



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337
Blumenau, v. 13, n. 2, p. 89-108, abr./jun., 2017

doi:10.4270/ruc.2017210
Disponível em www.furb.br/universocontabil



EFEITOS DE CARACTERÍSTICAS DO GESTOR NA COMPOSIÇÃO DE CARTEIRAS DE FUNDOS MULTIMERCADOS¹

EFFECTS OF MANAGER CHARACTERISTICS ON PORTFOLIO COMPOSITION OF MULTIMARKET FUNDS

EFFECTOS DE LAS CARACTERÍSTICAS DEL GESTOR EN LA COMPOSICIÓN DE CARTERAS DE FONDOS MULTIMERCADOS

Rodrigo Fernandes Malaquias

Doutor em Administração de Empresas pela EAESP/FGV
Professor da Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia
Endereço: Av. João Naves de Ávila, n. 2121, Bloco F, Sala 1F-215, Bairro Santa Mônica.
CEP: 38400-902 – Uberlândia – MG – Brasil.
E-mail: rodrigofmalaquias@yahoo.com.br
Telefone: (34) 3239-4176

Cláudia Olímpia Neves Mamede Maestri

Mestre em Administração de Empresas pela Universidade Federal de Uberlândia (UFU)
Endereço: Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco 5M, Sala 5M105, Bairro Santa Mônica.
CEP: 38400-902 – Uberlândia – MG – Brasil.
E-mail: claudiamamede@yahoo.com.br
Telefone: (34) 3239-4525

RESUMO

A formação das carteiras de fundos de investimentos está sujeita às diferentes características de risco dos ativos que as compõem e a escolha desses ativos pode ser influenciada pelas particularidades do gestor. Nesse contexto, o objetivo desta pesquisa foi analisar se algumas variáveis referentes ao gestor interferem na alocação de recursos nas carteiras dos fundos multimercados. A amostra estudada compreendeu 6.659 fundos multimercados brasileiros com 327.270 observações mensais no período de Setembro/2009 a Janeiro/2016. Para fins de análise de robustez, foi utilizada também uma sub-amostra, com o objetivo de eliminar um potencial viés de incubação. Os testes de hipóteses ocorreram por técnicas econométricas com dados em painel. 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.

Palavras-chaves: Composição de Carteiras; Características do Gestor; Mercados Emergentes.

¹ Artigo recebido em 20.10.2016. Revisado por pares em 02.03.2017. Reformulado em 08.06.2017. Recomendado para publicação em 17.06.2017 por Paulo Roberto da Cunha. Publicado em 30.06.2017. Organização responsável pelo periódico: FURB. Rodrigo F. Malaquias agradece à FAPEMIG pelo apoio concedido para a realização de parte desta pesquisa (Projeto de Demanda Universal, 2014, APQ-01265-14).

ABSTRACT

The composition of portfolios of investment funds is subject to different risk factors of assets and the choice of these assets may be affected by manager characteristics. In this context, the aim of this paper is to identify if some variables related to the manager can affect resources allocation in the portfolios of multimarket funds. The sample of this study is comprised of 6,659 Brazilian multimarket funds with 327,270 monthly observations during the period from September, 2009 to January, 2016. Another sub-sample was created, in order to check the robustness of the results against a potential effect of incubation bias. A panel data to test the hypotheses of the study was employed. The main results showed that the portfolio composition is influenced by characteristics of managers, such as experience, amount of funds under management, the geographical location and by those managers who have better performance than their peers.

Keywords: Composition Portfolios; Manager Characteristics; Emerging markets.

RESUMEN

La formación de la cartera de los fondos de inversión está sujeta a diferentes características de riesgo de los activos que la componen y la elección de estos activos puede verse influenciada por las particularidades del gestor. En este contexto, el objetivo de esta investigación fue identificar si algunas variables referentes al gestor interfieren en la asignación de recursos en las carteras de los fondos multimercados. La muestra fue de 6.659 fondos brasileños multimercados, con 327.270 observaciones mensuales en el período de Septiembre/2009 a Enero/2016. El análisis de robustez se llevó a cabo y se utilizó una sub-muestra, con el objetivo de eliminar un potencial efecto de lo período de establecimiento. Las hipótesis fueran probadas con datos de panel. Los resultados mostraron que la composición de las carteras está influenciada por las características de los gerentes, como la experiencia, la cantidad de fondos bajo gestión, ubicación y gerentes que tienen mejor desempeño que sus pares.

Palabras-clave: Composición de Carteras; Características del Gerente; Mercados Emergentes.

1 INTRODUÇÃO

O mercado de fundos de investimentos em países emergentes tem atraído a atenção de investidores a nível mundial devido à rentabilidade proporcionada aos cotistas, 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, o Brasil expandiu a visibilidade de sua indústria de fundos a partir de 1994, com a 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, os fundos multimercados brasileiros 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). Em vista disso, muitos estudos abordaram o desempenho dos fundos multimercados brasileiros (CARVALHO, 2005; FONSECA et al., 2007; YOSHINAGA et al., 2009; COELHO; MINARDI; LAURINI, 2009; GOMES; CRESTO, 2010; JORDÃO; MOURA, 2011; FONSECA; MALAQUIAS, 2012; SCHUTT; CALDEIRA, 2013; MALAQUIAS; EID JR, 2013, 2014). Porém, esses estudos não necessariamente envolvem a composição das carteiras desses fundos em ativos de renda fixa e de renda variável, o que evidencia uma oportunidade para a realização de novas pesquisas nesta área.

As altas taxas de juros presentes na economia brasileira (MODENESI; MODENESI, 2012) podem também representar incentivos para que os gestores busquem por agregar valor com base em investimentos que estejam relacionados à renda fixa, o que auxilia na motivação de se analisar os percentuais alocados por investidores institucionais em ativos de renda fixa e renda variável. Por exemplo, o tesouro direto corresponde a um investimento de renda fixa, em que “o investidor já conhece as condições sob as quais o seu investimento será remunerado, mas não necessariamente a sua rentabilidade final” (TESOURO NACIONAL, 2017a). Por outro lado, ao investir em ações ou em *Brazilian Depositary Receipts* (BDRs), mesmo com uma potencial expectativa de retorno no longo prazo e possibilidade de empréstimo de ações, o nível de exposição ao risco pode ser bem maior, pois o investidor não recebe formalmente as condições nas quais a sua rentabilidade irá aumentar ou diminuir (como ocorre em um título de renda fixa vinculado à SELIC), embora ele possa desenvolver uma análise técnica ou uma análise fundamentalista antes de tomar sua decisão sobre qual ativo escolher.

Dessa forma, o presente trabalho tem como objetivo identificar se algumas variáveis relacionadas ao gestor de fundos multimercados apresentam relação significativa com a alocação de recursos nas carteiras. 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 e à possibilidade desses ativos estarem vulneráveis à influência de particularidades dos gestores, como, experiência, quantidade de fundos geridos e localização do gestor.

De acordo com a Instrução CVM n.º 555, o gestor do fundo é definido como “pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, contratada pelo administrador em nome do fundo para realizar a gestão profissional de sua carteira” (CVM, 2014, Cap. II, Art. 2º, item XXX), enquanto que o administrador é definido como “pessoa jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários e responsável pela administração do fundo” (CVM, 2014, Cap. II, Art. 2º, item I). Embora ambos os participantes estejam relacionados com a administração do fundo, quem realiza a gestão profissional da carteira é o gestor, e algumas de suas características são abordadas neste estudo.

Assim, o presente trabalho pode contribuir com o desenvolvimento da literatura sobre fundos de investimentos em mercados financeiros emergentes, ao identificar se existe relação entre a forma de alocação de recursos e as características dos gestores dessas carteiras. É ainda oportuno comentar que mercados emergentes apresentam oportunidades de crescimento, mas também maior volatilidade na liquidez devido aos riscos políticos e econômicos e, menor regulação do mercado frente aos mercados maduros (ELING; FAUST, 2010).

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Experiência do gestor e a alocação de carteiras dos fundos

A experiência do gestor pode afetar a alocação dos ativos do fundo pois, de acordo com Chevalier e Ellison (1997), as preocupações de carreira dos gestores de fundos (como reputação e o comportamento de manada) desempenham um papel significativo na decisão sobre o risco assumido ao compor suas carteiras. Além disso, Chevalier e Ellison (1999) destacam que 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.

A experiência adquirida pelos gestores, bem como o progresso já registrado em suas carreiras e sua respectiva reputação, são também variáveis que se relacionam com os riscos assumidos pelos gestores (BOYSON, 2003), o que apresenta efeitos na composição das carteiras. Nesse sentido Li, Zhang e Zhao (2011) sugerem que a relação negativa entre

experiência do gestor e predisposição ao 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 expansão ou recessão na economia.

Sob outro ponto de vista, 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. Mesmo assim, os resultados obtidos pelos autores sugerem que o nível de risco assumido pelos gestores dos fundos tende a ser decrescente com o passar do tempo; assim, gestores menos experientes, na amostra de pesquisa dos autores, assumem maior risco (MENKHOFF; SCHMIDT; BROZYNSKI, 2006). “Dada a menor volatilidade dos ativos de renda fixa frente aos ativos de renda variável, este tipo de investimento é considerado mais conservador, ou seja, de menor risco” (TESOURO NACIONAL, 2017b). Desta forma, é coerente o argumento de que a experiência do gestor apresenta algum efeito na composição das carteiras de investimentos que ele administra. Com base nas pesquisas apresentadas, tem-se a hipótese

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

2.2 Quantidade de fundos administrados pelo gestor e a alocação de carteiras dos fundos

A gestão ativa estabelece que os gestores têm habilidades de investimentos, o que pode atrair mais fundos em busca de uma alocação ótima de ativos, mas o aumento da quantidade de ativos a serem administrados pode fazer com que os benefícios proporcionados pelos fundos não superem os benchmarks passivos (BERK; GREEN, 2002). Nesse sentido, a quantidade de fundos administrados pelo gestor pode afetar a alocação do fundo porque sua estrutura de gestão possui diferentes níveis de risco ao diversificar as carteiras, visto que, 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 (BÄR; KEMPF; RUENZI, 2005).

Na mesma linha, Qiu (2003) identificou que os gestores de fundos individuais alteram o nível de exposição ao risco com maior agilidade do que os gestores de múltiplos fundos, principalmente para os fundos perdedores. Depreende-se, assim, que os gestores promovem ajustes em suas carteiras de forma a administrar o seu nível de exposição ao risco, e que a quantidade de fundos sob responsabilidade dos gestores (ou das empresas gestoras) apresenta um efeito relevante neste contexto. Outro argumento que também envolve a quantidade de fundos refere-se a uma competição e interação entre os fundos de uma mesma família, em que os gestores apresentam uma tendência a competir e buscar alternativas para alterar ou manter suas posições como perdedores ou vencedores frente à performance dos demais fundos que fazem parte da mesma família (KEMPF & RUENZI, 2008). Essas alterações envolvem ajustes no nível de risco assumido pelo fundo (KEMPF & RUENZI, 2008), o que se relaciona, portanto, com a composição de suas carteiras.

Sobre gestores que investem nos fundos que gerem, Khorana, Servaes e Wedge (2007) identificaram que gestores de múltiplos fundos possuem maior participação de investimento próprio nos fundos que gerem e entregam melhor desempenho em períodos subsequentes ao investimento. Em outra perspectiva, ao considerar que em muitos casos de investimentos os ativos ou estratégias podem ser similares, mas o conjunto de habilidades dos gestores pode ser diferente, pesquisadores (CICI; GIBSON; MOUSSAWI, 2010; NOHEL; WANG; ZHENG,

2010; DEUSKAR et al., 2011) têm considerado gestores de múltiplos fundos com foco em gestores que administram simultaneamente pelo menos um fundo mútuo e um fundo *hedge*, podendo essa gestão ser denominada de “*side-by-side*”. Assim, Nohel, Wang e Zheng (2010), analisando os alfas de modelos de fatores, bem como os coeficientes agrupados de regressões em corte transversal, encontraram que os gestores de fundos mútuos “*side-by-side*” rotineiramente superam seus pares de fundos mútuos ao passo que os gestores de fundos *hedge* “*side-by-side*” não necessariamente apresentam um desempenho superior ao dos seus pares.

A partir do exposto, espera-se que a quantidade de fundos administrados pelo gestor influencie a estruturação de carteiras de investimentos, assim tem-se a hipótese

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

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). Além disso, a escolha de investimentos geograficamente próximos pode tornar-se mais acentuada durante períodos de alta volatilidade do mercado, como em crises financeiras (GIANNETTI; LAEVEN, 2016).

Com foco nos gestores de fundos, Covrig, Lau e Ng (2006) estudaram as preferências de gestores domésticos e estrangeiros e identificaram que os primeiros optam por ações de empresas com alto potencial de crescimento, que pagam dividendos maiores e que têm menor dificuldade financeira, enquanto os gestores estrangeiros preferem investir em empresas que são globalmente bem conhecidas. Lütje e Menkhoff (2007) destacam que o viés doméstico está relacionado com a menor experiência dos gestores de fundos, 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).

Em analogia ao viés doméstico, a revisão apresentada nos parágrafos anteriores motivou o estabelecimento da terceira hipótese do estudo, de que gestores (ou empresas gestoras) localizados nos estados do Rio de Janeiro e São Paulo podem apresentar um balanceamento diferente de suas carteiras, no que se refere à participação de renda fixa e de renda variável, em comparação com os gestores localizados nas demais localidades. Assim, tem-se

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

2.4 Localização do gestor e a alocação de carteiras dos fundos

Os gestores de fundos *hedge* usam adequar as composições das carteiras de acordo com a exposição ao risco de mercados e de instrumentos financeiros a fim de tentar produzir retornos

atraentes em todas as condições de mercado (ROUMPIS; SYRIOPOULOS, 2014). 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. No Brasil, Fonseca et al. (2007) ao estudarem a contribuição do gestor em agregar valor à carteira para os fundos de renda fixa e variável, identificaram que não houve diferença estatística significativa em termos do retorno médio entre esses tipos fundos no período de 2001 a 2006. Caldeira et al. (2014), observando o expressivo crescimento da indústria de fundos no Brasil, inclusive com a crescente oferta de fundos com estratégias mais específicas, ressaltam que “é cada vez maior a necessidade por parte dos potenciais investidores de informações detalhadas a respeito dos fundos e de suas estratégias de seleção de carteiras, para que possam alocar seus recursos de maneira eficiente” (CALDEIRA et al., 2014, p. 132).

A partir do exposto, entende-se que os gestores de fundos multimercados brasileiros, em busca de otimização de suas carteiras e melhores indicadores de retorno ajustado ao risco, estejam atentos às oportunidades do mercado. Conforme apontado anteriormente, as altas taxas de juros praticadas no Brasil (MODENESI; MODENESI, 2012) podem servir também como um incentivo para que os gestores procurem agregar valor extraordinário com base em investimentos em ativos relacionados com a renda fixa. As altas ocorridas recentemente na taxa básica de juros brasileira (MAESTRI; MALAQUIAS, 2017) auxiliam no entendimento deste panorama e da relevância de se fazer uma gestão que considere aplicações em renda fixa. 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 hipótese

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

Conforme será descrito na metodologia desta pesquisa, foram consideradas três variáveis de controle: taxa de administração, taxa de performance e tamanho do fundo. Estas variáveis representam informações relevantes para que os investidores possam tomar decisões, seja por representarem incentivos à gestão, por estarem relacionadas a estratégias de negociação (como economia de escala) e de marketing, por seu potencial efeito na performance do fundo, ou mesmo pela possibilidade de interação entre elas (GOLEC, 1996; ELTON; GRUBER; BLAKE, 2003; DELI, 2002; CHEN et al., 2004; LAMPHUM; WONGSURAWAT, 2012). A complexidade das operações dos fundos também estar relacionada com a estrutura de taxas (OLIVEIRA, 2010), e o tamanho dos fundos, mesmo que indiretamente, pode proporcionar benefícios não apenas aos cotistas, mas também aos gestores (MILANI, 2011). Entendemos, assim, ser relevante incluir estas variáveis nos modelos quantitativos, com o objetivo de controlar por eventuais efeitos provenientes destas características dos fundos.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A amostra analisada neste estudo compreende fundos de investimentos multimercados brasileiros com dados mensais divulgados no Banco de Dados Economatica e na Base de Dados da CVM, no período de 2009 a 2016. Este período é justificado tanto pela disponibilidade de dados sobre composição das carteiras no Banco de Dados Economatica (Setembro/2009) quando pela data de início da realização da pesquisa (dados mais atuais em Janeiro de 2016).

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 como prevenção ao viés de sobrevivência (SANVICENTE; SANCHES, 2002). Com isso, a primeira amostra de dados contemplou 6.659 fundos multimercados e 327.270 observações. A partir da primeira amostra de dados criou-se a segunda amostra com a eliminação do viés de incubação a fim de checar a robustez dos resultados. O viés de incubação ocorre quando as administradoras lançam novos fundos em particular e por um período de avaliação, mas após esse período eliminam os fundos perdedores comercializando apenas os vencedores (EVANS, 2010; AVRAMOV et al., 2011; CUTHBERTSON; NITZSCHEA; O'SULLIVAN, 2016).

Uma maneira de se amenizar esse 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). Assim, a partir da primeira amostra aplicou-se os devidos filtros para criar a segunda amostra livre do viés de incubação resultando em 6.489 fundos e 307.479 observações. Para ambas amostras as variáveis estudadas foram estimadas da seguinte maneira:

Composição da carteira: com base no Apêndice A deste estudo, foi verificado o percentual alocado em cada tipo de categoria (renda fixa ou renda variável). Fez-se então o somatório do percentual alocado em cada categoria. Assim, foram criadas duas variáveis dependentes: composição da carteira em ativos de renda variável (RendaVariável) e composição da carteira em ativos de renda fixa (RendaFixa).

Experiência: variável utilizada para o teste de H1. Representa uma *proxy* para a experiência do gestor. Para sua mensuração, foi considerado o número de anos de cadastro do respectivo gestor (ou empresa gestora) do fundo no banco de dados da CVM, na data de 31/01/2016. Assim, esta variável é mensurada em anos.

QuantidadeFundos: variável utilizada para o teste de H2. Refere-se à quantidade de fundos administrada pelo gestor dentro do período de análise. Para evitar problemas de escala na mensuração dos coeficientes beta nos modelos quantitativos, foi calculado o logaritmo neperiano dessa variável.

Localização: variável utilizada para o teste de H3. Indica a localização da gestora do fundo de investimento conforme dados disponíveis no cadastro da CVM. Gestores localizados em São Paulo ou no Rio de Janeiro recebem 1 nesta variável *dummy*, sendo atribuído o valor zero aos demais casos.

MelhoresGestores: variável utilizada para o teste de H4. Refere-se à uma *proxy* para segregar os gestores que foram premiados como os melhores do ano, observando-se a pesquisa do Centro de Estudos em Finanças da Fundação Getúlio Vargas, publicada pela Revista Exame (2013). Os gestores que durante o período foram premiados, receberam valor 1 nesta variável *dummy*, sendo atribuído o valor zero aos demais casos. 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.

TaxaAdministração: variável de controle. Representa a taxa máxima de administração que o fundo pode cobrar ao ano.

TaxaPerformance: variável de controle. Refere-se à uma *proxy* para representar potenciais efeitos decorrentes da taxa de performance. A variável recebe 1 para fundos que possuem taxa de performance e zero para os demais casos.

TamanhoFundo: variável de controle. Representa o tamanho dos fundos, mensurado pelo valor mensal de seu patrimônio líquido. Para evitar problemas de escala na mensuração dos coeficientes beta nos modelos quantitativos, foi calculado o logaritmo neperiano dessa variável.

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 A. 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).

Com base na estrutura das variáveis no modelo proposto para estudo, a seguir estão as equações que permitiram analisar as hipóteses entre as características do gestor e a composição de suas carteiras de investimentos em fundos multimercados brasileiros.

$$\text{RendaVariavel}_{it} = B_0 + B_1\text{Experiência}_{it} + B_2\text{QuantidadeFundos}_{it} + B_3\text{Localização}_{it} + B_4\text{MelhoresGestores}_{it} + B_5\text{TaxaAdministração}_{it} + B_6\text{TaxaPerformance}_{it} + B_7\text{Tamanho}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{RendaFixa}_{it} = B_0 + B_1\text{Experiência}_{it} + B_2\text{QuantidadeFundos}_{it} + B_3\text{Localização}_{it} + B_4\text{MelhoresGestores}_{it} + B_5\text{TaxaAdministração}_{it} + B_6\text{TaxaPerformance}_{it} + B_7\text{Tamanho}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Ressalta-se que as variáveis escalares foram submetidas ao procedimento *winsorize* a 1%, o que permite eliminar os *outliers* extremos sem, contudo, interferir na quantidade de observações do banco de dados. Foi utilizada também a estatística *Variance Inflation Factor* (VIF), que permite identificar se questões relacionadas à multicolinearidade são relevantes nos modelos estimados, e as regressões com dados empilhados foram executadas considerando-se erros-padrão robustos, a fim de se tratar a possível heterocedasticidade dos dados (WOOLDRIDGE, 2004). Já as hipóteses foram testadas com tratamento e análise dos dados por processamento de técnicas econométricas de dados em painel pelo *software* Stata®, com execução dos testes *pooled* x efeitos aleatórios (teste de Breusch-Pagan), para definição de qual modelo em painel seria o mais adequado. Cabe destacar 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). Desta forma, o modelo de efeitos fixos não foi considerado nas análises deste estudo.

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 do cuidado para evitar o viés de sobrevivência, considerou-se o viés de incubação (excluindo os fundos com patrimônio líquido menor que R\$ 5.000.000,00). Os testes das hipóteses não apresentaram resultados diferentes entre as amostras com e sem viés de incubação, o que comprova a robustez dos achados. As Tabelas 1 e 2, a seguir, se referem à primeira amostra. A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas do presente estudo com o resumo das variáveis, média, desvio-padrão, mínimo e máximo.

Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis para teste das hipóteses

Variáveis	Média	Desv.Padrão	Mínimo	Máximo
RendaVariável	0,789	0,312	0,000	1,016
RendaFixa	0,202	0,305	0,000	0,999
Experiência	14,056	6,724	0,503	27,119
QuantidadeFundos	5,081	1,756	0,000	7,058
Localização	0,971	0,167	0,000	1,000
MelhoresGestores	0,503	0,500	0,000	1,000
TxAdministração	0,745	0,992	0,000	10,000
TxPerformance	0,203	0,402	0,000	1,000
Tamanho	17,332	1,459	14,165	21,421

Notas: RendaVariável = porcentagem da composição da carteira referente a renda variável; RendaFixa = porcentagem da composição da carteira referente a renda fixa; Experiência = experiência do gestor em anos; QuantidadeFundos = logaritmo neperiano da quantidade de fundos administrados 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; MelhoresGestores = 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; TxAdministração = percentual da taxa de administração do fundo; TxPerformance = 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; total de observações: 327.270.

Fonte: elaborado pelos autores.

Evidencia-se na Tabela 1 a estatística descritiva com base no total de 327.270 observações. 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 e valor médio de patrimônio líquido de R\$ 34.000.000,00 (conversão do logaritmo neperiano de 17,33). Faz-se oportuno comentar o valor máximo da variável composição em renda variável (Renda.Var = 1,016), indicando a possibilidade de alguns fundos utilizarem alavancagem e, com isso, investirem em determinado conjunto de ativos um valor maior do que aquele disponível em seu Patrimônio Líquido.

A Tabela 2 resume os resultados dos testes das hipóteses sobre a interferência de experiência, quantidade de fundos administrados, localização dos gestores e melhores gestores na composição das carteiras dos fundos multimercados brasileiros para renda variável e renda fixa, respectivamente. As duas primeiras colunas da Tabela 2 referem-se ao modelo que tem como variável dependente a composição de renda variável (Equação 01), e as duas últimas colunas referem-se ao modelo que tem como variável dependente a composição de renda fixa (Equação 02). Estimamos os modelos novamente, excluindo-se as três variáveis de controle, e os resultados foram os mesmos para o teste de hipóteses.

Tabela 2 – Estimativa da interferência dos fatores relacionados ao gestor na composição das carteiras

Variáveis	Renda Variável				Renda Fixa			
	Dados Empilhados		Efeitos Aletórios		Dados Empilhados		Efeitos Aletórios	
	Coef.	Sig.	Coef.	Sig.	Coef.	Sig.	Coef.	Sig.
Experiência	-0,0031	***	-0,0034	***	0,0028	***	0,0033	***
QuantidadeFundos	0,0308	***	0,0313	***	-0,0271	***	-0,0281	***
Localização	0,1053	***	0,0961	***	-0,1098	***	-0,0954	***
MelhoresGestores	-0,0294	***	-0,0319	***	0,0294	***	0,0296	***
TxAdministração	0,0213	***	0,0270	***	-0,0196	***	-0,0257	***
TxPerformance	-0,0548	***	-0,0387	***	0,0586	***	0,0430	***
Tamanho	-0,0451	***	-0,0096	***	0,0439	***	0,0087	***
Constante	1,3656	***	0,7599	***	-0,3655	***	0,2308	***

Notas: Coefic. = coeficiente beta ou parâmetro regressor; Significância estatística: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; Experiência = experiência do gestor, em anos; QuantidadeFundos = logaritmo neperiano da quantidade de fundos administrados 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; MelhoresGestores = 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; TxAdministração = taxa de máxima de administração cobrada pelo fundo anualmente; TxPerformance = 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 Breusch-Pagan indicou que o modelo de painel mais adequado para o teste das hipóteses foi o de efeitos aleatórios.

Fonte: elaborado pelos autores.

No que se refere aos resultados expostos na Tabela 2, primeiramente é importante comentar que a característica de não alteração ao longo do tempo de algumas das variáveis analisadas implicaria na omissão dos coeficientes dos principais fatores para o teste de hipóteses do modelo proposto. Restou então a comparação considerando os modelos de efeitos aleatórios e dados empilhados (*pooled*), conforme explicado na metodologia do estudo. Com efeito, outros autores que também já estudaram algumas variáveis presentes nessa pesquisa, trabalharam com modelos em painel para efeitos aleatórios e *pooled* – como Almazan *et al.* (2004) e Pontes, Rogers e Malaquias (2015). Assim, no presente estudo, o teste de Breusch-Pagan indicou que o modelo mais adequado é o de efeitos aleatórios (embora os coeficientes de ambos os modelos indiquem o mesmo resultado para o teste de hipóteses). A partir desse resultado, visualiza-se na Tabela 2 que todas as variáveis explicativas foram estatisticamente significativas a 1%, inclusive as variáveis de controle.

Em relação à primeira hipótese do presente estudo, os resultados revelam que gestores menos experientes tendem a investir os recursos dos fundos em renda variável e gestores mais experientes em renda fixa, o que corrobora com os estudos de Menkhoff, Schmidt e Brozynski (2006) e Li, Zhang e Zhao (2011). Assim, gestores mais experientes parecem estruturar suas carteiras com menor nível de exposição ao risco, provavelmente porque almejam estabilidade de carreira e já vivenciaram vários momentos de oscilação de riscos dos ativos. Além disso, esses resultados contrariam os achados de Chevalier e Ellison (1999) 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.

Para uma análise mais detalhada sobre a experiência dos gestores e a composição das carteiras, foi elaborada a Tabela 3, que resume a alocação em renda fixa e em renda variável por nível de experiência dos gestores. Para tanto, a experiência dos gestores foi dividida por faixas, variando de 2,5 em 2,5 anos, e, em seguida, variando de 10 em 10 anos.

Tabela 3 – Alocação média das carteiras, por faixa de experiência

Experiência	Renda Variável	Renda Fixa	Experiência	Renda Variável	Renda Fixa
até 5 anos	0,7821	0,2076			
5 a 7,5 anos	0,7944	0,1965	até 10 anos	0,7796	0,2099
7,5 a 10 anos	0,7584	0,2290			
10 a 12,5 anos	0,7404	0,2502			
12,5 a 15 anos	0,8202	0,1679	10 a 20 anos	0,8089	0,1828
15 a 17,5 anos	0,7637	0,2244			
17,5 a 20 anos	0,8570	0,1380			
20 a 22,5 anos	0,6968	0,2875			
22,5 a 25 anos	0,7871	0,2080	20 em diante	0,7344	0,2563
25 em diante	0,6946	0,2936			

Fonte: elaborado pelos autores.

Em linha com os resultados da Tabela 2, a Tabela 3 evidencia que quando maior a *proxy* para representar a experiência do gestor, maior tende a ser também a alocação em renda fixa e menor em renda variável. Porém, destaca-se que embora os resultados estejam sendo interpretados com o comportamento linear, este comportamento está representado por uma análise de médias cujo efeito não é perfeitamente linear. Desta forma, as três últimas colunas podem auxiliar nesta visualização. Em outras palavras, o porcentual de alteração da composição das carteiras, por faixa, não é constante, pois a relação linear não é perfeita. Mas há indícios de que os gestores com maior experiência possuem maior alocação média em renda fixa e menor alocação média em renda variável. Outra potencial explicação deve considerar as taxas de juros do cenário brasileiro, que influenciam a rentabilidade dos ativos de renda fixa. Assim, os gestores de fundos brasileiros podem estar buscando gerar valor para os fundos que administram por meio da gestão de ativos que podem apresentar melhores oportunidades de rentabilidade (em decorrência das altas nas taxas de juros), não necessariamente se convertendo em uma posição mais conservadora, conforme apontado anteriormente. Outro ponto a ser considerado é que, embora o coeficiente da variável experiência do gestor tenha sido significativo na Tabela 2, a proporção média investida em renda variável dos fundos da amostra se situa entre 69 e 85% (Tabela 3) em renda variável e entre 13 a 29% (Tabela 3) em renda fixa, sugerindo que a maior parte do foco destes gestores está em obter ganhos extraordinários por meio da gestão de ativos de renda variável.

Sobre a quantidade de fundos administrados pelo gestor, esperava-se que gestores de fundos individuais assumissem mais riscos na composição de suas carteiras (QIU, 2003; KEMPF; RUENZI, 2008). Porém, os resultados apontam que quanto mais fundos o gestor administra, mais suas carteiras (em média) tendem a ser 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 administrados pelo gestor e a composição das carteiras dos fundos multimercados brasileiros. Este resultado pode ser um indício de que os gestores (ou as empresas gestoras) que atuam com maior peso em ativos de renda variável em um determinado fundo, ao passarem a assumir novos fundos, tendem a manter um balanceamento equivalente de suas carteiras, talvez em linha com

as estratégias adotadas pela empresa gestora, ou mesmo por oferecer produtos equivalentes de acordo com o perfil médio dos outros fundos que administra.

Entende-se que a quantidade de fundos administrada pelo gestor representa também uma *proxy* para o tamanho, seja do gestor ou da empresa gestora. Desta forma, como se tem duas medidas que podem representar o tamanho neste estudo (tamanho dos fundos e o tamanho da empresa gestora), testamos também uma potencial interação entre estas variáveis. Para tanto, primeiramente, foi criada uma variável *dummy* para tamanho, recebendo valor 1 para fundos com logaritmo neperiano de seu patrimônio líquido superior a 18, e zero para os demais casos. Multiplicamos então esta variável *dummy* pela medida para a quantidade de fundos administrada pelo gestor, o que resultou na variável denominada: Tamanho*Qtd.Fundos. Estimamos os coeficientes beta e os resultados estão disponíveis na Tabela 4.

Tabela 4 – Estimativa da interferência dos fatores relacionados ao gestor na composição das carteiras, considerando a interação entre tamanho e quantidade de fundos

Variáveis	Renda Variável		Renda Fixa	
	Coef.	Sig.	Coef.	Sig.
Experiência	-0,0034	***	0,0033	***
QuantidadeFundos	0,0310	***	-0,0279	***
Localização	0,0963	***	-0,0956	***
MelhoresGestores	-0,0323	***	0,0299	***
TxAdministração	0,0269	***	-0,0256	***
TxPerformance	-0,0389	***	0,0431	***
Tamanho	-0,0110	***	0,0097	***
Tam*Qtd.Fundos	0,0013	***	-0,0010	***
Constante	0,7829	***	0,2130	***

Notas: Coefic. = coeficiente beta ou parâmetro regressor; Significância estatística: * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01; Experiência = experiência do gestor, em anos; QuantidadeFundos = logaritmo neperiano da quantidade de fundos administrados 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; MelhoresGestores = 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; TxAdministração = taxa de máxima de administração cobrada pelo fundo anualmente; TxPerformance = 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; Tam*Qtd.Fundos = interação entre as variáveis tamanho (*dummy* que recebe 1 para fundos com logaritmo neperiano de seu patrimônio líquido maior que 18 e zero nos demais casos) e QuantidadeFundos. A estatística Variance Inflation Factor (VIF) não evidenciou problemas relacionados à multicolinearidade (média de 1,58). Como na Tabela 2 o melhor modelo foi o de efeitos aleatórios, para a análise desta interação foi utilizado também o painel com efeitos aleatórios.

Fonte: elaborado pelos autores.

Conforme os resultados da Tabela 4 sugerem, com a nova variável incluída no modelo (Tam*Qtd.Fundos), observa-se que no grupo de fundos maiores da amostra, aqueles fundos que estão sob a responsabilidade de gestores com maior número de fundos também apresentam alocação em renda variável sensivelmente superior aos demais, o que corrobora com o resultado da variável QuantidadeFundos. O mesmo raciocínio se aplica ao caso de alocação em renda fixa, em que o beta apresentou o mesmo sinal (negativo) nas duas variáveis (QuantidadeFundos e Tam*Qtd.Fundos). Em comparação com os resultados da variável tamanho, tem-se que embora os fundos maiores tendam a investir mais em renda variável (e menos em renda fixa), aqueles fundos grandes administrados por gestores com muitos fundos sob responsabilidade apresentam um alocação mais elevada (mas ainda com sinal negativo) em renda variável (ou menos elevada em renda fixa). Embora o efeito econômico desta variável de interação não

pareça ser elevado, em função da magnitude de seu coeficiente beta, o seu resultado para o teste de hipóteses foi estatisticamente significativo.

No que tange à localização do gestor, 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, 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. Embora o resultado esteja parcialmente em linha com estudos anteriores, é relevante retomar um comentário da estatística descritiva dos dados, em que a grande maioria dos gestores está localizada em São Paulo ou no Rio de Janeiro. Mesmo assim, os resultados mostram significância estatística, bem como um coeficiente beta com valor considerável.

Quanto ao resultado da última hipótese, gestores que costumam apresentar melhor performance tiveram relação negativa para a composição das carteiras para renda variável e positiva para 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. Conforme comentado anteriormente, as alterações recentes nas taxas de juros brasileiras podem ter favorecido a alocação de recursos em ativos de renda fixa.

Sobre as variáveis de controle, o percentual alocado em renda variável apresentou relação positiva com as taxas de administração cobradas pelos fundos. Este também pode ser um indício de que os fundos com maior alocação em renda variável tendem a cobrar maiores taxas de administração, corroborando com o estudo de Oliveira (2010), de que os fundos com operações mais complexas (neste caso, de renda variável), tendem a cobrar taxas mais elevadas. Por outro lado, a cobrança de taxa de performance apresentou relação negativa com a composição em renda variável, sugerindo que os gestores que possuem taxa de performance tendem a alocar suas carteiras com peso diferenciado em renda fixa. Resultado equivalente foi encontrado para a variável de controle tamanho, em que os ganhos de escala (MILANI, 2011) podem estar sendo utilizados com maior frequência para negociação dos ativos de renda fixa.

Embora estes resultados tenham apresentado significância estatística e coeficientes beta com significado econômico, eles ainda são de alguma maneira exploratórios para o cenário brasileiro, e novos estudos que considerem estas variáveis, bem como medidas alternativas para representar a composição das carteiras, podem contribuir para o desenvolvimento deste campo.

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, no período de Setembro/2009 a Janeiro/2016. Desse modo, a principal contribuição deste estudo foi formalizar uma análise que permitiu evidenciar que as características de gestores de fundos de investimentos (e/ou empresas gestoras) estão relacionadas às suas formas de alocar recursos.

De uma maneira geral, os resultados sugerem 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 (em média) seus ativos com peso superior em renda fixa, enquanto que os gestores menos experientes, que administram mais fundos e que estão na região de São Paulo e Rio de Janeiro tendem a alocar (em média) 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 de acordo com as bases de dados que consultamos. A propósito, esta também representa uma limitação do estudo, e novas pesquisas que considerem outros dados pessoais relacionados aos gestores dos fundos podem contribuir para o avanço do que foi evidenciado nesta pesquisa. O fato de algumas variáveis não apresentarem variação com o tempo (como taxas de administração e taxas de performance) representa também um fator limitante do estudo.

Outra limitação seria a de considerar a possibilidade de algumas variáveis do estudo apresentarem endogenia, que acontece quando as variáveis explicativas são determinadas pela variável dependente e assim, 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 sofreriam influência de momentos mais críticos do mercado.

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. Novas pesquisas também podem considerar medidas alternativas para representar a alocação em renda fixa e em renda variável, e verificar se as características dos gestores permanecem como variáveis explicativas para a composição das carteiras frente às novas medidas.

REFERÊNCIAS

ALMAZAN, A. *et al.* 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.

AVRAMOV, D. *et al.* Hedge funds, managerial skill, and macroeconomic variables. **Journal of Financial Economics**, v. 99, n. 3, p. 672-692, 2011.

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

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

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

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

BORGES, E. C.; MARTELANC, R. Sorte ou habilidade: uma avaliação dos fundos de investimento no Brasil. **Revista de Administração**, v. 50, n. 2, p. 196-207, 2015.

BOYSON, N. M. **Why do experienced hedge fund managers have lower returns**. Working Paper 03, Purdue University, Lafayette, 2003.

CALDEIRA, J., MOURA, G. V., SANTOS, A. A. P., TESSARI, C. Seleção de carteiras com modelos fatoriais heterocedásticos: aplicação para fundos de fundos multimercados. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 15, n. 2, p. 127-161, 2014.

CARVALHO, M. R. A. 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.

CHEN, J. *et al.* 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, J.; ELLISON, G. Risk taking by mutual funds as a response to incentives. **Journal of Political Economy**, v. 105, n. 6, p. 1167-1200, 1997.

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

CICI, G.; GIBSON, S.; MOUSSAWI, R. Mutual fund performance when parent firms simultaneously manage hedge funds. **Journal of Financial Intermediation**, v. 19, n. 2, p. 169-187, 2010.

COELHO, G. T.; MINARDI, A. M. A. F.; LAURINI, M. P. **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, B. A.; JAKOB, K.; PORTER, G. 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, J. D.; MOSKOWITZ, T. J. Home bias at home: Local equity preference in domestic portfolios. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 6, p. 2045-2073, 1999.

COVRIG, V.; LAU, S. T.; NG, L. Do domestic and foreign fund managers have similar preferences for stock characteristics? A cross-country analysis. **Journal of International Business Studies**, v. 37, n. 3, p. 407-429, 2006.

CUTHBERTSON, K.; NITZSCHE, D.; O'SULLIVAN, N. A review of behavioural and management effects in mutual fund performance. **International Review of Financial Analysis**, v. 44, n.2, p. 162-176, 2016. Doi.org/10.1016/j.irfa.2016.01.016.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários (2014). **Instrução CVM 555**, de 17 de Dezembro de 2014. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 04 de Junho de 2017.

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

DEUSKAR, P. *et al.* The good or the bad? Which mutual fund managers join hedge funds?. **Review of Financial Studies**, v. 24, n. 9, p. 3008-3024, 2011.

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

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

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

FONSECA, N. F. *et al.* Análise do Desempenho Recente de Fundos de Investimento no Brasil. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 18, n.1, p. 95-116, 2007.

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

GIANNETTI, M.; LAEVEN, L. Local Ownership, Crises, and Asset Prices: Evidence from US Mutual Funds. **Review of Finance**, v. 20, n. 3, p. 947-978, 2016.

GOLEC, J. 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, F. A. R.; CRESTO, V. Avaliação do Desempenho dos Fundos Long-Short no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 8, n. 4, p. 505-529, 2010.

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

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

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

IVKOVIĆ, Z.; WEISBENNER, S. 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.

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

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

KEMPF, A.; RUENZI, S. Tournaments in mutual fund families. **Review of Financial Studies**, v. 21, n. 2, p. 1013-1036, 2008.

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

KHORANA, A.; SERVAES, H.; WEDGE, L. Portfolio manager ownership and fund performance. **Journal of financial economics**, v. 85, n. 1, p. 179-204, 2007.

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

LEMESHKO, O.; REJNUŠ, O. 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.

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

LÜTJE, T.; MENKHOFF, L. What drives home bias? Evidence from fund managers' views. **International Journal of Finance & Economics**, v. 12, n. 1, p. 21-35, 2007.

MAESTRI, C. O. N. M.; MALAQUIAS, R. F. Exposição a fatores de mercado de fundos de investimento no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 28, n. 73, p. 61-76, 2017.

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

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

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

MENKHOFF, L.; SCHMIDT, U.; BROZYNSKI, T. 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.

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

MODENESI, A. M.; MODENESI, R. L. Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa. **Revista de Economia Política**, v. 32, n. 3, p. 389-411, 2012.

NAMVAR, E.. *et al.* Do hedge funds dynamically manage systematic risk? **Journal of Banking & Finance**, v. 64, March, p. 1-15, 2016.

NOHEL, T.; WANG, Z. J.; ZHENG, L. Side-by-side management of hedge funds and mutual funds. **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 6, p. 2342-2373, 2010.

OEHLER, A.; RUMMER, M.; WENDT, S. 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, F. A. B. Taxas de Administração e de Performance em Fundos Multimercado: uma Comparação dos Melhores e dos Maiores. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, n. 1, p. 1-16, 2010.

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

PONTES, G. A.; ROGERS, P.; MALAQUIAS, R. 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, V. K.; STOFFMAN, N.; YONKER, S. E. No place like home: Familiarity in mutual fund manager portfolio choice. **Review of Financial Studies**, v. 25, n. 8, p. 2563-2599, 2012.

QIU, J. Termination risk, multiple managers and mutual fund tournaments. **European Finance Review**, v. 7, n. 2, p. 161-190, 2003.

RAMASAMY, B.; YEUNG, M. C. H. 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, 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.

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

ROUMPIS, E.; SYRIOPOULOS, T. Dynamics and risk factors in hedge funds returns: Implications for portfolio construction and performance evaluation. **The Journal of Economic Asymmetries**, v. 11, n. 1, June, p. 58-77, 2014.

SANVICENTE, A. Z.; SANCHES, F. A. M. 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.

SCHUTT, I.; CALDEIRA, J. 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, M. S.; ZHU, N. Individual investors and local bias. **The Journal of Finance**, v. 65, n. 5, p. 1987-2010, 2010.

TESOURO NACIONAL. **Tesouro Direto** / Como Funciona o Mercado de Títulos Públicos. Disponível em: www.tesouro.fazenda.gov.br Acesso em 04 de Junho de 2017a.

TESOURO NACIONAL. **Tesouro Direto** / Conheça o Tesouro Direto. Disponível em: www.tesouro.fazenda.gov.br Acesso em 04 de Junho de 2017b.

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

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

YOSHINAGA, C. E. *et al.* Análise de Estilo em Fundos Multimercados Com e Sem Alavancagem no Brasil. **Revista Eletrônica de Gestão**, v. 2, n. 1, p. 9-21, 2009.

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

APÊNDICE A

Tipos de ativos que compõem as carteiras dos fundos de acordo com a classificação disposta no banco de dados Economatica e com reclassificação 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 cedido	Variável
12	Emprest -acoes e TVM recebido	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	Operaçõescompormissadas	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 pelos autores.