



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337
Blumenau, v. 14, n. 1, p. 72-92, jan./mar., 2018

doi:10.4270/ruc.2018104

Disponível em www.furb.br/universocontabil



INFLUÊNCIA DOS PERFIS DE PROFISSIONAIS DE EMPRESAS GESTORAS NO DESEMPENHO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO À LUZ DA TEORIA DA SINALIZAÇÃO¹

INFLUENCE OF PROFESSIONAL PROFILES OF MANAGEMENT COMPANIES IN THE PERFORMANCE OF INVESTMENT FUNDS IN THE LIGHT OF THE THEORY OF SIGNS

INFLUENCIA DE LOS PERFILES DE PROFESIONALES DE EMPRESAS GESTORAS EN EL RENDIMIENTO DE FONDOS DE INVERSIÓN A LA LUZ DE LA TEORÍA DE SEÑALIZACIÓN

Thamirys de Sousa Correia

Mestranda em Ciências Contábeis pela Universidade Federal da Paraíba (UFPB)
Endereço: Cidade Universitária, s/n – Castelo Branco
CEP: 58051-900 – João Pessoa – PB – Brasil
e-mail: thamirys_correia@hotmail.com
Telefone: (83) 3216-7200

Ingrid Laís de Sena Costa

Mestranda em Ciências Contábeis pela Universidade Federal da Paraíba (UFPB)
Endereço: Cidade Universitária, s/n – Castelo Branco
CEP: 58051-900 – João Pessoa – PB – Brasil
e-mail: ilsenna2.0@gmail.com
Telefone: (83) 3216-7200

Wenner Glaucio Lopes Lucena

Doutor em Ciências Contábeis pela UnB/UFPB/UFRN
Professor Adjunto da Universidade Federal da Paraíba (UFPB)
Endereço: Cidade Universitária, s/n – Castelo Branco
CEP: 58051-900 – João Pessoa – PB – Brasil
e-mail: wdlucena@yahoo.com.br
Telefone: (83) 3216-7200

RESUMO

A pesquisa teve como objetivo investigar a influência dos perfis de profissionais das equipes executivas e de gestão de empresas gestoras no desempenho de fundos de investimentos no Brasil, à luz da teoria da sinalização, entre os anos de 2011 a 2015. Coletou-se as informações sobre perfis de executivos e gestores, a variável de desempenho dos fundos (Índice de Sharpe)

¹ Artigo recebido em 04/11/2017. Revisado por pares em 18/06/2018. Reformulado em 29/07/2018. Recomendado para publicação em 03/09/2018 por Tarcísio Pedro da Silva. Publicado em 20/12/2018. Organização responsável pelo periódico: FURB.

e as variáveis de controle por meio dos 'Anuários da Indústria de Fundos de Investimento' e da Comdinheiro. Os resultados mostram que 51,70% dos gestores do sexo masculino apresentaram relações positivas com o Índice de Sharpe quando os fundos são analisados conjuntamente (Renda Fixa, Fundos de Ações e Multimercado), todavia ao analisar os fundos de forma separada, por meio de suas classes, não foi observada significância estatística, não sendo possível ter um resultado conclusivo sobre a diversidade de gênero. Ademais, a formação em área de negócios não influenciou no índice de desempenho, contudo houve relações positivas e significantes entre 'anos de instituição' e Índice de Sharpe quando se analisa as classes de fundos conjuntamente ou apenas os Fundos de Multimercado. Outrossim, a variável 'anos de mercado' influenciou de forma negativa no Índice de Sharpe, havendo como explicação o fato de os profissionais experientes se preocuparem com a sua reputação e por isso tomarem decisões que podem impactar nos rendimentos de cotistas. Posto isso, informações de baixo custo como 'anos de instituição' e 'anos de mercado' contribuem para os investidores na seleção de altos executivos e gerentes.

Palavras-chave: Teoria da sinalização. Desempenho. Gestoras.

ABSTRACT

The research aimed to investigate the influence of the professional profiles of the executive teams and managing company management on the performance of investment funds in Brazil, in the light of the theory of signs, from 2011 to 2015. Collected information about profiles of executives and managers, the fund performance variable (Sharpe Index) and the control variables through the Investment Industry Industry Yearbooks and Comdinheiro. The results show that 51.70% of the male managers presented positive relationships with the Sharpe Index when the funds are analyzed jointly (Fixed Income, Equity Funds and Multimarket), however when considering the funds separately through its classes, statistical significance was not observed, it is not possible to have a conclusive result about gender diversity. In addition, training in the business area did not influence the performance index, but there were positive and significant relationships between 'years of institution' and the Sharpe Index when analyzing the classes of funds jointly or only the Multimarket Funds. Also, the 'market years' variable has negatively influenced the Sharpe Index, explaining that experienced professionals are concerned about their reputation and therefore make decisions that may impact shareholder income. That said, low-cost information such as 'years of institution' and 'market years' help investors select senior executives and managers.

Keywords: Theory of signs. Performance. Managers.

RESUMEN

La investigación tuvo como objetivo investigar la influencia de los perfiles de profesionales de los equipos ejecutivos y de gestión de empresas gestoras en el desempeño de fondos de inversiones en Brasil, a la luz de la teoría de la señalización, entre los años 2011 a 2015. Se recabó la información sobre los perfiles de ejecutivos y gestores, la variable de rendimiento de los fondos (Índice de Sharpe) y las variables de control por medio de los 'Anuarios de la Industria de Fondos de Inversión' y de la Comisión. Los resultados muestran que el 51,70% de los gestores del sexo masculino presentaron relaciones positivas con el Índice de Sharpe cuando los fondos se analizan conjuntamente (Renta Fija, Fondos de Acciones y Multimercado), sin embargo al analizar los fondos de forma separada, por medio de sus clases, no se observó significancia estadística, no siendo posible tener un resultado conclusivo sobre la diversidad de género. Además, la formación en área de negocios no influenció en el índice de desempeño, sin embargo hubo relaciones positivas y significantes entre 'años de institución' y Índice de Sharpe cuando se analiza las clases de fondos conjuntamente o apenas los Fondos de Multimercado.

Además, la variable 'años de mercado' influenció de forma negativa en el Índice de Sharpe, habiendo como explicación el hecho de que los profesionales experimentados se preocupan por su reputación y por eso tomar decisiones que pueden impactar en los rendimientos de los competidores. Por eso, la información de bajo costo como "años de institución" y "años de mercado" contribuye a los inversores en la selección de altos ejecutivos y gerentes.

Palabras-clave: Teoría de la señalización. Rendimiento. Gestores.

1 INTRODUÇÃO

De acordo com o Anuário da Indústria de Fundos de Investimento do Brasil (2011), da ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais) e FGV (Fundação Getúlio Vargas), o porte não é a única característica marcante do mercado de Fundos de Investimentos. Isso porque, os executivos e gestores de fundos brasileiros estão entre os mais aprimorados do mundo, e a variedade das carteiras não fica atrás de nenhum mercado desenvolvido, com fundos de renda fixa, de ações, *hedge funds* que usam derivativos sofisticados e atualmente, fundos imobiliários, que tem um papel relevante para que os investidores possam desenvolver estratégias financeiras, independente do patrimônio e do perfil de risco (MALAQUIAS; PEIXOTO; JONES, 2014).

Os fundos de investimentos referem-se a modalidade de investimento coletivo, existem vários tipos de fundos e muitos deles possuem registros na CVM, além de serem regidos pelas regras da Instrução CVM 555 (norma substituidora da Instrução CVM 409 e que entrou em vigor em julho de 2015), destacando-se os Fundos de Ações, de Renda Fixa e Multimercado (CVM, 2016). Assim como, ao longo dos anos foram criados mecanismos de gestão. Por exemplo, divulgações de informações com movimentação financeira e cotas, separação de administradores, gestores e custodiantes (responsáveis pela guarda dos ativos dos fundos, respondendo pelos dados e envios de informações para as gestoras e administradores), além da autorregulação com padrões de conduta para todos os envolvidos na indústria (CVM, 2014; (ANUÁRIO DA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO DO BRASIL, 2013).

Para tanto, verifica-se a importância da abordagem referente a teoria da sinalização, neste estudo enfatizada pelo desempenho de fundos de investimentos, que são situações nas quais as partes de um contrato sinalizam determinadas características antes que tal contrato seja assinado ou firmado. Em particular, Zimmerman (2008), Zhang, e Wiersema, (2009) e Alsos e Ljunggren (2016) afirmam que a teoria de sinalização está ganhando destaque em pesquisas de decisões de investimento, estando preocupada com a redução de assimetria de informação entre empresários e investidores ao usar sinais de informação.

A abordagem dessa pesquisa é o desempenho dos fundos de investimentos e suas Gestoras, dessa forma destaca-se que a atuação de uma empresa está relacionada aos resultados alcançados, sendo mensurados por parâmetros quantificáveis, tais como os indicadores. Vários são os critérios de *performance* que podem ser evidenciados para a definição dos indicadores, levando-se em consideração ambientes internos e externos (BRANDÃO; BORGES-ANDRADE; GUIMARÃES, 2012; NASCIMENTO; BEUREN, 2014).

Conforme dito anteriormente sobre os indicadores para identificar o desempenho dos fundos de investimentos optou-se pelo Índice de Sharpe. Tendo em vista que Eling (2008) com o objetivo de verificar se é possível trabalhar somente o Índice de Sharpe para avaliação de fundos constatou que essa métrica apresenta-se como uma forma satisfatória para avaliação dos fundos de investimentos, sendo suficiente para analisar o desempenho dos fundos, tanto por uma perspectiva prática, como também teórica.

A pesquisa ainda busca evidenciar características dos perfis dos executivos e gestores dos fundos de investimentos, que podem ser associadas a sinalização de informações ao mercado (desempenho dos fundos), pois no processo de seleção dos investimentos devem ser

observadas as etapas de seleção, avaliação, decisão e saída, ao passo que os investidores (gestores dos fundos), via de regra, são descritos como conselheiros no processo de gestão de suas investidas. Ou seja, as características do gerente, como, educação, gênero, etc., são fatores potencialmente importantes no desempenho dos fundos. Visto que, a formação acadêmica e experiências profissionais podem estar relacionada ao estabelecimento de redes de egressos entre gerentes de fundos ou entre gerentes e CEOs, o que, por sua vez, pode facilitar o fluxo de informações relevantes (MARQUES; SOUZA; JUNIOR, 2015; CUTHBERTSON; NITZSCHE; O’SULLIVAN, 2016).

A função de gestor de uma carteira de fundos deve ser atribuída a uma pessoa natural ou jurídica credenciada como administrador de carteira de valores mobiliários pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e são diversas as suas atividades, como escolher ativos que irão compor a carteira de fundos, selecionando as que possuem melhores perspectivas de rentabilidade, dado um nível de risco no que se refere a política de investimentos do fundo, além de emitir as ordens de compra e venda com relação aos ativos da carteira de fundos em nome do Fundo (CVM, 2014).

A indústria de fundos de investimentos atribui uma significativa atenção ao desempenho e capital humano (executivos e gestores das Gestoras de fundos). Os participantes do mercado, incluindo investidores, administradores de fundos, consultores de ativos, empresas de *ratings* de fundos, reguladores e mídia são todos observadores próximos da capacidade da operação de gerenciamento de fundos para fornecer serviços valiosos aos consumidores. Os analistas externos avaliam regularmente a capacidade da alta direção em implementar com êxito o processo de investimento da operação, bem como verificam mudanças que possam surgir na liderança de investimentos (GALLAGHER; NADARAJAH; PINNUCK, 2005).

Uma das abordagens referentes aos perfis de executivos e gestoras diz respeito ao gênero, havendo como base Alsos e Ljunggren (2016) por buscarem verificar a influência do gênero em decisões de investimentos pela relação entre a procura (empresários) e oferta (investidores) para compreender como o gênero afeta o novo empreendimento pelo financiamento adotado. Além disso, no presente estudo são evidenciadas outras características já estudadas tanto em âmbito nacional quanto internacional, como a formação de profissionais em área de negócios (Administração, Contabilidade e Economia), anos de instituição e anos de experiência de mercado (GOLEC, 1996; GALLAGHER; NADARAJAH; PINNUCK, 2005; AGGARWAL; BOYSON, 2016).

Nesse contexto surge a questão de pesquisa que norteia este estudo: qual a influência dos perfis de profissionais das equipes executivas e de gestão de empresas gestoras no desempenho de fundos de investimentos no Brasil, à luz da teoria da sinalização? Assim, objetiva-se investigar a influência dos perfis de profissionais das equipes executivas e de gestão no desempenho de fundos de investimentos no Brasil, representado pelo Índice de Sharpe, à luz da teoria da sinalização, entre os anos de 2011 a 2015.

Muito ainda se tem questionado quanto ao papel que o gestor do fundo pode ter em relação ao desempenho do mesmo, estudos desenvolvidos em países emergentes ainda não encontraram evidências com relação a capacidade dos gestores em entregar retornos excedentes a seus investidores (MAESTRI; MALAQUIAS, 2018). Sobretudo, considerando a realidade brasileira, onde os estudos sobre os fundos ainda são muito escassos, principalmente, os envolvendo os perfis de altos executivos e gestores. Assim, o estudo pretende contribuir a literatura ao trazer a associação de características dos altos executivos e gestores ao desempenho dos fundos brasileiros.

Além desta introdução, este artigo contém mais 5 seções. A seção 2 aborda a Teoria da Sinalização e os estudos anteriores sobre o tema. Em seguida, a seção 3 refere-se a metodologia, detalhando a base de dados e os procedimentos econométricos adotados. A seção 4 descreve a

análise dos resultados, subdivido em análise descritiva e a inferencial. Por fim, a seção 5 diz respeito as considerações finais do estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria da Sinalização

A teoria da sinalização baseia-se na necessidade de minimizar a assimetria da informação na tomada de decisão. Inicialmente foi utilizada para descrever o processo de contratação, onde os gerentes precisam verificar os sinais para indicar se o indivíduo tem potencial para ser um membro produtivo da empresa (SPENCER, 1974). Quando aplicado a empresa, os sinais tentam reduzir a incerteza subjetiva, no que diz respeito à produtividade e viabilidade da organização, além disso, esses sinais podem incluir evidências da capacidade de gerir a organização (ZIMMERMAN, 2008).

Há quatro construções da teoria de sinalização, são elas: sinalizador, receptor de sinal e *feedback*. Dessa forma, o sinalizador envia informações para o receptor. No caso desta pesquisa as gestoras de fundos de investimentos podem sinalizar o desempenho dos fundos de investimentos sob sua responsabilidade para indicar a qualidade de sua gestão. Já o *feedback* é a resposta ao sinal recebido retornados pelo receptor para o sinalizador indicando a eficácia do sinal, podendo servir como base para que os sinalizadores possam ajustar ou refinar seus sinais para os investidores. Com isso, a sinalização pode ser vista como um processo por meio do qual são enviados sinais, recebidos, interpretados e respondidos, levando a novos sinais e interpretações (ALSOS; LJUNGGREN, 2016).

A eficácia dos sinais depende da observância e custo. Observância é a medida em que os receptores podem verificar os sinais enviados. A competência do gestor só terá valor caso o sinal puder ser comunicado de maneira que os investidores possam compreender o seu valor, dessa maneira o custo de sinal se refere à forma como a informação é cara para o sinalizador, sendo mais credível (ALSOS; LJUNGGREN, 2016).

Como exemplo relacionado a importância da qualidade de uma gestão à luz da teoria da sinalização, Zhang e Wiersema, (2009) afirmaram que como resultado direto dos escândalos corporativos que começaram com a Enron os Mercados financeiros e a Comissão de Valores Mobiliários passaram a exigir que os *Chief Executive Officer* (CEOs) e diretores financeiros de grandes companhias abertas devem certificar seus interesses financeiros por meio de declarações. Usando para isso a teoria de sinalização de mercado, foi proposto que o CEO deve enviar para os investidores à credibilidade da sua certificação, além da qualidade das demonstrações financeiras da empresa.

Além do estudo de Zhang e Wiersema, (2009), Gomulya e Boeker (2014) destacam que mesmo já havendo pesquisas sobre a reputação das companhias, poucas são as que investigaram as ações das empresas após a ocorrência de um evento prejudicial à reputação. Dessa forma, é argumentado que o CEO sucessor deve ter certas qualidades específicas para sinalizar a seriedade da companhia, no intuito de restaurar sua visibilidade ao mercado. Como exemplo, as empresas com alinhamentos mais rígidos devem nomear sucessores que tenham conhecimento prévio do cargo de CEO e possuir um nível de educação mais elevado, resultando em reações mais positivas ao mercado, pois analistas financeiros e meios de comunicação enviam mensagens aos *stakeholders* e ao público em geral sobre a competência do CEO e os esforços da empresa.

Em pesquisas realizadas no Brasil, Garcia e Lucena (2016) ao analisarem os motivos para a recompra de ações por empresas listadas na B³ e na NYSE, basearam-se na premissa de que os gestores estão mais bem informados do que o mercado sobre o verdadeiro valor da empresa, assim como Silva, et al. (2015) argumentam que para reduzir a assimetria é necessário

que os gestores sinalizem informações para os *stakeholders*, evitando falhas no mercado. Nesse aspecto, verifica-se a relevância de pesquisas que abordem a sinalização de desempenho dos Fundos de Investimentos pelas suas respectivas Gestoras.

2.2 Estudos Anteriores

Em pesquisas internacionais, Banker, Chen e Klumpes (2016), desenvolveram uma medida para avaliar o desempenho dos fundos e conseqüentemente de características dos gestores de fundos, nas atividades de compra e venda em relação às operações de outros gestores de fundos. Na qual, foi constatado que os gestores de fundos não têm capacidade simétrica para compra e vende nas atividades dos fundos de investimentos, pois alguns gerentes desempenham boas compras em relação aos ativos de carteira de fundos, mas não em transações de venda, enquanto outros executam bem as vendas, mas não as compras.

Diante dos argumentos de Banker, Chen e Klumpes (2016), uma das *proxies* selecionadas no presente estudo refere-se à diversidade de gênero das equipes executivas e de gestão para verificar sua relação com o desempenho de fundos de investimentos (CUTHBERTSON; NITZSCHE; O’SULLIVAN, 2016; AGGARWAL; BOYSON, 2016). Nesse contexto, Adams e Ferreira (2009) sugerem que diretorias com mais conselheiras são caracterizadas pelo potencial de maior participação em tomadas de decisão, pela alta fiscalização do CEO (devido a maior sensibilidade ao longo dos desempenhos) e pelo maior alinhamento com a diretoria e interesses dos acionistas.

Aggarwal e Boyson (2016) examinaram o retorno e risco de *hedge* de fundos com pelo menos um gestor do sexo feminino, além de fundos que têm todos os gestores do sexo feminino, sendo verificado que os fundos com todos os gerentes do sexo feminino não executam de forma diferente suas atividades em relação aos fundos geridos por homens. Além disso, constataram que fundos geridos por mulheres têm menos ativos sob gestão do que os fundos de sobrevivência masculina, e usando menções de mídia como uma *proxy* para o interesse dos investidores, os fundos geridos por mulheres recebem menos atenção. Com isso, nos resultados não houve diferenças na habilidade entre gestores do sexo feminino e masculino. No Brasil, não foram identificados estudos que busquem relacionar o desempenho dos fundos (à luz da teoria da sinalização) aos perfis de profissionais de empresas gestoras pela perspectiva do gênero masculino e feminino, sendo um diferencial da presente pesquisa.

King, Srivastav e Williams (2016) ao investigarem as relações entre o nível educacional de CEOs e o desempenho de uma instituição financeira concluíram que o sucesso educacional do CEO, tanto de nível quanto de qualidade é importante para o desempenho do banco analisado. Oferecendo evidências robustas de que os bancos liderados por CEOs com MBAs superam seus pares. E ainda, as descobertas sugerem que a formação em área de negócios proporciona uma melhor gestão de empresas bancárias.

Posto isso, a partir da pesquisa de Golec (1996), no presente estudo a proposta foi enfatizar se há relação entre a variável Índice de Sharpe (desempenho dos fundos de investimentos) com a variável explicativa Formação Acadêmica, com intuito de verificar se os executivos e gestores formados em área de negócios (Administração, Contabilidade e Economia) impactam de forma positiva na performance dos fundos, ao comparar com às demais áreas de conhecimentos. Visto que, Gottesman e Morey (2006) afirmam que gerentes com formação na área de negócios, em particular MBAs de escolas classificadas no top 30 dos rankings de MBAs da *Business Week*, mostram ter desempenho superior ao comparar com gerentes sem essa formação educacional.

Chevalier e Ellison (1999) argumentam que a probabilidade de rescisão de gestores de fundos está significativamente relacionada com o desempenho passado, respondidos pelos coeficientes das regressões. A medida que Gallagher, Nadarajah e Pinnuck (2005) ao analisarem o impacto de substituir gestores na performance futura de fundos mútuos, obteve

como resultado que há uma melhoria significativa do desempenho no período em que tais profissionais foram substituídos, o que pode ser um indicativo de relações negativas entre o desempenho dos fundos e os anos de instituição dos executivos e gestores.

A experiência de mercado de altos gestores no mercado pode exercer impactos positivos ou negativos no desempenho operacional. Isso por que, o número de anos em atividades de fundos de investimentos pode contribuir para que os gestores selecionem projetos de maior qualidade. No entanto, também pode aumentar os incentivos do entrincheiramento gerencial e com isso ter um efeito negativo no valor da empresa (MALAQUIAS; MAMEDE, 2015; DITTMAR; DUCHIN, 2015; LI; TSENG; CHEN, 2016).

Dittmar e Duchin (2015) acompanham o histórico de mais de 9.000 gestores para estudar os efeitos das experiências profissionais nas políticas corporativas. Sendo identificado que a experiência do CEO tem uma influência forte quando é mais recente ou ocorre durante períodos relevantes na carreira de um gerente. Foram verificados efeitos semelhantes para os CFOs (*Chief Financial Officer*). Os resultados sugerem que as políticas corporativas variam de acordo com as experiências de mercado dos gerentes.

Perante as afirmações de Dittmar e Duchin (2015), apesar de Golec (1996) enfatizar que os anos de experiência de mercado pode contribuir para que os gestores tenham maiores conhecimentos, e com isso desempenhar melhor suas atividades nos fundos de investimentos, todavia em pesquisas realizadas no Brasil, Malaquias e Eid (2013) identificaram em fundos multimercados que há relações negativas entre o desempenho dos fundos e os anos de experiência de mercado dos gestores. Tais resultados são corroborados por Malaquias e Mamede (2015) com a justificativa referente a Teoria da Agência, ou seja, gestores com mais experiência podem vir a se preocupar em manter sua reputação, assumindo posições que não basicamente maximizam a rentabilidade dos cotistas de fundos.

As pesquisas de Malaquias e Eid (2013), Malaquias e Mamede (2015) e Maestri e Malaquias (2018) apresentam similaridades com o estudo de Clare (2017), uma vez que ao se concentrar em gerentes com histórico de pelo menos dez anos foram encontradas poucas evidências de persistência de desempenho, sugerindo que o desempenho ajustado ao risco ao longo do período amostral de dez anos diminuiu. Assim, essa tendência é um indicativo de relações negativas entre os anos de experiências de mercado de gestores e o desempenho de fundos de investimentos.

A partir da discussão dos estudos anteriores sobre a influência das características dos altos executivos e gestores (Gênero, Formação Acadêmica, Anos na Instituição e Anos de Mercado) sobre a performance dos fundos de investimentos, destaca-se a pesquisa de Oliveira Filho e Sousa (2015) cujo objetivo de estudo foi calcular os índices de desempenho dos fundos de ações no Brasil e determinar a probabilidade de um fundo que venha apresentando bom desempenho em relação a seus pares conseguir manter essa posição no período seguinte. Para os referidos autores a avaliação do desempenho é uma etapa relevante do processo de investimento, sendo um mecanismo de *feedback*, e, portanto, de sinalização, na qual a intenção é comparar periodicamente o retorno e o risco incorrido por um gestor em uma estratégia de gestão ativa com um *benchmark* (parâmetro de comparação).

3 METODOLOGIA

A ANBIMA representa as instituições que atuam no mercado de capitais do Brasil, reunindo o maior número de protagonistas do setor para a atuação junto ao governo, ao mercado e a sociedade. O objetivo é o fortalecimento dos segmentos listados na própria ANBIMA, tais como; Entidade Fechada de Previdência Complementar, patrocinadas por empresas públicas (EFPC – Empresa Pública); Entidade Fechada de Previdência Complementar, patrocinadas por empresas privadas (EFPC – Empresa Privada); Seguradoras; Entidade Aberta de Previdência Complementar (EAPC); Capitalização; *Corporate*; *Middle Market*; *Private*; Varejo; Varejo

Alta Renda; Poder Público; Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS); Fundos de Investimento; Estrangeiros; e Outros, com intuito de apoiar a evolução do mercado de capitais do Brasil influenciando no mercado global.

Na amostra selecionou-se as Gestoras de Fundos de Investimentos associadas a ANBIMA com dados sobre as características das equipes de executivos e gestores descritos nos Anuários da Indústria de Fundos de Investimento do Brasil, publicados pela própria ANBIMA e FGV no período de 2011 a 2015, com o objetivo de verificar os perfis de profissionais das equipes executivas e de gestão e relacioná-los aos desempenhos dos fundos. Nesse aspecto, por meio da Comdinheiro, que é uma base de dados com intuito de realizar análises de investimento e consolidação de relatórios de investimentos, foram coletadas as informações referentes ao desempenho dos fundos de investimentos e as variáveis de controle.

Para verificar os perfis dos executivos e gestores dos fundos, foi selecionado um Fundo de Investimento para cada Gestora de Fundos de Investimentos, na qual quanto ao critério de escolha do fundo foi aquele que apresentou a maior Captação Líquida (captações deduzidas dos resgates) no ano de 2015, tendo em vista que Pereira (2014) argumenta que há relações positivas entre a rentabilidade e captação líquida de fundos de investimentos no Brasil. Além disso, Fonseca e Malaquias (2012) ao investigar a ocorrência do efeito *Smart Money* no segmento brasileiro de fundos multimercados, sendo operacionalizado por meio da comparação entre a rentabilidade média dos fundos e a captação líquida, obteve como resultado que o desempenho médio foi superior nos fundos que evidenciaram maior captação líquida.

De acordo com o Boletim de Fundos de Investimentos da ANBIMA (2016), a captação líquida da indústria de fundos foi positiva em outubro, com R\$ 1,2 bilhão. Em que, a categoria Renda Fixa (R\$ 6,6 bilhões) liderou o ingresso de recursos ajudando a compensar os resgates líquidos ocorridos na categoria Multimercado (R\$ 4,1 bilhões). Como resultado, a indústria acumula captação líquida de R\$ 80,5 bilhões no ano, sendo evidenciado no quadro 1:

Quadro 1: Indústria de Fundos em Números (Captação Líquida) - Outubro/2016

	Mês	Ano	12 Meses
Captação Líquida Acumulada (R\$ Bilhões)	1,2	80,5	57,5
Aplicação (R\$ Bilhões)	360,6	3.594,40	4.355,70
Resgate (R\$ Bilhões)	359,4	3.513,90	4.298,20
Captação % do PL*	0,03	2,73	1,97

Fonte: ANBIMA (2016). Notas: *A Captação líquida % do PL é calculada utilizando-se o PL do último dia útil do período anterior.

Após selecionar os Fundos de Investimentos que apresentaram as maiores Captações Líquidas em 2015, é importante acrescentar que os fundos selecionados apresentaram as classes de Fundo de Ações, de Renda Fixa e Fundo Multimercado (há Gestoras que trabalham com as três classes de fundos selecionadas, como também, há quem trabalhe com duas, ou apenas com uma das classes de fundos de investimentos). A escolha de tais classes de fundos é justificada por serem as mais representativas em termos de Patrimônio Líquido constantes por classe ANBIMA (Fundos esses em que para a presente pesquisa foi considerada que a data da sua constituição deve ser em no mínimo o ano de 2010, um ano antes do início da data base para coleta de dados, tendo como objetivo obter o máximo de dados possíveis para análise).

A amostra é analisada em painel, método que proporciona maior número de informações, menor colinearidade entre as variáveis, maior grau de liberdade, e consequentemente maior eficiência nas estimações, ao comparar com estudos temporais ou seccionais. Posto isso, a amostra apresenta-se de forma desbalanceada, pois há dados faltantes referentes as variáveis explicativas (perfis da equipe de executivos e gestores dos fundos de

investimentos). Segue abaixo, na tabela 1, os números de Gestoras de Fundos de Investimentos e seus respectivos fundos selecionados, bem como o número de observações analisadas:

Tabela 1 – Números de Gestoras de Fundos de Investimentos e observações analisadas de 2011 a 2015

Fundos de Investimentos	Número de Gestoras de Fundos de Investimentos e Fundos de Investimentos	Número de Observações analisadas
Fundos de Ações	19	201
Fundos de Renda Fixa	25	615
Fundos de Multimercado	37	732
Total	81 Gestoras de Fundos de Investimentos e Fundos de Investimentos	1548 observações analisadas

Fonte: Dados da pesquisa (2016).

3.1 Variável Dependente

A partir da Comdinheiro foi coletada a variável dependente, com intuito de representar a sinalização da performance das Gestoras de Fundos de Investimentos, por meio do desempenho dos fundos de investimentos. O índice de desempenho selecionado foi o Índice de Sharpe, desenvolvido em 1964 por William Sharpe. Em que, relaciona retorno e risco total, ao passo que quanto maior o índice melhor o desempenho do fundo, sendo utilizado para evidenciar rankings do desempenho de fundos de investimento. No caso desta pesquisa, o cálculo do índice de Sharpe foi realizado a partir da média aritmética dos retornos diários do ativo deduzido da média dos retornos diários do *benchmark* de renda fixa pelo risco ao dia do ativo. Nesse contexto, segue a equação 1:

$$S_p = \frac{E(R_p) - R_F}{\sigma(R_p)} \quad (1)$$

Em que, S_p é o índice de Sharpe; $E(R_p)$ é o retorno médio do fundo; R_F significa o retorno médio do ativo livre de risco; e, $\sigma(R_p)$ é o desvio padrão do fundo.

Uma limitação no uso do Índice de Sharpe refere-se à possibilidade de obter estimativas negativas, não sendo possível sua utilização para comparações, pois a regra de ordenação pode não ter sentido lógico. Dessa forma, o critério para definir os Fundos de Investimentos que apresentaram os melhores desempenhos e os piores desempenhos, foi o estabelecido no quadro 2:

Quadro 2: Variável dependente - Desempenho das Gestoras de Fundos de Investimentos (2011-2015)

Variável	Definição
Índice de Sharpe	Caso o Fundo de Investimento apresente o Índice de Sharpe positivo receberá valor 1 (um), representando um bom desempenho, caso apresente o Índice de Sharpe negativo receberá valor 0 (zero), sendo considerados os de maus desempenhos

Fonte: Elaboração própria.

Tal critério para definir a variável dependente tem como referência Oliveira Filho e Sousa (2015), pois ao analisaram os índices de desempenho dos fundos de ações no mercado brasileiro fizeram uso de uma análise multivariada de Regressão Logística Binária, com variável dependente da regressão categórica, sendo atribuído 0 (zero) para a não ocorrência de bom desempenho e 1(um) para a ocorrência de bom desempenho.

3.2 Variáveis Explicativas

Com intuito de relacionar a variável dependente referente ao desempenho dos fundos (Índice de Sharpe) com as explicativas que representam os perfis de profissionais das equipes executivas e de gestão, são evidenciadas as seguintes variáveis no quadro 3, tendo como fonte de dados os Anuários da Indústria de Fundos de Investimento do Brasil, publicado pela própria ANBIMA e FGV, no período de 2011 a 2015:

Quadro 3: Variáveis explicativas para representar o perfil do gestor e executivo (2011-2015)

Variáveis	Definição	Relações esperadas	Referências
Gênero	Caso o gestor seja homem receberá valor 1 (um), caso contrário 0 (zero)	+ ou -	Aggarwal e Boyson (2016); Cuthbertson; Nitzsche; O'sullivan, (2016)
Formação Acadêmica	Caso o gestor seja formado em área de negócios (Administração, Contabilidade e Economia) assume valor 1 (um), caso contrário 0 (zero)	+	Gottesman e Morey (2006); King, Srivastav e Williams (2016)
Anos na Instituição	Número de anos na instituição	-	Chevalier e Ellison (1999); Gallagher, Nadarajah e Pinnuck (2005)
Anos de Mercado	Número de anos de mercado	-	Malaquias e Eid (2013); Malaquias e Mamede (2015); Dittmar e Duchin (2015); Clare (2017); Maestri e Malaquias (2018)

Fonte: Elaboração própria.

3.3 Variáveis de Controle

Destaca-se no quadro 4 as variáveis de controle do estudo:

Quadro 4: Variáveis de controle da amostra (2011-2015)

Variável	Definição	Relações esperadas	Referências
Cotistas	Número de cotistas nos Fundos de Investimentos	+	Ang, Chen, e Lin (1998)
Aplicação mínima	Aplicação mínima para investir no Fundo de Investimento	+	Gomes (2014)
Taxa administrativa	Referente ao preço pago pela gestão e operacionalização do fundo	-	Cahart (1997); Dalmácio, Nossa e Zanquetto (2007); Arif e Jawaid (2011)
Constituição	Idade dos Fundos de Investimentos, representado pelo ano de sua constituição	+	Chen et al. (2004); Chan e Covrig (2012)
Log do Patrimônio Líquido	Referente ao tamanho do Fundo de Investimento	+	Ippolito e Turner (1987); Chen, et al. (2004); Milani e Ceretta (2013)

Fonte: Elaboração própria.

Na variável cotistas, enfatiza-se a Assembleia Geral de Cotistas, sendo a instância de decisões de Fundos de Investimentos. Pois, são realizadas reuniões entre cotistas para discutir as decisões estratégicas relacionadas à gestão de fundos, sendo enfatizadas tais questões: alteração na política de investimentos do fundo, demonstrações contábeis apresentadas pelos administradores, alterações no regulamento dos fundos, substituição do Administrador, do

Gestor ou do Custo diante, eventual liquidação do fundo, além do aumento ou alteração da forma de cálculo das taxas administrativas, taxas de performance, de entrada e saída (CVM, 2014). Assim, esperou-se relações positivas entre cotistas dos Fundos de Investimentos e seu respectivo desempenho (ANG; CHEN; LIN, 1998).

Gomes (2014) ao analisar as relações entre captações e desempenho fez uso da variável aplicação mínima, encontrando significância estatística. Dessa forma, no caso da presente pesquisa, por serem abordadas três classes de Fundos de Investimentos (Fundos de Ações, de Renda Fixa e Multimercado) com características peculiares para cada classe de fundo, essa variável foi selecionada para análise, esperando-se relações positivas (GOMES, 2014).

Dalmácio, Nossa e Zanquetto (2007) ao descrever a existência, ou não, da relação entre a taxa de administração de instituições administradoras dos fundos de investimento e o desempenho de tais fundos, verificou que a variável taxa de administração apresentou-se com efeito negativo no Índice Sharpe dos fundos da amostra, ou seja, quanto maior a taxa de administração, menor a *performance*. Esse resultado é corroborado pela literatura internacional, pois Cahart (1997) apresentou que as taxas de administração impactam de forma negativa na *performance* dos fundos, como também Arif e Jawaid (2011) enfatizou as relações negativas entre retorno e taxas administrativas. Assim, foram esperadas relações negativas entre taxa de administração e desempenho dos fundos de investimentos.

Quanto a variável Constituição, Chen et al. (2004) e Chan e Covrig (2012) afirmam que a idade do Fundo de Investimento, ou seja, o ano de sua constituição tem relevância no retorno do fundo de maneira positiva, tanto pela maturidade da gestão do fundo, quanto pela sua prática no mercado. Com isso, esperou-se relações positivas entre a variável Constituição e o desempenho dos Fundos de Investimentos (Índice de Sharpe).

No que se refere ao tamanho dos fundos de investimentos, Milani e Ceretta (2013) argumentam que pelo aumento de patrimônio líquido pode haver dois entendimentos; o aumento no patrimônio líquido pode gerar acréscimo na estrutura hierárquica, ocasionando complexidade das operações, e redução da rentabilidade do fundo e cotistas. Por outro lado, pode-se considerar que o aumento no patrimônio líquido gera ganhos de escala que diminuem os custos para o administrador do fundo, aumentando com isso os seus lucros, bem como evidenciando maiores oportunidades (IPPOLITO; TURNER, 1987; CHEN, ET AL. 2004). Nesse contexto, apesar de Milani e Ceretta (2013) basearem suas pesquisas nas perspectivas dos cotistas dos fundos de investimento, foi constatado que fundos de investimentos em ações brasileiros apresentaram indícios de efeito tamanho, fundos com patrimônio líquido maior tenderam a apresentar melhores *performances*. Assim, esperou-se relações positivas entre o tamanho do fundo de investimento e seu desempenho.

3.4 Modelo Econométrico

A partir da seleção das variáveis acima, apresenta-se a equação 2 referente ao modelo econométrico, destacados em Regressão Logística Binária. É importante destacar que a escolha do modelo logístico – logit e não o modelo probit tem como justificativa o fato de que na maioria das aplicações, os modelos são semelhantes, na qual a principal distinção é que a distribuição logística tem caudas ligeiramente mais longas, não havendo motivos para preferir um modelo ao outro (Gujarati, 2006):

$$\log\left(\frac{\pi}{1-\pi}\right) = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n + \varepsilon \quad (2)$$

Em que, π representa a probabilidade de um determinado evento de interesse, ou seja, na Regressão Logit, pela método de modelagem estatística, na qual a variável dependente é dicotômica, a sinalização da performance da Gestora de Fundo de Investimento é representada

pelos desempenhos dos fundos (Índice de Sharpe) “positivo” ou “negativo”. Ainda, x_1, x_2, \dots, x_n são as variáveis independentes, e $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_n$ são os parâmetros do modelo *logit*, bem como ε é o erro aleatório.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Análise Descritiva dos Resultados

No painel A para a estatística descritiva geral dos Fundos de Investimentos é enfatizada a média, o desvio padrão, e os valores mínimos e máximos que compõem a amostra do estudo, evidenciadas na tabela 2. Nesse aspecto, é possível perceber que em média 52,8% da amostra na qual foram analisadas as variáveis *dummies* para o Índice de Sharpe, apresentaram índice de desempenho positivo, apesar de ser um valor expressivo, vale lembrar que na média em 47,20% da amostra foi enfatizado o Índice de Sharpe negativo para o período de 2011 a 2015.

Para a estatística descritiva por classe de Fundos de Investimentos, no painel B, para os Fundos de Ações o resultado chamou uma maior atenção para o Índice de Sharpe, tendo em vista que, para os 19 Fundos analisados, em média, 9,8% apresentaram um índice de desempenho positivo, sendo que no Anuário de Fundos de Investimentos (2015) é afirmado que os fundos de ações apresentaram desempenho abaixo dos demais tipos da indústria, sendo o segmento de investimento mais comprometido no que tange a rentabilidade nos últimos dois anos (neste caso, 2014 e 2015), com o Ibovespa acumulando declínio de 18,41% em 2015, tendo como justificativa o tímido desempenho da atividade econômica.

Conforme indicam os resultados da tabela 2, os Fundos de Renda Fixa evidenciaram em média 64,4% de Índice de Sharpe positivo (o que pode ser justificado pela menor volatilidade de suas rentabilidades no que tange aos Fundos de Ações), ao passo que nos Fundos de Multimercado constatou um percentual de 60%, do índice positivo, ou seja, com melhores desempenhos. Ainda, no Anuário de Fundos de Investimentos (2015) os Fundos Multimercados foram relatados como o destaque em 2015, devido trabalhar com diversas estratégias (alavancagem e *hedge*), além de vários mercados (renda fixa, variável, entre outros) na procura por altos retornos e/ou redução de riscos, assim, nesses fundos registraram-se as maiores rentabilidades por tipos ANBIMA, como o caso do Multimercado Trading, pela busca resultados causados por movimentos de curto prazo nos preços dos ativos.

Pelas variáveis explicativas da presente pesquisa, quanto ao Gênero, na estatística descritiva geral, em média 89,8% são do sexo masculino, sendo um resultado bastante significativo, na qual quando analisado por classe de Fundos de Investimentos, tanto os Fundos de Ações, quanto os Fundos de Renda Fixa apresentaram percentuais acima de 80%, os Fundos de Multimercado evidenciaram percentual ainda maior, pois em média 92,8% são do sexo masculino (sendo que o número de observações para este fundo é o maior elevado - 732 observações).

A formação acadêmica das equipes executiva e de gestão (painel A) revelou que em média, 73,4% são da área de negócios, possuem formação em Administração, Contabilidade ou Economia. Ao passo que pelas classes de Fundos de Investimentos (painel B) o maior resultado é referente aos Fundos de Renda Fixa (78,4%), tais percentuais tem uma grande relevância, pois mostra a ampla procura de profissionais com essas formações para trabalhar com Fundos de Investimentos. A medida que, dos que não possuem formação na área de negócios, durante a coleta de dados percebeu-se um número expressivo de profissionais com formação na área de Engenharia.

A variável de teste anos de instituição (painel A) evidenciou uma média de 7,20 anos, e por classe de Fundos de Investimentos, mais uma vez os Fundos de Renda Fixa enfatizaram um valor mais elevado, com a média 8,55 anos de profissionais da instituição. Na variável anos de

mercado, quando considerado as três classes juntas os profissionais possuem em média 16,79 anos de experiência, e por classe, a Renda Fixa, apresenta a maior média, 17,42 anos de mercado. Vale destacar que, o número máximo de anos na instituição e anos de mercado (52 anos), pertence a um profissional ligado a uma empresa Gestora de Fundo de Investimentos da classe de Fundos de Ações.

Sobre as demais variáveis independentes (controles), o número de cotistas gira em média de 169 investidores, e o número máximo da amostra de cotistas é 5.539, sendo que em média há 200 cotistas pertencem aos Fundos Multimercado. Na aplicação mínima, pelas três classes de Fundos de Investimentos a média é de 203.864 mil, com um número máximo de 3.000.000 milhões. Com aplicação mínima, em média, mais expressiva em Fundos de Ações.

A variável taxa administrativa apresentou uma média de 78 centavos, com um valor máximo de 4 reais referente a um Fundo de Multimercado. Apesar disso, quando analisado por classe de Fundo de Investimento, a média maior da taxa administrativa diz respeito ao Fundo de Ações (1,68 reais). A medida que, quanto a constituição de Fundos de Investimentos o ano mínimo é 2010, como foi enfatizado na metodologia, enquanto que o ano máximo é de 1991, ou seja, 20 anos antes para início da coleta de dados, dessa forma é observada que a relação entre a idade do fundo e o rendimento pode ser positiva, tendo em vista que os investidores preferem fundos com dividendos maiores, pois fundos que proporcionam dividendos maiores sobrevivem por mais tempo (GOLEC, 1996).

Tabela 2 – Estatística descritiva para Fundos de Ações, de Renda Fixa e Multimercado

<i>Painel A - Estatística descritiva geral</i>						
Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo		
Índice de Sharpe	0,528	0,499	0	1		
Gênero	0,898	0,301	0	1		
Formação Acadêmica	0,734	0,441	0	1		
Anos na Instituição	7,202	6,443	0,10	52		
Anos de mercado	16,799	8,616	0,80	52		
Cotistas	169,155	653,536	0	5539		
Aplicação mínima	203.864	462.976	0	3.000.000		
Taxa administrativa	0,783	0,928	0	4		
Constituição	2006,750	3,509	1991	2010		
Log Patrimônio Líquido	8,133	1,014	5,835	10,866		
<i>Painel B - Estatística descritivas por classe de Fundos de Investimentos</i>						
Variáveis	Fundos de Ações		Fundos de Renda Fixa		Fundos de Multimercado	
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão
Índice de Sharpe	0,098	0,297	0,644	0,478	0,600	0,490
Sexo	0,887	0,315	0,868	0,338	0,928	0,257
Formação Acadêmica	0,645	0,479	0,784	0,411	0,726	0,446
Anos na Instituição	6,583	7,268	8,551	6,711	6,965	6,087
Anos de mercado	16,917	10,702	17,428	7,471	16,741	8,464
Cotistas	69,440	138,863	175,708	614,700	200,662	780,311
Aplicação mínima	293.567	807.136	83627,530	256.596	269.587	408.530
Taxa administrativa	1,686	1,066	0,276	0,333	0,838	0,913
Constituição	2005,906	4,749	2006,162	3,682	2007,504	2,562
Log Patrimônio Líquido	7,217	0,748	8,736	0,982	8,015	0,809

Fonte: Dados da pesquisa (2011-2015).

Na análise do log do patrimônio líquido, a média por classe de Fundo de Investimento pertence ao Fundo de Renda Fixa (8,73), com valor máximo de patrimônio líquido para esta classe de fundo de 73.572.392.741,85 bilhões. O desenvolvimento dos fundos de investimentos, tanto em número de fundos, como também pelo patrimônio líquido administrado por cada fundo, influencia na sua administração, visto que auxilia na análise do retorno ajustado ao risco, corroborando estudos anteriores que consideram essa variável importante para compreender a *performance* de fundos. (MILANI; CERETTA, 2013; MAESTRI; MALAQUIAS, 2018).

4.2 Análise Econométrica

Na tabela 3 observa-se o resultado da Regressão Logística Binária, em que são destacadas as relações entre a sinalização do desempenho dos fundos de investimentos (Índice de Sharpe) e as variáveis explicativas e de controle, para as três classes de Fundos de Investimentos, simultaneamente. Nos perfis de profissionais de empresas Gestoras, as equipes executivas e de gestão em toda a análise e discussão dos dados foram evidenciados em conjunto, pois isoladamente as equipes executivas não apresentaram significância estatística diante do Índice de Sharpe, mas com as duas equipes analisadas conjuntamente, os resultados podem ser melhores explicados pelas relações e suas respectivas significâncias.

Dessa forma, verifica-se que por meio do LR com valor de 322,95 as variáveis são significativas para explicar a probabilidade de os perfis de profissionais das equipes executivas e de gestão influenciar no índice de desempenho dos Fundos de Investimentos (Índice de Sharpe). Bem como, o valor da estatística da probabilidade F representa o fato de que não há a rejeição da hipótese de que todos os coeficientes sejam iguais a zero. No que tange ao Pseudo R^2 , em aproximadamente 15,17% a variável dependente Índice de Sharpe pode ser explicada pelas variáveis independentes selecionadas para o modelo. Com isso, são evidenciadas as descrições dos valores corretamente classificados, de forma geral o modelo da tabela 3 pode prevê 69,44% de observações de maneira correta.

Quanto aos valores dos coeficientes, que representam as relações entre as variáveis do modelo, bem como o p-valor com suas respectivas significâncias, verifica-se que três variáveis explicativas mostraram significância estatística. No que se refere ao Gênero, com relações positivas, os homens influenciaram em cerca de 51,70% da variável Índice de Sharpe. Esse resultado não corrobora com Adams e Ferreira (2009) e Aggarwal e Boyson (2016), por constatarem que não haveria diferenças de habilidades na execução das atividades em Fundos de Investimentos por profissionais homens ou mulheres, não implicando no desempenho dos fundos. Todavia, vale lembrar que 89,8% da amostra selecionada para a pesquisa são do gênero masculino, o que condiz com Akpan e Amran (2014) ao afirmarem que mesmo havendo avanços na inserção de mulheres a ocuparem cargo de destaque em empresas de grande porte, ainda assim os homens são maioria quando se trata de Gestoras de Fundos de Investimentos.

Nessa perspectiva, na variável formação acadêmica apesar de serem obtidas relações positivas não apresentou significância estatística, assim o fato de os profissionais das Gestoras de Fundos de Investimentos, selecionados para a pesquisa, serem formados em áreas de negócios (Administração, Contabilidade ou Economia) não influenciou no desempenho dos Fundos de Investimentos analisados. Com isso, não é possível fazer nenhuma inferência sobre esse resultado, não confirmando as pesquisas de Golec (1996) e Gottesman e Morey (2006) por constatarem que gestores com MBAs na área de negócios (*Business Week*) contribuiria para uma maior sinalização do desempenho dos fundos de investimentos.

Mesmo havendo estudos como os de Chevalier e Ellison (1999) e Gallagher, Nadarajah e Pinnuck (2005) que argumentam haver relações negativas entre desempenho de fundos e anos de instituição de gestores, a variável anos de instituição mostrou-se significativo, no entanto com relações positivas, influenciando de forma positiva no Índice de Sharpe com as equipes executivas e de gestão. Ou seja, o amadurecimento, responsabilidade e aprendizado na mesma

instituição influencia para uma maior sinalização da *performance* dos fundos de investimentos analisados. Todavia, quanto a variável anos de mercado, corroborou com os estudos de Malaquias e Eid (2013), Malaquias e Mamede (2015) e Clare (2017), apresentando relações significativas e negativas com o índice de desempenho (Índice de Sharpe). Assim como, confirma a pesquisa de Maestri e Malaquias (2018), quando identificaram que fundos com gestores menos experientes obtinham melhores retornos ajustados ao risco.

Pelo p-valor todas as variáveis de controle são significantes. Assim, observando as variáveis de forma separada é percebido que a variável que melhor explica o Índice de Sharpe é o log patrimônio líquido, corroborando com Milani e Ceretta (2013) nos fundos selecionados foram evidenciados o efeito tamanho com relações positivas, o que reduz custo para executivos e gestores, e em contrapartida sinaliza maiores desempenhos. Nas demais variáveis de controle no modelo de Regressão Logística Binária apresentada da tabela 3, foram verificados os sinais de relações já esperados e destacados na metodologia, inclusive a taxa administrativa com relações negativas, corroborando tanto com Cahart (1997) e Arif e Jawaid (2011) na literatura internacional, como também na pesquisa desenvolvida por Dalmácio, Nossa e Zanquetto (2007) em empresas nacionais.

Tabela 3 – Regressão Logit - Índice de Sharpe e perfis da equipe de executivos e gestores

<i>Painel A</i>						
Variáveis	Coef.	Erro pd.	Estat. t	p-valor	(95% Intervalo de Confiança)	
Gênero	0,517	0,189	2,73	0,006	0,145	0,888
Formação Acadêmica	0,004	0,130	0,04	0,970	-0,25	0,260
Anos na Instituição	0,016	0,009	1,67	0,096	-0,002	0,036
Anos de mercado	-0,019	0,007	-2,6	0,009	-0,035	-0,004
Cotistas	0,000	0,000	4,15	0,000	0,000	0,001
Aplicação mínima	0,000	0,000	2,28	0,023	0,000	0,000
Taxa administrativa	-0,409	0,084	-4,81	0,000	-0,575	-0,242
Constituição	0,063	0,016	3,76	0,000	0,030	0,096
Log Patrimônio Líquido	0,667	0,073	9,06	0,000	0,523	0,812
Constante	-132,681	34,023	-3,90	0,000	-199,365	-65,997

Painel B – Estatísticas do modelo

Descrição	Valor	Descrição	Valor
Pseudo R ²	15,17%	Classificação correta	69,44%
LR Estat. F	322,95	Observações	1548
Prob. F	0,00		

Fonte: Dados da pesquisa (2011-2015).

Na Tabela 4 observa-se a regressão da sinalização do desempenho dos fundos de investimentos (Índice de Sharpe) em relação as classes de Fundos de Investimentos analisados: Fundos de Ações, Fundos de Renda Fixa e Fundos Multimercado, destacadas separadamente. De acordo com a base de dados Comdinheiro, para classe de Fundos de Ações é interessante ressaltar que pela classificação ANBIMA, com a amostra selecionada para estudo, são Fundos de Investimentos com as seguintes denominações: Ações setoriais, Ações Índice Ativo, Ações Small Caps, Ações Livres, Ações valor/Crescimento e Ações para investimentos no exterior.

Para Fundos de Renda Fixa, para classe ANBIMA são as seguintes denominações: Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento, Previdência Renda Fixa, Renda Fixa Duração Baixo Grau de Investimento, Renda Fixa Indexados, Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre e Renda Fixa Duração Média Grau de Investimento. Quanto aos Fundos Multimercado, possuem as classificações a seguir: Multimercados Livre, Previdência Multimercados,

Multimercados Investimento no Exterior, Ações Valor/Crescimento, Multimercados L/S – Direcional, Multimercados Juros e Moedas, Multimercados Macro, Multimercados L/S – Neutro, Multimercados Dinâmico e Multimercados Trading.

Pela Regressão para Fundos de Ações, verifica-se pelo LR um valor de 22,99, bem mais baixo do que o resultado da tabela anterior (com a análise das três classes fundos conjuntamente), respondendo melhor se os coeficientes podem ser significativos para esclarecer a probabilidade do Índice de Sharpe ser explicado pelos perfis de profissionais das Gestoras de Fundos de Investimentos. O LR para Fundos de Renda Fixa foi de 53,07 e pode-se observar no modelo para Fundos Multimercado o maior LR, com 220,37. Ao passo que, pelo valor da estatística da probabilidade F não há a rejeição da hipótese de que os coeficientes analisados sejam iguais a zero para os três Fundos de Investimentos.

Para Fundos de Ações, pelo Pseudo R² em aproximadamente 17,65% a variação da variável dependente pode ser explicada pelas variáveis independentes do modelo. A medida que é possível verificar a descrição dos valores corretamente classificados em 90,05% de observações, com percentuais mais elevados do que a tabela anterior. Para Fundos de Renda Fixa o Pseudo R² é de apenas 6,77%, com valores corretamente classificados em 69,43%. Ainda, quanto aos Fundos Multimercado apresenta-se com Pseudo R² de 22,15% e valores corretamente classificados em 75,82%.

Diante de tais resultados, quando as classes dos Fundos de Investimentos são evidenciadas separadamente observa-se que apenas os Fundos de Multimercado apresentam-se variáveis explicativas significantes, são elas anos de instituição e anos de mercado, com os mesmos sinais de relações verificados na tabela 3. Outrossim, Malaquias e Eid (2013) ao abordarem as relações negativas entre experiência de mercado de gestores e índice de desempenho, selecionaram para amostra os Fundos de Investimentos Multimercados.

Assim, ano a ano, executivos e gestores tendem a modificar o seu grau de exposição ao risco, havendo como justificativa uma maior preocupação com suas carreiras. A se expor a um menor grau de risco, talvez um menor desempenho possa ser sinalizado ao mercado. Ou seja, gestores menos experientes, que provavelmente são mais jovens, possuem excesso de confiança e não tem uma carreira estabilizada no mercado, e por isso, para poder prosperar em sua profissão, buscariam correr maiores riscos que seus pares mais experientes, com intuito de ter uma maior *performance*, sinalizando essa informação até sua afirmação no mercado (MALAQUIAS; EID, 2013; MALAQUIAS; MAMEDE, 2015; DITTMAR; DUCHIN, 2015; CLARE, 2017; MAESTRI; MALAQUIAS, 2018).

As características dos altos executivos e gerentes, representada pelos anos de instituição e anos de mercado, são potencialmente relevantes no desempenho dos Fundos de Investimentos Multimercados. Tais informações agora são obtidas facilmente dos prospectos de fundos e, portanto, se importantes para a *performance*, fornecem informações de baixo custo para os investidores na seleção de gerentes (CUTHBERTSON; NITZSCHE; O’SULLIVAN, 2016).

Com relação as variáveis de controle, houveram relações significativas com o Índice de Sharpe nas três classes de fundos: em Fundos de Ações (aplicação mínima e taxa administrativa), Fundos de Renda Fixa (cotistas, aplicação mínima, taxa administrativa e constituição) e Fundos Multimercado (cotistas, taxa administrativa, constituição e log do patrimônio líquido). Nas variáveis significativas prevaleceram os mesmos sinais da tabela 3. Vale ressaltar que, a taxa administrativa foi a única variável que se mostrou significativa e com relações negativas em cada Fundo de Investimento, sugerindo-se que o investidor deve considerar a hipótese de evitar os fundos com altas taxa de administração e preferência aos fundos que sejam geridos por profissionais certificados (ARIF; JAWAID, 2011).

De forma geral, pode-se observar que os perfis dos altos executivos e gestores apresentam um papel determinante no desempenho dos fundos, assim como era predito na literatura, principalmente para realidade de mercados emergentes. Outro fator imprescindível a

ser considerado pelos investidores é o impacto que as taxas administrativas têm sobre a *performance* dos fundos, esse resultado ressalta a importância de se escolher fundos com menores taxas (DALMÁCIO; NOSSA; ZANQUETTO, 2007; ARIF; JAWAID, 2011).

Tabela 4 - Regressão Logit - Índice de Sharpe e perfis da equipe de executivos e gestores por classe de Fundos de Investimentos

Painel A

Variáveis	Fundos de Ações			Fundos de Renda Fixa			Fundos de Multimercado		
	Coef.	Estat. t	p-valor	Coef.	Estat. t	p-valor	Coef.	Estat. t	p-valor
Gênero	0,699 (0,871)	0,80	0,422	0,339 (0,280)	1,21	0,226	-0,063 (0,326)	-0,20	0,845
Formação Acadêmica	-0,754 (0,540)	-1,39	0,163	0,024 (0,227)	0,11	0,913	0,137 (0,199)	0,69	0,492
Anos na Instituição	0,013 (0,038)	0,35	0,729	-0,008 (0,014)	-0,57	0,571	0,035 (0,017)	2,03	0,043
Anos de mercado	0,035 (0,027)	1,30	0,192	-0,016 (0,013)	-1,29	0,198	-0,024 (0,012)	-1,95	0,051
Cotistas	0,000 (0,002)	-0,27	0,786	0,000 (0,000)	2,6	0,009	0,002 (0,000)	4,22	0,000
Aplicação mínima	0,000 (0,000)	1,97	0,049	0,000 (0,000)	3,45	0,001	0,000 (0,000)	-1,53	0,125
Taxa administrativa	-1,003 (0,439)	-2,29	0,022	-1,335 (0,373)	-3,57	0,000	-0,573 (0,159)	-3,60	0,000
Constituição	-1,009 (0,627)	-1,61	0,108	-0,065 (0,029)	-2,24	0,025	0,130 (0,040)	3,18	0,001
Log do Patrimônio Líquido	-0,181 (0,624)	-0,29	0,771	-0,064 (0,129)	-0,50	0,616	0,981 (0,150)	6,51	0,000
Constante	201,107 (125,851)	1,60	0,110	132,582 (58,865)	2,25	0,024	-268,714 (82,184)	-3,27	0,001

Painel B - Estatística do Modelo

	Fundos de Ações	Fundos de Renda Fixa	Fundos de Multimercado
Pseudo R²	17,65%	6,77%	22,15%
LR Estat. F	22,99	53,07	220,37
Prob. F	0,00	0,00	0,00
Classificação correta	90,05%	69,43%	75,82%
Observações	201	615	732

Fonte: Dados da pesquisa (2011-2015). Nota: valores que acompanham os coeficientes (estão em parênteses) referem-se aos erros padrões.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com objetivo de responder à questão de pesquisa: qual a influência dos perfis de profissionais das equipes executivas e de gestão de empresas Gestoras no desempenho de fundos de investimentos no Brasil, à luz da teoria da sinalização? Foram selecionadas quatro variáveis para representar os perfis dos gestores e executivos (Gênero, Formação Acadêmica, Anos na Instituição e Anos de Mercado). A partir disso, foi possível verificar que há influência das características de altos executivos e gestores na sinalização da *performance* dos fundos de investimentos analisados, em especial as variáveis anos de instituição e anos de mercado. Com isso, o estudo contribui para os investidores, ao destacar que, as características dos altos executivos e gestores podem enfatizar informações importantes quando da busca de investimentos com melhores retornos ajustados ao risco.

Em síntese, pela regressão logística binária com dados dos fundos simultaneamente, pela diversidade de gênero em torno de 89,8%, da amostra são do sexo masculino, o que pode ter impactado em um percentual de 51,70% na qual os homens apresentaram relações positivas

com o Índice de Sharpe. No entanto, ao analisar os fundos por classe, corroborando neste caso com Aggarwal e Boyson (2016) não houve significância estatística em nenhuma das classes de fundos de investimentos para a variável explicativa gênero, não influenciando no desempenho dos fundos. Ou seja, não é possível ter um resultado conclusivo sobre o impacto do Gênero sobre a sinalização da performance dos fundos de investimentos selecionados para estudo.

A formação acadêmica em Administração, Contabilidade ou Economia não apresentou significância estatística, nem com os fundos de investimentos analisados conjuntamente, nem destacados separadamente, não havendo inferência de que a formação em área de negócios possa influenciar no Índice de Sharpe, resultado contrário a Golec (1996) Gottesman e Morey (2006). Apesar disso, há um elevando número de profissionais da área de negócios (73,4%) que trabalham em empresas Gestoras de Fundos de Investimentos.

Mesmo esperando relação negativa, a variável anos de instituição influencia de forma positiva e significativa (quando analisado pelas classes de fundos conjuntamente e pelo Fundos de Multimercado) o Índice de Sharpe. Posto isso, fazer carreira em uma Gestora de fundos de investimentos contribui para o maior desenvolvimento profissional de executivos e gestores, e dessa maneira haver uma sinalização da *performance* dos fundos que atraia mais investidores.

A variável anos de mercado apresentou relação negativa e significativa. Essa relação já era esperada e tem como possível justificativa o fato de os executivos e gestores com elevadas experiências de mercado poderem ter um interesse maior em sua reputação no mercado e dessa forma assumir menos riscos, com atitudes que podem vir a minimizar os rendimentos de cotistas (MALAQUIAS; EID, 2013; MALAQUIAS; MAMEDE, 2015; DITTMAR; DUCHIN, 2015; CLARE, 2017; MAESTRI; MALAQUIAS, 2018).

Por fim, atenta-se para as limitações da pesquisa, tanto pelo período de análise ser entre apenas 2011 a 2015, quanto pela limitação do número de fundos de investimentos, ou seja, o estudo não deve ser generalizado. Todavia, não deve ser invalidado devido a sua principal contribuição, a verificação da influência positiva dos Anos de Instituição dos executivos e gestores em Gestora de fundos de investimentos, como também do impacto negativo da experiência de mercado dos profissionais de empresas Gestoras no desempenho dos fundos selecionados para análise. A partir disso, como sugestão para estudos futuros, recomenda-se a inserção de mais fundos de investimentos à análise e o acréscimo de mais variáveis explicativas, o que oferecerá a captação de elevadas características sobre o assunto.

REFERÊNCIAS

- ADAMS, R. B.; FERREIRA, D. Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance, **Journal of Financial Economics**, v. 94, n. 2, p. 291-309, 2009.
- AGGARWAL, R.; & BOYSON, N. M. The performance of female hedge fund managers. **Review of Financial Economics**. 29, p. 23–36, 2016.
- AKPAN, E. O.; AMRAN, N. A. Board characteristics and company performance: Evidence from Nigeria. **Journal of Finance and Accounting**, v. 2, n. 3, p. 81-89, 2014.
- ALSOS, G. A.; LJUNGGREN, E. The Role of Gender in Entrepreneur–Investor Relationships: A Signaling Theory Approach. **Entrepreneurship Theory And Practice**, 40, 2016.
- ANG, J. S.; CHEN, C. R.; LIN, J. W. Mutual fund managers' efforts and performance. **Journal of Investing**, v. 7, n. 4, p. 68-75, 1998.

ARIF, I.; JAWAID, T. Effect of Fund Managers' Characteristics on Mutual Funds Performance and Fee in Emerging Market of Paksitan. **Published. Global Management Journal for Academics and Corporate Studies**, v. 1, n. 1, p. 40-45, 2011.

BANKER, R; CHEN, J. Y. S.; KLUMPES, P. A trade-level DEA model to evaluate relative performance of investment fund managers. **European Journal of Operational Research**, v. 255, n. 3, p. 903-910, 2016.

BRANDÃO, H. P.; BORGES-ANDRADE, J. E.; GUIMARÃES, T. A. Desempenho organizacional e suas relações com competências gerenciais, suporte organizacional e treinamento. **R.Adm**, São Paulo, v. 47, n. 4, p. 523-539, 2012.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **O mercado de valores mobiliários**. 3. ed, 376p, Rio de Janeiro, 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Fundos de Investimentos**. (2016). Disponível em < <http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/fundos/fundos.html>> Acesso em: 18/12/2016.

BRASIL. **Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento**. (2016). Disponível em < http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/regulacao/codigo-de-fundos-deinvestimento/Documents/Codigo_Fundos_20140602.pdf> Acesso em: 18/12/2016.

BRASIL. Centro de Estudos em Finanças da Fundação Getúlio Vargas. **Anuários da Indústria de Fundos de Investimento do Brasil**. (2016). Disponível em: < <http://cef.fgv.br/anoario>> Acesso em: 18/12/2016.

CAHART, MARK M. On Persistence of Mutual Fund Performance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 1, 1997.

CHAN, K.; COVRIG, V. What Determines mutual fund trading in foreign stocks? **Journal of International Money and Finance**, v. 31, n. 4, p. 793–817, 2012.

CHEN, J.; HONG, H.; HUANG, M.; KUBIK, J. D. Does Fund Size Erode Mutual Fund Performance? The Role of Liquidity and Organization. **The American Economic Review**, v. 94, n. 5, p. 1276-1302, 2004.

CLARE, A, The performance of long-serving fund managers. **International Review of Financial Analysis**, v. 52, n. 152, 2017.

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. 162, 2016.

DALMACIO, F. D.; VALCEMIRO N.; ZANQUETTO FILHO, H. Avaliação da relação entre a performance e a taxa de administração dos fundos de ações ativos brasileiros. **REPeC - Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 1, n. 3, p. 1-20, 2007.

- DITTMAR, A.; DUCHIN, R. Looking in the Rearview Mirror: The Effect of Managers' Professional Experience on Corporate Financial Policy. **Review of Financial Studies**, v. 29, n. 3, p. 565-602, 2016.
- ELING, M. Does the measure matter in the mutual fund industry? **Financial Analysts Journal, Charlottesville**, v. 64, n. 3, p. 1-13, 2008.
- FONSECA, S. C.; MALAQUIAS, R. F. O efeito smart money no segmento de fundos multimercados the *smart money* effect on the multimarket funds segment. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**. v. 2, n. 3, p. 3-16, 2012.
- CHEVALIER, J.; ELLISON, G. Are Some Mutual Fund Managers Better Than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance, **Journal of Finance**, 54, p. 875-899, 1999.
- GALLAGHER, D. R; NADARAJAH, P.; PINNUCK, M. Top management turnover: An examination of portfolio holdings and fund performance. **UNSW Working Paper**, p. 1-45, 2005.
- GARCIA, I. A. S.; LUCENA, W. G. L. Motivos para recompra de ações: uma análise com as empresas da BM&Fbovespa e da Nyse. In: X Congresso ANPCONT, 2016, Ribeirão Preto/SP. **Anais...** São Paulo: ANPCONT, 2016. CD-ROM.
- 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. 133-148, 1996.
- GOMES, M. G. **Relação entre captação e desempenho: uma investigação do comportamento de investidores pessoas físicas e institucionais**. Dissertação. 2014. 75 f. (Mestrado em Finanças e Economia), Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2014.
- GOMULYA, D.; WARREN BOEKER, W. How Firms Respond to Financial Restatement: CEO Successors and External Reactions. **Academy of Management Journal**. v. 57, n. 6, p. 1-56, 2014.
- GOTTESMAN, A. A.; MOREY, M. R. Manager Education and Mutual Fund Performance. **Journal of Empirical Finance**, v. 13, n. 2, p. 145-182, 2006.
- GUJARATI, D. **Econometria Básica** (4 ed.). Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- IPPOLITO, R. A.; TURNER, J. A. Turnover, fees and pension plan performance. **Financial Analysts Journal**, v. 43, n. 6, p. 16-26, 1987.
- KING, T.; SRIVASTAV, A.; WILLIAMS, J. What's in an education? Implications of CEO education for bank performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 37, n. 287, 2016.
- LI, C.; TSENG, Y.; CHEN, T.K. Top management team expertise and corporate real earnings management activities. **Advances in Accounting**, v. 34, n. 117, 2016.

MAESTRI, C. O. N. M.; MALAQUIAS, R. F. Aspectos do Gestor, Alocação de Carteiras e Desempenho de Fundos no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, v. 29, n. 76, p. 82-96, 2018.

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

MALAQUIAS, R. F.; PEIXOTO, F. M.; JONES, G. D. C. Fundos de Investimentos, Bancos Administradores e Empréstimos Concedidos a Empresas Abertas: uma Análise no Cenário Brasileiro. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 25, n. 3, p. 121-142, 2014.

MALAQUIAS, R. F.; MAMEDE, S. P. N. Efeito Calendário e Finanças Comportamentais. **RAC**, Rio de Janeiro, 19, Edição Especial, art. 6, p. 98-116, 2015.

MARQUES, V. A.; SOUZA, A. A.; JUNIOR, A. F. C. Os critérios de avaliação utilizados no processo decisório dos fundos de investimentos em capital empreendedor. **Rev. Adm. UFSM**, Santa Maria, v. 8, n. 2, p. 317-340, 2015.

MILANI, B.; CERETTA, P. S. Efeito tamanho nos fundos de investimento brasileiros. **Rev. Adm. UFSM**, v. 6, n. 1, p. 119-138, 2013.

NASCIMENTO, S.; BEUREN, I. M. Impacto do Sistema de Recompensa e do Acesso às Informações sobre o Desempenho Individual no Empowerment Psicológico e o seu Reflexo na Eficácia Gerencial de Empresa Multinacional. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 9, n. 1, p. 6-24, 2014.

OLIVEIRA FILHO, B. G.; SOUSA, A. F. Fundos de investimento em ações no Brasil: métricas para avaliação de desempenho. **REGE**, v. 22, n. 1, p. 61-76, 2015.

PEREIRA, B. **Performance e captação de fundos: Quais janelas de retorno são mais relevantes?** 2014. 42 f. Dissertação (mestrado) - Escola de Economia de São Paulo, 2014.

SILVA, P. Z. P.; GARCIA, I. A. S.; LUCENA, W. G. L.; PAULO, E. A Teoria da Sinalização e a Recuperação Judicial: um estudo nas empresas de capital aberto listadas na BM&Fbovespa. In: XV Congresso USP Controladoria e Contabilidade, 2015, São Paulo/SP. **Anais...** São Paulo: Congresso USP Controladoria e Contabilidade, 2015.

SHARPE, W. F. Capital Asset Price. A Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk. **Journal of Finance**. 19, p. 425-442, 1964.

SPENCE, A. M. **Market signaling: Informational transfer in hiring and related screening processes**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1974.

ZHANG, Y.; WIERSEMA, M. F. Stock market reaction to CEO certification: The signaling role of CEO background. **Strategic Management Journal**, v. 30, n. 7, p. 693-710, 2009.

ZIMMERMAN, M. A. The influence of top management team heterogeneity on the capital raised through an initial public offering. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 32, n. 3, p. 391-414, 2008.