

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA  
DO RIO DE JANEIRO



DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**Passeio Aleatório Pelos FIA**

**Um Estudo Sobre os Retornos dos Fundos de Ações Ativos**

JOHN PHILIP PEREIRA SPEAR KING

Número de matrícula: 1212510

Orientador: Tiago Couto Berriel

Junho 2016

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA  
DO RIO DE JANEIRO



DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**Passeio Aleatório Pelos FIA**

**Um Estudo Sobre os Retornos dos Fundos de Ações Ativos**

JOHN PHILIP PEREIRA SPEAR KING

Número de matrícula: 1212510

Orientador: Tiago Couto Berriel

**“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.**

Junho 2016

**“As opiniões expressas nesse trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”**

“É mais uma alerta de que, no mercado financeiro, a minoria ganha. Quem quiser ganhar tem que estar junto à minoria, e não à maioria”.

- Warren Buffet

**Sumário:**

I – Introdução .....	5
II – Revisão de Literatura .....	7
III – Base de Dados .....	9
IV – Resultados	
IV.1 - Resultados Pretendidos .....	17
IV.2 - Resultados Obtidos e Interpretação .....	18
V – Conclusão .....	19
VI – Referências Bibliográficas .....	20

## **Introdução:**

O mercado financeiro brasileiro está se desenvolvendo a cada dia. A competitividade aumenta cada vez mais, e as casas de investimento cobram taxas cada vez maiores para administrar o seu dinheiro. Essa “cobrança” só é possível devido a um resultado passado, que pode não ser repetido.

O objetivo deste estudo será analisar se as escolhas dos investidores estão sendo feitas da maneira correta. Iremos auferir retornos consecutivos de fundos de investimentos em ações ante o Ibovespa, visando saber se realmente vale a pena pagar estas altas taxas de administração.

Dentre as diferentes classificações dos fundos de investimentos, podemos separar os fundos em ativos e passivos. O primeiro procura superar o seu benchmark, enquanto o segundo tenta apenas acompanhar e replicar esse índice. Os fundos de ações ativos, costumam cobrar altas taxas de administração, além de taxas de performance em cima do quanto que foi superado deste benchmark. O valor da cota de um fundo, já abate as duas taxas mencionadas, que, portanto, são pagas pelos investidores.

Existe uma hipótese de que mercados financeiros são "eficientes em relação à informação". Em outras palavras, um agente não consegue alcançar consistentemente retornos superiores à média do mercado, levando em conta as informações publicamente disponíveis no momento em que o investimento é feito. Trazendo esta hipótese para a bolsa de valores, qualquer análise técnica ou fundamentalista, já terá o seu preço resultado sendo mostrado no valor do ativo, no caso, uma ação. Ou seja, o resultado desta análise já estará precificado na cotação atual do ativo.

Burton Gordon Malkiel, um economista da Universidade de Princeton publicou um livro sobre o tema para o mercado americano. “A Random Walk Down Wall Street”, foi uma obra influente no mercado de ações, e popularizou a teoria do passeio aleatório quanto aos retornos acima da média do mercado. O livro é muito defendido e considerado por àqueles que defendem a “teoria dos mercados eficientes”. Malkiel chega a conclusão de que com o tempo, as estratégias dos fundos de gestão ativa produzem performance inferior àqueles de gestão passiva.

A teoria dos mercados eficientes prega que os preços passados não influenciam em nada os preços futuros, e que este é um reflexo a atual demanda e oferta agregada do ativo. Os investidores por sua vez, levam em conta o desempenho passado na hora de escolher em qual fundo de investimento alocar os seus recursos. Como o desempenho varia de acordo com o tempo, àqueles que tiveram boa performance no passado, e acabaram conquistando os investidores normalmente possuem desempenho abaixo do esperado nos anos seguintes ao sucesso. Levando em conta o processo de escolha do investidor, é improvável que ele aloque os seus recursos no fundo que irá melhor performar nos períodos seguintes.

A teoria foi muito criticada, inclusive por grandes nomes como Warren Buffet. O fato curioso é que Buffet, em carta aos investidores da Berkshire Hathaway de 2014, revelou uma instrução de alocação de recursos à sua esposa, presente em seu testamento: “Aplique 10% em títulos públicos de curto prazo e os outros 90% em um fundo barato atrelado ao S&P 500”. O oráculo de Omaha justificou a instrução dizendo que no longo prazo, o desempenho destes fundos deverá ser melhor que o dos “high-fee managers”.

### **Revisão de Literatura:**

No livro “A Random Walk Down Wall Street”, Burton Gordon Malkiel (1973), aborda uma das questões mais polêmicas em relação à decisão de investimentos, gestão de portfólio, e também questiona as análises técnicas e fundamentalistas do mercado. Análises estatísticas junto com desempenho histórico dos participantes são utilizadas para embasar sua teoria, com maior ênfase no mercado de ações dos Estados Unidos.

A premissa por trás da teoria defendida na obra é de que o mercado acionário é eficiente o bastante, de forma que a busca por ineficiências a serem exploradas se torna perda de tempo. Malkiel defende que o preço atual da ação já contempla todas as informações disponíveis sobre determinada empresa. Em outras palavras, o livro diz que as informações utilizadas tanto para as análises técnicas, quanto para a fundamentalista, já estão no preço atual do papel, portanto o resultado dessas análises não deveria influenciar em nada a decisão de investimento.

No capítulo 4, no qual o autor fala sobre as crises que o mundo passou, ele comprova o principal ponto da obra. Utilizando o exemplo da bolha da internet, os mercados estavam em um pico, sofreram um “crash”, e depois retornaram a níveis anteriores. O mesmo aconteceu na crise mais recente, de 2008. Segundo Malkiel, não tem nada de coincidência nesses acontecimentos. Os mercados são eficientes, e de tempos em tempos quando ineficiências ocorrem, não vai levar muito tempo para que o mercado passe por elas.

Sobre as finanças comportamentais, Malkiel aborda no capítulo 10 o fator emocional por trás da decisão de investimentos. Esse fator será importante mais a frente quando iremos testar se é provável ou não que os investidores aloquem seus recursos em fundos que irão performar acima da média no futuro. O autor diz que, pensando no longo prazo, não deveremos investir no que está trazendo resultados muito acima da média no presente.

A obra conclui com sua principal dica de investimento. Invista o seu dinheiro no fundo de investimento mais correlacionado ao índice. No longo prazo, eles irão superar os fundos com gestão ativa, que por sua vez cobram altas taxas de administração. A combinação do comportamento financeiro dos investidores, junto à defesa de que o mercado é eficiente, resultaria, segundo Malkiel, em alocações errôneas por parte dos investidores.

Como esperado, a obra de Malkiel foi alvo de muitas críticas. Afinal, ele condena uma parte do mercado financeiro que gere fortunas, e cobra altas taxas por isso. Warren Buffet, conhecido por ser um dos melhores investidores da história não poupou críticas a obra. No artigo "The Superinvestors of Graham-and-Doddsville" (1984), Buffet questionou a ideia de que o mercado acionário americano é eficiente. O oráculo de Omaha apresentou um estudo com nove fundos de investimentos que geraram retornos constantes de longo prazo acima do índice acionário ao qual são relacionados.

Recentemente, o próprio Warren Buffet não se mostrou tão entusiasta da ideia que defendera em seu artigo. Na carta do ano fechado de 2014, enviada aos investidores da Berkshire Hathaway, sua gestora, Buffet divulgou um pedaço do seu testamento, que continha conselhos de investimentos que os seus herdeiros deveriam fazer. “Meu conselho não poderia ser mais simples: coloque 10% do dinheiro em títulos do governo de curto prazo e outros 90% em um fundo de índice de baixo custo que siga o S&P 500. Eu acredito que os resultados dessa política no longo prazo serão superiores aos alcançados pela maioria dos investidores”.

A teoria dos mercados eficientes diz que o preço dos ativos reflete por completo todas as informações disponíveis naquele momento. Eugene Fama, professor da Universidade de Chicago, defende que é impossível “ganhar do mercado” de forma consistente, uma vez que os preços só deveriam reagir a novas informações ou alterações na taxa de juros, esta última podendo ser previsível ou não. Segundo ele, a única chance de obter retornos acima é investindo em ativos com maior risco.

Em 2012, em um estudo em conjunto com Ken French, também de Chicago, obtive resultados expressivos para sua teoria de anos antes. Os economistas analisaram os retornos de fundos ativos entre 1984 e 2006. Antes das taxas, os fundos ativos obtiveram desempenho acima do índice, mas com o comissionamento, esses retornos, no geral, foram semelhantes ao de um fundo indexado. Em outras palavras, o estudo sugere que a habilidade de escolha de ações pelos gestores não vale o preço que eles cobram para tal.

As finanças comportamentais estudam os fatores psicológicos e emocionais que apoiam as decisões econômicas tomadas por indivíduos e instituições. A teoria paira em torno das escolhas irracionais feitas pelos agentes, que acabam criando ineficiências no mercado. As ineficiências podem ser grandes a ponto de ocasionarem, em casos extremos, bolhas devido a reações exageradas tomadas pelos agentes.

“Performance passada não é garantia de performance no futuro”, é o disclaimer que os órgãos reguladores exigem que esteja presente na lâmina de grande parte dos fundos de investimento. Segundo a SEC, órgão regulador americano, “não é incomum que um fundo tenha retornos acima da média em um ano, e retornos medíocres no ano seguinte”. Pelas finanças comportamentais, um investidor escolherá a alocação de seus recursos em virtude de seu resultado no passado.

Com meu estudo, procurei num primeiro momento analisar a performance dos fundos ativos contra o seu respectivo índice. Em um segundo momento, foi possível verificar se esse retorno é constante, e se a performance dos fundos acima da média se repetia nos anos seguintes. Somado a essa análise, a alteração no patrimônio líquido dos fundos nos mostrou se os investidores alocavam os seus recursos baseados em resultados anteriores. Por fim, pude apurar se a escolha do agente foi correta ou não, e se é provável que um investidor irá alocar seu recurso em um fundo que terá performance acima da média.

### **Base de dados:**

A minha base de dados foi montada com base no Quantum Axis, uma plataforma que possibilita analisar e comparar as informações financeiras de fundos de investimentos. Em seu site, conseguimos encontrar todos os fundos, e filtrar a base que desejar. Patrimônio líquido, valor da cota e sua respectiva evolução, dias e meses acima do benchmark, e variação em relação ao benchmark foram às informações que utilizei dos fundos selecionados.

Para o estudo, serão analisados apenas os fundos de investimentos em ações. Dentro desta classificação, contemplaremos apenas os fundos que possuem o Ibovespa como seu respectivo benchmark. Com intuito de filtrar os fundos para o princípio do estudo, utilizaremos apenas aqueles cuja classificação Anbima é “Ações Livres”, ou “Ações Índice Ativo”. Com estes critérios, saímos 1725 fundos de investimento em ações, e passamos para 213.

Com o intuito de evitar dupla contagem, interferindo diretamente nos resultados da pesquisa, irei coletar informações de apenas um fundo de cada gestora. Para tal seleção, será levado em conta aquele fundo com maior patrimônio líquido na data de 30/12/2014.

A partir dos dados obtidos no Quantum Axis, pude obter a evolução do patrimônio líquido dos fundos pesquisados, assim como seu retorno em relação ao Ibovespa, respectivo benchmark dos fundos selecionados. A amostra se dá de 02/01/2000 até 30/12/2014.

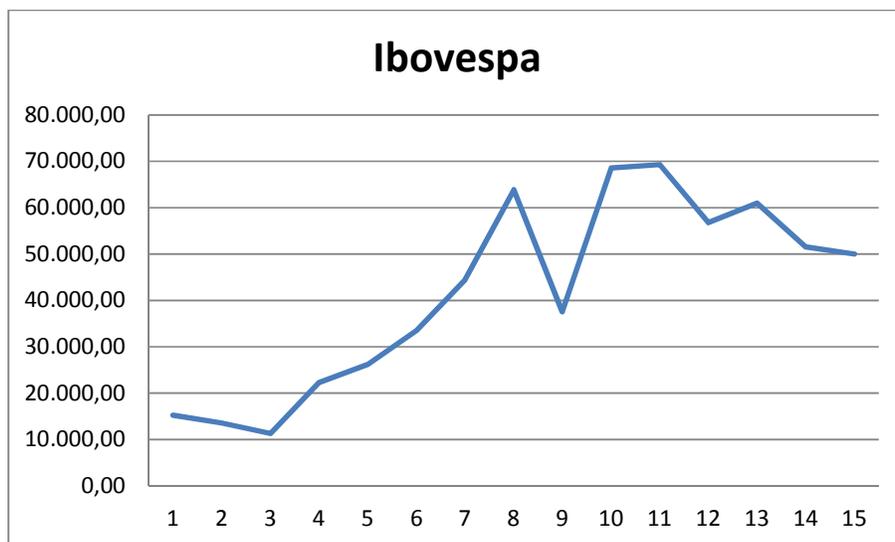
A tese de que os investidores alocam os seus recursos nos fundos que performaram melhor no período anterior foi testada levando em conta o patrimônio líquido dos fundos no ano, e no ano seguinte. Assim, os fundos que tiveram uma performance acima de seu benchmark no ano  $t$ , deverão ter um aumento em seu patrimônio líquido em  $t + 1$ . Esse aumento deverá ser maior que a valorização que o fundo tenha obtido no período.

**Tabela 1 – Variação do Patrimônio Líquido dos fundos**

<b>Fundos acima do Benchmark</b>		
Variação do PL	Absoluto	8X6
	Relativo	13X1

**Tabela 2 – Retorno do Ibovespa**

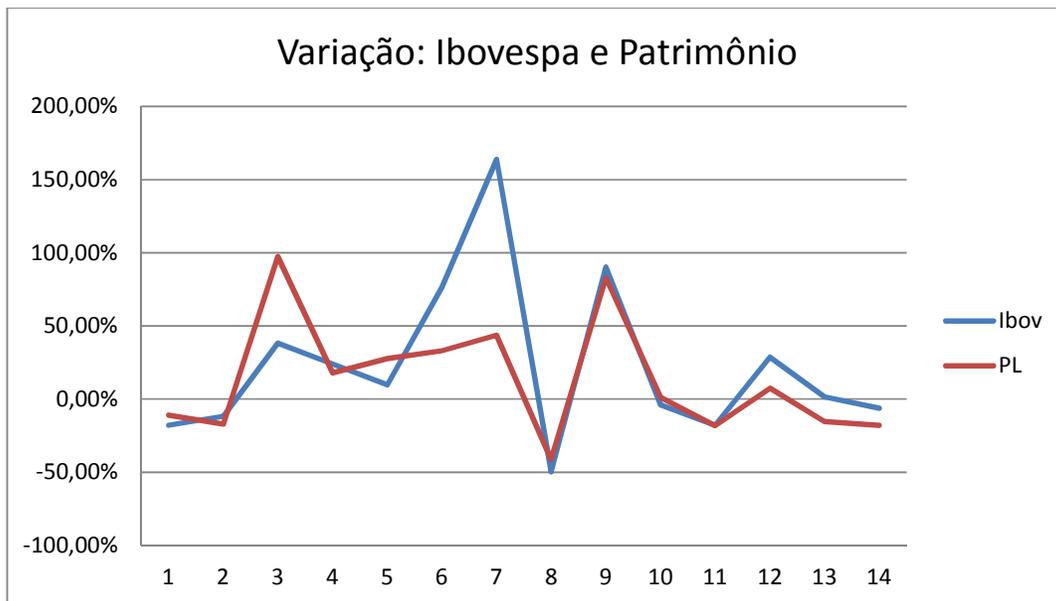
Ano	Pontos	Varição
2000	15.259,20	-10,72%
2001	13.577,50	-11,02%
2002	11.268,40	-17,00%
2003	22.236,30	97,33%
2004	26.196,25	17,81%
2005	33.455,94	27,71%
2006	44.473,71	32,93%
2007	63.886,10	43,65%
2008	37.550,31	-41,22%
2009	68.588,41	82,66%
2010	69.304,81	1,04%
2011	56.754,08	-18,11%
2012	60.952,08	7,40%
2013	51.507,16	-15,50%
2014	50.007,41	-17,96%

**Gráfico 1 – Ibovespa Acumulado**

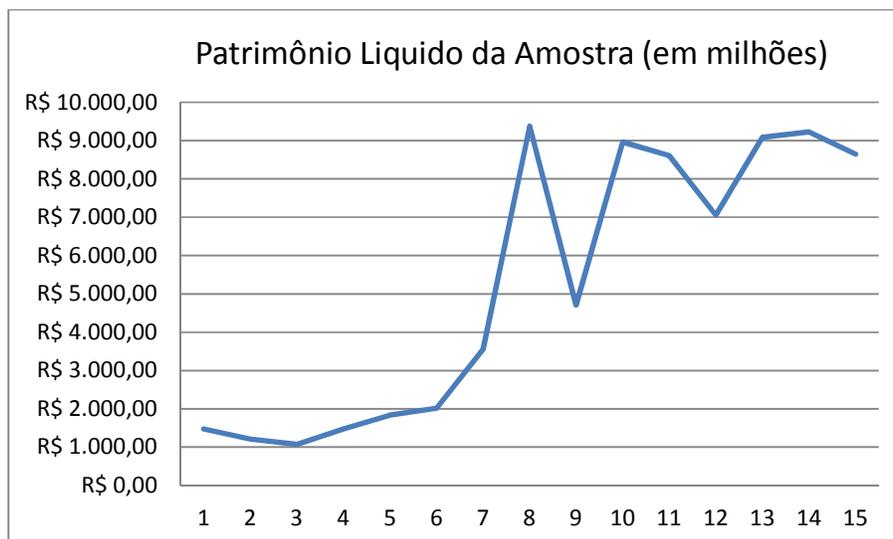
A tabela 1 nos mostra a variação do patrimônio líquido dos fundos. Em termos absolutos, os fundos que superaram o benchmark tiveram um aumento em seu PL em 8 vezes, contra 6 vezes que este patrimônio foi reduzido. Devemos levar em conta que neste resultado, está também contemplado os anos em que o Ibovespa teve retorno negativo, conforme a tabela 2. Mesmo superando o índice, portanto, o fundo pode ter tido uma performance negativa. Em valores relativos, os fundos que superaram o benchmark tiveram um aumento (ou menor queda), em seus respectivos patrimônios em 13 dos 14 anos estudados.

Para uma análise mais detalhada, veremos a variação no PL ano a ano. Em anos em que o Ibovespa teve retorno negativo separaremos os fundos em 4 categorias: todos, os acima do benchmark, os abaixo do benchmark, e àqueles “muito bons”, que além de terem performado acima do índice, tiveram retorno positivo. Nos anos que o Ibovespa teve retorno positivo, segregaremos apenas em positivos, negativos e todos.

**Gráfico 2 – Variação percentual do Ibovespa e do patrimônio da amostra**



**Gráfico 3 – Patrimônio Líquido acumulado da amostra**



**Tabela 3 – Variação do PL quando o Ibovespa teve retorno negativo**

<b>Ibov 2000 Negativo</b>	<b>Sum PL 01/2000</b>	<b>Sum PL 01/2001</b>	<b>Diferença PL</b>	<b>% PL</b>
Fundos Acima	R\$ 400.518.947,11	R\$ 397.476.696,84	-R\$ 3.042.250,27	-0,76%
Fundos Muito Bons	R\$ 11.187.123,15	R\$ 26.070.320,08	R\$ 14.883.196,93	133,04%
Fundos Abaixo	R\$ 130.709.657,64	R\$ 116.287.646,21	-R\$ 14.422.011,43	-11,03%
Todos	R\$ 531.228.604,75	R\$ 513.764.343,05	-R\$ 17.464.261,70	-3,29%

<b>Ibov 2001 Negativo</b>	<b>Sum PL 01/2001</b>	<b>Sum PL 01/2002</b>	<b>Diferença PL</b>	<b>% PL</b>
Fundos Acima	R\$ 343.142.561,71	R\$ 306.099.540,44	-R\$ 37.043.021,27	-10,80%
Fundos Muito Bons	R\$ 49.407.039,39	R\$ 47.069.004,01	-R\$ 2.338.035,38	-4,73%
Fundos Abaixo	R\$ 189.568.340,10	R\$ 155.062.066,79	-R\$ 34.506.273,31	-18,20%
Todos	R\$ 532.710.901,81	R\$ 461.161.607,23	-R\$ 71.549.294,58	-13,43%

<b>Ibov 2002 Negativo</b>	<b>Sum PL 01/2002</b>	<b>Sum PL 01/2003</b>	<b>Diferença PL</b>	<b>% PL</b>
Fundos Acima	R\$ 277.918.034,63	R\$ 240.517.499,36	-R\$ 37.400.535,27	-13,46%
Fundos Muito Bons	R\$ 29.327.375,15	R\$ 30.527.135,82	R\$ 1.199.760,67	4,09%
Fundos Abaixo	R\$ 183.243.572,60	R\$ 146.187.922,35	-R\$ 37.055.650,25	-20,22%
Todos	R\$ 461.161.607,23	R\$ 386.705.421,71	-R\$ 74.456.185,52	-16,15%

<b>Ibov 2008 Negativo</b>	<b>Sum PL 01/2008</b>	<b>Sum PL 01/2009</b>	<b>Diferença PL</b>	<b>% PL</b>
Fundos Acima	R\$ 1.878.656.467,02	R\$ 6.122.004.664,45	R\$ 4.243.348.197,43	225,87%
Fundos Muito Bons	-	-	-	-
Fundos Abaixo	R\$ 2.918.918.705,52	R\$ 1.103.027.196,44	-R\$ 1.815.891.509,08	-62,21%
Todos	R\$ 4.797.575.172,54	R\$ 2.522.522.894,91	-R\$ 2.275.052.277,63	-47,42%

<b>Ibov 2011 Negativo</b>	<b>Sum PL 01/2011</b>	<b>Sum PL 01/2012</b>	<b>Diferença PL</b>	<b>% PL</b>
Fundos Acima	R\$ 3.347.658.915,65	R\$ 3.203.678.459,92	-R\$ 143.980.455,73	-4,30%
Fundos Muito Bons	R\$ 245.002.866,62	R\$ 232.721.585,92	-R\$ 12.281.280,70	-5,01%
Fundos Abaixo	R\$ 1.829.011.771,08	R\$ 1.272.836.935,31	-R\$ 556.174.835,77	-30,41%
Todos	R\$ 5.176.670.686,73	R\$ 4.476.515.395,23	-R\$ 700.155.291,50	-13,53%

<b>Ibov 2013 Negativo</b>	<b>Sum PL 01/2013</b>	<b>Sum PL 01/2014</b>	<b>Diferença PL</b>	<b>% PL</b>
Fundos Acima	R\$ 6.149.688.985,82	R\$ 5.779.767.043,55	-R\$ 369.921.942,27	-6,02%
Fundos Muito Bons	R\$ 1.952.084.161,53	R\$ 2.036.314.155,29	R\$ 84.229.993,76	4,31%
Fundos Abaixo	R\$ 257.420.088,80	R\$ 265.930.368,42	R\$ 8.510.279,62	3,31%
Todos	R\$ 6.407.109.074,62	R\$ 6.045.697.411,97	-R\$ 361.411.662,65	-5,64%

<b>Ibov 2014 Negativo</b>	<b>Sum PL 01/2014</b>	<b>Sum PL 01/2015</b>	<b>Diferença PL</b>	<b>% PL</b>
Fundos Acima	R\$ 3.302.956.984,68	R\$ 3.260.555.333,71	-R\$ 42.401.650,97	-1,28%
Fundos Muito Bons	R\$ 2.587.704.709,04	R\$ 2.568.316.246,47	-R\$ 19.388.462,57	-0,75%
Fundos Abaixo	R\$ 2.955.025.553,87	R\$ 2.566.708.233,57	-R\$ 388.317.320,30	-13,14%
Todos	R\$ 6.257.982.538,55	R\$ 5.827.263.567,28	-R\$ 430.718.971,27	-6,88%

**Tabela 4 – Variação do PL quando o Ibovespa teve retorno positivo**

Ibov 2003 Positivo	Sum PL 01/2003	Sum PL 01/2004	Diferença PL	% PL
Fundos Acima	R\$ 13.913.970,48	R\$ 39.796.906,93	R\$ 25.882.936,45	186,02%
Fundos Abaixo	R\$ 372.791.451,23	R\$ 641.576.397,95	R\$ 268.784.946,72	72,10%
Todos	R\$ 386.705.421,71	R\$ 681.373.304,88	R\$ 294.667.883,17	76,20%

Ibov 2004 Positivo	Sum PL 01/2004	Sum PL 01/2005	Diferença PL	% PL
Fundos Acima	R\$ 323.060.853,70	R\$ 424.451.621,36	R\$ 101.390.767,66	31,38%
Fundos Abaixo	R\$ 361.676.218,54	R\$ 376.391.909,80	R\$ 14.715.691,26	4,07%
Todos	R\$ 684.737.072,24	R\$ 800.843.531,16	R\$ 116.106.458,92	16,96%

Ibov 2005 Positivo	Sum PL 01/2005	Sum PL 01/2006	Diferença PL	% PL
Fundos Acima	R\$ 98.788.699,23	R\$ 151.972.447,23	R\$ 53.183.748,00	53,84%
Fundos Abaixo	R\$ 750.021.741,24	R\$ 828.344.434,96	R\$ 78.322.693,72	10,44%
Todos	R\$ 848.810.440,47	R\$ 980.316.882,19	R\$ 131.506.441,72	15,49%

Ibov 2006 Positivo	Sum PL 01/2006	Sum PL 01/2007	Diferença PL	% PL
Fundos Acima	R\$ 381.670.955,78	R\$ 982.192.509,31	R\$ 600.521.553,53	157,34%
Fundos Abaixo	R\$ 626.197.861,68	R\$ 761.158.716,57	R\$ 134.960.854,89	21,55%
Todos	R\$ 1.007.868.817,46	R\$ 1.743.351.225,88	R\$ 735.482.408,42	72,97%

Ibov 2007 Positivo	Sum PL 01/2007	Sum PL 01/2008	Diferença PL	% PL
Fundos Acima	R\$ 543.264.592,41	R\$ 1.948.918.873,01	R\$ 1.405.654.280,60	258,74%
Fundos Abaixo	R\$ 1.302.221.682,35	R\$ 2.347.565.837,98	R\$ 1.045.344.155,63	80,27%
Todos	R\$ 1.845.486.274,76	R\$ 4.296.484.710,99	R\$ 2.450.998.436,23	132,81%

Ibov 2009 Positivo	Sum PL 01/2009	Sum PL 01/2010	Diferença PL	% PL
Fundos Acima	R\$ 1.082.853.851,93	R\$ 2.136.797.442,14	R\$ 1.053.943.590,21	97,33%
Fundos Abaixo	R\$ 1.675.664.996,92	R\$ 2.736.791.869,19	R\$ 1.061.126.872,27	63,33%
Todos	R\$ 2.758.518.848,85	R\$ 4.873.589.311,33	R\$ 2.115.070.462,48	76,67%

Ibov 2010 Positivo	Sum PL 01/2010	Sum PL 01/2011	Diferença PL	% PL
Fundos Acima	R\$ 2.419.982.110,70	R\$ 3.269.136.702,00	R\$ 849.154.591,30	35,09%
Fundos Abaixo	R\$ 2.499.661.566,83	R\$ 2.076.793.069,18	-R\$ 422.868.497,65	-16,92%
Todos	R\$ 4.919.643.677,53	R\$ 5.055.220.290,72	R\$ 135.576.613,19	2,76%

Ibov 2012 Positivo	Sum PL 01/2012	Sum PL 01/2013	Diferença PL	% PL
Fundos Acima	R\$ 3.581.827.768,85	R\$ 4.868.785.825,68	R\$ 1.286.958.056,83	35,93%
Fundos Abaixo	R\$ 1.058.312.710,13	R\$ 1.038.309.233,24	-R\$ 20.003.476,89	-1,89%
Todos	R\$ 4.640.140.478,98	R\$ 5.907.095.058,92	R\$ 1.266.954.579,94	27,30%

Comprovada a tese de que os investidores alocam os seus recursos de acordo com a performance passada dos fundos, iremos investigar agora se os investidores realizam as escolhas corretas. Para tal, iremos analisar se a performance dos fundos que performaram melhor em  $t$ , é melhor também em  $t + 1$ .

**Tabela 5 – Retorno no ano seguinte dos fundos**

Fundos acima do Benchmark		
Performance em t+1	> média	11
	< média	3

O fundos que superaram o benchmark no ano  $t$ , tem uma performance acima da média no ano  $t+1$  em 11 das 14 vezes. Os anos de 2004, 2009 e 2013 foram os contrários a hipótese. Para uma análise mais detalhada ano a ano, iremos separar como na tabela 3 e 4 os fundos nas mesmas categorias quando o índice for positivo ou negativo.

Tabela 6 – Retorno dos fundos no ano seguinte

<b>A = 2001</b>	
Ibov (A)	-11,02%
Fundos Acima (A-1)	38,37%
Fundos Muito Bons (A-1)	-14,24%
Fundos Abaixo (A-1)	64,60%
Todos (A-1)	42,52%

<b>A = 2002</b>	
Ibov (A)	-17,00%
Fundos Acima (A-1)	31,40%
Fundos Muito Bons (A-1)	3,76%
Fundos Abaixo (A-1)	87,45%
Todos (A-1)	44,14%

<b>A = 2003</b>	
Ibov (A)	97,33%
Fundos Acima (A-1)	88,34%
Fundos Muito Bons (A-1)	90,84%
Fundos Abaixo (A-1)	84,00%
Todos (A-1)	87,75%

<b>A = 2009</b>	
Ibov (A)	82,66%
Fundos Acima (A-1)	94,78%
Fundos Muito Bons (A-1)	-
Fundos Abaixo (A-1)	111,51%
Todos (A-1)	105,81%

<b>A = 2012</b>	
Ibov (A)	7,40%
Fundos Acima (A-1)	255,14%
Fundos Muito Bons (A-1)	410,41%
Fundos Abaixo (A-1)	98,00%
Todos (A-1)	208,00%

<b>A = 2014</b>	
Ibov (A)	-17,96%
Fundos Acima (A-1)	292,31%
Fundos Muito Bons (A-1)	64,80%
Fundos Abaixo (A-1)	529,11%
Todos (A-1)	311,07%

<b>A = 2004</b>	
Ibov (A)	17,81%
Fundos Acima (A-1)	160,33%
Fundos Abaixo (A-1)	179,18%
Todos (A-1)	175,75%

<b>A = 2005</b>	
Ibov (A)	27,71%
Fundos Acima (A-1)	87,69%
Fundos Abaixo (A-1)	68,90%
Todos (A-1)	83,61%

<b>A = 2006</b>	
Ibov (A)	32,93%
Fundos Acima (A-1)	146,36%
Fundos Abaixo (A-1)	100,16%
Todos (A-1)	110,82%

<b>A = 2007</b>	
Ibov (A)	43,65%
Fundos Acima (A-1)	100,24%
Fundos Abaixo (A-1)	95,14%
Todos (A-1)	98,43%

<b>A = 2008</b>	
Ibov (A)	-41,22%
Fundos Acima (A-1)	97,34%
Fundos Abaixo (A-1)	102,96%
Todos (A-1)	100,55%

<b>A = 2010</b>	
Ibov (A)	1,04%
Fundos Acima (A-1)	901,00%
Fundos Abaixo (A-1)	200,66%
Todos (A-1)	525,82%

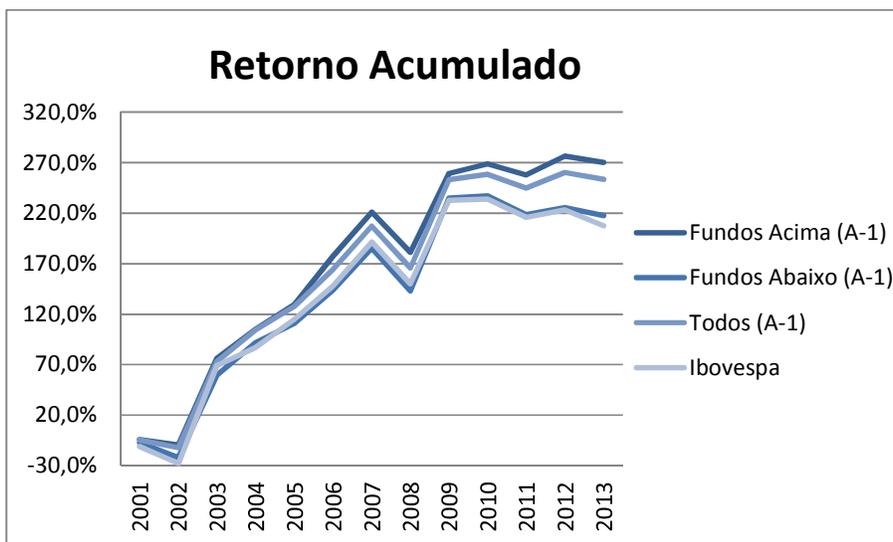
<b>A = 2011</b>	
Ibov (A)	-18,11%
Fundos Acima (A-1)	61,02%
Fundos Abaixo (A-1)	102,79%
Todos (A-1)	76,26%

<b>A = 2013</b>	
Ibov (A)	-15,50%
Fundos Acima (A-1)	40,74%
Fundos Abaixo (A-1)	52,69%
Todos (A-1)	43,55%

**Tabela 7 – Retorno acumulado dos fundos no ano seguinte**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Fundos Acima (A-1)	-4,2%	-9,6%	76,4%	105,0%	129,3%	177,5%	221,2%	181,1%	259,4%	268,8%	257,8%	276,6%	270,3%
Fundos Abaixo (A-1)	-7,1%	-22,0%	59,8%	91,7%	110,8%	143,8%	185,3%	142,8%	235,0%	237,1%	218,5%	225,7%	217,6%
Todos (A-1)	-4,7%	-12,2%	73,2%	104,5%	127,7%	164,2%	207,1%	165,7%	253,2%	258,6%	244,8%	260,2%	253,5%
Ibovespa	-11,0%	-28,0%	69,3%	87,1%	114,8%	147,8%	191,4%	150,2%	232,9%	233,9%	215,8%	223,2%	207,7%

**Gráfico 4 - Retorno acumulado dos fundos no ano seguinte**

**Resultados Pretendidos:**

A partir do estudo desenvolvido, procurei analisar a influencia de resultados passados no processo de decisão de investimentos dos agentes. Também busquei evidencias de que os fundos que tiveram melhor rendimento no passado, performariam melhor que os demais também em um segundo instante. Assim, seria possível definir se os investidores alocariam seus recursos em uma escolha ótima, ou não.

Muitas vezes, os agentes alocam seus recursos baseados simplesmente na performance no ano anterior. O comportamento financeiro entende que os investidores seguirão a tendência dos que estão acertando, pelo menos no último ano, e acreditam que eles irão continuar acima da média.

A teoria de que os mercados são eficientes, vai à direção contrária ao comportamento financeiro dos agentes racionais. Quando se busca retornos constantes acima da média, e no caso de seu respectivo índice, não se deve alocar recursos no ativo, ou fundo, simplesmente porque ele teve a melhor performance no ano anterior. Para que um fundo supere o seu “benchmark”, ele deverá assumir maiores riscos. Com uma estratégia mais arriscada, a probabilidade que essa performance se repita em anos subsequentes é menor, uma vez que ela já fora alcançada no período anterior.

### **Resultados Obtidos:**

A base histórica de dados me possibilitou chegar a resultados convincentes, comprovando algumas das teses estudadas, e questionando a validade de outras. Deve ser esclarecido que os resultados observados são apenas referentes ao mercado de capitais brasileiro, portanto não vão de encontro, ou têm intuito de desqualificar o que fora mostrado em estudos, que serviram inclusive, como uma inspiração para esta monografia de final de curso.

Como observado, os investidores se baseiam sim em performances passadas para suas tomadas de decisões quanto aos seus investimentos. Nesse caso, a tese do “behavioral finance”, ocorre também no Brasil. A evolução no patrimônio líquido dos fundos da amostra retrata perfeitamente que no período subsequente ao ano que o fundo teve uma performance acima da média, o seu patrimônio também teve evolução acima dos demais. Em outras palavras, os investidores alocaram os seus recursos em fundos que tiveram melhor rentabilidade no período anterior.

Uma vez comprovado que a alocação de recursos é feita levando em conta resultados anteriores, nos resta saber se este embasamento está levando o investidor a tomar a decisão correta, ou não, quanto o seu patrimônio. Assim, saberemos se é provável, ou não, que um investidor aloque os seus recursos de maneira correta. Ou seja, no fundo que irá performar acima da média no período seguinte.

Contrariando a teoria dos mercados eficientes, na qual não se deve comprar uma ação em alta, ou de que os fundos superam o índice por mera sorte, os dados analisados nos permitem questionar estas hipóteses. Na base de dados que foi analisada, os fundos que performaram acima do índice base num período X, também tiveram desempenho acima da média no período seguinte.

Quando o Ibovespa está em queda, os fundos de ação sofrem com resgates. Mesmo àqueles que performaram acima da média, ou até mesmo acima do índice, sofrem com resgates, porém, em menor volume em relação àqueles que tiveram pior performance. Quando o índice está em alta, os “melhores” fundos sempre tem aumento no volume aplicado.

Quanto a performance dos fundos, àqueles que tiveram performance acima do benchmark performam acima da média também no ano seguinte. Os retornos passados não garantem o retorno futuro, mas os resultados obtidos foram consistentes.

**Conclusão:**

Depois da montagem da base de dados, feita basicamente a partir da plataforma Quantum Axis, e da definição dos parâmetros que seriam analisados, filtrei a base de dados e realizei os cálculos para cada uma das variações. A partir dos resultados obtidos, foi possível tirar algumas conclusões sobre a alocação de recursos dos investidores do mercado de capitais brasileiro.

A administração do portfólio do investidor local esta relacionada em primeira instância ao desempenho do setor como um todo. Em outras palavras, quando o mercado está em queda, os fundos sofrerão com resgate, mesmo que sua rentabilidade esteja acima do seu benchmark.

Em segunda instância, quando o mercado estiver favorável à alocação de recursos, os investidores irão escolher àqueles que tiveram desempenho melhor no período anterior. Assim, é fundamental que os gestores tenham elevado desempenho, mesmo em cenários de queda, uma vez que no momento oportuno de entrada, os investidores irão escolher de acordo com performance passada.

Por fim, pudemos analisar se esta maneira de alocação de recursos que vêm sendo tomada pelos investidores brasileiros é a correta. O desempenho no período seguinte, dos fundos que foram melhor em um período anterior, foi melhor na maioria dos casos estudados. O caso do Brasil se torna ainda mais curioso, pois até mesmo os fundos que possuem desempenho abaixo do índice no período anterior, possui retorno acumulado no ano seguinte acima do índice base.

Assim, podemos por fim afirmar que é provável que um investidor aloque seus recursos em um fundo que irá performar acima do seu benchmark no ano seguinte. Uma vez que a média dos retornos daqueles fundos que superaram o índice no ano anterior é superior ao índice, e que os investidores se baseiam em performance passado para alocar os seus investimentos, eles tendem a realizar uma boa escolha.

**Referências Bibliográficas:**

- MALKIEL, BURTON G. “A Random Walk Down Wall Street: The Time-Tested Strategy for Successful Investing”, 11<sup>th</sup> Edition. W. W. Norton & Company.
- BUFFET, W. “The Superinvestors of Graham-and-Doddsville”, Hermes Columbia Business School Magazine, Fall 1984.
- Carta aos acionistas de 2014 da Berkshire Hathaway, disponível em: <http://www.berkshirehathaway.com/letters/letters.html>
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. (2012) "Size, value, and momentum in international stock returns", Journal of Financial Economics.
- Securities Exchange Act of 1934, Code of Laws of the United States of America, June 6, 1934, codified at 15 U.S.C. § 78a.
- Securities Act Rules, SEC, disponível em:  
<https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/securitiesactrules-interps.htm>
- Dados e características divulgadas pelos fundos estudados, consultados a partir da plataforma Quantum Axis.