

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA – UFU
FACULDADE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS – FACIC
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

MARIANA CARDOSO FERREIRA

**PERFORMANCE DE FUNDOS COM RESTRIÇÕES DE RESGATE EM PERÍODOS
DE CRISE**

UBERLÂNDIA
NOVEMBRO 2017

MARIANA CARDOSO FERREIRA

**PERFORMANCE DE FUNDOS COM RESTRIÇÕES DE RESGATE EM
PERÍODOS DE CRISE**

Artigo Acadêmico apresentado a Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Rodrigo F. Malaquias

**UBERLÂNDIA
NOVEMBRO 2017**

Mariana Cardoso Ferreira

Performance de fundos com restrições de resgate em períodos de crise

Artigo Acadêmico apresentado à Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Banca de Avaliação:

Prof. Rodrigo F. Malaquias

(Modalidade Blind Review)

(Modalidade Blind Review)

Uberlândia (MG), 01 de novembro de 2017

RESUMO

Considerando a participação dos fundos de investimentos no Brasil, e também dos efeitos apresentados pela crise financeira, este trabalho analisa a *performance* dos fundos de investimento com restrições de resgate em períodos de crise. A finalidade deste trabalho é verificar a performance em períodos de crise, em comparação com fundos que não possuem restrições de liquidez. A base foi composta por 1.118 fundos de ações no período de 2008 a 2014. Para mensurar a performance dos fundos, optou-se por usar o índice de Sharpe médio, tratando-se de uma pesquisa quantitativa, descritiva e documental. Os resultados mostram que em períodos de crise fundos com maior período de resgate não necessariamente atingiram melhor performance média.

Palavras-chave: Fundos de Investimento. Resgate. Crise.

ABSTRACT

Facing the economic importance of the investments fund in Brazil, and the relevance in studying investments in times of crisis, this paper analyses the investment funds performance with restriction about redemption in times of crisis. The purpose of this work is to verify the liquidity in difficult times of crisis, making a comparison with those funds that do not have liquidity restrictions. The basis is made of 1118 funds of stock analysed in the period that goes from 2008 to 2014. In order to measure the funds' performance, it was used the medium Sharpe index, once it is a quantitative, descriptive and documentary research. The results show that in times of crisis, funds with greater redemption periods not necessarily got better medium performance.

Keywords: Investment funds, redemption, crisis.

1 INTRODUÇÃO

De acordo com Casaccia (2009), a implementação do Plano Real contribuiu para que o cenário econômico brasileiro apresentasse grande crescimento, tal cenário favoreceu o avanço nos investimentos em ações e, de modo consequente em uma evolução do mercado de fundos de investimentos. A melhoria foi significativa com o controle da inflação, redução da taxa básica de juros (SELIC), crescimento defensível do PIB (Produto Interno Bruto) e acréscimo da renda, do crédito e do consumo, associado à abertura do mercado de capitais brasileiro promoveram a progressão da indústria de fundos de investimento nacional.

Os fundos de investimento no Brasil, atuam sob a autorização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão responsável regulamentar e fiscalizar. A Instrução CVM no 409 em seu artigo 2º dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, conceituados como: “uma comunhão de recursos constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em títulos e valores mobiliários, bem como em quaisquer outros ativos disponíveis no mercado financeiro e de capitais”. (YOSHINAGA, CASTRO JUNIOR, ODA E LUCCHESI, 2009, p.2).

Para facilitar o processo de alocação de recursos nos fundos de investimento, os gestores podem fazer uso de restrições de liquidez impostas aos cotistas. Estas restrições de liquidez podem ocorrer por meio de períodos de resgate estabelecidos nos regulamentos dos fundos. Cabe aos cotistas avaliar se as restrições de liquidez impostas aos seus investimentos estão alinhadas com seus objetivos de médio e longo prazo (PONTES, ROGERS E MALAQUIAS, 2015). A liquidez está relacionada aos prazos de resgate.

Devido ao desenvolvimento e a relevância dos fundos de mercado, ao longo dos anos, o objetivo do trabalho é analisar a performance dos fundos multimercados com restrições de liquidez em períodos de crise, em comparação com fundos que não possuem restrições de liquidez. Esta pesquisa possui o potencial de evidenciar aos investidores mais uma variável que pode aprimorar seu processo de tomada de decisão no momento de investir seus recursos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O início dos fundos de investimento é antigo, de acordo com Toledo Filho (1997), não é possível ter uma data precisa de quando várias pessoas se associaram para fundar uma carteira de investimento, mas o primeiro fundo fixado foi Société Générale que surgiu em 1822 na Bélgica. Segundo Andrezo e Lima (1999), “o primeiro fundo de investimento, no Brasil, foi lançado em 1957, de nome Crescincos, que até o início dos anos 70, era o maior fundo brasileiro”, que permitia obter recursos privados para industrializa  o nacional.

A ANBIMA (Associa  o Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais),    a representante das institui  es e um dos principais provedores de pesquisa e estatísticas sobre mercados, criando e transmitindo informes sobre os mercados de capitais, de fundos de investimento e de produtos de tesouraria. Visa estimular limpidez dos mercados de títulos públicos e privados.

Os fundos de Investimento são condomínios ou carteiras compostas, que ligam múltiplos investidores que reúnem seus bens para empregar em diversos ativos como títulos públicos federais, estaduais e municipais, a  es, títulos privados e são controlados por uma norma e têm na Assembleia Geral seu principal fórum de decisões (OLIVEIRA, 2006). No fundo de investimento, o feitor (administrador), do fundo aplica os recursos dos investidores (patrim  nio do fundo), de forma a potencializar o retorno e reduzir o risco da carteira do fundo.

Rassier (2004) afirma que os fundos de investimentos se tornaram populares devido ao fato de oferecerem de forma simples ao aplicador que deseja investir no mercado financeiro, sendo que este mercado aumenta a complexidade e a variedade a cada dia. Indiferente do valor investido, os investidores devem obter informa  es, rentabilidade e, sobretudo, a mesma assessoria que    fornecida a administra  o de uma carteira com grandes quantidades.

Para Wiltgen (2016), a liquidez    a capacidade de transformar um ativo em dinheiro; no caso dos fundos, representaria a velocidade de se poder resgatar os recursos investidos no fundo. Contudo, nem sempre a liquidez e o potencial de rentabilidade estão positivamente associados.

Fonseca, Bressan, Iquiapaza e Guerra (2007), utilizando os índices de Sortino e de Sharpe, analisaram o desempenho dos fundos no Brasil de 2001 a 2006, e as diferenças de retorno entre as categorias foram irrelevantes, mas constataram-se que fundos de renda fixa apresentam melhor rela  o risco e retorno, possivelmente por conta das altas taxas de juros do mercado brasileiro nesse período.

Matos e Nave (2012), analisaram fundos de ações brasileiros de 1998 a 2009, por meio da construção de carteiras rebalanceadas trimestralmente, construídas a partir de diferentes métricas de risco e retorno como índices de Sharpe, Treynor, Calmar e Sortino. Encontraram evidências de uma persistência incomum entre fundos com supremo desempenho.

Malaquias e Eid (2013) exploraram 831 fundos multimercado brasileiros de 2007 a 2011 para comprovar se usam retornos passados e informações públicas para obter retornos anormais, e apontaram que na média os fundos não agregam valor notável, mas as informações públicas estão relacionadas ao desempenho dos fundos, contrariando a teoria de mercados eficientes. Utilizaram a metodologia proposta por Amin e Kat (2003), uma alternativa ao índice de Sharpe e ao alfa de Jensen mais apropriada para fundos de hedge.

Três estudos apresentaram metodologias alternativas, com resultados um pouco mais pessimistas do que os anteriores, conforme apresentado no Quadro a seguir.

QUADRO 1 – PESQUISAS NACIONAIS SELECIONADAS SOBRE FUNDOS DE INVESTIMENTO

Estudo	Metodologia	Principais Resultados
Melo e Macedo (2011)	A pesquisa avaliou o desempenho de fundos de investimento multimercado macro no período de 2005 a 2010, com foco em suas carteiras de ações, através da análise de indicadores de desempenho apresentados pelos fundos em questão. Utilizou-se a Análise Envoltória de Dados (DEA) para propor um indicador de performance que utilizasse em seu cálculo medidas de risco (DP e beta) e de retorno.	Das trinta carteiras avaliadas, somente quatro apresentaram evidências de estratégias bem-sucedidas de seletividade de ativos subavaliados. Com relação à influência das variáveis de controle no desempenho das carteiras de ações, não foram encontradas diferenças significativas no indicador de seletividade entre os fundos maiores e menores, exclusivos e não exclusivos ou alavancados e não alavancados.
Milani, Ceretta, Barba e Casarin (2010)	A amostra inicialmente incorporava 201 fundos, mas alguns fundos possuíam pequena parcela do período estudado, portando os fundos foram reduzidos para 136. Utilizou-se para análise o tradicional modelo CAPM.	Os autores alegam que a inclusão de momentos superiores aos tradicionais primeiro e segundo momentos usados no CAPM podem aumentar o poder de avaliação do modelo, com a captura dos efeitos de assimetria e curtose. Os resultados apontam que a inclusão de momentos superiores não apresentou muita relevância.

Milani e Ceretta (2013)	Foram utilizados dados de frequência diária em um painel de 162 fundos de diferentes tipos de gestão e benchmarks, no período de 2001 a 2009. Para a análise dos dados, foi utilizado um modelo baseado simultaneamente no clássico Capital Asset Pricing Model (CAPM) com a inclusão das variáveis referentes a tamanho e idade dos fundos.	O resultado não se mantém nos fundos de gestão Passiva, que apresentam Alfa maior nos quartis de fundos menores, embora todos também tenham, assim como os fundos de gestão ativa, superado o mercado. Porém, ao verificar o Índice de Sharpe, não há dúvidas de que os fundos com maior performance são os de maior PL.
-------------------------	--	--

Fonte: Elaborada pela Autora.

3 METODOLOGIA

Em relação ao método de abordagem, este trabalho se classifica como um estudo quantitativo, que envolve procedimentos estatísticos de análise (HAIR et al., 2005). A relação entre a crise e os fundos de investimento será abordada para uma amostra de fundos e, em seguida, será aplicado um método estatístico de análise da relação entre as variáveis; por isso o trabalho foi classificado como quantitativo.

Quanto aos objetivos, pretende-se adotar um estudo descritivo que, de acordo com Andrade (2004), apresenta as características de uma determinada situação, sem que o pesquisador nela interfira. O estudo descritivo se mostra aplicável em razão da busca pela análise de uma possível relação entre as variáveis, sem, no entanto, interferir na realidade analisada.

Os dados dos fundos de ações foram obtidos junto à Economática e a amostra a ser estudada terá um total de 1.118 fundos de ações, sendo que as quantidades analisadas serão de fundos sem *lockup* e fundos que possuem *lockup*, considerando os períodos de crise. Para mensurar a performance dos fundos será utilizado o índice de Sharpe médio dos fundos da amostra, que pondera o prêmio pelo risco pela volatilidade.

Conforme mencionado acima, a classificação de fundos pelo IS, é simples: o melhor fundo é aquele que apresenta o maior IS, isto é, quanto mais alto for este indicador, mais eficiente é o fundo de investimento, pois entrega *performance* por unidade de grau de risco. A

comparação do Índice de Sharpe médio do grupo de fundos sem *lockup* com o Índice de Sharpe médio do grupo de fundos com *lockup* será feito por meio do teste t de Student.

A pesquisa tem como propósito medir a *performance* dos fundos de ações com restrições de resgate em períodos de crise. Além disso, pretende extrair características que permitem analisar se é viável investir em períodos de crise e se é vantajoso ter *lockup* para estes investimentos. Os resultados obtidos a partir de tal análise podem servir ao investidor como mais um auxílio na tomada de decisão em períodos de recessão.

4 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS

Conforme descrito na metodologia, foram selecionados para estudo os fundos de ações: Ibovespa (Ativo e Indexado) e IBrX (Ativo e Indexado). Conforme descrito na metodologia, foram selecionados 1.118 fundos obtidos através da Economática com dados para o período de resgate e com informações suficientes para cálculo do Índice de Sharpe anual em pelo menos um dos anos.

Fundos com período de resgate igual a zero foram nomeados inicialmente como “Resgate = 0” e fundos com período de resgate diferente de zero (ou seja, fundos que possuem restrições de resgate) foram nomeados inicialmente como “Resgate = 1”. Entretanto, o número de fundos com período de resgate igual a zero foi muito pequeno nas análises quantitativas (uma ou duas observações por ano nas tabelas construídas), então foi necessário estabelecer outro critério para observar o efeito do período de resgate na performance.

Optou-se por nomear as variáveis da seguinte maneira: “Resgate ≤ 3 ” para fundos com período de resgate menor ou igual a 3 dias; e “Resgate > 3 ” para fundos com período de resgate maior que 3 dias. As análises foram realizadas ano a ano, e a comparação por meio do teste t de Student. Os resultados estão disponíveis nas Tabelas 1 e 2.

Tabela 1: Análise do Índice de Sharpe por período de resgate (2008 a 2011)

Tipo de Resgate	2008			2009			2010			2011		
	n	Sharpe Médio	Sig.	n	Sharpe Médio	Sig.	n	Sharpe Médio	Sig.	n	Sharpe Médio	Sig.
Resgate ≤ 3	46	-0.806	**	50	2.334	**	56	-0.189	n.s.	55	-0.965	n.s.
Resgate > 3	148	-0.884		203	2.625		231	-0.193		252	-0.998	

* significante a 10%; ** significante a 5%; * significante a 1%; n.s. diferença não significativa.

Na Tabela 1, no ano de 2008, fizeram parte do banco de dados 194 fundos (46 com período de resgate menor ou igual a 3 dias e 148 com período de resgate maior que 3 dias). O Índice de Sharpe médio para o primeiro grupo de análise (conforme critérios definidos) foi de -0,806, enquanto que para o segundo grupo de análise foi de -0.884. Ou seja, o segundo grupo apresentou menor média para o Índice de Sharpe, mostrando que em período de crise, fundos com restrição menor ou igual a 3 dias se sobressaem aos fundos com restrição de período, provavelmente por se tratar de um ano que esteve em recessão.

No ano de 2009 foi analisado 253 fundos (50 com período de resgate menor ou igual a 3 dias e 203 com período de resgate maior que 3 dias). O Índice de Sharpe para o primeiro grupo foi de 2.334, ao passo que para o segundo grupo de análise foi de 2.625, ou seja, o segundo apresentou maior média para o Índice de Sharpe, indicando que no ano de 2009, ao contrário de 2008, fundos com restrição ressaem aos fundos sem restrição.

Tabela 2: Análise do Índice de Sharpe por período de resgate (2012 a 2014)

Tipo de Resgate	2012			2013			2014		
	n	Sharpe Médio	Sig.	n	Sharpe Médio	Sig.	n	Sharpe Médio	Sig.
Resgate <= 3	41	0.372	n.s.	32	-0.818	n.s.	17	-0.617	n.s.
Resgate > 3	180	0.372		121	-0.833		61	-0.761	

* significativa a 10%; ** significativa a 5%; * significativa a 1%; n.s. diferença não significativa.

Inicialmente, os resultados do estudo para a comparação da performance de fundos com e sem períodos de resgate não foi conclusivo, uma vez que a quantidade de fundos de ações da amostra com período de resgate igual a zero foi muito baixa para permitir comparações e testes quantitativos (o número chegou a uma ou duas observações por ano). Com a construção da nova variável, foi possível observar que no período de crise financeira (2008), fundos com maior período de resgate não necessariamente atingiram melhor performance média (resultado significativo a 5%). Já no ano de 2009, com melhor cenário no mercado financeiro, os fundos com maior período de resgate apresentaram melhor performance (diferença significativa a 5%). Nos demais períodos, a diferença não foi significativa.

Os resultados obtidos neste estudo estão de acordo com a pesquisa elaborada por Rao e Rao (2009), que em momentos de falta de eficiência na utilização dos recursos produtivos, que se traduz num aumento do custo médio de produção, concluem que em sua amostra não há diferenças significativas de desempenho e de acordo com Wiltgen (2016), a liquidez é uma

característica muito valorizada pelos investidores, principalmente nas épocas de crise e pelos mais conservadores. Assim, de uma maneira geral, não necessariamente fundos com maior período de resgate apresentaram melhor performance em períodos de crise financeira com base nos critérios adotados para o desenvolvimento desta pesquisa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com a análise do impacto da performance de fundos com restrições de resgate em período de crise, por meio de uma amostra de 1.118 fundos de ações, notou-se que, ao contrário do que pode ser sugerido, fundos de investimentos com maior liquidez nem sempre apresentam melhor desempenho.

A pesquisa evidenciou pelo Índice de Sharpe médio que, em 2008, os fundos sem restrição tiveram uma média melhor do que grupos de fundos com restrições. Em 2009 conforme análise, é possível identificar que os investimentos que possuem maior *lockup* apresentaram melhor média, aparentemente alguns fundos conseguiram estabelecer estratégias para aproveitar a redução de preços produzida pela crise no mercado de ações, já que nesse ano se registraram os maiores índices de performance, medido pelo índice de Sharpe.

A razão sugerida para essa ligeira mudança de comportamento pode ser o viés da disponibilidade e o atalho mental da sobre-reação às circunstâncias negativas do mercado. Evidentemente, a decisão de investir no mercado financeiro passa por uma análise bem mais complexa e criteriosa que tão somente a utilização de um modelo matemático, como o Índice de Sharpe, ou um teste estatístico de hipóteses. Fatores como cenário econômico atual, tamanho da empresa, tempo de atuação no mercado e seus principais indicadores financeiros são também levados em consideração.

Este trabalho tem como limitações a escolha de um período de análise relativamente curto e conturbado, a ausência de outras variáveis como o tamanho dos fundos e taxas cobradas pelos fundos. Como sugestão para novas pesquisas, seria interessante que outros trabalhos analisassem um período mais amplo e com frequência menor, além de diferenciar os períodos de crise econômica de períodos sem crise, e utilizar múltiplos indicadores de *performance*. É interessante destacar que as conclusões deste trabalho estão relacionadas ao Índice de Sharpe, indicador de *performance* escolhido para ser utilizado na análise e tratamento dos dados.

REFERÊNCIAS

- ANDREZO, ANDREA F.; LIMA, IRAN S. **Mercado Financeiro: Aspectos Teóricos e Conceituais**. São Paulo. Pioneira, 1999.
- CASACCIA, Michelli Coll. **Análise do desempenho de fundos de investimentos em ações brasileiros**. 2009. 64f. Trabalho de conclusão de curso – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto CASACCIA Alegre, 2009.
- DING, B.; SHAWKY, H. A.; TIAN, J. Liquidity Shocks, size and the relative performance of hedge fund strategies. **Journal of Banking and Finance**, n. 33, p. 883-891, 2009.
- FONSECA, N. F., BRESSAN, A. A., IQUIAPAZA, R. A., & GUERRA, J. P. (2007). **Análise de desempenho recente de fundos de investimento no Brasil**. Contabilidade Vista & Revista, 18(1), 95-116.
- FONSECA, LIGIA NARELA CATERIANO. **Análise de desempenho dos fundos multimercados**. 2012. 183f. Dissertação (Mestrado em Ciências) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo.
- HAIR Jr., J.F. ET AL. **Análise Multivariada de Dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- LAZIER, I., & SIQUEIRA, J. O. (2010). Avaliação de fundos de investimento utilizando o índice de Sharpe AR-GARCH-M. **Revista de Economia e Administração**, 9(2), 191-206.
- LIMA, IRAN SIQUEIRA, ET AL. **Fundos de investimentos: aspectos operacionais e contábeis**. São Paulo: Atlas, 2004.
- MALAQUIAS, R., & EID, W. (2013). Market efficiency and performance of multimarket funds. **Revista Brasileira de Finanças**, 11(1), 119-142.
- MATOS, P., & NAVE, A. (2012). Fundos de investimento em ações no Brasil: performance e expertise de gestão. **Brazilian Business Review**, 9(Especial), 1-38.
- MELO, A., & MACEDO, M. (2011). **Análise de desempenho de longo prazo da carteira de ações de fundos de investimento multimercado macro no Brasil no período de 2005 a 2010**. Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo, SP, Brasil, 11.

MESSEM, Educação Financeira. **O impacto da Crise política na economia**. 29 set. 2017. Disponível em: <http://blog.messem.com.br/o-impacto-da-crise-politica-na-economia/>. Acesso em: 25 out. 2017.

MILANI, B., & CERETTA, P. S. (2013). Efeito tamanho nos fundos de investimento brasileiros. **Revista de Administração da UFSM**, 6(1), 119-138.

MILANI, B., CERETTA, P. S., BARBA, F. G., & CASARIN, F. (2010). Fundos de investimento brasileiros: a influência dos momentos superiores na avaliação de desempenho. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, 12(36), 289-303.

OLIVEIRA, Sérgio Luiz Cordeiro de. **O crescimento dos fundos de investimentos no Brasil, no período pós-plano real, e sua importância para economia nacional**. 2006. 183f. Dissertação (Pós-Graduação em Economia) – Universidade Federal do Ceará. Ceará.

TOLEDO FILHO, Jorge Ribeiro De. **Introdução ao Mercado de Capitais Brasileiro**. Campinas. Editora lucre, 1997.

RAO, D. N.; RAO, S. B. **Effect of Fund Size on the Performance of Balanced Mutual Funds: An Empirical Study in the Indian Context**. SSRN, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1437597>>.

RASSIER, Leandro H. **Análise de retorno dos fundos de renda fixa brasileiros através de indicadores de mercado**. Dissertação (Mercado em Administração de Empresas) – Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Rio Grande do Sul, 2004. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/4922>>. Acesso em: 22 de outubro de 2017.

PONTES, G. D. A; ROGERS, P; MALAQUIAS, F. R. **Os fundos long and short entregam o prêmio de lockup? Evidências empíricas no Brasil**. *Revista Contabilidade Vista e Revista*, Belo Horizonte, v.26, n.3, p. 106-120, set./dez.2015.

SHARPE, William F. Mutual Fund Performance. Chicago. **The Journal of Business**, v. 39, n. 1, p.119-138, 1996.

YOSHINAGA, Claudia Emiko; CASTRO JUNIOR, Francisco H. Figueiredo de; ODA, André Luiz; LUCCHESI, Eduardo Pozzi. **Análise de Estilo em Fundos Multimercados com e sem Alavancagem no Brasil**. *Revista Eletrônica de Gestão, Picos*, v. 2, n. 1, p. 9-21, jan./abr. 2009.

WILTGEN, Julia. **4 Investimentos de boa liquidez para resgatar facilmente**. 11 mai. 2016. Disponível em: <https://www.genialinvestimentos.com.br/artigo/4-investimentos-de-bom-liquidez-para-resgatar>. Acesso em 28 out. 2017.