



PERFORMANCE DOS GESTORES DE RECURSOS NO MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO

DOI: 10.12957/synthesis.2015.25832

MARCELO VERDINI MAIA* E CARLOS CEPPAS LYNCH**

Resumo: Nos últimos anos, o volume financeiro aplicado em gestoras de recursos aumentou exponencialmente, favorecido pelo maior ingresso de capitais internacionais no mercado financeiro brasileiro. Houve, assim, um aumento substancial de gestores que oferecem serviços variados, com o intuito de proporcionar maiores retornos para os investimentos. Usando uma série de indicadores de retorno e risco para medir talento, há evidências sobre diferenciação entre gestor de fundos talentosos e não talentosos, porém não há evidências sobre correlação entre a aplicação de recursos em fundos e o retorno dos fundos. Apesar de existir diferença grande entre o patrimônio médio dos fundos das duas amostras, encontramos que o número de cotistas nos fundos não talentosos são maiores. Por fim, ao considerar que todos os agentes têm acesso às ferramentas estatísticas necessárias para achar o gestor talentoso, a interpretação para o alto número de cotistas nos fundos não talentosos é a de que os investidores levam em consideração outros fatores não quantitativos, igualmente importantes na escolha por parte de cada indivíduo.

Palavras-chave: Fundos de investimento. Avaliação. Performance. Sorte ou habilidade.

Fund managers performance in the Brazilian financial market

Abstract: In recent years, the financial volume applied to asset managers has increased exponentially, favored by the inflow of international capital in the Brazilian financial market. There was also a substantial increase of managers offering services in order to provide higher returns on investments. From a dataset formed by risk and return indexes measuring skills, we provide evidence that skilled portfolio managers over perform non-skilled managers. Furthermore, there is no evidence of any correlation between the fund's returns and new investments. Moreover, we have found that the number of investors in the non-skilled portfolio manager's funds is bigger than the skilled portfolio manager's funds. Rational agents in the economy who have full access to modern statistic techniques are able to identify if the skilled portfolio manager should divert their decisions with qualitative insights.

Keywords: Mutual funds. Valuation. Performance. Luck or skill.

* Professor Adjunto da FCE/UERJ.

** Economista e Mestrando em Finanças na Universidade Rochester.

1 INTRODUÇÃO

É de conhecimento comum em finanças que altos retornos vêm acompanhados de maiores riscos. No mundo ideal, o investidor racional conhece este postulado e as técnicas necessárias para alcançar os

retornos desejados, não necessitando, em tese, de especialistas que façam este trabalho. Na prática, esta regra aparentemente simples se torna um desafio tanto para investidores individuais quanto para profissionais do mercado. Em especial, para o investidor individual,

a falta de conhecimento técnico e de informação e os altos custos de transação constituem um obstáculo para a formação destas carteiras. Assim, surge a figura do profissional de mercado, para quem a administração da maior parte dos recursos investidos no mercado financeiro é delegada.

No presente artigo, questionamos se a qualidade do serviço prestado por estes profissionais está acompanhando o aumento de novos recursos sob sua gestão e se, neste caso, os investidores conseguem identificar os gestores talentosos. De fato, em especial no Brasil, vemos um aumento recente de gestores especializados que atraem cada vez mais recursos sob sua gestão. Segundo a Anbima, em 10 anos, o número de casas especializadas saltou de 77 para 470. Neste mesmo período, o patrimônio líquido administrado alcançou R\$ 2,6 trilhões.

Estas perguntas estão fundamentadas nas seguintes premissas: os profissionais de mercado devem ser capazes de transformar os diferentes desejos individuais dos agentes em decisões de investimentos homogêneas, presumindo-se que esses profissionais tenham acesso a informações que não estão disponíveis para o investidor médio. Também, com base no conhecimento adquirido, que eles possam discriminar oportunidades lucrativas das não lucrativas. Aqueles que confiam seus recursos para terceiros precisam ser capazes de discriminar entre bons e maus administradores.

A literatura internacional apresenta alguns artigos que tentam explicar se há realmente diferença de performance entre os gestores de recursos. Fama e French (2010) analisam os fundos mútuos que são ativamente administrados. Demonstram que apesar de obterem performance ligeiramente superior à carteira de mercado, os altos custos de transação incorridos corroem os retornos superiores alcançados. Ainda que existam fundos de gestão ativa com alfa positivo, o que implicaria dizer que esses fundos obtêm retornos positivos anormais, o desafio é distinguir sorte de habilidade, pois em uma grande amostra é de esperar que uma parte tenha alfa positivo por sorte. Daí, concluem que não existe diferença entre

habilidade e sorte, de forma que os retornos podem ser considerados aleatórios.

Por outro lado, Mauboussin e Arbesman (2011) sustentam que há sim diferença entre habilidade e sorte entre os gestores de fundos. Os autores consideram a consistência dos retornos superiores ao índice, e não apenas a geração de retorno anormal. Isto é, a consistência em gerar alfas positivos, o que a literatura associa ao fenômeno de *hot hands*, é o que realmente identifica a habilidade de um gestor. Este fato era, até o momento, negligenciado na literatura. Desse modo, eles identificam que há evidência de consistência de retornos na base de dados, e não simples aleatoriedade.

Neste mesmo diapasão, Berk e Binsberg (2013) concordam com Mauboussin e Arbesman (2011), onde também conseguiram diferenciar o gestor sortudo do habilidoso. Ademais, inovam na literatura ao mostrar que os investidores conseguem fazer esta diferenciação no momento de realizar a escolha de seu investimento.

Cuthbertson e Nitzsche (2011), ao analisarem a habilidade e sorte de gestores de fundos alemães, defendem que fundos “*Winners*” estão associados à sorte, enquanto os “*Losers*”, além de “falta de sorte”, podem ser considerados “ruins”. Ou seja, apesar de haver performance superior, não há evidências de habilidade propriamente dita.

Para o Brasil, Silva (2012) chega à conclusão de que existem gestores brasileiros habilidosos. Utilizando o arcabouço do CAPM, apenas um fundo de ações, vinculado a uma instituição financeira pública, apresentou real desempenho inferior, enquanto 35 dos 75 fundos apresentaram real desempenho superior. Quando do uso do modelo linear de fatores, nenhum fundo apresentou real desempenho inferior. Por outro lado, apenas 3 fundos, todos vinculados a instituições financeiras privadas, apresentaram real desempenho superior.

Borges e Martelanc (2014) baseiam-se na metodologia apresentada por Fama e French (2010) para verificar a existência de sorte ou habilidade por parte dos gestores de fundos de ações brasileiros na

geração de retornos extraordinários. Nos resultados, constatou-se que a proporção de fundos reais com retornos anormais foi maior do que a de fundos simulados com retornos anormais, mesmo quando considerados retornos líquidos, o que significa que existe habilidade por parte de alguns gestores de fundos de ações brasileiros em gerar retornos anormais para os investidores, após custos e despesas. Os resultados são positivos, porém modestos. Assumindo-se que a amostra de alfas dos fundos reais seguiu uma distribuição normal de média zero, então o desvio padrão dos retornos anormais dos fundos ativos de ações brasileiros no período analisado foi 1,55%; isso significa que apenas 16% dos fundos analisados obtiveram retorno anormal maior do que 1,55% ao ano, ou 0,13% ao mês, enquanto apenas 2,3% dos fundos analisados conseguiram obter retorno anormal maior do que 3,1% ao ano, ou 0,26% ao mês.

Na seção 2, são apresentados a metodologia e os resultados empíricos encontrados. Após traçar o diagnóstico dos fundos na subseção 2.1, estudamos na subseção 2.2 se os gestores apresentam habilidade de acertar o momento do mercado, ao reajustar os pesos de suas carteiras tempestivamente e na direção correta que o mercado indica. Na subseção 2.3, baseados nos resultados encontrados nas subseções anteriores, investigamos a existência do reconhecimento dos investidores à habilidade dos gestores, no sentido de que o aporte de recursos, valorização de cotas e outros indicadores permitem levar à conclusão de que os investidores direcionam seus recursos para os gestores mais habilidosos. A seção 3 conclui o artigo.

2 METODOLOGIA E RESULTADOS EMPÍRICOS

Nossa análise concentrar-se-á nos fundos de ação (FIA). De acordo com a CVM, estes fundos devem obrigatoriamente deter 67% da carteira em ações (independente do cenário nacional e internacional), não podem ficar com posições vendidas (mas podem vender índices futuros) e podem ter estratégias atreladas ao índice Ibovespa e IBX (passivas), ou estratégias ativas (eventualmente podendo até ter uma

posição no conselho da empresa). Fundos com carteiras parcialmente investidas em ações, como no caso de fundos multimercados (dólar, juros, bolsa etc.), *equity hedge* ou *long biased*¹, foram excluídos da amostra.

Assim, a base de dados construída contém 360 fundos, abrangendo o período de 01/01/2009 a 31/12/2013, dos quais incluem-se fundos de gestores ligados a bancos e gestores independentes, gestores internacionais e nacionais, gestores com estratégias passivas e estratégias ativas. Os dados foram coletados no site da ANBIMA e do Economática.

2.1 PERFORMANCE DOS FUNDOS

Como usual na literatura, iniciamos a análise pelo diagnóstico dos fundos por meio de medidas quantitativas de performance. A medida mais popular de performance ainda é fornecida pelos retornos passados, apesar de não tratar o risco adequadamente. Neste caso, as comparações costumam ser feitas entre fundos com objetivos de investimento semelhantes, o que na prática, muitas vezes, está mal especificado.

Os gestores de fundos buscam adicionar valor tomando posições mais estruturadas e mais arriscadas, na tentativa de produzir retornos em excesso a um retorno considerado justo, que normalmente compensaria por um risco de investimento. Sabemos que maiores retornos são naturalmente acompanhados por maiores riscos. Assim, para que possamos efetivamente medir a performance de um gestor, devemos ser capazes de obter medidas corrigidas pelo risco. As métricas tradicionais de performance existentes na literatura são: volatilidade das cotas², índice Sharpe, índice de Treynor, alfa de Jensen e *appraisal ratio*.

Antes de adentrar no cálculo das métricas, iremos proceder ao ordenamento dos maiores retornos de cada fundo por período – 1 ano, 2 anos, 3 anos, 4 anos e 5 anos (2009 a 2013). Em seguida, os fundos são classificados em quartis, sendo o primeiro quartil o grupo de piores retornos, e o quarto quartil, o grupo de melhores retornos. Dessa forma, seremos capazes de, além de identificar o grupo de fundos que mais se

destaca, relacionar as métricas ajustadas ao risco aos retornos e, daí, estabelecer a relação entre performance e retornos.

Esta classificação realiza a clara dicotomia entre habilidade e sorte, e está bem detalhada no artigo de Fama e French (2010), onde habilidade é definida

como sendo a capacidade de o gestor de recursos gerar alfas positivos e manter seus retornos líquidos consistentemente acima da média do mercado, por um período de 5 anos. Caso contrário, qualquer alfa positivo que não siga esta consistência implica enquadramento do gestor na qualidade sorte.

Tabela 1 – Retorno médio dos fundos – Amostra contendo 360 fundos, com 167 gestores

Retorno médio	Delta (%) 1 ano	Delta (%) 2 anos	Delta (%) 3 anos	Delta (%) 4 anos	Delta (%) 5 anos
1º Quartil (Menores Retornos)	-17%	-16%	-36%	-41%	2%
2º Quartil	-9%	1%	-15%	-16%	43%
3º Quartil	-4%	13%	1%	8%	84%
4º Quartil (Maiores Retornos)	4%	31%	29%	47%	167%
Número de fundos	360				
Número de gestores	167				

Fonte: Resultados da pesquisa.

A Tabela 1 indica a melhor performance média do 4º quartil em relação ao 1º quartil, com destaque para o período de 5 anos (estes fundos obtêm o retorno médio de 167%). O teste de diferença de médias corrobora este fato: rejeita-se a hipótese nula de igualdade de médias a um nível de significância de 1%. Ademais, constata-se uma grande persistência dos fundos classificados neste quartis. De fato, 36 fundos permaneceram no 4º quartil por pelo menos 4 anos e 53 permaneceram no 4º quartil

por pelo menos 4 anos. Adotaremos a convenção de denominar os fundos classificados no 4º quartil como pertencentes ao grupo A, e os fundos classificados no 1º quartil como pertencentes ao grupo C.

Corroborando a melhor performance relativa do grupo A, a Figura 1 apresenta os retornos acumulados de cada grupo e do Ibovespa. Podemos notar que consistentemente o grupo A atinge a melhor performance, bem superior aos fundos do grupo C.

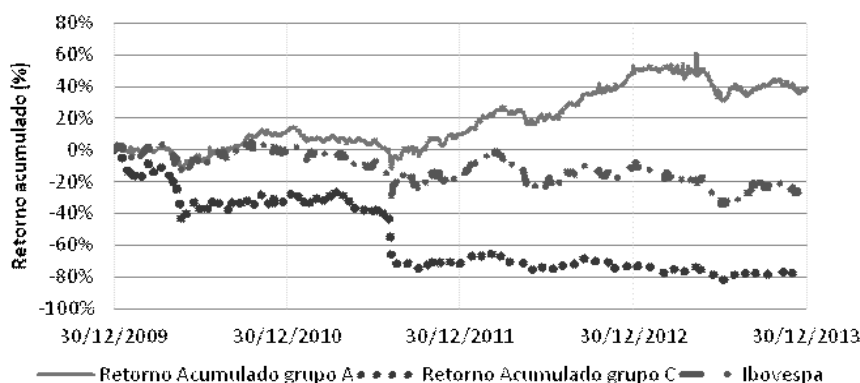


Figura 1– Retorno Acumulado dos grupos A e C e do Ibovespa

Fonte: Resultados da pesquisa.

Para corroborar a potencial superioridade dos fundos classificados no grupo A, avaliamos a consistência dos retornos dos fundos por meio de um histograma das variações de suas cotas. No eixo

horizontal, temos os intervalos de retornos. No eixo vertical, o número de vezes em que os retornos do grupo se situam em cada intervalo. O resultado é sumarizado na Tabela 2.

Tabela 2 – Histograma Grupos A, C e Ibovespa

Frequência		-3% > R	-3% < R < -2%	-2% < R < -1%	-1% < R < 0%	0% < R < 1%	1% < R < 2%	2% < R < 3%	3% < R
Grupo A	Numeros Absolutos	9	12	74	387	418	85	11	7
	Percentual	1%	1%	7%	39%	42%	8%	1%	1%
Grupo C	Numeros Absolutos	65	94	127	235	223	141	67	54
	Percentual	6%	9%	13%	23%	22%	14%	7%	5%
Ibovespa	Numeros Absolutos	17	50	147	283	291	140	45	17
	Percentual	2%	5%	15%	28%	29%	14%	4%	2%

Fonte: Resultados da pesquisa.

O grupo A apresenta em torno de 80% de seus retornos entre -1% e 1%. Isso é um resultado expressivo, principalmente quando comparado com o histograma dos retornos do Ibovespa e do grupo C, que apresentaram 60% e 40%, respectivamente, de seus retornos entre -1% e 1%.

Para o grupo C, evidencia-se que os retornos são

mais dispersos, mostrando uma tendência não muito clara, que os torna mais imprevisíveis. O mesmo não se pode afirmar para o grupo A: investir em fundos com essa característica não significa certeza de ganhos, porém, a dispersão é bem mais limitada. Estas características se traduzem em diferentes volatilidades, como bem ilustrado na figura 2.

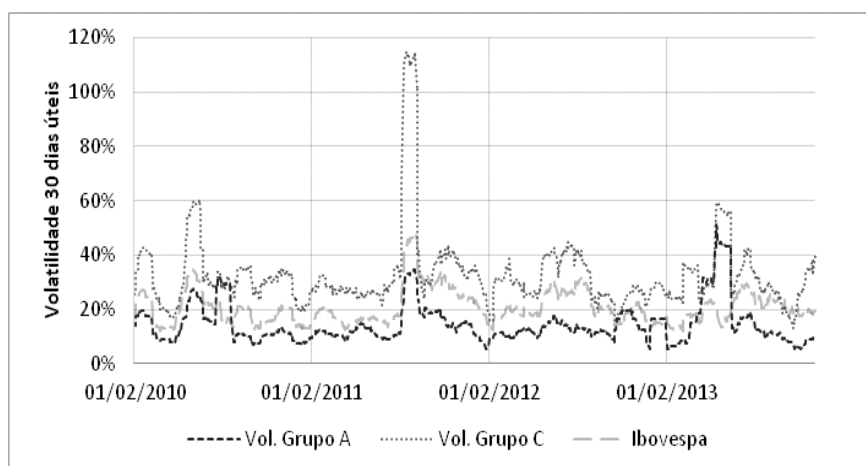


Figura 2 – Volatilidade Anualizada (30 dias úteis)

Fonte: Resultados da pesquisa.

Por fim, analisaremos o beta e o R^2 dos grupos. O beta de um fundo nos mostra a intensidade na qual a cota do fundo reage a uma variação no Ibovespa, ou seja, é a principal fonte de risco sistemático tratado

neste artigo. Já o R^2 nos mostra quanto da variação da cota é explicada pela variação do índice Ibovespa.

Utilizaremos o modelo de fator único (modelo de mercado), como segue:

$$R_{i,t} = a + \beta_i R_{IBOV,t} + \varepsilon_{i,t}, \forall t$$

$R_{i,t}$ é o retorno do grupo i e R_{IBOV} é o retorno do Ibovespa.

Tabela 3 – Regressão do Grupo i x Ibovespa

	Grupo A	Grupo C
	0,048% (0,023%)	-0,01% (0,043%)
	0,51 (0,02)	1,33 (0,03)
	46,62%	63,71%
Número de observações	1007	1007

Fonte: Resultados da pesquisa.

Aproximadamente 50% do resultado do grupo A explica-se pelo resultado do Ibovespa. Por outro lado, o grupo C apresentou um R^2 de aproximadamente 65%, o que significa que a maior parte de seu retorno é explicada pelo retorno do índice Ibovespa. Temos então que os fundos que se apresentam no grupo A de certa forma têm uma exposição menor ao Ibovespa do que os fundos do grupo C. Consideramos ter uma baixa exposição a Ibovespa uma característica positiva, pois isso significa que estes fundos conseguem diminuir sua exposição ao risco sistemático de mercado.

Após o diagnóstico inicial dos fundos, iremos nos dedicar à avaliação de performance por meio das métricas tradicionais ajustadas ao risco, já descritas acima.

O Índice Sharpe, amplamente utilizado na análise

de fundos de investimento, tem como objetivo ajustar o retorno do fundo pelo seu risco. A moderna teoria das carteiras nos mostra que um investidor racional demandará carteiras bem diversificadas localizadas na linha de alocação de capitais (LAC - maior inclinação possível) no diagrama retorno-risco. Para um dado nível de risco, quanto maior a inclinação, maior será a retorno esperado. A inclinação da LAC é chamada de Índice Sharpe. Usaremos o CDI como nossa taxa livre de risco. Nada mais é do que a razão recompensa-variabilidade para uma carteira P e é dada por:

$$S_p = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\sigma_p}$$

É evidente que quanto maior o retorno do fundo e menor a volatilidade, maior (melhor) o Índice Sharpe.

Tabela 4 – Índice Sharpe

Índice Sharpe	Grupo A	Grupo C
1 Ano	-0.75	-0.9
2 Anos	0.60	-1.37
3 Anos	-0.44	-2.74
4 Anos	-0.26	-3.39

Fonte: Resultados da pesquisa.

O índice de Treynor é a razão do excesso do retorno de um fundo (em relação ao ativo livre de risco) e o beta do fundo. Similar ao Índice

Sharpe, quanto maior o resultado, significa que o fundo teve um desempenho melhor no período.

Tabela 5 – Índice Treynor

Índice de Treynor	Grupo A	Grupo C
1 Ano	-0,37	-0,26
2 Anos	0,24	-0,36
3 Anos	-0,15	-0,77
4 Anos	-0,08	-0,92

Fonte: Resultados da pesquisa.

O alfa de Jensen mede o retorno anormal do fundo. Serve para identificar quanto um fundo gera de excesso de retorno em relação a um benchmark. Em mercados eficientes, o alfa de um fundo é zero. Entretanto, como os mercados não são eficientes,

é uma medida ajustada ao risco mais apropriada para fundos ativos, pois indica se na média os gestores proporcionam retornos em excesso à carteira passiva de benchmark. Daí, quanto maior o alfa, melhor.

Tabela 6 – Alfa de Jensen

Alfa de Jensen	Grupo A	Grupo C
1 Ano	-0.18	-0.23
2 Anos	-0.06	-0.25
3 Anos	-0.31	-0.42
4 Anos	-0.37	-0.50

Fonte: Resultados da pesquisa.

Com base no alfa de Jensen, calcularemos agora o *appraisal ratio*, também conhecido como Razão de Informação. Para adicionar valor, o administrador se expõe mais ao risco, desviando suas alocações reais da alocação passiva de mercado, implicada pela teoria das carteiras (índice). Ele pode deter mais ou menos ações, mais ou menos títulos de renda fixa, pode ponderar os ativos diferentemente do índice etc.

Uma carteira passiva eficiente tem risco não-

sistemático nulo, mas com alfa igual a zero. Por outro lado, carteiras ativas podem gerar alfas positivos, mas ao mesmo tempo adicionando risco não sistemático. Este desvio da carteira de mercado (carteira passiva eficiente) pode se traduzir em aumentos no risco idiossincrático.

Assim, se estamos avaliando a possibilidade de inclusão de um certo fundo ativo (gerador de alfa) em uma carteira bem diversificada passiva, precisamos

verificar qual seria o custo desta inclusão em termos de risco na carteira final. Este fato motivou a definição

da razão de informação como:

$$RI = \frac{\alpha_p}{\sigma(\varepsilon_p)}$$

Tabela 7 – Resultados do *Appraisal Ratio*

<i>Appraisal Ratio</i>	Grupo A	Grupo C
1 Ano	-1.06	-0.96
2 Anos	-0.41	-1.26
3 Anos	-2.51	-1.84
4 Anos	-3.12	-2.32

Fonte: Resultados da pesquisa.

Novamente, o grupo A se destaca também nesta métrica³.

Consolidando os resultados, temos o seguinte: o grupo A apresentou melhores alfas (menores perdas em relação ao índice Ibovespa), menos surpresas (volatilidades menores e frequências de resultados mais acumuladas), menos correlação com o Ibovespa (menos exposto ao risco sistemático – beta e R^2 menores), maiores índices Sharpe e Treynor.

2.2 MARKET TIMING

Nesta subseção, testaremos se o gestor possui habilidade de *market timing*. Gestores ativos normalmente tentam superar o mercado por estratégias fundamentalistas ou técnicas – uma alternativa é alocar recursos em determinadas classes de ativos (ações, renda fixa, por exemplo) condicionando a sua percepção ao retorno de cada mercado.

Note que aqui o gestor não necessariamente tem habilidade para identificar um ativo em particular como oportunidade de investimento. O que se destaca neste caso é sua capacidade de identificar o melhor momento para aumentar ou reduzir sua exposição a uma classe de ativos em resposta a indicadores antecedentes de boa ou má

performance relativa.

Por exemplo, os gestores poderiam ajustar o beta de uma carteira comprando/vendendo ações com betas altos/betas baixos em antecipação a uma eventual subida do mercado. Assim, uma eventual subida do mercado proporcionaria maiores retornos para o gestor.

Para instrumentalizar este teste, adotaremos uma *dummy* em nossa regressão, que assume valor zero, caso o retorno excedente do Ibovespa em relação ao ativo livre risco for menor do que zero, e um, caso contrário. Nessa estimativa, usaremos a fórmula proposta por Henriksson e Merton (1981), na qual estimam o seguinte modelo:

$$R_{i,t} - R_F = \alpha_i + \beta_i(R_{IBOV,t} - R_F) + c_i(R_{IBOV,t} - R_F)D_t + \varepsilon_{i,t}$$

onde R_i é o retorno fundo i , R_F é o retorno livre de risco, R_{IBOV} é o retorno do Ibovespa, β_i é o beta em mercados de baixa $\beta_i + c_i$ é o beta no mercado de alta.

Ou seja, se um fundo específico possuir $c_i > 0$ significativo, indica que este fundo aumenta a exposição da carteira em antecipação a performances superiores do IBOV, em relação ao ativo livre de risco.

Tabela 8 – Market Timing

Grupo A	Interseção	Beta	Dummy
Coefficientes	0.001	0.543	-0.0013
Erro padrão	0.000	0.026	0.001
P - Valor	0.026	0.000	0.068
Grupo C	Interseção	Beta	Dummy
Coefficientes	0.001	1.429	-0.0036
Erro padrão	0.001	0.048	0.001
valor-P	0.260	0.000	0.007

Fonte: Resultados da pesquisa.

Somente a *dummy* do grupo C é significativa (e negativa) a 5%, enquanto a *dummy* do grupo A não é estatisticamente significativa. Então, para o grupo C, temos uma postura contrária à estratégia de acertar o momento de mercado. Isto é, os gestores dos fundos do grupo C, em média, não conseguem detectar um mercado que terá melhor performance do que o ativo livre de risco. Note também que os gestores do grupo A não possuem em média esta característica.

2.3 ALOCAÇÃO DE CAPITAL

Após identificarmos a performance relativa de cada grupo, nos dedicamos a investigar a existência do reconhecimento dos investidores à habilidade dos gestores. Este reconhecimento pode ser visualizado no patrimônio líquido de cada fundo, aplicação e o número de cotistas que aplicam recursos em cada

fundo.

Segundo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), fundos de investimento em ação administram cerca de R\$ 260 bilhões de recursos de terceiros. Ao final de 2013, os fundos do grupo A administravam, juntos, cerca de R\$ 9 bilhões em seus portfólios, enquanto esse montante para os fundos do grupo C foi de R\$ 3 bilhões⁴. Considerando que a economia seja formada por agentes racionais, que procuram sempre otimizar seus ganhos, a identificação dos melhores fundos torna-se crucial. Na média, os fundos do grupo A administram R\$ 270 milhões e os fundos do grupo C administram R\$ 70 milhões – uma diferença de quase 300%.

A evolução do patrimônio está explicitada na Figura 3.

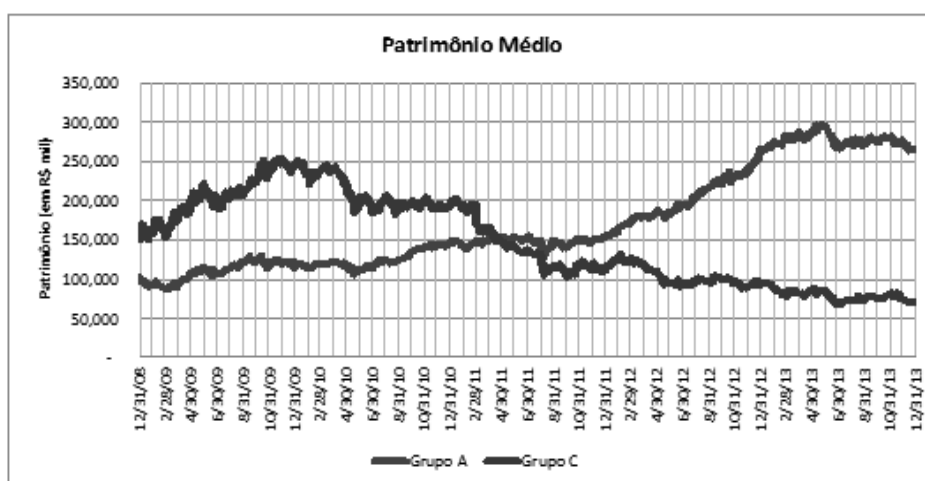


Figura 3 – Patrimônio médio dos dois grupos

Fonte: Resultados da pesquisa.

Porém, a análise inicial do gráfico não fornece a convicção de que a oscilação no patrimônio foi devida a uma variação na cota do fundo ou se

deveu-se a captações/resgates. Desse modo, iremos investigar esta distinção por meio da análise das captações de cada grupo.

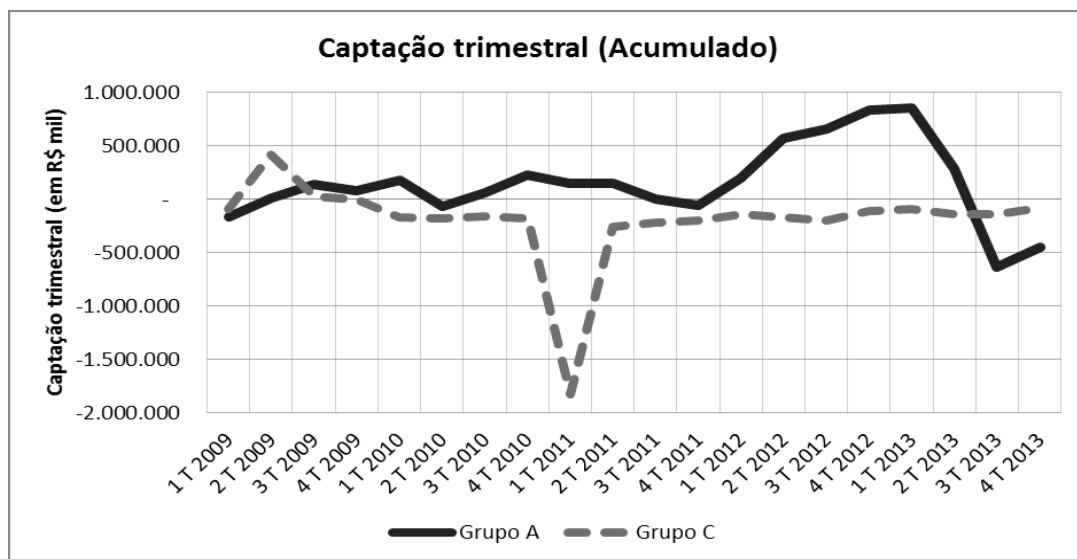


Figura 4 – Captação trimestral (nominal)

Fonte: Resultados da pesquisa.

A partir da análise da Figura 4, há evidências de que o fluxo de capital para os fundos do grupo A é maior do que os fluxos para os fundos do grupo C.⁵

Para testar a hipótese de que as captações dos fundos de investimento têm correlação com a cota dos fundos, faremos uma regressão entre as duas. Nessa regressão, usamos dados trimestrais para captar melhor o efeito da captação/resgate de cada

fundo.

O modelo a ser estimado é o seguinte:

$$\Delta C_{Ai} = a_i + \beta_i (R_{Ai}) + \varepsilon_i$$

Onde ΔC_{Ai} é a variação percentual da captação do grupo A, a_i é o retorno excedente, R_{Ai} é o retorno do grupo A e ε_i é o erro padrão da regressão.

Tabela 9 – Regressão entre a captação líquida vs. o retorno das cotas (Grupo A)

Grupo A	Interseção	Beta
Coefficientes	-0,38	-3,52
Erro padrão	0,50	6,35
Stat t	-0,76	-0,55
valor-P	0,46	0,59

Fonte: Resultados da pesquisa.

Do mesmo modo para o grupo C:

$$\Delta C_{Ci} = a_i + \beta_i (R_{Ci}) + \varepsilon_i$$

onde ΔC_{Ci} é a variação percentual da captação

do grupo C, a_i é o retorno excedente, R_{Ci} é o retorno do grupo C e ε_i é o erro padrão da regressão.

Tabela 10 – Regressão entre a captação líquida vs. o retorno das cotas (Grupo C).

Grupo C	Interseção	Beta
Coeficientes	-0,04	-0,02
Erro padrão	0,05	0,14
Stat t	-0,89	-0,17
valor-P	0,39	0,87

Fonte: Resultados da pesquisa.

O p-valor dos das duas análises não são significativos a 5%, não permitindo inferir que há relação entre captação e retorno das cotas.

Analisaremos agora a quantidade média de cotistas

por grupo em um período de um ano, durante os últimos 5 anos. Apesar de ambos terem conseguido atrair cotistas durante os cinco anos, o grupo C conseguiu atrair mais investidores do que o grupo A.

Tabela 11– Quantidade média de cotistas por grupo

Quantidade média de cotistas		
Data	Grupo A	Grupo C
2009	897	26.494
2010	962	31.392
2011	896	36.771
2012	988	35.860
2013	1.222	34.448

Fonte: Resultados da pesquisa.

A análise mais detalhada dos fundos que compõem os dois grupos indica que o grupo C é majoritariamente formado por fundos de bancos de varejo, enquanto o grupo A é formado basicamente por bancos de investimento e gestoras de recursos independentes. É possível que estes fatos expliquem a diferença entre a quantidade de cotistas dos dois grupos – bancos de varejo têm mais acesso a investidores individuais, enquanto gestoras independentes dependem mais de alocadores (bancos de investimentos, fundos de pensão etc.), que de certa forma agem como consórcio para vários investidores individuais.

Estes pontos merecem uma breve discussão. Como demonstrado nas seções anteriores, há evidências da existência de gestores habilitados. A ausência de correlação significativa entre as

captações e os retornos das cotas é contrária à ideia de que só existem investidores e alocadores racionais no mercado. De fato, segundo a teoria neoclássica, todos os agentes da economia são racionais e têm acesso a ferramentas estatísticas mais modernas para analisar os fundos, de forma que sempre procuram maximizar sua utilidade. Assim sendo, alocariam seu capital onde acreditariam que seria melhor gerido.

Assim, a ausência de correlação entre as captações e os retornos das cotas pode indicar a presença de irracionalidade no mercado (os investidores pagam um serviço para gestores ruins, enquanto sabem da existência de melhores).

Outra premissa difícil de ser medida, e que também não incluímos em nossa análise, é o valor que os investidores dão ao time de gestão: será que

os investidores somente se importam com o retorno das cotas ou ter um time composto por Ph.D.'s e analistas certificados (CFA, por exemplo) faz diferença? Se a resposta para a pergunta for sim, então faz sentido pensar que bancos (varejo ou de investimento) e gestores independentes com essa característica consigam atrair mais capital, independente de terem ou não um retorno brilhante. Essa é só uma de várias hipóteses não quantitativas que podem influenciar na decisão do investidor e explicar de certa forma os resultados encontrados nesta seção.

3 CONCLUSÃO

O presente artigo se propôs a analisar a

performance dos fundos de ações no Brasil, no período 2009-2013, e a entender se os investidores reconhecem e, conseqüentemente, canalizam recursos para os gestores mais habilitados.

Utilizando uma série de indicadores de retorno e de risco, alfa e consistência de retornos, mostramos que os fundos que sempre se encontram no 4º quartil, ou seja, os fundos do grupo A, apresentam não só melhores rendimentos, mas também mais estabilidade (menos volatilidade) aos cotistas. Há, portanto, evidências de que existem gestores habilitados que conseguem se destacar de seus *peers* e do resto do mercado. A tabela 12 sumariza os resultados encontrados.

Tabela 12 – Sumário das métricas de performance

	Grupo A	Grupo C	Ibovespa	CDI
Índice Sharpe	-0.26	-3.39	-	-
Índice de Treynor	-0.08	-0.92	-	-
Alfa de Jensen	-0.37	-0.50	-	-
<i>Appraisal Ratio</i>	-3.12	-2.32	-	-
Beta	0.51	1.33	-	-
Volatilidade	16%	36%	22%	0.1%
Delta (%) 01/2010 - 12/2013	39%	-79%	-25%	43%

Fonte: Resultados da pesquisa.

Em relação ao reconhecimento por parte dos investidores e do montante investido nos fundos, evidenciamos a clara diferença no tamanho do patrimônio administrado. Segundo a ANBIMA, o montante administrado em fundos de ação no fim de 2013 alcançou R\$ 260 bilhões. Isso significa que os fundos do grupo A detêm cerca de 5% desse montante, enquanto os fundos do grupo C apenas

aproximadamente 1%. Entretanto, o teste estatístico proposto no artigo não evidencia correlação significativa entre captação líquida e retorno das cotas.

Por ser o grupo C basicamente formado por fundos ligados a bancos comerciais e de varejo, o acesso a pequenos investidores que entendem pouco de investimento possibilita a esses fundos captarem muitos cotistas, apesar de serem fundos com

performance inferior na indústria. Por esse ponto de vista, resta claro que alocadores com acesso às ferramentas necessárias para identificar um bom portfólio, e a habilidade necessária para alocar o dinheiro, conseguem identificar um gestor de qualidade, enquanto um investidor com poucos recursos técnicos e de conhecimento superficial sobre fundos de investimentos pode ser induzido a aplicar em fundos de pior qualidade. Este é um ponto interessante para pesquisa futura.

NOTAS EXPLICATIVAS

¹ *Blend de Equity hedge e FIA*, o long biased proporciona uma maior liberdade e flexibilidade ao gestor. É um FIA que os gestores podem vender ativos para proteger a carteira em momentos de crise ou incerteza.

² Desvio-padrão anualizado do fundo.

³ Repare que os alfas foram todos negativos, o que provoca a negatividade da razão de informação. A conclusão é a de que todos os fundos no período analisado tiveram na média retornos anormais negativos, o que caracteriza a underperformance em relação à carteira passiva de benchmark.

⁴ Os montantes apresentados acima são a soma dos patrimônios administrados pelos fundos do grupo A e pelos fundos do grupo C, formados, respectivamente, por 36 e 53 fundos.

⁵ Na verdade, a análise da evidência de resgate dos fundos do grupo C e aplicação nos fundos do grupo A não permite dizer se esse movimento é de fato uma transferência de recursos entre os fundos (ação de gestores habilidosos) ou se alguns investidores estão tirando dinheiro de FIA's e aplicando em outros tipos de fundos de investimento, e se alguns outros estão aplicando com dinheiro novo (novos investidores). Ainda assim, dentro de um período de 5 anos, os valores aplicados no grupo A chegam a R\$ 3 bilhões, enquanto o resgate nos fundos do grupo C chegam a quase R\$ 4 bilhões.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BERK, J.; BINSBERGEN, J. *Measuring Skill in the Mutual Fund Industry*. Working Paper, 2013.

BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. *Investments*. 8th ed., New York: McGraw-Hill, 2010.

BORGES, E.; MARTELANC, R. Sorte ou Habilidade: Uma Avaliação nos Fundos de Investimento no Brasil. *RAUSP*, São Paulo, v. 50, n. 2, p.196-207, 2015.

CUTHBERSTON, K.; NITZSCHE, D. *Winners and Losers: German Equity Mutual Funds*. Working Paper, 2011.

DAMODARAN, A. *Luck versus Skill: Can you tell?* Working Paper, 2011.

FAMA, Eugene; FRENCH, Kenneth. Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Funds Return. *The Journal of Finance*, Vol. LXV, No. 5, October 2010.

HENRIKSSON, R.; MERTON, R. On Market Timing and Investment Performance. II. Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills. *The Journal of Business*, Vol.54, No.4, 1981.

MAUBOUSSIN, A.; ARBESMAN, S. *Differentiating Skill and Luck in Financial Markets with Streak*. Working Paper, 2011.

SIEGEL, J. *Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies*. 4th ed. New York: McGraw-Hill, 2007.

SILVA, W. C. *Sorte versus Habilidade na Análise de Desempenho de Fundos de Investimento em ações no Brasil*. Tese (Doutorado em Economia) – Universidade Federal do Ceará, Fortaleza. 2012.

VARGAS, G. Índice de Sharpe e outros Indicadores de Performance Aplicados a Fundos de Ações Brasileiros. *Revista de Administração Contemporânea*, Rio de Janeiro, v.5, n. 3, 2001.