente.

Tabela 2 – Estimativa da interferência dos fatores relacionados ao gestor na composição das carteiras para renda variável dos fundos multimercados brasileiros

A tabela 2 apresenta dados das regressões para renda variável, a partir dos painéis *Pooled*, Efeitos Aleatórios e Efeitos fixos, evidenciando os coeficientes das variáveis, os termos de erros robustos, o teste t para cada coeficiente, os intervalos de confiança, a constante e as medidas de R^2 para cada regressão, no período de Setembro/2009 a Janeiro/2016 para a amostra 1 (sem viés de sobrevivência).

Variáveis	<i>Pooled</i>						<i>Efeitos aleatórios</i>						<i>Efeitos fixos</i>					
	Coefic.	E. p. rob.	Teste t	Int. de conf. (95%)			Coefic.	E. p. rob.	Teste t	Int. de conf. (95%)			Coefic.	E. p. rob.	Teste t	Int. de conf. (95%)		
Exp.Gestor	-0.003 ***	0.0001	-28.82	-0.003	-0.003		-0.003 ***	0.0007	-4.93	-0.005	-0.002							
Qtd.F.Adm	0.031 ***	0.0004	71.93	0.030	0.032		0.031 ***	0.0028	11.09	0.026	0.037							
Localização	0.105 ***	0.0041	25.49	0.097	0.113		0.096 ***	0.0260	3.70	0.045	0.147							
Melh.Gestor	-0.029 ***	0.0011	-27.51	-0.031	-0.027		-0.032 ***	0.0073	-4.39	-0.046	-0.018							
Tx.Adm	0.021 ***	0.0005	39.11	0.020	0.022		0.027 ***	0.0045	6.05	0.018	0.036	0.214	0.1958	1.10	-0.169	0.598		
Tx.Perf	-0.055 ***	0.0016	-34.42	-0.058	-0.052		-0.039 ***	0.0106	-3.67	-0.059	-0.018							
Tamanho	-0.045 ***	0.0004	-114.3	-0.046	-0.044		-0.010 ***	0.0026	-3.66	-0.015	-0.004	-0.009 ***	0.0027	-3.15	-0.014	-0.003		
Constante	1.366 ***	0.0079	171.87	1.350	1.381		0.760 ***	0.0518	14.68	0.658	0.861	0.776 ***	0.1549	5.01	0.473	1.080		
R^2	0.084																	
R^2 within							0.001						0.0014					
R^2 between							0.053						0.0021					
R^2 overall							0.059						0.0015					
Chow	5.690 ***																	
Breusch-Pagan	7.00E+06 ***																	
Hausman	235.140 ***																	

Notas: Coefic. = coeficiente beta ou parâmetro regressor; Significância estatística: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; E. p. rob. = erro-padrão robusto; Teste t = Teste t de *Student*; Int. de conf. (95%) = intervalo de confiança de 95%. Variáveis: Exp.Gestor = experiência do gestor em anos; Qtd.F.Adm = logaritmo neperiano da quantidade de fundos administrada pelo gestor do fundo; Localização = localização do gestor do fundo, sendo 1 para localização em São Paulo e Rio de Janeiro e 0 para as demais; Melh.Gestor = melhores gestores de fundos, de acordo com a pesquisa do Centro de Estudos em Finanças da Fundação Getúlio Vargas publicada pela Revista Exame, que tiveram pelo menos 1 fundo destacado como melhor ao longo do período; Tx.Adm = percentual da taxa de administração do fundo; Tx.Perf = taxa de performance do fundo, sendo 1 para os fundos que cobram e 0 para os que não cobram; Tamanho = logaritmo neperiano do patrimônio líquido do fundo; Constante = constante do modelo estatístico. A estatística *Variance Inflation Factor* (VIF) não evidenciou problemas relacionados à multicolinearidade (média de 1,29). O teste de Chow, que testa a adequação de se utilizar efeitos fixos ao invés de *pooled OLS*, acusou $\text{Prob} > F = 0.0000$ e por isso o modelo de painel mais adequado foi o de efeitos fixos. O teste de Breusch-Pagan, que testa a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ao invés de *pooled OLS*, acusou $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$ e por isso o modelo de painel mais adequado foi o de efeitos aleatórios. O teste de Hausman que testa a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ao invés de efeitos fixos, acusou $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$ e por isso o modelo de painel mais adequado foi o de efeitos fixos.

Tabela 3 – Estimativa da interferência dos fatores relacionados ao gestor na composição das carteiras para renda fixa dos fundos multimercados brasileiros

A tabela 3 apresenta dados das regressões para renda fixa, a partir dos painéis *Pooled*, Efeitos Aleatórios e Efeitos fixos, evidenciando os coeficientes das variáveis, os termos de erros robustos, o teste t para cada coeficiente, os intervalos de confiança, a constante e as medidas de R^2 para cada regressão, no período de Setembro/2009 a Janeiro/2016 para a amostra 1 (sem viés de sobrevivência).

Variáveis	Pooled						Efeitos aleatórios						Efeitos fixos					
	Coefic.	E. p. rob.	Teste t	Int. de conf. (95%)			Coefic.	E. p. rob.	Teste t	Int. de conf. (95%)			Coefic.	E. p. rob.	Teste t	Int. de conf. (95%)		
Exp.Gestor	0.003	***	0.0001	26.41	0.003	0.003	0.003	***	0.0007	4.83	0.002	0.005	0.000	(omitido)				
Qtd.F.Adm	-0.027	***	0.0004	-64.88	-0.028	-0.026	-0.028	***	0.0028	-10.2	-0.033	-0.023	0.000	(omitido)				
Localização	-0.110	***	0.0041	-26.86	-0.118	-0.102	-0.095	***	0.0259	-3.69	-0.146	-0.045	0.000	(omitido)				
Melh.Gestor	0.029	***	0.0010	28.11	0.027	0.031	0.030	***	0.0071	4.16	0.016	0.044	0.000	(omitido)				
Tx.Adm	-0.020	***	0.0005	-36.96	-0.021	-0.019	-0.026	***	0.0044	-5.84	-0.034	-0.017	-0.228	0.1939	-1.18	-0.609	0.152	
Tx.Perf	0.059	***	0.0016	37.38	0.056	0.062	0.043	***	0.0104	4.14	0.023	0.063	0.000	(omitido)				
Tamanho	0.044	***	0.0004	113.16	0.043	0.045	0.009	***	0.0025	3.51	0.004	0.014	0.008	***	0.0025	2.97	0.003	0.013
Constante	-0.365	***	0.0078	-46.77	-0.381	-0.350	0.231	***	0.0494	4.67	0.134	0.328	0.242	0.1525		1.58	-0.057	0.541
R²	0.080																	
R² within							0.0011						0.0012					
R² between							0.0488						0.0017					
R² overall							0.0546						0.0011					
Chow	5.230 ***																	
Breusch-Pagan	7.10E+06 ***																	
Hausman	250.63 ***																	

Notas: Coefic. = coeficiente beta ou parâmetro regressor; Significância estatística: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; E. p. rob. = erro-padrão robusto; Teste t = Teste t de Student; Int. de conf. (95%) = intervalo de confiança de 95%. Variáveis: Exp.Gestor = experiência do gestor em anos; Qtd.F.Adm = logaritmo neperiano da quantidade de fundos administrada pelo gestor do fundo; Localização = localização do gestor do fundo, sendo 1 para localização em São Paulo e Rio de Janeiro e 0 para as demais; Melh.Gestor = melhores gestores de fundos, de acordo com a pesquisa do Centro de Estudos em Finanças da Fundação Getúlio Vargas publicada pela Revista Exame, que tiveram pelo menos 1 fundo destacado como melhor ao longo do período; Tx.Adm = percentual da taxa de administração do fundo; Tx.Perf = taxa de performance do fundo, sendo 1 para os fundos que cobram e 0 para os que não cobram; Tamanho = logaritmo neperiano do patrimônio líquido do fundo; Constante = constante do modelo estatístico. A estatística Variance Inflation Factor (VIF) não evidenciou problemas relacionados à multicolinearidade (média de 1,29). O teste de Chow, que testa a adequação de se utilizar efeitos fixos ao invés de pooled OLS, acusou $\text{Prob} > F = 0.0000$ e por isso o modelo de painel mais adequado foi o de efeitos fixos. O teste de Breusch-Pagan, que testa a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ao invés de pooled OLS, acusou $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$ e por isso o modelo de painel mais adequado foi o de efeitos aleatórios. O teste de Hausman que testa a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ao invés de efeitos fixos, acusou $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$ e por isso o modelo de painel mais adequado foi o de efeitos fixos.

No que se refere aos resultados expostos nas Tabelas 2 e 3, embora os testes tenham indicado que o modelo de efeitos fixos se mostre como o mais adequado, a característica das variáveis analisadas implicou na exclusão dos coeficientes dos principais fatores para o teste de hipóteses do modelo proposto, ou seja, as variáveis que não se alteraram ao longo do tempo foram omitidas, o que impactou inclusive a explanação sobre as hipóteses estruturadas. Restou então a comparação considerando os modelos de efeitos aleatórios e dados empilhados (*pooled*). Com efeito, outros autores que também já estudaram algumas variáveis presentes nessa pesquisa, trabalharam modelos em painel para efeitos aleatórios e *pooled* – como Almazan et al (2004) que estudaram a experiência do gestor e o tamanho do fundo (entre outras variáveis), e, Pontes, Rogers e Malaquias (2015) que estudaram o tamanho do fundo e as taxas de administração e de performance (entre outras variáveis).

Mediante o exposto, o presente estudo analisou o resultado dos coeficientes das variáveis explicativas utilizando os modelos *pooled* e efeitos aleatórios. O teste de Breusch-Pagan indicou que dentre esses modelos o mais adequado é o de efeitos aleatórios, contudo, é importante salientar que os resultados para os testes de hipóteses dos dois modelos (*pooled* e aleatórios) leva à mesma conclusão (os coeficientes apresentam os mesmos sinais e níveis de significância). Além disso, com o intuito de ampliar a visualização para além dos resultados estatísticos, inseriu-se a análise pelos intervalos de confiança dos coeficientes das variáveis nas regressões, como uma alternativa para interpretar o impacto econômico das variáveis participantes do modelo de pesquisa (ROMANO; WOLF, 2006).

Isto posto, ao analisar os resultados pelos dados em painel *pooled* e efeitos aleatórios visualiza-se nas tabelas 2 e 3 que todas as variáveis explicativas foram estatisticamente significativas a 1%. Ou seja, a composição das carteiras dos fundos multimercados brasileiros é influenciada pelos fatores relacionados ao gestor (experiência, quantidade de fundos administrados, localização e melhor gestor), pelas taxas de administração e de performance, e pelo tamanho dos fundos.

Em relação à primeira hipótese do presente estudo, os resultados revelam que a experiência do gestor tem relação negativa com a composição das carteiras para renda variável e relação positiva para renda fixa, ou seja, gestores menos experientes tendem a investir os recursos dos fundos em renda variável e gestores mais experientes em renda fixa. Esses resultados corroboram com os estudos de Menkhoff, Schmidt e Brozynski (2006) e Li, Zhang e Zhao (2011) que encontraram que gestores mais experientes estruturam suas carteiras com maior aversão ao risco provavelmente porque almejam estabilidade de carreira e vivenciaram vários momentos de oscilação de riscos dos ativos, o que permite supor que essa relação

também ocorra na indústria brasileira de fundos multimercados. Além disso, esses resultados contrariam os achados de Chevalier e Ellison (1999b) e Philpot e Peterson (2006), pois estes relatam que os gestores menos experientes são mais conservadores e que gestores mais experientes tendem a ser mais agressivos nas escolhas dos ativos que compõem suas carteiras, o que não se verificou nesta pesquisa. Assim, não se rejeita a hipótese **H1** de que há relação entre a experiência do gestor e a composição das carteiras dos fundos multimercados brasileiros.

Sobre a quantidade de fundos administrados pelo gestor, os resultados apontam relação positiva com a composição das carteiras para renda variável e relação negativa para renda fixa, ou seja, quanto mais fundos o gestor administra, mais suas carteiras são compostas por ativos de renda variável. Por outro lado, quanto menos fundos o gestor administra, mais suas carteiras são compostas por ativos de renda fixa. Com isso, não se rejeita a **H2** de que há relação entre quantidade de fundos administrada pelo gestor e a composição das carteiras dos fundos multimercados brasileiros.

No que tange à localização do gestor e a composição das carteiras dos fundos multimercados brasileiros, os gestores que estão na região de São Paulo e Rio de Janeiro investem mais em renda variável, ao passo que os gestores que não estão nessas regiões tendem a investir mais em renda fixa. Assim, pelos resultados dos fundos multimercados brasileiros, não se rejeita a **H3** sobre existir relação entre a localização do gestor e a composição das carteiras, o que contraria o estudo de Oehler, Rummer e Wendt (2008) a respeito do viés doméstico não ter influência sobre o comportamento dos gestores. Mas corrobora com o estudo de Pool, Stoffman e Yonker (2012) sobre a possibilidade de os gestores locais estarem mais familiarizados com o mercado que investem ou terem vantagem informacional sobre a região, ou os fundos contratarem gestores de determinadas regiões de acordo com o tipo de composição de carteira que pretendem investir.

Quanto ao resultado da última hipótese sobre os gestores que costumam apresentar melhor performance, essa variável apresentou relação negativa para a composição das carteiras por renda variável e relação positiva para composição das carteiras por renda fixa. Esse resultado permite supor que os gestores classificados como melhores balizam suas carteiras com maior atenção para renda fixa possivelmente em busca de: diversificar o risco dos investimentos, boa qualidade de gestão e maior eficiência na gestão de suas carteiras, o que tende a corroborar com os estudos de Roumpis e Syriopoulos (2014) e Namvar et al (2016). Com isso, não se rejeita a **H4** sobre gestores que costumam apresentar melhor performance do que seus pares alocam os recursos nas carteiras de forma diferente dos demais gestores.

Sobre as variáveis de controle, quanto mais os fundos cobram taxa de administração mais compõem suas carteiras por renda variável, o que corrobora com o estudo de Oliveira (2010), pois fundos com operações mais complexas (neste caso, renda variável) tendem a cobrar taxas de administração mais caras. Quanto mais os fundos cobram taxa de performance mais alocam suas carteiras em renda fixa. Com isso, essas taxas de incentivo podem ser um sinalizador de fundos com melhores gestores para habilidades de seleção de ativos (ELTON; GRUBER; BLAKE, 2003). Quanto maior o patrimônio líquido dos fundos, mais compõem suas carteiras por renda fixa. Assim, o tamanho dos fundos interfere na forma como os ativos são alocados, permitindo supor que interfira também nos resultados do fundo, inclusive pela possibilidade de gerar ganhos de escala, o que corrobora com o estudo de Milani (2011).

No que diz respeito à análise dos resultados a partir dos intervalos de confiança, nas Tabelas 2 e 3 visualiza-se que, dentre as variáveis utilizadas para a análise empírica deste estudo, pode-se observar que a localização do gestor é a que mais auxilia na análise da composição das carteiras, uma vez que o seu intervalo de confiança se situa entre 4,5% e 14,7% (média = 9,6%). Entende-se, desta forma, que a explicação proporcionada pela inclusão desta variável tenha um significado econômico relevante, especialmente quando se observa que a média (na estatística descritiva) da variável dependente para composição da carteira para renda variável é de 78,9% e para renda fixa é de 20,2%. Assim, a consideração no modelo quantitativo da localização do gestor auxilia na explicação de uma potencial alteração na alocação média de renda variável até 14,7% (14,7% representa 18,6% de 78,9%) e de até 14,6% para renda fixa.

A quantidade de fundos administrada pelo gestor apresenta um significado econômico moderado na explicação da composição das carteiras dos fundos multimercados, com impacto de 2,6% a 3,7%. Contudo, mesmo todas as variáveis do modelo se mostrando estatisticamente significativas para a análise da relação proposta no modelo quantitativo, essas duas características do gestor (localização e quantidade de fundos administrados) parecem ser aquelas que melhor auxiliam no entendimento das variações na alocação média realizada no período.

Por fim, o presente estudo sobre efeitos de características de gestores na composição das carteiras dos fundos evidenciou que a experiência, a quantidade de fundos administrados e a localização dos gestores afetam a composição das carteiras dos fundos multimercados brasileiros. Isso porque, gestores mais experientes, que se destacam entre os melhores do mercado, que administram menos fundos e que estão fora da região de São Paulo e Rio de Janeiro alocam seus ativos em carteiras voltadas para renda fixa, e, gestores menos experientes,

que administram mais fundos e que estão na região de São Paulo e Rio de Janeiro alocam seus ativos em carteiras voltadas para renda variável.

2.5 Considerações finais

Com o objetivo de estudar as carteiras dos fundos multimercados brasileiros para identificar se algumas características dos gestores influenciam sua alocação de recursos, o presente estudo abordou o estilo de investimento dos gestores de fundos por meio de suas carteiras investidas em renda fixa e renda variável. Desse modo, a principal contribuição deste estudo foi formalizar uma análise que permitiu evidenciar que as características de gestores de fundos de investimentos estão relacionadas às suas formas de alocar recursos.

Sobre a execução da pesquisa, os dados foram coletados na base Economatica e no site da CVM com elaboração de duas amostras de fundos multimercados referentes ao período de setembro/2009 a janeiro/2016. A primeira amostra contemplou 6.659 fundos com 327.270 observações e a segunda envolveu 6.489 fundos e 307.479 observações, sendo que a diferença desta última foi a eliminação do viés de incubação. Os testes das hipóteses não apresentaram resultados diferentes entre as amostras com e sem viés de incubação, o que comprova a robustez dos achados.

A partir dos dados disponíveis para esta pesquisa sobre a indústria brasileira de fundos multimercados, os resultados não rejeitaram as hipóteses propostas no estudo, revelando que, há relação entre a experiência do gestor e a composição de suas carteiras de investimentos, há relação entre a quantidade de fundos geridos pelo gestor e a composição de suas carteiras de investimentos, há relação entre a localização do gestor e a composição de suas carteiras de investimentos, e, gestores que costumam apresentar melhor performance que seus pares alocam os recursos nas carteiras de forma diferente dos demais gestores.

Assim, constatou-se que gestores mais experientes, que se destacam entre os melhores do mercado, que administram menos fundos e que estão fora da região de São Paulo e Rio de Janeiro tendem a alocar seus ativos em carteiras voltadas para renda fixa, e, gestores menos experientes, que administram mais fundos e que estão na região de São Paulo e Rio de Janeiro tendem a alocar seus ativos em carteiras voltadas para renda variável.

É relevante destacar que os gestores possuem inúmeras características profissionais e a escolha de quatro características para o estudo não significa que são as primordiais, mas sim, as que possuíam *proxies* para informação disponível publicamente. A propósito, como limitação do estudo, destaca-se a falta de divulgação de dados pessoais relacionados aos

gestores dos fundos, como nome, cadastro nacional de pessoa física, data de nascimento, escolaridade, especialização em gerenciamento de fundos, o que acarretou a necessidade de criar *proxies* para realizar o estudo.

Outra limitação seria ao se considerar a possibilidade de algumas variáveis do estudo apresentarem endogenia, que acontece quando as variáveis explicativas são determinadas pela variável dependente e assim, sejam correlacionadas com o termo de erro do modelo (PHILPOT; PETERSON, 2006). Diante dessa eventualidade, entende-se que pode ter havido endogenia entre taxas de administração (variável explicativa) e composição (variável dependente) das carteiras porque, em períodos de crise por exemplo, os gestores podem tentar assumir uma posição mais conservadora na composição de suas carteiras e, simultaneamente, na tentativa de evitar que os cotistas resgatem seus recursos, estes mesmos gestores podem se comprometer a reduzir as taxas de administração, ou seja, ambas variáveis sofreram influência de momentos mais críticos do mercado.

Embora essas limitações façam parte do presente estudo, houve um avanço em relação às pesquisas realizadas anteriormente no Brasil ao revelar que as características dos gestores – experiência, quantidade de fundos administrados, localização dos gestores e gestores que apresentam melhor performance que os seus pares – interferem na forma como as carteiras são alocadas entre renda fixa e renda variável.

Finalmente, ao evidenciar que algumas características do gestor estão relacionadas à composição das carteiras, sugere-se pesquisar novas variáveis relacionadas aos gestores e às administradoras dos fundos de investimento, o que pode proporcionar novos argumentos para compreender a gestão de recursos realizada neste segmento. Outra sugestão é abordar as carteiras dos fundos frente às políticas macroeconômicas, o que pode auxiliar na identificação de fatores que prejudicam ou facilitam os gestores na alocação dos recursos dos fundos de investimentos.

CAPÍTULO 3: ASPECTOS DO GESTOR, ALOCAÇÃO DE CARTEIRAS E DESEMPENHO DE FUNDOS NO BRASIL

3.1 Introdução

De um lado, investidores tem aplicado cada vez mais seus recursos em fundos de investimentos visando possibilidade de: liquidez, diversificação de carteiras, profissionais especializados e melhores retornos (NANDA; NARAYANAN; WARTHER, 2000). De outro lado, os profissionais de investimentos podem utilizar o desempenho dos fundos como marketing para chamar a atenção dos investidores frente às possibilidades de maximização de ganhos (GUPTA; JITHENDRANATHAN, 2012). Mas também, suas competências podem definir seu estilo de gestão de investimentos, tornando-se um guia na escolha do fundo a ser investido (ABINZANO; MUGA; SANTAMARIA, 2010).

Nesse contexto, de encontro às necessidades de investidores e gestores de fundos destacam-se os mercados financeiros de países emergentes por serem vistos como menos eficientes e proporcionarem mais chances aos gestores para entregar retornos excedentes aos investidores (HUIJ; POST, 2011). Além de os fundos de mercados emergentes se mostrarem mais abertos aos investidores (AGGARWAL; JORION, 2010).

Ademais, a indústria de fundos de investimentos pode ser vista como uma exceção ao princípio da economia de que os agentes financeiros auferem rendas por terem vantagem competitiva porque os gestores de fundos estão entre os profissionais mais bem pagos da sociedade, mas ainda existe a lacuna se eles têm ou não habilidade de gerir o dinheiro (BERK; VAN BINSBERGEN, 2015).

De fato, nos mercados financeiros da Grécia, Polônia e Índia, não foi encontrada nenhuma evidência de capacidade superior dos gestores em entregar retornos excedentes aos investidores (FILIPPAS; PSOMA, 2001; SWINKELS; RZEZNICZAK, 2009; SHARMA; PAUL, 2015). Visto que, os estudiosos não encontraram evidências de habilidades de *market timing* nos gestores de fundos, tanto na Grécia (FILIPPAS; PSOMA, 2001) quanto na Polônia (SWINKELS; RZEZNICZAK, 2009) e nem habilidade para entrega de retornos superiores, tampouco persistência de desempenho ao longo do tempo na Índia (SHARMA; PAUL, 2015).

Mas, no Brasil, pesquisadores relatam que alguns gestores apresentam habilidades em investimentos que geram retornos excedentes (ROCHMAN; EID JR, 2006; LEUSIN; BRITO, 2008; CASTRO; MINARDI, 2009; JORDÃO; MOURA, 2011). Rochman e Eid Jr (2006) estudaram o desempenho de fundos ativos e passivos e entre os resultados encontraram que a gestão ativa de fundos de ações e multimercados agrega valor para o investidor. Leusin e Brito

(2008) avaliaram o desempenho de fundos de ações e multimercados identificando a habilidade de seletividade e de *market timing* para uma minoria de gestores. Castro e Minardi (2009) pesquisaram se os gestores de fundos de ações tiveram habilidade superior de seletividade em relação aos fundos passivos e encontraram que uma minoria dos fundos ativos apresentou alfa significativamente positivo. Jordão e Moura (2011) testaram se fundos multimercados produziam retornos anormais e encontraram que uma minoria de gestores gera retornos com alfas positivos e possui habilidade de *market timing*.

No entanto, essas pesquisas brasileiras utilizaram basicamente fatores de mercado, (como CDI, SELIC, ibovespa e poupança) e modelos ligados ao desempenho (como French, Carhart e Jensen). Mas não utilizaram as carteiras de investimentos para identificar se a alocação de recursos por tipo de ativos interfere na rentabilidade dos fundos, principalmente para os multimercados que se assemelham aos *hedges funds* (GOMES; CRESTO, 2010; VARGA; WENGERT, 2011; JORDÃO; MOURA, 2011; MALAQUIAS; EID JR, 2013; PONTES; ROGERS; MALAQUIAS, 2015).

Destaca-se esta lacuna sobre a escolha da composição das carteiras porque os gestores de fundos hedge têm mais flexibilidade sobre onde e como investir os recursos, podendo o estilo de investimento ser uma explicação para as diferenças de desempenho, mesmo sendo difícil obter retornos excedentes por meio dessa versatilidade, inclusive porque os gestores de fundos hedge podem investir em ativos ilíquidos (ELING; FAUST, 2010; JAGANNATHAN; MALAKHOV; NOVIKOV, 2010).

Assim, o desempenho dos fundos pode ser influenciado pela escolha dos ativos que compõem as carteiras (AVRAMOV; WERMERS, 2006; BERK; VAN BINSBERGEN, 2015) e também por algumas características do gestor, como experiência (LI; ZHANG; ZHAO, 2011; DING; WERMERS, 2012), quantidade de fundos geridos (BRYANT, 2012) e localização dos gestores (POOL; STOFFMAN; YONKER, 2012; SIALM; SUN; ZHENG, 2013).

Diante da falta de estudos brasileiros sobre a possibilidade de o desempenho dos fundos ser afetado por características do gestor na escolha dos ativos que compõem as carteiras, o presente trabalho abordou os fundos de investimentos multimercados brasileiros com o objetivo de identificar se algumas características de seus gestores e a composição de suas carteiras influenciam no desempenho desses fundos.

Em vista disso, o presente trabalho tende a contribuir com a literatura ao inserir as características do gestor na escolha dos ativos que compõem as carteiras e no desempenho dos fundos multimercados brasileiros. E assim, contribuir também para minimizar a escassez de

pesquisas sobre as habilidades dos gestores de fundos em mercados emergentes (SWINKELS; RZEZNICZAK, 2009).

Do ponto de vista metodológico, o presente estudo levantou os dados dos fundos multimercados no que tange às características dos gestores no sítio da CVM e sobre a composição das carteiras, o desempenho e as variáveis de controle na base de dados Economatica. O tratamento e a análise dos dados se deu por processamento de técnicas econométricas de regressão linear múltipla por meio do *software* Stata®.

Este capítulo possui outras quatro seções, além desta introdução. A segunda seção apresenta a revisão da literatura com a fundamentação das hipóteses a serem testadas. A terceira evidencia o procedimento metodológico, a quarta exhibe e discute os resultados e a última seção, as considerações finais do estudo.

3.2 Fundamentação teórica

3.2.1 Alocação de carteiras e desempenho dos fundos

A alocação de ativos nas carteiras de fundos pode influenciar seu desempenho devido a questões como o nível de risco dos ativos, o ciclo dos negócios que envolvem os ativos (períodos de recessão ou expansão) e até mesmo a localização geográfica dos ativos (FUNG, 2004; AVRAMOV, WERMERS, 2006; TEO, 2009).

Nesse sentido, Shawky, Dai e Cumming (2012) apontam que a diversificação de risco nas carteiras afeta o desempenho de fundos hedge, pois fundos que diversificaram em setores e em classes de ativos apresentaram relação positiva com o desempenho (modelo de 7 fatores de Fung e Hsieh), além de superarem (com retorno médio anual de 1,1% a mais) outros fundos hedge. Porém, fundos que diversificaram através de estilos de investimentos e de localização geográfica tiveram relação negativa com seus retornos.

Shawky, Dai e Cumming (2012), em suma, encontraram que a diversificação por setores (por exemplo, fundos *close ended*, imobiliários, de títulos corporativos) e por classe de ativos (como títulos de alto rendimento), melhora o desempenho do fundo. Por outro lado, a diversificação por estilos (por exemplo, *trend follower*, arbitragem, direcional, discricionário) tende a prejudicar o desempenho, pois é provável que os gestores não optem por apenas um estilo e isso acaba interferindo nos resultados (SHAWKY, DAI; CUMMING, 2012).

Ademais, a atividade de administrar recursos nas carteiras dos fundos com intuito de auferir melhores retornos pode estar relacionada à habilidade dos gestores, como seleção de ativos, experiência, *market timing*, etc. Nesse sentido, no Brasil, o desempenho superior

relacionado às habilidades dos gestores foi evidenciado por Rochman e Eid Jr (2006), Leusin e Brito (2008), Castro e Minardi (2009), Jordão e Moura (2011) e Malaquias e Eid Jr (2014), entre outros, ao encontrarem que os gestores agregam valor para os investidores. Por exemplo, Leusin e Brito (2008) destacam que alguns gestores de fundos possuem habilidades para investir em renda variável, ao antecipar preços desses ativos em relação aos de renda fixa e, assim, conquistar melhores retornos do que a gestão passiva. Malaquias e Eid Jr (2014) relatam que gestores de fundos multimercados entregam retornos extraordinários antes das taxas de administração e de performance, sendo que gestores menos experientes entregam melhores retornos.

De maneira similar, nos Estados Unidos, Edwards e Caglayan (2001), Avramov e Wermers (2006), Jagannathan, Malakhov e Novikov (2010), Das, Uma Rao e Boudreaux (2015) e Berk e Van Binsbergen (2015) também encontraram que os gestores de fundos têm habilidade na gestão de recursos para auferir melhores retornos. De acordo com Avramov e Wermers (2006), a explicação advém dos efeitos da alocação dos ativos intra e inter indústria de fundos, dando atenção ao ciclo do negócio (mudanças comerciais entre recessão e expansão) e aos setores de investimentos, como exemplo, fundos que investem em ações dos setores financeiro, energia, metal e tecnologia. Berk e Van Binsbergen (2015) destacam que em carteiras mais diversificadas e com retorno ajustado ao risco, os gestores mais qualificados administram fundos maiores, recebem remunerações mais altas, conquistam mais investidores e entregam melhores performances.

Sob o ponto de vista de alocação de recursos em carteiras, Piccioni Jr, Sheng e Lora (2012) estudaram fundos mútuos em países da América Latina e identificaram que gestores de fundos estrangeiros preferem compor suas carteiras com ações que apresentem maior: exposição internacional, liquidez e disponibilidade de informação. Ao passo que os gestores de fundos nacionais expandem a sua seleção de ativos no sentido de uma carteira que acompanha *benchmarks* e não se concentram em ativos com características que reduzem a assimetria de informação, como o investimento em ADR's (*American Depositary Receivies*). Em outra perspectiva, Banker, Chen e Klumpes (2016) descobriram que características do portfólio – como diversificação e tamanho da carteira gerida – interferem na eficiência das negociações de gestores de fundos (uma medida alternativa desempenho do fundo) da América do Norte, visto que alguns gestores realizam boas transações de compras, mas não de vendas e vice-versa.

Sobre a perspectiva do investidor, nos Estados Unidos, Naka e Noman (2016, no prelo) ao pesquisarem a variação da exposição ao risco dos fundos ao longo do tempo, identificaram entre outros resultados, que há maior oscilação de (a) betas do mercado dos EUA em relação

aos betas do mercado externo e (b) betas de mercados emergentes em relação aos betas de mercados desenvolvidos, o que pode contribuir para os investidores que procuram benefícios de diversificação de investimento em fundos. Já na Austrália, Gupta e Jithendranathan (2012) relatam que os investidores baseiam suas decisões de investimento no desempenho passado dos fundos geridos ativamente e que há pouca reação ao risco entre as categorias de investimento. Isto porque o país é dominado por investimentos de renda fixa em aposentadoria devido às políticas do governo federal, que obriga os trabalhadores a contribuir com uma porcentagem do salário para os fundos de previdência.

Ainda sobre investimentos com renda fixa, no Brasil, esse tipo de aplicação também possui um elevado peso, pois os fundos de renda fixa são o maior grupo de fundos em termos de patrimônio líquido (ANBIMA, 2015). Provavelmente um dos fatores que sustenta essa posição é o peso dos investimentos de renda fixa em títulos do governo brasileiro, o qual, dependendo do cenário econômico, remunera os aplicadores com altas taxas de juros e assim atrai mais interessados, além de existir a crença por parte dos investidores de que títulos governamentais são um dos investimentos mais seguros no mercado (BRIÈRE; SIGNORI, 2013).

Em outra extremidade à renda fixa estão os investimentos de alto risco, como os fundos hedge e os multimercados (CUMMING; DAI; JOHAN, 2015; MAMEDE; MALAQUIAS, 2017). Os fundos multimercados se assemelham aos fundos hedge (VARGA; WENGERT, 2011; MALAQUIAS; EID JR, 2013; MAMEDE; MALAQUIAS, 2017). Esses investimentos são agrupados por local e estratégia, em que o local se refere “onde” ou o tipo de ativo – por exemplo, ações, títulos governamentais, moedas, derivativos – e a estratégia se refere “como” ou em qual opção – por exemplo, *trading*, *long and short*, juros e moedas (FUNG; HSIEH, 2002; ANBIMA, 2015). Com isso, supõe-se que os investidores tenham acesso a diferentes níveis de risco ao considerar que os fundos multimercados buscam diversificar suas carteiras entre renda fixa e renda variável a fim de proporcionar melhores retornos. A partir dessas considerações, tem-se a hipótese a ser testada neste estudo sobre a composição das carteiras e a rentabilidade dos fundos:

H5 – Há relação entre a composição das carteiras e o desempenho do fundo.

3.2.2 Experiência do gestor e desempenho dos fundos

De acordo com Bryant (2012), os fundos de investimentos possuem objetivos a serem cumpridos pelos gestores o que acaba exigindo destes experiência, competência e conhecimentos específicos. Assim, um investidor que compra ativos de um fundo de ações na

verdade está adquirindo uma expertise do gestor na escolha de ações que proporcionem melhores retornos (BRYANT, 2012). Nesse sentido, a experiência do gestor pode ser vista como uma mensuração de seu conhecimento sobre o mercado de fundos de investimentos (LI; ZHANG; ZHAO, 2011). Dessa forma, a experiência do gestor se torna um sinal útil aos fundos por ir além do histórico de *outperformance*, apresentar uma correlação positiva e significativa com o desempenho do ano seguinte e mostrar que as habilidades dos gestores persistem (DING; WERMERS, 2012).

Assim, a experiência do gestor pode afetar a performance do fundo porque os gestores mais estabelecidos tendem a ter retornos mais baixos e menos riscos (CHEVALIER; ELLISON, 1999a; BOYSON, 2003; LEE; YEN; CHEN, 2008; LI; ZHANG; ZHAO, 2011). Isso porque os gestores menos experientes têm mais incentivos para trabalhar com afinco devido à longa carreira que têm pela frente e estão mais dispostos a assumir riscos em busca de um melhor desempenho a fim de minimizar a propensão de serem demitidos por baixos retornos (CHEVALIER; ELLISON, 1999a; LI; ZHANG; ZHAO, 2011).

Essa relação negativa entre experiência do gestor e desempenho do fundo também foi evidenciada por Boyson (2003) ao destacar que os gestores mais experientes são mais conservadores por terem mais a perder em relação à riqueza pessoal, renda atual e reputação. Mais recentemente, Naidenova et al. (2015) identificaram que os gestores mais experientes costumam ser mais velhos do que os menos experientes, geralmente já foram reconhecidos pelo mercado e tendem a ser mais conservadores provavelmente porque continuam aplicando algumas estratégias e rotinas que deram certo em momentos anteriores.

Em contraste, existem pesquisas que demonstram relação positiva entre experiência dos gestores e desempenho, como Gibbons e Murphy (1992) que indicam que gestores com menos experiência em investimentos assumem menos riscos do que os mais experientes porque os primeiros têm mais receio de registrar desempenhos baixos, deturpar sua reputação e perderem oportunidades de carreira.

No Brasil, Minardi, Kanitz e Bassani (2014) declararam que os gestores de fundos vêm se tornando mais experientes, o que possibilita melhor desempenho desses fundos, sendo este um dos motivos de os fundos brasileiros (*Private Equity* e *Venture Capital*) apresentarem melhor desempenho em relação aos norte-americanos no período entre 1990 e 2008. Mas Malaquias e Eid Jr (2014), ao pesquisarem determinantes do desempenho de fundos multimercados brasileiros, encontraram que a experiência do gestor possui relação negativa com a rentabilidade dos fundos, o que seria um indício de conflitos de agência, visto que a experiência do gestor poderia refletir conhecimentos específicos sobre o mercado em que atua.

Além dos estudos que encontraram relação (negativa/positiva) entre a experiência do gestor e o desempenho dos fundos que administra, tem-se também os autores Switzer e Huang (2007) que identificaram que a experiência dos gestores não afeta o desempenho do fundo. Diante desses fatos, projeta-se a hipótese a ser testada neste estudo sobre experiência do gestor e a rentabilidade dos fundos:

H6 – Há relação entre a experiência do gestor e o desempenho do fundo.

3.2.3 Quantidade de fundos administrada pelo gestor e desempenho dos fundos

A quantidade de fundos administrados pelo gestor pode afetar a performance do fundo porque, de acordo com Bryant (2012), a estrutura de gestão dos fundos de investimentos (se um gestor administra um único fundo ou se administra vários fundos) pode interferir na riqueza dos investidores devido ao efeito sobre as despesas, ao volume de negócios da carteira e às alterações no estilo e no desempenho do fundo. Um dos achados do autor foi que o aumento médio no desempenho anormal é maior para a estrutura de gestão de múltiplos fundos do que para a gestão de fundo único.

Em contrapartida Prather, Bertin e Henker (2004), Hu e Chang (2008) e Hu, Yu e Wang (2012) encontraram relação negativa entre a estrutura de gestão de múltiplos fundos e o desempenho dos fundos. Na perspectiva de Prather, Bertin e Henker (2004) à medida que o gestor tenta conduzir mais fundos ele tem perda de foco e de eficácia em seu trabalho. Assim, de acordo com os autores, essa assunção de mais fundos supera inclusive o benefício de economia de escala e leva a uma relação negativa com o desempenho dos fundos administrados pelo gestor. Diante do exposto, tem-se a hipótese a ser testada neste estudo sobre a quantidade de fundos geridos pelo gestor e a rentabilidade dos fundos:

H7 – Há relação entre a quantidade de fundos geridos pelo gestor e o desempenho do fundo.

3.2.4 Localização do gestor e desempenho dos fundos

A região onde o gestor reside pode afetar a performance do fundo porque de acordo com Cuthbertson, Nitzschea e O'Sullivan (2016) o *home bias* ou viés doméstico é a tendência para investir de forma desproporcional em empresas que estão no país, estado ou região de origem do investidor o que pode acarretar em uma carteira diversificada em posição inferior. Em vista disso, as decisões de investimentos – por familiaridade ou por acesso à informação – estão sujeitas ao viés local (IVKOVIC; WEISBENNER, 2005; MASSA; SIMONOV, 2006; SEASHOLES; ZHU, 2010; GIANNETTI; LAEVEN, 2012; SOLNIK; ZUO, 2012; SIALM;

SUN; ZHENG, 2013; TEKÇE; YILMAZ; BILDIK, 2016). Por exemplo, Ivković e Weisbenner (2005) relatam que os investidores exploram o conhecimento local tendo retorno excedente em ações não participantes do índice S&P500 provavelmente por se tratar de empresas com maior assimetria de informação entre investidores locais e não-locais.

Outrossim, quanto ao viés doméstico sob a perspectiva do gestor, Coval e Moskowitz (1999) encontraram que os gestores investem mais em empresas geograficamente próximas aos fundos e ganham retornos anormais substanciais nas explorações locais. Malloy (2005) sugere que os analistas geograficamente mais próximos de seus investimentos possuem vantagem informacional que resulta em melhor desempenho mas abre caminho para problemas de agência. Teo (2009) relata que, numa base ajustada ao risco, os fundos com proximidade geográfica aos seus mercados de investimento primário apresentam desempenho superior (maior alfa) em relação a outros fundos. Sialm, Sun e Zheng (2013) evidenciaram que, apesar do mau desempenho dos fundos de hedge em sua amostra estudada, os gestores têm vantagem local (informações de qualidade superior, um melhor acompanhamento, ou melhor acesso a fundos de hedge locais) que leva a um desempenho anormal substancial.

Assim, sob a ótica do gestor, supõe-se que no Brasil possa ocorrer situação similar em relação ao viés doméstico quanto ao conhecimento local e à assimetria de informação entre gestores locais e não-locais. Por exemplo, gestores que trabalham no Rio de Janeiro e em São Paulo, por estarem no centro dos negócios de mercados de capitais, podem ter mais acesso à informação, investirem em carteiras mais arriscadas e provavelmente influenciar na performance dos fundos que administram. Tendo em vista os estudos apresentados, tem-se a hipótese a ser testada no presente estudo sobre a localização do gestor e a rentabilidade dos fundos:

H8 – Há relação entre a localização do gestor e o desempenho do fundo.

3.2.5 Gestores com melhor performance e desempenho dos fundos

As habilidades gerenciais dos gestores de fundos podem ser um ponto importante nas decisões de investimentos, na precificação de ativos e, conseqüentemente, na performance proporcionada por esses ativos (DU; HUANG; BLANCHFIELD, 2009). Além disso, como o sucesso no desempenho passado dos fundos não implica em continuidade de retornos excedentes no futuro, tem-se a indagação se os gestores de fundos possuem habilidades na gestão de suas carteiras a fim de alcançar desempenho acima da média de forma consistente (GROSE; DASILAS; ALEXAKIS, 2014).

Assim, em países desenvolvidos, Fama e French (2010) pesquisaram se os gestores possuíam sorte ou habilidade na gestão de fundos mútuos de ações dos Estados Unidos. Os autores identificaram que alguns gestores administravam muito bem e alguns muito mal devido ao acaso, e que, poucos gestores possuem habilidade suficiente para entregar retornos excedentes que sejam capazes de cobrir os custos. Em contrapartida, Cuthbertson, Nitzsche e O'Sullivan (2008), ao pesquisarem fundos de investimentos no Reino, Unido encontraram que a maioria dos gestores que entregam baixo desempenho, apresentam habilidades pobres em vez de má sorte na gestão de seus ativos.

Já em países emergentes, Aggarwal e Jorion (2010) destacam que os gestores de fundos entregaram melhor desempenho aos investidores devido a questões como: intensidade das taxas de incentivos (principalmente para os melhores gestores de ativos que apresentam maiores habilidades de gestão e colocam mais esforços na busca por melhor desempenho), maior volume de capital investido (com destaque para os melhores gestores que atraem maiores fluxos de capital) e maior infra-estrutura organizacional (com os ganhos de escala advindos de empresas de gestão de múltiplos fundos).

Em relação a fundos especializados em determinados tipos de investimentos, Wang e Cheng (2014), ao pesquisarem gestores de fundos de ações de alta tecnologia no mercado de Taiwan, destacaram que os gestores com formação educacional conjugada entre gestão de negócios e engenharia entregam melhores desempenhos do que os gestores com formação somente para gestão de negócios. Isso porque os gestores de fundos de ações de alta tecnologia que têm conhecimento/capacidade de analisar produtos e serviços relacionados (como semicondutores, telefones celulares, computador, etc) estabelecem uma posição de liderança na análise do comportamento do investimento. Assim, em termos de formação educacional e fundos com produtos e serviços específicos, os melhores gestores são os que possuem formação conjunta pois auferem melhor desempenho do que os gestores com formação única (WANG; CHENG, 2014).

Diante do exposto, espera-se que os gestores com habilidades (como exemplo, tempo de prestação de serviço na área, qualificação, especialização, etc) em administração de recursos financeiros entreguem melhor performance aos fundos e aos investidores, e assim tem-se a seguinte hipótese:

H9 – Gestores que costumam apresentar melhor performance que seus pares proporcionam melhor desempenho aos fundos.

3.2.6 Variáveis de controle

De acordo com Edwards e Caglayan (2001), os fundos de investimentos usam as taxas de incentivos, como a taxa de administração e de performance, para alinhar os interesses entre gestores e investidores. Paulo e Itosu (2013) destacam que as taxas de administração têm o intuito de cobrir os gastos de atividades operacionais e serviços de assessoria, e a taxa de performance tem o intuito de remunerar o sucesso do desempenho do fundo e de alinhar os interesses dos gestores aos dos quotistas.

Golec (1996) sugere que taxas de administração maiores podem sinalizar habilidade de investimento superior e melhor desempenho do fundo, e que fundos maiores e mais velhos conseguem economia de escala com essas taxas. Shukla (2004) relata que os gestores que entregam retorno excedente mais elevado cobram taxas mais altas por seus serviços, o que faz com que os benefícios da gestão ativa não fiquem diretamente com os acionistas dos fundos.

Sobre a relação entre as taxas cobradas e o desempenho dos fundos, nos Estados Unidos, Edwards e Caglayan (2001) e Shukla (2004) encontraram relação positiva entre os retornos excedentes e as taxas cobradas pelos fundos de investimentos, ou seja, quanto maior o retorno excedente gerado pelo gestor do fundo, maior a taxa cobrada do investidor. Mas, no Brasil, Rochman e Ribeiro (2003) encontraram relação negativa entre a taxa de administração e o desempenho dos fundos e Malaquias e Eid Jr (2014) encontraram relação positiva entre a taxa de performance e o retorno ajustado ao risco de fundos multimercados.

Em relação ao tamanho do fundo, Indro et al. (1999) relatam que essa variável afeta o desempenho dos fundos. Grinblatt e Titman (1989) destacam que o tamanho possui relação negativa com a performance dos fundos, principalmente quando se exclui o viés de sobrevivência. Também encontraram relação negativa entre o tamanho do fundo e seu desempenho os estudiosos Chen et al. (2004), Pollet e Wilson (2008) e Gupta e Jithendranathan (2012). Gupta e Jithendranathan (2012) sugerem um dos motivos dessa relação negativa entre o tamanho do fundo e seu desempenho pode ser o crescimento dos fundos sem aumentar o número de ativos, o que reduz a alocação ótima dos recursos em suas carteiras. Mas, no Brasil, Rochman e Eid Jr. (2006), Castro e Minardi (2009) e Malaquias e Eid Jr. (2013), encontraram relação positiva entre o tamanho do fundo e sua performance.

Dessa forma, espera-se que as taxas de administração e de performance e, o tamanho dos fundos estejam relacionados ao desempenho dos fundos multimercados brasileiros.

3.3 Procedimentos metodológicos

3.3.1 Amostra e descrição das variáveis

O presente estudo teve como amostra os fundos de investimentos multimercados brasileiros com dados mensais divulgados na Economatica e na CVM, no período de 2009 a 2016, cujas variáveis seguem no quadro 2. A data inicial foi Setembro/2009 por ser a primeira data com disponibilidade dos dados sobre a composição das carteiras pela Economatica e, a data final em Janeiro/2016 por ser o período mais recente quando a base do estudo foi composta.

Quadro 2: Variáveis utilizadas para teste das hipóteses 5 a 9

Variáveis	Estimador	Relação esperada	Estudo base
Desempenho	Índice de Sharpe, que se caracteriza como uma medida de retorno ajustado ao risco, estruturado entre a média e o desvio-padrão das taxas de retorno excedentes de uma carteira de ativos. Como taxa livre de risco foi utilizada a SELIC.	Variável dependente	Fonseca et al. (2007); Titman e Tiu (2011); Malaquias e Eid Jr (2013)
Composição da carteira	Porcentagem de investimento em cada tipo de ativo (de acordo com o Apêndice B) para composição das carteiras em renda variável e renda fixa.	Positiva para renda variável H5	Shawky, Dai e Cumming (2012); Naka e Noman (2016, no prelo)
Experiência do gestor	Número de anos desde o cadastro do gestor na CVM até 31/01/2016.	Negativa H6	Chevalier e Ellison (1999a); Boyson (2003); Naidenova et al. (2015)
Quantidade	Logaritmo neperiano da quantidade de fundos administrados pelos gestores mensalmente no período de 01/09/2009 a 31/01/2016.	Negativa H7	Prather, Bertin e Henker (2004), Hu e Chang (2008); Hu, Yu e Wang (2012)
Localização	Variável dummy, assumindo valor 1 para os gestores que moram no estado de São Paulo ou Rio de Janeiro e zero para as demais moradias.	Positiva H8	Coval e Moskowitz (1999); Malloy (2005); Teo (2009); Sialm, Sun e Zheng (2013)
Melhores gestores	Variável dummy, assumindo valor 1 para os gestores que foram premiados como os melhores do ano, pela pesquisa do Centro de Estudos em Finanças da Fundação Getúlio Vargas, com publicação na Revista Exame e, zero para os demais gestores.	Positiva H9	Titman e Tiu (2011)
Taxa de administração	Taxa máxima de administração cobrada pelo fundo anualmente, divulgada em seu regulamento.	Negativa VC	Rochman e Ribeiro (2003)
Taxa de performance	Taxa relacionada à política de investimento do fundo e calculada sobre o resultado do fundo, definida no modelo como variável dummy, assumindo valor 1 para fundos que cobram taxa de performance e zero para os demais fundos.	Positiva VC	Shukla (2004), Malaquias e Eid Jr (2014)
Tamanho	Logaritmo neperiano do Patrimônio Líquido Médio mensal dos fundos.	Positiva VC	Rochman e Eid Jr. (2006), Castro e Minardi (2009) e Malaquias e Eid Jr. (2013)

Notas: H5 = Hipótese 5: Há relação entre a composição das carteiras e o retorno ajustado ao risco do fundo; H6 = Hipótese 6: Há relação entre a experiência do gestor e o retorno ajustado ao risco do fundo; H7 = Hipótese 7: Há relação entre a quantidade de fundos administrados pelo gestor e o retorno ajustado ao risco do fundo; H8 = Hipótese 8: Há relação entre a localização do gestor e o retorno ajustado ao risco do fundo; H9: Hipótese 9: Gestores que costumam apresentar melhor performance que seus pares proporcionam melhor desempenho aos investidores; VC = Variáveis de controle.

A variável “desempenho” dos fundos foi mensurada pelo índice de Sharpe, proposto por Sharpe (1966), que se caracteriza como uma medida de retorno ajustado ao risco, basicamente estruturada entre a média e o desvio-padrão das taxas de retorno excedentes de uma carteira de ativos, conforme exposto na equação 3:

$$I.S._I = \frac{R_I - R_F}{\sigma_I} \quad (3)$$

Em que:

$I.S._I$ = Índice de Sharpe para o fundo I;

R_I = Retorno médio do fundo I no período;

R_F = Taxa livre de risco média para o período;

σ_I = Desvio-Padrão dos retornos do fundo I para o período.

Ao comparar o índice de Sharpe a outras doze medidas de desempenho (como exemplo, Jensen, Treynor, Calmar, Omega) os pesquisadores Eling e Schuhmacher (2007) detectaram que a escolha da medida de desempenho não tem influência categórica na avaliação dos fundos hedge. Pois identificaram que o índice Sharpe hierarquizou os 98 melhores fundos hedge de forma similar à hierarquia dos 100 melhores fundos pelos demais índices analisados (ELING; SCHUHMACHER, 2007). Além disso, Darolles e Gourieroux (2010) destacaram vantagens de aplicação do índice Sharpe – como a facilidade de cálculo, a acessibilidade de dados pelos investidores e a estruturação de uma carteira ótima de ativos a partir dos índices – ao testarem o índice em fundos hedge a partir da gestão de carteiras de média-variância e dos desempenhos das carteiras individuais e em conjunto.

Com isso, mesmo havendo a restrição de na maioria das vezes os fundos hedge não apresentarem distribuição normal e alguns índices não serem adequados para mensurar o desempenho ajustado ao risco, destaca-se que nem a assimetria e nem as caudas curtas justificam a rejeição da utilização do índice de Sharpe nesses fundos, principalmente quando o histórico de retornos possui uma dimensão cada vez maior de séries temporais e o objetivo é identificar os melhores fundos para aplicação de recursos (ELING; SCHUHMACHER, 2007; SCHUHMACHER; ELING, 2011; SCHUHMACHER; ELING, 2012; AUER; SCHUHMACHER, 2013).

No que diz respeito à estruturação do índice de retorno ajustado ao risco, Sharpe (1966) utilizou média anual no período de 1954 a 1963 para retornos de 34 fundos mútuos; Eling e Schuhmacher (2007) utilizaram média mensal no período de 1985 a 2004 para retornos de 2.763 fundos hedge; Fonseca et al. (2007) utilizaram média mensal no período de 2001 a 2006 para

retornos de 50 fundos entre renda fixa e renda variável; Titman e Tiu (2011) utilizaram 68 meses em média com mínimo de 24 e máximo de 167 meses (exigiram que cada fundo tivesse pelo menos 24 meses de história) para 3.642 fundos hedge, no período de janeiro de 1994 a dezembro de 2005; Malaquias e Eid Jr (2013) utilizaram média mensal com 24 e 48 meses no período de 2007 a 2011 para retornos de 831 fundos multimercados.

Ainda sobre a estruturação do índice Sharpe, Israelsen (2005) destaca que para retornos ajustados ao risco negativos seria mais adequado tratar o denominador da equação do índice Sharpe (1966) para obter uma classificação mais apropriada dos resultados dos fundos. Assim, o autor propôs que o desvio padrão (denominador da equação 3) fosse elevado ao excesso de retorno negativo (numerador da equação 3) dividido pelo valor absoluto do excesso de retorno negativo, o que resultaria em expoente negativo fazendo com que o desvio padrão ao invés de dividido fosse multiplicado. Israelsen (2005) ainda destaca que se o resultado deste expoente for positivo, não há alteração na fórmula inicial do índice de Sharpe.

Assim, para estimar o índice Sharpe no presente estudo, foram selecionados fundos multimercados com (a) período mínimo de 24 meses de divulgação de retornos, com base nas pesquisas de Titman e Tiu (2011) e Malaquias e Eid Jr (2013) que também já utilizaram 24 meses para este índice; (b) com a multiplicação ao invés da divisão do excesso de retorno pelo desvio padrão para tratar os índices Sharpe negativos, conforme estudo de Israelsen (2005), Ledoit e Wolf (2008) e Eling e Faust (2010); (c) com a finalidade de utilizar a maior quantidade de fundos (ativos e cancelados) na amostra de Setembro/2009 a Janeiro/2016 e, assim, evitar o viés de sobrevivência. O viés de sobrevivência acontece quando os divulgadores de dados de fundos de investimentos deixam de publicar dados sobre os fundos que não estão em atividade (FUNG; HSIEH, 2004; AGARWAL; FOS; JIANG, 2013).

Para a elaboração da amostra de dados, atentou-se ao viés de sobrevivência (CARVALHO, 2005; BERK; VAN BINSBERGEN, 2015) e ao período mínimo de 24 meses de publicação para formar o índice de Sharpe (TITMAN; TIU, 2011; MALAQUIAS; EID JR, 2013), o que resultou em 5.309 fundos multimercados brasileiros no período de Setembro/2009 a Janeiro/2016.

Em relação às demais variáveis do modelo, para a variável de teste “composição da carteira”, na tentativa de aglomerar os investimentos por similaridade e demonstrar segmentação entre categorias de ativos com maior e menor exposição ao risco (GUPTA; JITHENDRANATHAN, 2012; BRIÈRE; SIGNORI, 2013) foram utilizados três grupos de tipos de carteira: renda variável, renda fixa e nenhum, cuja classificação segue no Apêndice B. Conforme fundamentado no subtópico 3.2.1 carteiras com maior diversificação quanto ao risco

dos ativos podem entregar melhor desempenho aos fundos (SHAWKY; DAI; CUMMING, 2012; NAKA; NOMAN, 2016, no prelo). Assim, supõe-se que gestores que componham suas carteiras com maior atenção aos ativos de renda variável entreguem melhor retorno ajustado ao risco aos investidores.

No que tange às variáveis de teste relacionadas ao gestor dos fundos, dada a dificuldade de informações sobre as pessoas físicas dos gestores, fez-se necessária a criação de *proxies* para mensurá-las (CHEVALIER; ELLISON, 1999a; SWITZER; HUANG, 2007; MALAQUIAS; MAMEDE, 2015). Assim, a “experiência do gestor” foi calculada em anos pela diferença entre a data base 31/01/2016 e a data de fundação da empresa gestora do fundo. De acordo com o exposto no subtópico 3.2.2 gestores menos experientes por apresentarem menos conservadorismo na estruturação de suas carteiras entregam melhor desempenho aos fundos administrados (CHEVALIER; ELLISON, 1999a; BOYSON, 2003; NAIDENOVA et al., 2015). Nesse sentido, espera-se que gestores menos experientes entreguem melhor retorno ajustado ao risco aos fundos que administram.

A segunda proxy em relação ao gestor dos fundos foi a “quantidade” de fundos administrada pelo gestor, mensurada pela quantidade de fundos administrados mensalmente pela empresa gestora do fundo. Conforme exposto no subtópico 3.2.3, os pesquisadores Prather, Bertin e Henker (2004), Hu e Chang (2008) e Hu, Yu e Wang (2012) destacam que há relação negativa entre a quantidade de fundos administrados e o desempenho entregue ao fundo e esta relação também é esperada no presente estudo. A terceira proxy foi a “localização” do gestor construída a partir da localização da empresa gestora do fundo. Assim como evidenciado no subtópico 3.3.4 sobre o conhecimento local e a assimetria de informação de gestores localizados em regiões com concentração de mercados de capitais, espera-se que esses gestores consigam entregar melhor retorno ajustado ao risco aos fundos (COVAL; MOSKOWITZ, 1999; MALLOY, 2005; TEO, 2009; SIALM; SUN; ZHENG, 2013).

Com o intuito de ampliar as *proxies* relacionadas ao gestor, foi feito um levantamento na Revista Exame (2011, 2012, 2013 e 2015) de reportagens anuais sobre os melhores gestores de fundos, o que permitiu coletar as melhores empresas que prestam serviços de gestão das carteiras dos fundos. Essas empresas formaram a proxy para a variável “melhores gestores”, com objetivo de identificar se gestores que tiveram pelo menos um fundo em destaque, conseguiram entregar melhor rentabilidade para os demais fundos geridos. Ou seja, uma estimativa sobre a habilidade de gestão do gestor naquele ano, indicando que pelo menos um fundo do gestor foi elencado entre os melhores.

Portanto, a variável "melhores gestores" indica aqueles gestores que apresentaram melhor desempenho durante o período. Assim, a análise dos melhores gestores de fundos pode ser um parâmetro relevante em uma decisão de investimento: (a) como na escolha entre aplicar recursos em fundos com gestão ativa ou passiva, visto que a primeira opção seria mais interessante, por exemplo, se a gestão ativa dos fundos proporcionasse retornos excedentes em relação aos *benchmarks* (VARGA, 2001); (b) por não haver garantia de que o gestor que consegue entregar melhores retornos aos fundos continuará com essa propriedade ao longo do tempo, inclusive porque existem possíveis interferências de outras variáveis, como taxas de administração, nível de risco assumido na estruturação das carteiras e até mesmo políticas específicas das carteiras de fundos (CARVALHO, 2005); (c) pela possibilidade de os melhores gestores proporcionarem índices Sharpe mais elevados e entregarem desempenho superior ao dos demais gestores (TITMAN; TIU, 2011).

Ademais, de acordo com Godói (2015), os gestores de fundos multimercados estão atentos aos movimentos do mercado, exemplificando que em 2015 houve estabilidade da alta taxa de juros brasileira, baixa variação do dólar, dificuldade de crescimento do PIB e alta volatilidade do mercado de ações. Frente a esse cenário, os gestores de fundos multimercados diversificaram os investimentos (por exemplo, entre títulos públicos brasileiros atrelados à inflação, bolsas europeia e americana) e possibilitaram melhores retornos aos investidores (GODÓI, 2015).

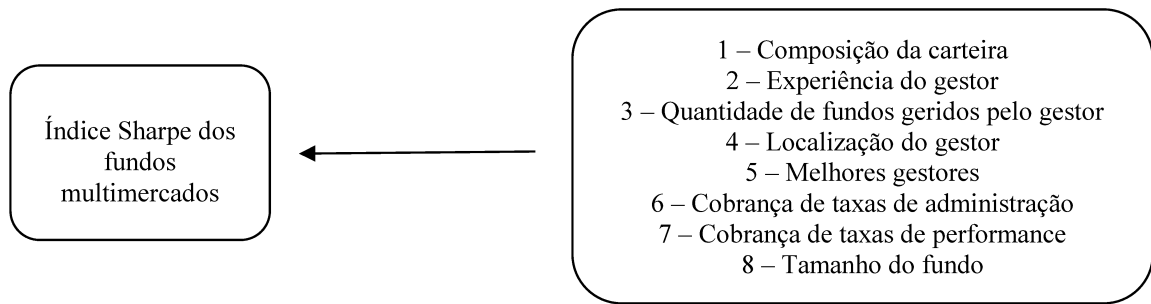
Por fim, no que tange à coleta de dados para a variável "melhores gestores", a partir do acesso às reportagens da Revista Exame dos anos 2010, 2011, 2012 e 2014, identificou-se o código ANBIMA do fundo que havia participado da premiação e, em seguida, identificou-se o nome da empresa gestora do fundo na base de dados. Para os anos de 2009, 2013, 2015 e 2016 identificou-se, por estimativa, os gestores que permaneceram como os melhores ao longo dos anos disponíveis (25 gestores). Finalmente, para todas as observações na base de dados provenientes dos melhores gestores, criou-se a variável *dummy* com valor igual a 1, e para os gestores não elencados como melhores, valor igual a zero.

Quanto às variáveis de controle, o tamanho do fundo foi mensurado pelo patrimônio líquido mensal do fundo, a taxa de administração foi coletada em seu valor percentual, a taxa de performance foi tabulada com 1 para os fundos que a cobram e 0 para os demais. A relação esperada para cada variável de controle frente ao retorno ajustado ao risco segue conforme exposto anteriormente no quadro 2 com referência à fundamentação teórica.

3.3.2 Modelo de pesquisa e técnicas econométricas

A figura 3 e as equações 4 e 5 a seguir demonstram o modelo hipotético e conceitual que permitiu analisar as hipóteses 5 a 9 deste estudo a fim de avaliar quais variáveis afetam o desempenho dos fundos administrados pelo gestor.

Figura 3: Modelo hipotético e conceitual para teste das hipóteses 5 a 9



HIPÓTESES:

H5 – Há relação entre a composição da carteira e o desempenho do fundo.

H6 – Há relação entre a experiência do gestor e o desempenho do fundo.

H7 – Há relação entre a quantidade de fundos geridos pelo gestor e o desempenho do fundo.

H8 – Há relação entre a localização do gestor e o desempenho do fundo.

H9 – Gestores que costumam apresentar melhor performance que seus pares proporcionam melhor desempenho aos fundos.

Fonte: elaborado pela autora (2016)

Equação 4:

$$\begin{aligned} \text{Índice Sharpe}_i = & \beta_0 + \beta_1 \text{Comp. R. Var}_i + \beta_2 \text{Exp. Gestor}_i + \beta_3 \text{Qtd. F. Adm}_i + \\ & + \beta_4 \text{Localização}_i + \beta_5 \text{Melh. Gestor}_i + \beta_6 \text{Tx. Adm}_i + \beta_7 \text{Tx. Perf}_i + \beta_8 \text{Tamanho}_i + \\ & + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (4)$$

Equação 5:

$$\begin{aligned} \text{Índice Sharpe}_i = & \beta_0 + \beta_1 \text{Comp. R. Fixa}_i + \beta_2 \text{Exp. Gestor}_i + \beta_3 \text{Qtd. F. Adm}_i + \\ & + \beta_4 \text{Localização}_i + \beta_5 \text{Melh. Gestor}_i + \beta_6 \text{Tx. Adm}_i + \beta_7 \text{Tx. Perf}_i + \beta_8 \text{Tamanho}_i + \\ & + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (5)$$

Em que:

Índice Sharpe_i = retorno ajustado ao risco do fundo i.

Comp.R.Var_i = composição da carteira de investimentos do fundo i representada pela porcentagem de ativos alocados em renda variável.

Comp.R.Fixa_i = composição da carteira de investimentos do fundo i representada pela porcentagem de ativos alocados em renda fixa.

β = coeficiente ou parâmetro regressor de cada variável.

Exp.Gestor_i = experiência do gestor do fundo i, mensurada pelo número de anos desde o cadastro do gestor na CVM até 31/01/2016.

Qtd.F.Adm_i = quantidade de fundos administrados mensalmente pelos gestores do fundo i no período de 01/09/2009 a 31/01/2016.

Localização_i = variável *dummy* do fundo i, assumindo valor 1 para os gestores que estão no estado de São Paulo ou Rio de Janeiro e zero para as demais localizações.

Melh.Gestor_i = variável *dummy* do fundo i, assumindo valor 1 para os melhores gestores e zero para os demais. Os melhores gestores de fundos, de acordo com a pesquisa do Centro de Estudos em Finanças da Fundação Getúlio Vargas publicada pela Revista Exame, que tiveram pelo menos 1 fundo destacado como melhor ao longo do período.

Tx.Adm_i = taxa máxima de administração cobrada pelo fundo i anualmente, divulgada em seu regulamento.

Tx.Perf_i = variável *dummy* do fundo i, assumindo valor 1 para fundos que cobram taxa de performance e zero para os demais fundos.

Tamanho_i = logaritmo neperiano do Patrimônio Líquido mensal do fundo i.

ε_i = Resíduo do modelo para a composição da carteira do fundo i.

As hipóteses foram testadas com tratamento e análise dos dados por processamento de técnicas econométricas de regressão linear múltipla pelo *software* Stata®. Ressalta-se também que, utilizaram-se correlações para o teste de multicolinearidade pela estatística *Variance Inflation Factor* (VIF), e, com o objetivo de se fazer um tratamento dos *extreme outliers*, as variáveis deste estudo, apresentadas no quadro 2, foram submetidas ao procedimento *winsorize* a 1%, além de as regressões terem sido executadas com erros-padrão robustos, pois de acordo com Wooldridge (2004) os erros-padrão robustos proporcionam o tratamento da possível heterocedasticidade dos dados.

Ressalta-se também que a análise dos testes das hipóteses foi realizada a partir dos intervalos de confiança. Isso porque Ledoit e Wolf (2008) relatam que a escolha da medida de desempenho para análise do fundo de investimento é feita economicamente pelo praticante de finanças e não necessariamente pelo teste estatístico. Assim, os autores presumem que a análise dos testes a partir dos intervalos de confiança proporcione expandir os resultados estatísticos para resultados econômicos.

3.4 Resultados

A Tabela 4 apresenta as estatísticas descritivas do presente estudo com o resumo das variáveis, observações, média, desvio-padrão, mínimo e máximo. Visualiza-se que, no período de Setembro/2009 a Janeiro/2016, a amostra de fundos multimercados contemplou 5.309

observações, com índice de Sharpe médio -0,119 ao mês, cujos fundos tiveram, em média, 79% de recursos aplicados em renda variável e 20% em renda fixa, tendo gestores com experiência média de 14 anos, com taxa de administração média de 0,73% ao ano.

Tabela 4 – Estatística descritiva das variáveis para teste das hipóteses 5 a 9

A tabela 4 apresenta as estatísticas descritivas de observações, média, desvio-padrão, mínimo e máximo das variáveis utilizadas no estudo, no período de Setembro/2009 a Janeiro/2016.

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Índ.Sharpe	5309	-0.119	0.694	-4.344	1.241
Comp.R.Var	5309	0.792	0.287	0.000	1.013
Comp.R.Fixa	5309	0.198	0.281	0.000	0.999
Exp.Gestor	5309	13.813	6.767	0.797	27.119
Qtd.F.Adm	5309	5.034	1.756	0.000	7.058
Localização	5309	0.970	0.170	0.000	1.000
Melh.Gestor	5309	0.500	0.500	0.000	1.000
Tx.Adm	5309	0.733	0.976	0.000	10.000
Tx.Perf	5309	0.203	0.402	0.000	1.000
Tamanho	5309	17.401	1.416	13.036	23.634

Notas: Índ.Sharpe = Índice de Sharpe, considerando a SELIC como taxa livre de risco; Comp.R.Var = porcentagem da composição da carteira referente a renda variável; Comp.R.Fixa = porcentagem da composição da carteira referente a renda fixa; Exp.Gestor = experiência do gestor em anos; Qtd.F.Adm = logaritmo neperiano da quantidade de fundos administrada pelo gestor do fundo; Localização = localização do gestor do fundo, sendo 1 para localização em São Paulo e Rio de Janeiro e 0 para as demais; Melh.Gestor = melhores gestores de fundos, de acordo com a pesquisa do Centro de Estudos em Finanças da Fundação Getúlio Vargas publicada pela Revista Exame, que tiveram pelo menos 1 fundo destacado como melhor ao longo do período; Tx.Adm = percentual da taxa de administração do fundo; Tx.Perf = taxa de performance do fundo, sendo 1 para os fundos que cobram e 0 para os que não cobram; Tamanho = logaritmo neperiano do patrimônio líquido médio do fundo.

Ainda na Tabela 4 sobre a estatística descritiva das variáveis do presente estudo, evidencia-se que, em média os fundos não conseguiram superar a taxa livre de risco e entregaram retornos negativos aos investidores. Cabe ressaltar que para estimar a variável “Índ.Sharpe” referente ao retorno ajustado ao risco, utilizou-se o índice de Sharpe adaptado por Israelsen (2005) para o prêmio pelo risco negativo. Já a taxa livre de risco que participa do cálculo deste índice foi a SELIC, conforme estudos de Fonseca et al. (2007) e Malaquias e Eid Jr (2013).

Em seguida as Tabelas 5 e 6 apresentam os resultados dos testes das hipóteses sobre a interferência das variáveis (a) composição das carteiras dos gestores, para renda variável e renda fixa, respectivamente, (b) experiência dos gestores, (c) quantidade de fundos administrados pelos gestores, (d) localização dos gestores e (e) gestores com melhor performance – no desempenho dos fundos multimercados brasileiros.

Tabela 5 – Estimativa da interferência dos fatores relacionados ao gestor e da composição das carteiras para renda variável no retorno ajustado ao risco dos fundos multimercados brasileiros

A tabela 5 apresenta dados da regressão para renda variável, evidenciando os coeficientes das variáveis, os termos de erros-padrão robustos, o teste t para cada coeficiente, os intervalos de confiança, o VIF de cada variável, a constante e a medida de R^2 , no período de Setembro/2009 a Janeiro/2016.

Variáveis	Coefic.	E. p. rob.	Teste t	Int. de conf. (95%)	VIF
Comp.R.Var	-0.184 ***	0.035	-5.330	-0.252 -0.116	1.110
Exp.Gestor	-0.006 ***	0.002	-2.940	-0.009 -0.002	1.520
Qtd.F.Adm	0.095 ***	0.010	9.900	0.076 0.114	1.920
Localização	-0.076	0.078	-0.970	-0.229 0.077	1.070
Melh.Gestor	0.013	0.018	0.710	-0.022 0.048	1.210
Tx.Adm	-0.021 *	0.011	-1.920	-0.042 0.000	1.210
Tx.Perf	0.085 ***	0.027	3.210	0.033 0.137	1.260
Tamanho	0.047 ***	0.009	5.410	0.030 0.064	1.100
Constante	-1.122 ***	0.170	-6.59	-1.455 -0.788	
R^2	0.061				

Notas: Coefic. = coeficiente beta ou parâmetro regressor; Significância estatística: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; E. p. rob. = erro-padrão robusto; Teste t = Teste t de Student; Int. de conf. (95%) = intervalo de confiança de 95%; VIF = estatística *Variance Inflation Factor*, que não evidenciou problemas relacionados à multicolinearidade (média de 1,30). Variáveis: Comp.R.Var = porcentagem da composição da carteira referente a renda variável; Exp.Gestor = experiência do gestor em anos; Qtd.F.Adm = logaritmo neperiano da quantidade de fundos administrada pelo gestor do fundo; Localização = localização do gestor do fundo, sendo 1 para localização em São Paulo e Rio de Janeiro e 0 para as demais; Melh.Gestor = melhores gestores de fundos, de acordo com a pesquisa do Centro de Estudos em Finanças da Fundação Getúlio Vargas publicada pela Revista Exame, que tiveram pelo menos 1 fundo destacado como melhor ao longo do período; Tx.Adm = percentual da taxa de administração do fundo; Tx.Perf = taxa de performance do fundo, sendo 1 para os fundos que cobram e 0 para os que não cobram; Tamanho = logaritmo neperiano do patrimônio líquido do fundo; Constante = constante do modelo estatístico.

Tabela 6 – Estimativa da interferência dos fatores relacionados ao gestor e da composição das carteiras para renda fixa no retorno ajustado ao risco dos fundos multimercados brasileiros

A tabela 6 apresenta dados da regressão para renda fixa, evidenciando os coeficientes das variáveis, os termos de erros-padrão robustos, o teste t para cada coeficiente, os intervalos de confiança, o VIF de cada variável, a constante e a medida de R^2 , no período de Setembro/2009 a Janeiro/2016.

Variáveis	Coefic.	E. p. rob.	Teste t	Int. de conf. (95%)	VIF
Comp.R.Fixa	0.202 ***	0.035	5.780	0.134 0.271	1.110
Exp.Gestor	-0.006 ***	0.002	-2.940	-0.009 -0.002	1.520
Qtd.F.Adm	0.095 ***	0.010	9.890	0.076 0.114	1.910
Localização	-0.073	0.078	-0.930	-0.226 0.080	1.070
Melh.Gestor	0.012	0.018	0.690	-0.023 0.047	1.210
Tx.Adm	-0.021 *	0.011	-1.930	-0.042 0.000	1.200
Tx.Perf	0.084 ***	0.027	3.150	0.032 0.136	1.260
Tamanho	0.046 ***	0.009	5.340	0.029 0.063	1.100
Constante	-1.297 ***	0.158	-8.210	-1.607 -0.987	
R^2	0.061				

Notas: Coefic. = coeficiente beta ou parâmetro regressor; Significância estatística: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; E. p. rob. = erro-padrão robusto; Teste t = Teste t de Student; Int. de conf. (95%) = intervalo de confiança de 95%; VIF = estatística *Variance Inflation Factor*, que não evidenciou problemas relacionados à multicolinearidade (média de 1,30). Variáveis: Comp.R.Fixa = porcentagem da composição da carteira referente a renda fixa; Exp.Gestor = experiência do gestor em anos; Qtd.F.Adm = logaritmo neperiano da quantidade de fundos administrada pelo gestor do fundo; Localização = localização do gestor do fundo, sendo 1 para localização em São Paulo e Rio de Janeiro e 0 para as demais; Melh.Gestor = melhores gestores de fundos, de acordo com a pesquisa do Centro de Estudos em Finanças da Fundação Getúlio Vargas publicada pela Revista Exame, que tiveram pelo menos 1 fundo destacado como melhor ao longo do período; Tx.Adm = percentual da taxa de administração do fundo; Tx.Perf = taxa de performance do fundo, sendo 1 para os fundos que cobram e 0 para os que não cobram; Tamanho = logaritmo neperiano do patrimônio líquido do fundo; Constante = constante do modelo estatístico.

Sobre os resultados pertencentes à amostra deste estudo que estão expostos nas Tabelas 5 e 6, ao analisar a significância dos coeficientes que acompanham as variáveis estudadas, há indícios de que o retorno ajustado ao risco dos fundos multimercados brasileiros sofreu influência das variáveis: composição das carteiras, experiência dos gestores, quantidade de fundos administrados pelo gestor, cobrança de taxas de administração e de performance e tamanho do fundo. Por outro lado, o retorno ajustado ao risco dos fundos multimercados brasileiros não parece ter sido afetado pelas variáveis: gestores com melhor performance e localização dos gestores.

Em relação à primeira hipótese do estudo, os resultados evidenciaram que a alocação de recursos feita pelos gestores entre carteiras compostas por renda variável e renda fixa afeta o retorno ajustado ao risco dos fundos multimercados. Isso porque, pela amostra estudada no período de Setembro/2009 a Janeiro/2016, carteiras compostas majoritariamente por renda variável apresentaram relação negativa com o retorno ajustado ao risco e carteiras compostas majoritariamente por renda fixa apresentaram relação positiva com o retorno ajustado ao risco.

Nesse sentido, não se rejeita a hipótese **H5** de que há relação entre a composição das carteiras e o desempenho dos fundos multimercados brasileiros. Porém, era esperada uma relação positiva entre alocação majoritária das carteiras para renda variável e o desempenho desses fundos, porque, de acordo com Mamede e Malaquias (2017), os fundos multimercados brasileiros se destacam como a maior categoria de fundos voltados para renda variável. E, com isso, a suposição era que carteiras com maior exposição ao risco (com maior exposição a renda variável) pudessem entregar melhor desempenho aos fundos (SHAWKY; DAI; CUMMING, 2012; NAKA; NOMAN, 2016, no prelo), o que não foi encontrado nesta pesquisa.

A segunda variável de teste em relação ao desempenho dos fundos multimercados brasileiros foi a experiência do gestor que apresentou relação negativa com o retorno ajustado ao risco dos fundos administrados, ou seja, gestores menos experientes obtêm melhor retorno ajustado ao risco do que gestores mais experientes. Provavelmente isso se deve ao fato de que os gestores menos experientes costumam ser mais jovens, ter excesso de confiança, ter menos aversão ao risco e ter a carreira ainda não estabelecida no mercado (CHEVALIER; ELLISON, 1999a; LI; ZHANG; ZHAO, 2011). E esses fatores podem levar os gestores menos experientes, ao vincularem o bom desempenho dos fundos à permanência no emprego, a se arriscarem mais em busca de melhores resultados (CHEVALIER; ELLISON, 1999a; LI; ZHANG; ZHAO, 2011).

Além disso, a experiência do gestor afeta a performance do fundo porque os gestores mais experientes tendem a ser mais conservadores (BOYSON, 2003; NAIDENOVA et al.,

2015), provavelmente por já terem experimentado situações parecidas e optarem pela aversão ao risco. Inclusive em virtude de fatores pessoais que fazem com os gestores mais experientes tenham mais a perder em relação a patrimônios particulares como riqueza adquirida, renda atual, manutenção do padrão de vida e reputação (BOYSON, 2003; NAIDENOVA et al., 2015). Com isso, não se rejeita a **H6** de que há relação entre a experiência do gestor e o desempenho dos fundos multimercados no Brasil.

A terceira variável de teste foi a quantidade de fundos administrada pelos gestores que apresentou relação positiva com o retorno ajustado ao risco dos fundos. Assim, gestores que administram mais fundos entregam melhor desempenho do que os gestores que administram menos fundos. Essa relação positiva entre quantidade de fundos administrada pelos gestores e desempenho dos fundos se contrapõe ao destacado por Prather, Bertin e Henker (2004), Hu e Chang (2008) e Hu, Yu e Wang (2012) e que também era esperado para esta pesquisa. Porém, visualiza-se que no Brasil a gestão de múltiplos fundos pode não acarretar em perda de foco e nem de eficácia da prestação de serviços do gestor frente a entrega de melhor desempenho do fundo. Assim, não se rejeita a **H7** de que há relação entre a quantidade de fundos geridos pelo gestor e o desempenho dos fundos multimercados no Brasil.

A quarta variável de teste foi a localização dos gestores que não apresentou relação significativa com o retorno ajustado ao risco dos fundos. Por isso, supõe-se que o viés doméstico pela familiaridade ou pelo nível informacional possa até existir entre os gestores de fundos da região do Rio de Janeiro e de São Paulo, mas, nesta pesquisa, a força desse viés não impactou significativamente no desempenho dos fundos, o que não corrobora com os estudos de Coval e Moskowitz (1999), Malloy (2005), Teo (2009) e Sialm, Sun e Zheng (2013). Dessa maneira, pela análise da significância estatística, rejeita-se a **H8** de que há relação entre a localização do gestor e o desempenho dos fundos multimercados no Brasil.

A última variável de teste “gestores com melhor performance” não apresentou relação significativa com o retorno ajustado ao risco. Essa variável referenciou os gestores de fundos que tiveram pelo menos um fundo destacado como melhor ao longo do período, de acordo com a pesquisa do Centro de Estudos em Finanças da Fundação Getúlio Vargas publicada pela Revista Exame. A partir da relação não significativa entre os melhores gestores e o retorno ajustado ao risco dos fundos multimercados, supõe-se que esses gestores proporcionem índices Sharpe mais elevados e entreguem desempenho superior ao dos demais gestores (TITMAN; TIU, 2011). Porém, os melhores gestores podem também administrar muitos outros fundos com várias particularidades, inclusive entregando menores retornos ajustados ao risco, o que acaba anulando o efeito do retorno excedente. Assim, rejeita-se a **H9** de que gestores que costumam

apresentar melhor performance que seus pares proporcionam melhor desempenho aos fundos multimercados brasileiros.

Sobre as variáveis de controle, a taxa de administração apresentou relação negativa com o retorno ajustado ao risco dos fundos. Rochman e Ribeiro (2003) também encontraram relação negativa entre essas variáveis e exemplificaram que pode ser em virtude de assimetria de informação entre investidores. Por exemplo, pequenos investidores podem não ser esclarecidos sobre a indústria de fundos e investirem em fundos com altas taxas de administração e baixa rentabilidade, porém, grandes investidores podem ser mais instruídos sobre o mercado de fundos e procurarem investimentos com taxas de administração menores e rentabilidades maiores (ROCHMAN; RIBEIRO, 2003).

A cobrança de taxa de performance apresentou relação positiva com o retorno ajustado ao risco, o que corrobora com os resultados de Malaquias e Eid Jr (2014). Assim, fundos multimercados que cobram taxa de performance apresentam melhor retorno ajustado ao risco do que os fundos que não cobram taxa de performance, o que possibilita supor que a taxa de performance pode funcionar como incentivo aos gestores a fim de conquistarem melhor retorno ajustado ao risco (EDWARDS; CAGLAYAN, 2001).

O tamanho dos fundos evidenciou relação positiva com o retorno ajustado ao risco, o que indica que fundos maiores auferem melhor desempenho do que os menores. Isso provavelmente porque fundos maiores conseguem economizar em despesas e custos operacionais, o que corrobora com os estudos de Golec (1996), Rochman e Eid Jr. (2006), Castro e Minardi (2009) e Malaquias e Eid Jr. (2013).

Ainda em relação às variáveis que podem afetar o retorno ajustado ao risco de fundos de investimentos, outra forma de analisar os resultados, além da análise pela significância estatística dos coeficientes das variáveis, está na análise dos intervalos de confiança que proporciona expandir os resultados estatísticos para resultados econômicos (LEDOIT; WOLF, 2008).

Dessa maneira, conforme visualizado nas colunas sobre intervalo de confiança nas Tabelas 5 e 6, dentre as variáveis utilizadas para a análise empírica deste estudo, a composição das carteiras é a variável que mais auxilia na análise do retorno ajustado ao risco, uma vez que o seu intervalo de confiança se situa entre -0,25 a -0,11 para renda variável e 0,13 a 0,27 para renda fixa. Com isso, entende-se que a explicação proporcionada pela inclusão desta variável tenha um significado econômico relevante para a variável dependente “retorno ajustado ao risco”. Pois, nessa amostra de dados e no modelo quantitativo proposto, a consideração da composição das carteiras pelo gestor dos fundos auxilia na explicação de uma potencial

alteração do retorno ajustado ao risco médio de até -0,032 (27% da média do retorno ajustado ao risco de -0,119).

Em continuidade à análise pelo impacto econômico das variáveis, a segunda variável de teste que mais auxilia na análise do retorno ajustado ao risco é a quantidade de fundos administrados pelo gestor com intervalo de confiança de 0,07 a 0,11 gerando uma alteração do retorno ajustado ao risco médio de até -0,013 (11% da média do retorno ajustado ao risco de -0,119). E a variável que menos auxilia na análise do retorno ajustado ao risco é a experiência do gestor com intervalo de confiança de -0,009 a -0,002 gerando uma alteração do retorno ajustado ao risco médio de até -0,001 (9% da média do retorno ajustado ao risco de -0,119).

Em virtude de a composição das carteiras ser a variável que mais auxilia na análise do retorno ajustado ao risco (frente ao modelo proposto e à amostra disponível) ampliou-se esta análise com a criação de uma variável que demonstrasse o impacto de se investir com maior peso em determinado tipo de renda. Assim, foi criada a variável “Comp.R.F.Maior” com referência às carteiras que apresentam maior proporção de investimentos em renda fixa, ou seja, gestores de fundos multimercados que optam por estruturar suas carteiras com 51% ou mais de alocação em renda fixa. Na Tabela 7 seguem os resultados da estimativa da interferência dos fatores relacionados ao gestor com maior peso de investimento em renda fixa no retorno ajustado ao risco dos fundos multimercados brasileiros.

Tabela 7 – Estimativa da interferência dos fatores relacionados ao gestor com maior peso de investimento em renda fixa no retorno ajustado ao risco dos fundos multimercados brasileiros

A tabela 7 apresenta dados da regressão para as carteiras com maior peso de investimento em renda fixa, evidenciando os coeficientes das variáveis, os termos de erros-padrão robustos, o teste t para cada coeficiente, os intervalos de confiança, o VIF de cada variável, a constante e a medida de R^2 , no período de Setembro/2009 a Janeiro/2016.

Variáveis	Coefic.	E. p. rob.	Teste t	Int. de conf. (95%)	VIF
Comp.R.F.Maior	0.156 ***	0.025	6.200	0.106 0.205	1.110
Exp.Gestor	-0.006 ***	0.002	-3.020	-0.001 -0.002	1.530
Qtd.F.Adm	0.096 ***	0.010	9.960	0.077 0.115	1.920
Localização	-0.075	0.078	-0.970	-0.227 0.077	1.070
Melh.Gestor	0.008	0.018	0.430	-0.027 0.042	1.220
Tx.Adm	-0.020 *	0.011	-1.870	-0.041 0.001	1.210
Tx.Perf	0.083 ***	0.027	3.130	0.031 0.136	1.260
Tamanho	0.046 ***	0.008	5.390	0.029 0.062	1.090
Constante	-1.279 ***	0.157	-8.130	-1.588 -0.971	
R^2	0.062				

Notas: Coefic. = coeficiente beta ou parâmetro regressor; Significância estatística: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; E. p. rob. = erro-padrão robusto; Teste t = Teste t de Student; Int. de conf. (95%) = intervalo de confiança de 95%; VIF = estatística *Variance Inflation Factor*, que não evidenciou problemas relacionados à multicolinearidade (média de 1,30). Variáveis: Comp.R.F.Maior = variável dummy, assumindo valor 1 para gestores que estruturam suas carteiras com maior proporção (acima de 51%) para renda fixa e, zero para gestores que estruturam suas carteiras com maior proporção (acima de 51%) para renda variável.; Exp.Gestor = experiência do gestor em anos; Qtd.F.Adm = logaritmo neperiano da quantidade de fundos administrada pelo gestor do fundo; Localização = localização do gestor do fundo, sendo 1 para localização em São Paulo e Rio de Janeiro e 0 para as demais; Melh.Gestor = melhores gestores de fundos, de acordo com a pesquisa do Centro de Estudos em Finanças da Fundação Getúlio Vargas publicada pela Revista Exame, que tiveram pelo menos 1 fundo destacado como melhor ao longo do período; Tx.Adm = percentual da taxa de administração do fundo; Tx.Perf = taxa de performance do fundo, sendo 1 para os fundos que cobram e 0 para os que não cobram; Tamanho = logaritmo neperiano do patrimônio líquido do fundo; Constante = constante do modelo estatístico.

Conforme visualizado na Tabela 7, gestores de fundos multimercados brasileiros que alocaram suas carteiras majoritariamente para renda fixa entregaram melhor retorno ajustado ao risco no período de Setembro/2009 a Janeiro/2016. Provavelmente um dos motivos para essa relação positiva esteja nas oscilações de crescimento da taxa de juros brasileira durante a maior parte do período estudado, ou seja, no ambiente econômico favorável para investimentos em renda fixa. Por exemplo, a taxa anual da SELIC estava em Setembro/2009 em 8,65%; Setembro/2010 em 10,66%; Setembro/2011 em 11,90% e, apresentou oscilação ascendente ao longo dos anos 2013, 2014 e 2015 chegando a 14,15% em Agosto/2015 com manutenção desse valor até Janeiro/2016 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016).

Em suma, o presente estudo sobre a possibilidade de influência de particularidades do gestor e da composição das carteiras de investimentos no desempenho dos fundos multimercados brasileiros permitiu identificar que a efetividade da gestão ativa ocorreu por gestores menos experientes, que investiram mais em renda fixa, com gestão de múltiplos fundos e com maior tamanho, pois esses fatores ofereceram melhores retornos ajustados ao risco aos fundos no período de Setembro/2009 a Janeiro/2016.

Por sua vez, é importante destacar que todas as variáveis pesquisadas no primeiro estudo desta dissertação (experiência do gestor, quantidade de fundos administrados, localização do gestor, melhores gestores, taxa de administração, taxa de performance e tamanho dos fundos) apresentaram significância estatística na explicação da composição das carteiras dos fundos multimercados brasileiros. Diante da importância dessas variáveis, a proposta deste segundo estudo foi identificar se existia relação entre as características do gestor e a composição das carteiras com o desempenho dos fundos multimercados brasileiros, ou seja, manteve-se todas as variáveis do primeiro estudo e inseriu-se a variável dependente desempenho.

Porém, ao considerar as variáveis do primeiro estudo como teste para o segundo estudo, surgiu a possibilidade de alguma limitação quanto à correlação e à multicolinearidade. Isso porque a composição das carteiras participou tanto como variável dependente (primeiro estudo) quanto como variável explicativa (segundo estudo). Assim, realizou-se a regressão apresentada na Tabela 8 sobre a estimativa da interferência da composição das carteiras para renda variável e renda fixa no retorno ajustado ao risco dos fundos multimercados brasileiros com o intuito de identificar alguma potencial inconsistência nos resultados.

Tabela 8 – Estimativa da interferência da composição das carteiras para renda variável e renda fixa no retorno ajustado ao risco dos fundos multimercados brasileiros

A tabela 8 apresenta dados da regressão para as carteiras compostas por renda variável e renda fixa, respectivamente, evidenciando os coeficientes das variáveis, os termos de erros-padrão robustos, o teste t para cada coeficiente, os intervalos de confiança, a constante e a medida de R^2 , no período de Setembro/2009 a Janeiro/2016.

	Comp.R.Var	Comp.R.Fixa
Coeficiente	-0.185 ***	0.208 ***
Erro-padrão robusto	0.031	0.031
Teste t	-6.020	6.740
Int. de conf. (95%)	-0.244 a -0.124	0.148 a 0.269
Constante	0.027 ***	-0.161 ***
R^2	0.006	0.007

Notas: Coeficiente = coeficiente beta ou parâmetro regressor; Significância estatística: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; Teste t = Teste t de *Student*; Int. de conf. (95%) = intervalo de confiança de 95%; Variáveis: Comp.R.Var = porcentagem da composição da carteira referente a renda variável; Comp.R.Fixa = porcentagem da composição da carteira referente a renda fixa; Constante = constante do modelo estatístico.

O resultado exposto na Tabela 8 evidencia que tanto a relação quanto a significância estatística da composição das carteiras com o desempenho dos fundos multimercados brasileiros se mantiveram as mesmas encontradas anteriormente (Tabelas 5 e 6). Ou seja, carteiras compostas majoritariamente por renda variável apresentam relação negativa com o retorno ajustado ao risco e carteiras compostas majoritariamente por renda fixa, relação positiva. Ao resgatar o resultado do VIF de cada teste executado nos Capítulos 2 e 3 desta

dissertação é possível identificar ausência de multicolinearidade entre as variáveis participantes da pesquisa. Porém, a finalização dos testes foi exposta na Tabela 8 com o intuito checar a robustez dos resultados encontrados ao longo dos dois estudos desta dissertação.

Finalmente, sobre as possíveis limitações do presente estudo, pode ter ocorrido omissão de variáveis no modelo proposto para explicação do desempenho dos fundos multimercados brasileiros. No caso, foram estudadas oito variáveis (entre teste e controle) porém, supõe-se que muitas outras possam interferir no retorno ajustado ao risco dos fundos. Por exemplo, o regulamento do fundo que, a princípio é uma característica do fundo que não depende do gestor, pode afetar a composição das carteiras ao predeterminar o percentual mínimo ou máximo a ser investido em cada tipo de ativo. Ainda sobre o regulamento do fundo, num segundo momento, poderia acontecer de o gestor, diante dos percentuais a serem cumpridos, optar por trabalhar de forma mais conservadora (com alocações próximas aos valores definidos) ou agressiva (com alocações mais distantes dos limites estabelecidos).

3.5 Considerações finais

O presente trabalho abordou os fundos de investimentos multimercados brasileiros com o objetivo de identificar se algumas características de seus gestores e a composição de suas carteiras influenciam no retorno ajustado ao risco desses fundos. Sobre a amostra para a pesquisa, foram estudados 5.309 fundos multimercados brasileiros livres do viés de sobrevivência e com período mínimo de 24 meses de publicação para formar o índice de Sharpe.

Diante do proposto, a principal contribuição deste estudo foi realizar uma análise que proporcionou revelar que a composição das carteiras e algumas características do gestor interferem no desempenho dos fundos. Além disso, destacou-se que as variáveis que mais auxiliaram na explicação de uma potencial alteração do desempenho foram a composição das carteiras e a quantidade de fundos administrados pelos gestores.

Assim, o presente estudo permitiu contribuir também com os investidores ao destacar que a partir do momento que escolhem o tipo de fundo multimercado de seu interesse, saber a composição das carteiras (renda variável ou fixa) desses fundos e as características do gestor passam a ser informações relevantes em busca de investimentos que proporcionem melhores retornos ajustados ao risco.

Em síntese, a partir da amostra estudada, os resultados sobre a influência de particularidades do gestor e da composição das carteiras de investimentos no desempenho dos fundos multimercados brasileiros revelaram que gestores menos experientes, que balancearam

suas carteiras com atenção à renda fixa, que geriram múltiplos fundos e fundos maiores ofereceram melhores retornos ajustados ao risco no período de Setembro/2009 a Janeiro/2016.

Em relação às limitações do presente estudo, a primeira pode ter sido quanto à classificação dos ativos que compõem as carteiras dos fundos multimercados em renda variável e renda fixa. Como os fundos multimercados podem alocar suas carteiras em diversas classes de ativos e, na Economatica, estes ativos estão pulverizados em trinta e cinco tipos (Apêndice A), a categorização dos ativos em renda variável e renda fixa (Apêndice B) pode ter sido definida de forma subjetiva, principalmente nos momentos em que não se identificou os ativos nas orientações da CVM e da ANBIMA.

A segunda limitação pode ter sido quanto à omissão de variáveis no modelo proposto para explicação do desempenho dos fundos multimercados brasileiros. Ou seja, neste estudo foram utilizadas apenas cinco variáveis de teste (composição das carteiras, experiência do gestor, quantidade de fundos administrados, localização dos gestores e melhores gestores) e três de controle (taxa de administração, taxa de performance e tamanho do fundo). Contudo, supõe-se que não somente essas variáveis possam interferir no retorno ajustado ao risco dos fundos. Além do que, sobre a variável composição das carteiras, seria interessante expandir a coleta de dados sobre os fundos que possuem em seu regulamento alguma porcentagem de investimento predeterminada por tipo de ativo, o que pode restringir a alocação dos recursos nas carteiras.

A terceira limitação seria quanto à possibilidade de presença de endogeneidade que interfere na relação de causa e efeito das variáveis do modelo estudado. Assim, poderia haver endogenia entre a composição da carteira e o desempenho do fundo, entre o tamanho e o desempenho do fundo e, entre as taxas de incentivo e o desempenho do fundo. Por exemplo, no primeiro caso, em que a composição das carteiras pode ser predefinida pelos regulamentos dos fundos, o que poderia impactar seu desempenho, e com isso, ao buscar manter ou melhorar o desempenho conquistado, os fundos atualizassem seus regulamentos com maiores/menores limites para alocação de recursos em renda fixa ou variável.

Ainda quanto à possibilidade de endogenia, poderia ocorrer entre o tamanho do fundo e seu desempenho porque fundos maiores podem conseguir melhor desempenho (inclusive por economia de escala para despesas) e em contrapartida, por esses fundos apresentarem melhores retornos, podem atrair mais ativos, o que aumentaria seu patrimônio líquido (PHILPOT; PETERSON, 2006). Poderia ainda acontecer endogenia entre taxas de incentivo e desempenho dos fundos, porque alguns fundos que cobram taxas (como exemplo, administração e performance) podem estar mais qualificados entregando melhores resultados, e ao mesmo

tempo, por proporcionarem melhores desempenhos cobrarem mais taxas para compensar o sucesso (KUMAR, 2015).

Porém, mesmo considerando as limitações apontadas anteriormente, o presente estudo avança em relação às demais pesquisas já realizadas no Brasil ao revelar que o desempenho dos fundos é influenciado pela alocação de recursos nas carteiras (renda fixa e renda variável) e por algumas características dos gestores (como experiência e quantidade de fundos administrados).

Por fim, recomenda-se como pesquisas futuras a inserção de mais variáveis nos modelos, como comportamento manada entre os gestores, gestores que trabalham individualmente ou em equipe, entradas e saídas líquidas dos fundos, fundos de investimento em cotas de fundos, fundos de previdência privada e variáveis macroeconômicas como taxa de juros, taxa de inflação, variação cambial, a fim de ampliar os possíveis fatores que afetam o retorno ajustado ao risco dos fundos multimercados.

CAPÍTULO 4: CONCLUSÃO

Diferentemente de outros estudos no Brasil sobre fundos de investimentos multimercados, o presente estudo abordou, sob a perspectiva do gestor, variáveis relacionadas à composição das carteiras e ao efeito desta alocação no desempenho obtido pelos fundos. Ou seja, apresentou uma *proxy* para o estilo de investimento dos gestores de fundos por meio de suas características e o impacto dessas características e da alocação de recursos nas carteiras investidas no desempenho dos fundos. Assim, o objetivo deste estudo foi avaliar quais variáveis afetam o estilo de investimento do gestor na composição de suas carteiras e no desempenho dos fundos que administra.

Para cumprir com o objetivo deste estudo, foram pesquisados, no período de Setembro/2009 a Janeiro/2016, os fundos multimercados brasileiros cadastrados na Comissão de Valores Mobiliários. Esta base de dados proporcionou o acesso às características dos gestores de fundos multimercados, já o acesso às demais variáveis – composição das carteiras, desempenho dos fundos e variáveis de controle – ocorreu pela base Economatica. O tratamento e a análise dos dados se deu por processamento de técnicas econométricas de regressão linear múltipla pelo *software* Stata®, sendo que os testes foram executados com dados em painel no primeiro estudo (capítulo 2) e, com erros-padrão robustos no segundo estudo (capítulo 3).

Com base nos testes realizados e nos parâmetros adotados para este estudo, os resultados evidenciaram que a composição das carteiras sofre influência de características dos gestores, como experiência, quantidade de fundos administrados, localização do gestor e gestores que apresentam melhor performance que seus pares. Destas características do gestor, a experiência e a quantidade de fundos administrados são também importantes para explicar o desempenho obtido pelos fundos de investimento. Além dessas variáveis relacionadas ao gestor, a composição das carteiras, ou seja, a alocação de recursos em renda fixa ou renda variável se apresentou como o fator que mais auxilia na explicação de uma potencial alteração do retorno ajustado ao risco dos fundos multimercados brasileiros.

Em síntese, a partir das amostras estudadas, os resultados sobre a interferência de características dos gestores na composição das carteiras revelaram que gestores mais experientes, que se destacam entre os melhores do mercado, que administram menos fundos e que estão fora da região de São Paulo e Rio de Janeiro tendem a alocar seus ativos em carteiras voltadas para renda fixa, e, gestores menos experientes, que administram mais fundos e que estão na região de São Paulo e Rio de Janeiro tendem a alocar seus ativos em carteiras voltadas para renda variável. Já os resultados sobre a influência de particularidades do gestor e da

composição das carteiras de investimentos no desempenho dos fundos multimercados brasileiros evidenciaram que gestores menos experientes, que balancearam suas carteiras com atenção à renda fixa, que geriram múltiplos fundos e fundos maiores ofereceram melhores retornos ajustados ao risco no período de Setembro/2009 a Janeiro/2016.

A partir das amostras de dados disponíveis para o presente estudo, os resultados encontrados proporcionaram as principais contribuições: (a) evidenciar que as características de gestores de fundos de investimentos estão relacionadas às suas formas de alocar recursos; (b) revelar que a composição das carteiras e algumas características do gestor interferem no desempenho dos fundos; (c) destacar que a partir do momento que os investidores escolhem o tipo de fundo multimercado de seu interesse, saber a composição das carteiras (renda variável ou fixa) desses fundos e as características do gestor passam a ser informações relevantes em busca de investimentos que proporcionem melhores desempenhos; (d) ampliar a discussão sobre informações importantes para investimentos, pois os investidores podem tentar explorar ineficiências no segmento de renda fixa, visto que, de acordo com o presente estudo as carteiras voltadas majoritariamente para renda fixa entregaram melhor performance do que as carteiras voltadas majoritariamente para renda variável.

Ressalta-se ainda que a condução deste trabalho apresentou algumas limitações: (a) necessidade de criação de *proxies* devido à falta de divulgação de dados pessoais relacionados aos gestores dos fundos, como nome, cadastro nacional de pessoa física, data de nascimento, escolaridade, especialização em gerenciamento de fundos; (b) reclassificação (em renda fixa e renda variável) dos diferentes tipos de ativos que os fundos multimercados podem alocar suas carteiras, pois na Economatica estes ativos estão pulverizados em trinta e cinco tipos (Apêndice A), assim, a reclassificação dos ativos (Apêndice B) pode ter sido definida de forma subjetiva, principalmente nos momentos em que não se identificou os ativos nas orientações da CVM e da ANBIMA; (c) possibilidade das variáveis do modelo estudado apresentarem endogeneidade, como exemplo, se a composição de determinados fundos for predeterminada por seu regulamento com delimitação da porcentagem de ativos para renda fixa ou renda variável e isso impactar o desempenho do fundo, ao passo que, a partir de determinado resultado do desempenho (na tentativa de mantê-lo ou melhorá-lo) houvesse maior alocação de recursos em renda fixa ou variável.

Apesar destas limitações, o presente estudo avança em relação aos já realizados anteriormente no Brasil ao revelar que as características dos gestores (experiência, quantidade de fundos administrados, localização dos gestores e gestores que apresentam melhor performance que os seus pares) interferem na forma como as carteiras são alocadas entre renda

fixa e renda variável. Além de revelar que o desempenho dos fundos é influenciado pela alocação de recursos nas carteiras (renda fixa e renda variável) e por algumas características dos gestores (como experiência e quantidade de fundos administrados).

Finalmente, ao concluir que as características do gestor estão relacionadas à composição das carteiras e que algumas características dos gestores e a composição das carteiras afetam o desempenho dos fundos multimercados brasileiros, sugere-se continuar com pesquisas em mercados emergentes. Nesse sentido são apontados alguns temas que merecem destaque para futuras pesquisas no Brasil: comportamento manada entre os gestores, gestores que trabalham individualmente ou em equipe e inserção de fatores relacionados às políticas macroeconômicas do país (como as taxas de juros, de inflação, de variação cambial), a fim de revelar para o cenário brasileiro, os desafios do trabalho dos gestores ao alocar os recursos e entregar o desempenho dos fundos. Seria interessante também estudar os fundos que definem algum limite para alocação em cada tipo de ativo, inclusive para identificar se a formação das carteiras pelos gestores se apresenta mais conservadora ou não em relação aos valores estabelecidos nos regulamentos dos fundos e o impacto dessa política de alocação de recursos no desempenho dos fundos.

REFERÊNCIAS

ABINZANO, Isabel; MUGA, Luis; SANTAMARIA, Rafael. Do managerial skills vary across fund managers? Results using European mutual funds. **Journal of Financial Services Research**, v. 38, n. 1, p. 41-67, 2010.

AGARWAL, Vikas; FOS, Vyacheslav; JIANG, Wei. Inferring reporting-related biases in hedge fund databases from hedge fund equity holdings. **Management Science**, v. 59, n. 6, p. 1271-1289, 2013.

AGGARWAL, Rajesh K.; JORION, Philippe. The performance of emerging hedge funds and managers. **Journal of Financial Economics**, v. 96, n. 2, p. 238-256, 2010.

ALMAZAN, Andres; BROWN, Keith C.; CARLSON, Murray; CHAPMAN, David A. Why constrain your mutual fund manager? **Journal of Financial Economics**, v. 73, n. 2, p. 289-321, 2004.

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.

Rankings e Estatísticas – Fundos de Investimentos – PL e Captação, 2015. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br>. Acesso em 28 de junho de 2015.

ASSALI, Nicolau A. **Análise de desempenho e características de fundos de fundos multigestores do mercado Brasileiro no período de setembro/1998 a agosto/2007**. 2008. 146 f. Dissertação (Mestrado) - Escola de Economia da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2008.

AUER, Benjamin R.; SCHUHMACHER, Frank. Robust evidence on the similarity of Sharpe ratio and drawdown-based hedge fund performance rankings. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 24, p. 153-165, 2013.

AVRAMOV, Doron; KOSOWSKI, Robert; NAIK, Narayan Y.; TEO, Melvyn. Hedge funds, managerial skill, and macroeconomic variables. **Journal of Financial Economics**, v. 99, n. 3, p. 672-692, 2011.

AVRAMOV, Doron; WERMERS, Russ. Investing in mutual funds when returns are predictable. **Journal of Financial Economics**, v. 81, n. 2, p. 339-377, 2006.

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

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico das taxas de juros**, 2016. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Port/taxaSelic.asp>. Acesso em 10 de outubro de 2016.

BANKER, Rajiv; CHEN, Janice YS; KLUMPES, Paul. A Trade-Level DEA Model to Evaluate Relative Performance of Investment Fund Managers. **European Journal of Operational Research**, 2016.

BÄR, Michaela; KEMPF, Alexander; RUENZI, Stefan. **Team Management and Mutual Funds**. Working Paper 05, Centre for Financial Research (CFR), University of Cologne, Cologne, 2005.

BARRON, John M.; NI, Jinlan. Endogenous asymmetric information and international equity home bias: the effects of portfolio size and information costs. **Journal of International Money and Finance**, v. 27, n. 4, p. 617-635, 2008.

BEKAERT, Geert; URIAS, Michael S. Diversification, integration and emerging market closed-end funds. **The Journal of Finance**, v. 51, n. 3, p. 835-869, 1996.

BERGGRUN, Luis; LIZARZABURU, Edmundo. Fund flows and performance in Brazil. **Journal of Business Research**, v. 68, n. 2, p. 199-207, 2015.

BERK, Jonathan B.; GREEN, Richard C. **Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets**. Working Paper 9275, National Bureau of Economic Research (NBER), Cambridge, 2002.

BERK, Jonathan B.; VAN BINSBERGEN, Jules H. Measuring skill in the mutual fund industry. **Journal of Financial Economics**, v. 118, n. 1, p. 1-20, 2015.

BOLLEN, Nicolas PB; BUSSE, Jeffrey A. Short-term persistence in mutual fund performance. **Review of Financial Studies**, v. 18, n. 2, p. 569-597, 2005.

BORGES, Elaine C.; MARTELANC, Roy. Sorte ou habilidade: uma avaliação dos fundos de investimento no Brasil. **Revista de Administração**, v. 50, n. 2, p. 196, 2015.

BOYSON, Nicole M. **Why do Experienced Hedge Fund Managers Have Lower Returns?** Working Paper 03 (November), Purdue University, Lafayette, 2003.

BRIÈRE, Marie; SIGNORI, Ombretta. Hedging inflation risk in a developing economy: The case of Brazil. **Research in international business and finance**, v. 27, n. 1, p. 209-222, 2013.

BROWN, Keith C.; HARLOW, W. V. **Staying the course: Performance persistence and the role of investment style consistency in professional asset management**. Working Paper (May), University of Texas, Texas, 2004.

BRYANT, Lonnie L. “Down but Not Out” mutual fund manager turnover within fund families. **Journal of Financial Intermediation**, v. 21, n. 4, p. 569-593, 2012.

CARVALHO, Maurício Rocha Alves. Avaliação de desempenho de fundos multimercado: resultados passados podem ser utilizados para definir uma estratégia de investimento? **Revista de Economia e Administração**, v. 4, n. 3, 367-387, 2005.

CASTRO, Bruno R.; MINARDI, Andrea 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.

CHAUVET, Marcelle; POTTER, Simon. Coincident and leading indicators of the stock market. **Journal of Empirical Finance**, v. 7, n. 1, p. 87-111, 2000.

CHAUVET, Marcelle; POTTER, Simon. Nonlinear risk. **Macroeconomic Dynamics**, v. 5, n. 4, p. 621-646, 2001.

CHEN, Joseph; HONG, Harrison; HUANG, Ming; KUBIK, Jeffrey D. Does fund size erode mutual fund performance? The role of liquidity and organization. **American Economic Review**, v. 94, n. 5, p. 1276-1302, 2004.

CHEVALIER, Judith; ELLISON, Glenn. Are some mutual fund managers better than others? Cross-sectional patterns in behavior and performance. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 3, p. 875-899, 1999a.

CHEVALIER, Judith; ELLISON, Glenn. Career Concerns of Mutual Fund Managers. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 114, n. 2, p. 389-432, 1999b.

COELHO, Gustavo Teixeira; MINARDI, Andrea Maria AF; LAURINI, Márcio Poletti. **Uma investigação sobre os Estilos Gerenciais e Riscos de Mercado de Fundos Multimercados Brasileiros**. Working Paper 180, Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2009.

COSTA, Bruce A.; JAKOB, Keith; PORTER, Gary E. Mutual fund performance and changing market trends 1990-2001: Does manager experience matter?. **The Journal of Investing**, v. 15, n. 2, p. 79-86, 2006.

COVAL, Joshua D.; MOSKOWITZ, Tobias J. Home bias at home: Local equity preference in domestic portfolios. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 6, p. 2045-2073, 1999.

CUMMING, Douglas; DAI, Na; JOHAN, Sofia. Are hedge funds registered in Delaware different?. **Journal of Corporate Finance**, v. 35, p. 232-246, 2015.

CUTHBERTSON, Keith; NITZSCHE, Dirk; O'SULLIVAN, Niall. A review of behavioural and management effects in mutual fund performance. **International Review of Financial Analysis**, v. 44, p. 162-176, 2016.

CUTHBERTSON, Keith; NITZSCHE, Dirk; O'SULLIVAN, Niall. UK mutual fund performance: Skill or luck?. **Journal of Empirical Finance**, v. 15, n. 4, p. 613-634, 2008.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Fundos de Investimentos** – Portal do Investidor, 2014. Disponível em:

<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Cadernos/CVM-Caderno-3.pdf>. Acesso em 27 de junho de 2015.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 409**, de 18 de agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/400/inst409.pdf>. Acesso em 30 de julho de 2016.

DAROLLES, Serge; GOURIEROUX, Christian. Conditionally fitted Sharpe performance with an application to hedge fund rating. **Journal of Banking & Finance**, v. 34, n. 3, p. 578-593, 2010.

DAS, Praveen K.; UMA RAO, SP; BOUDREAUX, Denis O. Workplace Fund Performance: Luck or Skill? **International Journal of Financial Research**, v. 6, n. 2, p. 95-100, 2015.

DELI, Daniel N. Mutual fund advisory contracts: An empirical investigation. **The journal of finance**, v. 57, n. 1, p. 109-133, 2002.

DING, Bill; WERMERS, Russ. **Mutual fund performance and governance structure: The role of portfolio managers and boards of directors**. Unpublished working paper. State University of New York (SUNY) at Albany and University of Maryland, 2012.

DU, Ding; HUANG, Zhaodan; BLANCHFIELD, Peter J. Do fixed income mutual fund managers have managerial skills?. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 49, n. 2, p. 378-397, 2009.

DZIUDA, Wioletta; MONDRIA, Jordi. Asymmetric information, portfolio managers, and home bias. **Review of Financial Studies**, v. 25, n. 7, p. 2109-2154, 2012.

EDWARDS, Franklin R.; CAGLAYAN, Mustafa O. Hedge fund performance and manager skill. **Journal of Futures Markets**, v. 21, n. 11, p. 1003-1028, 2001.

EFAMA – European Fund and Asset Management Association. **International Statistical Release**, 2015. Disponível em:
http://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20%20International/151001_International%20Statistical%20Release%202015%20Q2.pdf. Acesso em 23/10/2015.

ELING, Martin; FAUST, Roger. The performance of hedge funds and mutual funds in emerging markets. **Journal of Banking & Finance**, v. 34, n. 8, p. 1993-2009, 2010.

ELING, Martin; SCHUHMACHER, Frank. Does the choice of performance measure influence the evaluation of hedge funds?. **Journal of Banking & Finance**, v. 31, n. 9, p. 2632-2647, 2007.

ELTON, Edwin J.; GRUBER, Martin J.; BLAKE, Christopher R. Incentive fees and mutual funds. **The Journal of Finance**, v. 58, n. 2, p. 779-804, 2003.

EVANS, Richard B. Mutual fund incubation. **The Journal of Finance**, v. 65, n. 4, p. 1581-1611, 2010.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns. **The Journal of Finance**, v. 65, n. 5, p. 1915-1947, 2010.

FILIPPAS, N. D.; PSOMA, Christine. Equity mutual fund managers performance in Greece. **Managerial Finance**, v. 27, n. 6, p. 68-75, 2001.

FONSECA, Nelson F.; BRESSAN, Aureliano A.; IQUIAPAZA, Robert A.; GUERRA, João P. Análise do Desempenho Recente de Fundos de Investimento no Brasil. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 18, n.1, p. 95-116, 2007.

FONSECA, Sâmia C.; MALAQUIAS, Rodrigo F. O efeito smart money no segmento de fundos multimercados. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 2, n. 3, p. 3, 2012.

FUNG, William; HSIEH, David A. Hedge fund benchmarks: A risk-based approach. **Financial Analysts Journal**, v. 60, n. 5, p. 65-80, 2004.

FUNG, William; HSIEH, David A. Risk in fixed-income hedge fund styles. **The Journal of Fixed Income**, v. 12, n. 2, p. 6-27, 2002.

GIANNETTI, Mariassunta; LAEVEN, Luc. The flight home effect: Evidence from the syndicated loan market during financial crises. **Journal of Financial Economics**, v. 104, n. 1, p. 23-43, 2012.

GIBBONS, Robert; MURPHY, Kevin J. Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence. **The Journal of Political Economy**, v. 100, n. 3, p. 468-505, 1992.

GODÓI, Fabiano. Os melhores do mercado ajudam a atravessar a crise. **Exame**, São Paulo, p. 58-72, edição 1104, ano 49, n. 24, 23 dez. 2015. Entrevista concedida a Giuliana Napolitano, Maria Luíza Filgueiras e Patrícia Valle.

GOLEC, Joseph H. The effects of mutual fund managers' characteristics on their portfolio performance, risk and fees. **Financial Services Review**, v. 5, n. 2, p. 133-147, 1996.

GOMES, Fábio Augusto R.; CRESTO, Vicente. Avaliação do Desempenho dos Fundos Long-Short no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 8, n. 4, p. 505-529, 2010.

GRINBLATT, Mark; KELOHARJU, Matti. How distance, language, and culture influence stockholdings and trades. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 3, p. 1053-1073, 2001.

GRINBLATT, Mark; TITMAN, Sheridan. Mutual fund performance: An analysis of quarterly portfolio holdings. **Journal of business**, v. 62, n. 3, p. 393-416, 1989.

GROSE, Chris; DASILAS, Apostolos; ALEXAKIS, Christos. Performance persistence in fixed interest funds: With an eye on the post-debt crisis period. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 33, p. 155-182, 2014.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria Básica**. 5 ed. Porto Alegre: AMGH Editora, 2011.

GUPTA, Rakesh; JITHENDRANATHAN, Thadavillil. Fund flows and past performance in Australian managed funds. **Accounting Research Journal**, v. 25, n. 2, p. 131-157, 2012.

HU, Jin-Li; CHANG, Tzu-Pu. Decomposition of mutual fund underperformance. **Applied Financial Economics Letters**, v. 4, n. 5, p. 363-367, 2008.

HU, Jin-Li; YU, Hsueh-E.; WANG, Yi-Ting. Manager Attributes and Fund Performance: Evidence from Taiwan. **Journal of Applied Finance & Banking**, v. 2, n. 4, p. 85-101, 2012.

HUIJ, Joop; POST, Thierry. On the performance of emerging market equity mutual funds. **Emerging Markets Review**, v. 12, n. 3, p. 238-249, 2011.

INDRO, Daniel C.; JIANG, Christine X.; HU, Michael Y.; LEE, Wayne Y. Mutual fund performance: does fund size matter? **Financial Analysts Journal**, v. 55, n. 3, p. 74-87, 1999.

ISRAELSEN, Craig. A refinement to the Sharpe ratio and information ratio. **Journal of Asset Management**, v. 5, n. 6, p. 423-427, 2005.

IVKOVIĆ, Zoran; WEISBENNER, Scott. Local does as local is: Information content of the geography of individual investors' common stock investments. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 1, p. 267-306, 2005.

JAGANNATHAN, Ravi; MALAKHOV, Alexey; NOVIKOV, Dmitry. Do hot hands exist among hedge fund managers? An empirical evaluation. **The Journal of Finance**, v. 65, n. 1, p. 217-255, 2010.

JANG, Bong-Gyu; PARK, Seyoung. Ambiguity and optimal portfolio choice with Value-at-Risk constraint. **Finance Research Letters**, v. 18, p. 158-176, 2016.

JORDÃO, Gustavo A.; MOURA, Marcelo L. Performance analysis of Brazilian hedge funds. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 21, n. 3, p. 165-176, 2011.

KLONOWSKI, Darek. Private equity in emerging markets: Stacking up the BRICs. **The Journal of Private Equity**, v. 14, n. 3, p. 24-37, 2011.

KUMAR, Pavitra. Hedge Fund Characteristics and Performance Persistence: Evidence from 1996–2006. **Quarterly Journal of Finance**, v. 5, n. 02, p. 1550018, 2015.

LAMPHUN, Pornlapas; WONGSURAWAT, Winai. A survey of mutual fund fees and expenses in Thailand. **International Journal of Emerging Markets**, v. 7, n. 4, p. 411-429, 2012.

LEDOIT, Oliver; WOLF, Michael. Robust performance hypothesis testing with the Sharpe ratio. **Journal of Empirical Finance**, v. 15, n. 5, p. 850-859, 2008.

LEE, Jen-Sin; YEN, Pi-Hsia; CHEN, Ying-Jen. Longer tenure, greater seniority, or both? Evidence from open-end equity mutual fund managers in Taiwan. **Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance**, v. 4, n. 2, p. 1-20, 2008.

LEMESHKO, Oleksandra; REJNUŠ, Oldřich. Performance Evaluation of Equity Mutual Funds in Countries with Emerging Economies: Evidence from BRIC, CEE, sea and MENA Regions. **Procedia Economics and Finance**, v. 30, p. 476-486, 2015.

LEUSIN, Liliana; BRITO, Ricardo D. Market timing e avaliação de desempenho dos fundos brasileiros. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 22-36, 2008.

LI, Haitao; ZHANG, Xiaoyan; ZHAO, Rui. Investing in talents: Manager characteristics and hedge fund performances. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 46, n. 01, p. 59-82, 2011.

LIPPI, Andrea. (Country) Home bias in Italian occupational pension funds asset allocation choices. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 59, p. 78-82, 2016.

LOPES, Alexsandro B.; FURTADO, Cláudio V. Private equity na carteira de investimentos das entidades de previdência privada. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 17, n. 2, p. 108-126, 2006.

LÜTJE, Torben; MENKHOFF, Lukas. What drives home bias? Evidence from fund managers' views. **International Journal of Finance & Economics**, v. 12, n. 1, p. 21-35, 2007.

MALAQUIAS, Rodrigo F. **Desempenho de fundos multimercados**. 2012. 99 f. Tese (Doutorado) - Curso de Administração de Empresas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo, 2012.

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

MALAQUIAS, Rodrigo F.; EID JR, William. Multimarket funds: performance, performance determinants and moderator effect. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 15, n. 4, p. 135-163, 2014.

MALAQUIAS, Rodrigo F.; MAMEDE, Samuel P. N. Efeito Calendário e Finanças Comportamentais no Segmento de Fundos Multimercados/Calendar Effect and Behavioral Finance in Brazilian Hedge Funds. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, p. 98, 2015.

MAMEDE, Samuel P. N.; MALAQUIAS, Rodrigo F. Monday effect in Brazilian hedge funds with immediate redemption. **Research in International Business and Finance**, v. 39, p. 47-53, 2017.

MALLOY, Christopher J. The geography of equity analysis. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 2, p. 719-755, 2005.

MASSA, Massimo; SIMONOV, Andrei. Hedging, familiarity and portfolio choice. **Review of Financial Studies**, v. 19, n. 2, p. 633-685, 2006.

MENKHOFF, Lukas; SCHMIDT, Ulrich; BROZYNSKI, Torsten. The impact of experience on risk taking, overconfidence, and herding of fund managers: Complementary survey evidence. **European Economic Review**, v. 50, n. 7, p. 1753-1766, 2006.

MILAN, Pedro L. A. B.; EID JR, William. Elevada Rotatividade de Carteiras e o Desempenho dos Fundos de Investimento em Ações (High Portfolio Turnover and Performance of Equity Mutual Funds). **Revista Brasileira de Finanças**, v. 12, n. 4, p. 469, 2014.

MILANI, Bruno. Avaliação da Performance de Fundos de Investimento: a história do pensamento atual. **A Economia em Revista - AERE**, v. 19, n. 1, p. 37-53, 2011.

MINARDI, Andrea M. A. F.; KANITZ, Ricardo V.; BASSANI, Rafael H. Private Equity and Venture Capital Industry Performance in Brazil: 1990-2013. **The Journal of Private Equity**, p. 48-58, 2014.

MISHRA, Anil V. Australia's home bias and cross border taxation. **Global Finance Journal**, v. 25, n. 2, p. 108-123, 2014.

NAIDENOVA, Iuliia; PARSHAKOV, Petr; ZAVERTIAEVA, Marina; TOMÉ, Eduardo. Look for people, not for alpha: mutual funds success and managers intellectual capital. **Measuring Business Excellence**, v. 19, n. 4, p. 57-71, 2015.

NAKA, Atsuyuki; NOMAN, Abdullah. Diversification of risk exposure through country mutual funds under alternative investment opportunities. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 2016. No prelo.

NAMVAR, Ethan; PHILLIPS, Blake; PUKTHUANTHONG, Kuntara; RAU, P. Raghavendra. Do hedge funds dynamically manage systematic risk? **Journal of Banking & Finance**, v. 64, p. 1-15, 2016.

NANDA, Vikram; NARAYANAN, M. P.; WARTHER, Vincent A. Liquidity, investment ability, and mutual fund structure. **Journal of Financial Economics**, v. 57, n. 3, p. 417-443, 2000.

NAPOLITANO, Giuliana; FILGUEIRAS, Maria L.; VALLE, Patrícia. Os melhores do mercado ajudam a atravessar a crise. **Exame**, São Paulo, p. 58-72, edição 1104, ano 49, n. 24, 23 dez. 2015.

NI, Jinlan. The effects of portfolio size on international equity home bias puzzle. **International Review of Economics & Finance**, v. 18, n. 3, p. 469-478, 2009.

OEHLER, Andreas; RUMMER, Marco; WENDT, Stefan. Portfolio selection of German investors: On the causes of home-biased investment decisions. **The Journal of Behavioral Finance**, v. 9, n. 3, p. 149-162, 2008.

OLIVEIRA, Fábio A. B. Taxas de Administração e de Performance em Fundos Multimercado: uma Comparação dos Melhores e dos Maiores. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, p. 1-16, 2010.

OLSEN, Robert A.; COX, Constance M. The influence of gender on the perception and response to investment risk: The case of professional investors. **The journal of psychology and financial markets**, v. 2, n. 1, p. 29-36, 2001.

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

PHILPOT, James; PETERSON, Craig A. Manager characteristics and real estate mutual fund returns, risk and fees. **Managerial Finance**, v. 32, n. 12, p. 988-996, 2006.

PICCIONI, João L.; SHENG, Hsia H.; LORA, Mayra I. Mutual fund managers stock preferences in Latin America. **International Review of Financial Analysis**, v. 24, p. 38-47, 2012.

POLLET, Joshua M.; WILSON, Mungo. How does size affect mutual fund behavior?. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 6, p. 2941-2969, 2008.

PONTES, Gleison A.; ROGERS, Pablo; MALAQUIAS, Rodrigo F. Os fundos long and short entregam o prêmio de lockup? Evidências empíricas no Brasil. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 26, n. 3, p. 106-123, 2015.

POOL, Veronika K.; STOFFMAN, Noah; YONKER, Scott E. No place like home: Familiarity in mutual fund manager portfolio choice. **Review of Financial Studies**, v. 25, n. 8, p. 2563-2599, 2012.

PRATHER, Laurie; BERTIN, William J.; HENKER, Thomas. Mutual fund characteristics, managerial attributes, and fund performance. **Review of Financial Economics**, v. 13, n. 4, p. 305-326, 2004.

RAMASAMY, Bala; YEUNG, Matthew CH. Evaluating mutual funds in an emerging market: factors that matter to financial advisors. **International Journal of Bank Marketing**, v. 21, n. 3, p. 122-136, 2003.

REVISTA Exame. São Paulo: Editora Abril, 2001. **Os melhores gestores**. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/747a/noticias/os-melhores-gestores-m0042734>. Acesso em 30 de julho de 2016.

REVISTA **Exame**. São Paulo: Editora Abril, 2011, 2012, 2013, 2015. Anual. (Os melhores gestores de fundos).

REVISTA Exame. São Paulo: Editora Abril, 2013. **Os melhores gestores de fundos do ano**. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/1048/noticias/os-melhores-gestores-de-fundos-do-ultimo-ano>. Acesso em 01 de agosto de 2016.

ROCHMAN, Ricardo R.; EID JR, William. Fundos de investimento ativos e passivos no Brasil: comparando e determinando os seus desempenhos. In: 30º Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2006.

ROCHMAN, Ricardo R.; RIBEIRO, Marcos P. A Relação entre a Estrutura, Conduta e Desempenho da Indústria de Fundos de Investimento: um estudo de painel. In: 27º Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração. **Anais...** Atibaia: ANPAD, 2003.

ROMANO, Joseph P.; WOLF, Michael. Improved nonparametric confidence intervals in time series regressions. **Nonparametric Statistics**, v. 18, n. 2, p. 199-214, 2006.

ROUMPIS, Efthymios; SYRIOPOULOS, Theodore. Dynamics and risk factors in hedge funds returns: Implications for portfolio construction and performance evaluation. **The Journal of Economic Asymmetries**, v. 11, p. 58-77, 2014.

SANVICENTE, Antônio Zoratto; SANCHES, Fábio Adriano Miessi. Viés de seleção na análise de desempenho de ações no mercado brasileiro. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 37, n. 2, 2002.

SCHUHMACHER, Frank; ELING, Martin. A decision-theoretic foundation for reward-to-risk performance measures. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 7, p. 2077-2082, 2012.

SCHUHMACHER, Frank; ELING, Martin. Sufficient conditions for expected utility to imply drawdown-based performance rankings. **Journal of Banking & Finance**, v. 35, n. 9, p. 2311-2318, 2011.

SCHUTT, Isabel; CALDEIRA, João. Análise De Estilo Dinâmica De Fundos Multimercados: Aplicação Para O Mercado Brasileiro. In: 41º Encontro Nacional de Economia. **Anais...** Foz do Iguaçu: ANPEC, 2013.

SEASHOLES, Mark S.; ZHU, Ning. Individual investors and local bias. **The Journal of Finance**, v. 65, n. 5, p. 1987-2010, 2010.

SHARMA, Prateek; PAUL, Samit. Testing the skill of mutual fund managers: evidence from India. **Managerial Finance**, v. 41, n. 8, p. 806-824, 2015.

SHARPE, William F. Mutual fund performance. **The Journal of Business**, v. 39, n. 1, p. 119-138, 1966.

SHAWKY, Hany A.; DAI, Na; CUMMING, Douglas. Diversification in the hedge fund industry. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 1, p. 166-178, 2012.

SHUKLA, Ravi. The value of active portfolio management. **Journal of Economics and Business**, v. 56, n. 4, p. 331-346, 2004.

SIALM, Clemens; SUN, Zheng; ZHENG, Lu. **Home Bias and Local Contagion: Evidence from Funds of Hedge Funds**. Working Paper 19570, National Bureau of Economic Research (NBER), Cambridge, 2013.

SOLNIK, Bruno; ZUO, Luo. A global equilibrium asset pricing model with home preference. **Management Science**, v. 58, n. 2, p. 273-292, 2012.

STOCK, James H.; WATSON, Mark W. **Econometria**. São Paulo: Addison Wesley, 2004.

SWINKELS, Laurens; RZEZNICZAK, Pawel. Performance evaluation of Polish mutual fund managers. **International Journal of Emerging Markets**, v. 4, n. 1, p. 26-42, 2009.

SWITZER, Lorne N.; HUANG, Yanfen. How does human capital affect the performance of small and mid-cap mutual funds?. **Journal of Intellectual Capital**, v. 8, n. 4, p. 666-681, 2007.

TEKÇE, Bülent; YILMAZ, Neslihan; BILDIK, Recep. What Factors Affect Behavioral Biases? Evidence From Turkish Individual Stock Investors. **Research in International Business and Finance**, v. 37, p. 515-526, 2016.

TEO, Melvyn. The Geography of Hedge Funds. **Review of Financial Studies**, v. 22, n. 9, p. 3531-3561, 2009.

TITMAN, Sheridan; TIU, Cristian. Do the best hedge funds hedge?. **Review of Financial Studies**, v. 24, n. 1, p. 123-168, 2011.

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

VARGA, Gyorgy; WENGERT, Maxim. A Indústria de Fundos de Investimentos no Brasil. **Revista de Economia e Administração**, v. 10, n. 1, p. 66-109, 2011.

YOSHINAGA, Cláudia. E.; CASTRO JR, Francisco H. F.; ODA, André L.; LUCCHESI, Eduardo P. Análise de Estilo em Fundos Multimercados Com e Sem Alavancagem no Brasil. **Revista Eletrônica de Gestão**, v. 2, n. 1, p. 9-21, 2009.

WANG, Ming-Chang; CHENG, Ming-Yuan. The performance synergies between science and engineering and business management backgrounds of managers in high-tech mutual funds: Evidence from Taiwan. **International Review of Economics & Finance**, v. 34, p. 211-229, 2014.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2004.

WU, Shue-Jen; LEE, Wei-Ming. Intertemporal risk–return relationships in bull and bear markets. **International Review of Economics & Finance**, v. 38, p. 308-325, 2015.

Apêndice A: Tipos de ativos que compõem as carteiras dos fundos de acordo com a classificação disposta na Economatica

Sequência	Tipos de ativos
1	Ações
2	Brazilian depos receipt BDR
3	Cert ou rec de dep de valores mobiliários
4	Cotas de fundos
5	Debêntures
6	Depósito a prazo e outros títulos de instituições financeiras
7	Diferencial de swap a pagar
8	Diferencial de swap a receber
9	Disponibilidades
10	Disponível de ouro
11	Emprest -acoes e TVM cedid
12	Emprest -acoes e TVM receb
13	Investimento no exterior
14	Merc Futuro - posic compr
15	Merc Futuro - posic vend
16	Opç compra - posiç titulares
17	Opç compra - posiç lançadas
18	Opç não rev - posiç titulares
19	Opç não rev - posiç lançadas
20	Opç venda - posiç titulares
21	Opç venda - posiç lançadas
22	Operaçõescompormissadas
23	Otr VM reg na CVM obj of pub
24	Otros val mob ofertados privad
25	Outras aplicações
26	Outras oper passivas e exigib
27	Termo - compras a receber
28	Termo - obr por compra a pag
29	Termo - obr por venda a entreg
30	Termo - vendas a receber
31	Títulos de crédito privado
32	Títulos ligados ao agronegócio
33	Títulos públicos
34	Valores a pagar
35	Valores a receber

Fonte: elaborado pela autora com base na Economatica (2016)

Apêndice B: Classificação da composição das carteiras em renda variável e renda fixa

Sequência	Tipo de investimento na carteira - Economatica	Tipo de renda
1	Ações	Variável
2	Brazilian depos receipt BDR	Variável
3	Cert ou rec de dep de valores mobiliários	Fixa
4	Cotas de fundos	Variável
5	Debêntures	Fixa
6	Depósito a prazo e outros títulos de instituições financeiras	Fixa
7	Diferencial de swap a pagar	Variável
8	Diferencial de swap a receber	Variável
9	Disponibilidades	Nenhum
10	Disponível de ouro	Fixa
11	Emprest -acoes e TVM cedid	Variável
12	Emprest -acoes e TVM receb	Variável
13	Investimento no exterior	Variável
14	Merc Futuro - posic compr	Variável
15	Merc Futuro - posic vend	Variável
16	Opç compra - posiç titulares	Variável
17	Opç compra - posiç lançadas	Variável
18	Opç não rev - posiç titulares	Variável
19	Opç não rev - posiç lançadas	Variável
20	Opç venda - posiç titulares	Variável
21	Opç venda - posiç lançadas	Variável
22	Operaçõescompromissadas	Variável
23	Otr VM reg na CVM obj of pub	Variável
24	Otros val mob ofertados privad	Variável
25	Outras aplicações	Nenhum
26	Outras oper passivas e exigib	Nenhum
27	Termo - compras a receber	Variável
28	Termo - obr por compra a pag	Variável
29	Termo - obr por venda a entreg	Variável
30	Termo - vendas a receber	Variável
31	Títulos de crédito privado	Fixa
32	Títulos ligados ao agronegócio	Fixa
33	Títulos públicos	Fixa
34	Valores a pagar	Nenhum
35	Valores a receber	Nenhum

Fonte: elaborado pela autora (2016)

Apêndice C: Amostra 2 – sem viés de sobrevivência e sem viés de incubação – Estatística descritiva das variáveis do estudo sobre a composição das carteiras – hipóteses 1 a 4

O Apêndice C apresenta as estatísticas descritivas de observações, média, desvio-padrão, mínimo e máximo das variáveis utilizadas no estudo, no período de Setembro/2009 a Janeiro/2016 para a amostra 2 (sem viés de sobrevivência e sem viés de incubação).

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Comp.R.Var	307479	0.785	0.313	0.000	1.016
Comp.R.Fixa	307479	0.206	0.306	0.000	0.999
Exp.Gestor	307479	14.169	6.722	0.503	27.119
Qtd.F.Adm	307479	5.137	1.729	0.000	7.058
Localização	307479	0.974	0.161	0.000	1.000
Melh.Gestor	307479	0.507	0.500	0.000	1.000
Tx.Adm	307479	0.723	0.969	0.000	10.000
Tx.Perf	307479	0.196	0.397	0.000	1.000
Tamanho	307479	17.490	1.356	15.425	21.421

Notas: Comp.R.Var = porcentagem da composição da carteira referente a renda variável; Comp.R.Fixa = porcentagem da composição da carteira referente a renda fixa; Exp.Gestor = experiência do gestor em anos; Qtd.F.Adm = logaritmo neperiano da quantidade de fundos administrada pelo gestor do fundo; Localização = localização do gestor do fundo, sendo 1 para localização em São Paulo e Rio de Janeiro e 0 para as demais; Melh.Gestor = melhores gestores de fundos, de acordo com a pesquisa do Centro de Estudos em Finanças da Fundação Getúlio Vargas publicada pela Revista Exame, que tiveram pelo menos 1 fundo destacado como melhor ao longo do período; Tx.Adm = percentual da taxa de administração do fundo; Tx.Perf = taxa de performance do fundo, sendo 1 para os fundos que cobram e 0 para os que não cobram; Tamanho = logaritmo neperiano do patrimônio líquido do fundo.

Apêndice D: Amostra 2 – sem viés de sobrevivência e sem viés de incubação – Estimativa da interferência dos fatores relacionados ao gestor na composição das carteiras para renda variável dos fundos multimercados brasileiros – teste das hipóteses 1 a 4

O Apêndice D apresenta dados das regressões para renda variável, a partir dos painéis *Pooled*, Efeitos Aleatórios e Efeitos fixos, evidenciando os coeficientes das variáveis, os termos de erros robustos, o teste t para cada coeficiente, os intervalos de confiança, a constante e as medidas de R² para cada regressão, no período de Setembro/2009 a Janeiro/2016 para a amostra 2 (sem viés de sobrevivência e sem viés de incubação).

Variáveis	Pooled						Efeitos aleatórios						Efeitos fixos					
	Coefic.	E. p. rob.	Teste t	Int. de conf. (95%)			Coefic.	E. p. rob.	Teste t	Int. de conf. (95%)			Coefic.	E. p. rob.	Teste t	Int. de conf. (95%)		
Exp.Gestor	-0.003 ***	0.0001	-24.45	-0.003	-0.002		-0.003 ***	0.0007	-4.56	-0.005	-0.002		0.000	(omitido)				
Qtd.F.Adm	0.027 ***	0.0004	61.41	0.027	0.028		0.030 ***	0.0029	10.53	0.025	0.036		0.000	(omitido)				
Localização	0.104 ***	0.0045	23.27	0.095	0.113		0.101 ***	0.0271	3.72	0.048	0.154		0.000	(omitido)				
Melh.Gestor	-0.030 ***	0.0011	-26.85	-0.032	-0.028		-0.036 ***	0.0074	-4.84	-0.050	-0.021		0.000	(omitido)				
Tx.Adm	0.024 ***	0.0006	42.18	0.023	0.026		0.026 ***	0.0038	6.67	0.018	0.033	-0.627 *	0.3380	-1.86	-1.290	0.036		
Tx.Perf	-0.051 ***	0.0017	-30.69	-0.055	-0.048		-0.035 ***	0.0107	-3.3	-0.056	-0.014		0.000	(omitido)				
Tamanho	-0.050 ***	0.0004	-113.47	-0.050	-0.049		-0.008 ***	0.0026	-3.11	-0.013	-0.003		-0.007 ***	0.0027	-2.58	-0.012	-0.002	
Constante	1.457 ***	0.0089	163.88	1.439	1.474		0.729 ***	0.0521	13.99	0.627	0.831		1.358 ***	0.2543	5.34	0.859	1.856	
R²	0.084																	
R² within							0.001						0.0007					
R² between							0.049						0.0013					
R² overall							0.054						0.0011					
Chow	4.510 ***																	
Breusch-Pagan	6.70E+06 ***																	
Hausman	285.060 ***																	

Notas: Coefic. = coeficiente beta ou parâmetro regressor; Significância estatística: * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01; E. p. rob. = erro-padrão robusto; Teste t = Teste t de *Student*; Int. de conf. (95%) = intervalo de confiança de 95%. Variáveis: Exp.Gestor = experiência do gestor em anos; Qtd.F.Adm = logaritmo neperiano da quantidade de fundos administrada pelo gestor do fundo; Localização = localização do gestor do fundo, sendo 1 para localização em São Paulo e Rio de Janeiro e 0 para as demais; Melh.Gestor = melhores gestores de fundos, de acordo com a pesquisa do Centro de Estudos em Finanças da Fundação Getúlio Vargas publicada pela Revista Exame, que tiveram pelo menos 1 fundo destacado como melhor ao longo do período; Tx.Adm = percentual da taxa de administração do fundo; Tx.Perf = taxa de performance do fundo, sendo 1 para os fundos que cobram e 0 para os que não cobram; Tamanho = logaritmo neperiano do patrimônio líquido do fundo; Constante = constante do modelo estatístico. A estatística *Variance Inflation Factor* (VIF) não evidenciou problemas relacionados à multicolinearidade (média de 1,29). O teste de Chow, que testa a adequação de se utilizar efeitos fixos ao invés de *pooled OLS*, acusou Prob > F = 0.0110 e por isso o modelo de painel mais adequado foi o de efeitos fixos. O teste de Breusch-Pagan, que testa a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ao invés de *pooled OLS*, acusou Prob > chi² = 0.0000 e por isso o modelo de painel mais adequado foi o de efeitos aleatórios. O teste de Hausman que testa a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ao invés de efeitos fixos, acusou Prob > chi² = 0.0000 e por isso o modelo de painel mais adequado foi o de efeitos fixos.

Apêndice E: Amostra 2 – sem viés de sobrevivência e sem viés de incubação – Estimativa da interferência dos fatores relacionados ao gestor na composição das carteiras para renda fixa dos fundos multimercados brasileiros – teste das hipóteses 1 a 4

O Apêndice E apresenta dados das regressões para renda fixa, a partir dos painéis *Pooled*, Efeitos Aleatórios e Efeitos fixos, evidenciando os coeficientes das variáveis, os termos de erros robustos, o teste t para cada coeficiente, os intervalos de confiança, a constante e as medidas de R^2 para cada regressão, no período de Setembro/2009 a Janeiro/2016 para a amostra 2 (sem viés de sobrevivência e sem viés de incubação).

Variáveis	Pooled						Efeitos aleatórios						Efeitos fixos					
	Coefic.	E. p. rob.	Teste t	Int. de conf. (95%)			Coefic.	E. p. rob.	Teste t	Int. de conf. (95%)			Coefic.	E. p. rob.	Teste t	Int. de conf. (95%)		
Exp.Gestor	0.003 ***	0.0001	22.97	0.002	0.003		0.003 ***	0.0007	4.49	0.002	0.004		0.000	(omitido)				
Qtd.F.Adm	-0.024 ***	0.0004	-54.96	-0.025	-0.023		-0.027 ***	0.0028	-9.59	-0.033	-0.022		0.000	(omitido)				
Localização	-0.111 ***	0.0044	-25.06	-0.119	-0.102		-0.103 ***	0.0269	-3.82	-0.155	-0.050		0.000	(omitido)				
Melh.Gestor	0.030 ***	0.0011	27.48	0.028	0.032		0.033 ***	0.0073	4.53	0.019	0.047		0.000	(omitido)				
Tx.Adm	-0.023 ***	0.0006	-39.85	-0.024	-0.021		-0.024 ***	0.0037	-6.35	-0.031	-0.016	0.628 *	0.3474	1.81	-0.053	1.309		
Tx.Perf	0.056 ***	0.0016	33.69	0.052	0.059		0.039 ***	0.0105	3.77	0.019	0.060		0.000	(omitido)				
Tamanho	0.048 ***	0.0004	111.73	0.047	0.049		0.008 ***	0.0026	3.04	0.003	0.013		0.007 ***	0.0027	2.52	0.002	0.012	
Constante	-0.449 ***	0.0088	-51.27	-0.466	-0.432		0.247 ***	0.0526	4.69	0.144	0.350		-0.367	0.2612	-1.41	-0.879	0.145	
R²	0.081																	
R² within							0.0006						0.0007					
R² between							0.0468						0.0010					
R² overall							0.0523						0.0008					
Chow	4.310 ***																	
Breusch-Pagan	6.70E+06 ***																	
Hausman	284.95 ***																	

Notas: Coefic. = coeficiente beta ou parâmetro regressor; Significância estatística: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; E. p. rob. = erro-padrão robusto; Teste t = Teste t de Student; Int. de conf. (95%) = intervalo de confiança de 95%. Variáveis: Exp.Gestor = experiência do gestor em anos; Qtd.F.Adm = logaritmo neperiano da quantidade de fundos administrada pelo gestor do fundo; Localização = localização do gestor do fundo, sendo 1 para localização em São Paulo e Rio de Janeiro e 0 para as demais; Melh.Gestor = melhores gestores de fundos, de acordo com a pesquisa do Centro de Estudos em Finanças da Fundação Getúlio Vargas publicada pela Revista Exame, que tiveram pelo menos 1 fundo destacado como melhor ao longo do período; Tx.Adm = percentual da taxa de administração do fundo; Tx.Perf = taxa de performance do fundo, sendo 1 para os fundos que cobram e 0 para os que não cobram; Tamanho = logaritmo neperiano do patrimônio líquido do fundo; Constante = constante do modelo estatístico. A estatística Variance Inflation Factor (VIF) não evidenciou problemas relacionados à multicolinearidade (média de 1,29). O teste de Chow, que testa a adequação de se utilizar efeitos fixos ao invés de pooled OLS, acusou $\text{Prob} > F = 0.0135$ e por isso o modelo de painel mais adequado foi o de efeitos fixos. O teste de Breusch-Pagan, que testa a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ao invés de pooled OLS, acusou $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$ e por isso o modelo de painel mais adequado foi o de efeitos aleatórios. O teste de Hausman que testa a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ao invés de efeitos fixos, acusou $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$ e por isso o modelo de painel mais adequado foi o de efeitos fixos.