

ROTEIRO DE APRESENTAÇÃO: PESQUISA DE PERIÓDICOS

ATIVIDADE DE NIVELAMENTO 1 - Grupo 5

Disciplina: Métodos Econométricos - Prof. Aureliano Angel Bressan

Alunos:

- Bruno Marcelino
- David Aleksander
- Daniel Rocha
- Felipe Robadel
- Gabriela Lamas

Data: 11/12

- **Considerações Iniciais:** O artigo selecionado pelo grupo é a tese de mestrado em economia pelo Insper de Bruno Ribeiro de Castro orientado pela Prof^a. Dra. Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi e trata-se de uma investigação acerca da habilidade de gestores profissionais de fundos ativos de gerarem retorno superior em comparação a fundos passivos e ao equilíbrio de mercado.
- **Link do Artigo:** <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/view/1310/918>
- **Local de Publicação:** Revista Brasileira de Finanças

1. Introdução

Segundo a Hipótese do Mercado Eficiente, os preços das ações refletem todas as informações publicamente disponíveis. Isso vai de encontro ao papel de um gestor de fundo ativo, que busca - por meio da análise fundamentalista - encontrar ativos mal precificados e explorar falhas de mercado. A partir daí, o artigo investiga retornos de fundos ativos e passivos com rentabilidade bruta e líquida usando como metodologia a análise da constante α corrigida por regressões com o método Newey-West.

2. Revisão da Literatura

Os autores usam Fama (1972) para dividir as estratégias de gestão de fundos em seletividade (que é a evolução da carteira frente a um índice de referência com risco

semelhante) e market timing (que consiste em uma análise macroeconômica dos ciclos econômicos e retorno de carteira exposta ao risco), para avaliar qual parcela dos ativos alocar em ativos livres de risco ou ativos com risco. Além disso, analisam resultados de estudos prévios de outros autores sobre assunto com metodologias semelhantes que foram usados como base para a construção do artigo.

3. Metodologia

Os autores utilizaram dados da SI-ANBID contendo cotas de fechamento mensais dos fundos de ações que operaram entre janeiro de 1996 e outubro de 2006.

Usando dados de 626 fundos de 293 instituições diferentes estimou-se os retornos mensais dos fundos pela equação:

$$R_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}$$

onde $R_{i,t}$ é o retorno do fundo i no mês t , $P_{i,t}$ o valor da cota do fundo i no mês t e $P_{i,t-1}$ o valor da cota no mês $t - 1$.

O ativo livre de risco utilizado como base foi a taxa selic over. A maior parte dos fundos tem a IBOVESPA como referência ou índice de mercado e utilizou-se o preço médio dos fundos de ações no último dia de cada mês. A taxa de administração dos fundos foi contabilizada de forma simplificada por indisponibilidade de dados.

Usando os quatro fatores de risco sistemático de Carhart (1997) construiu-se séries históricas mensais entre janeiro de 1996 e outubro de 2006 usando a diferença entre o proxy (IBOVESPA, IBA, IBX) e o ativo livre de risco como variável de excesso, resultando assim na equação:

$$(R_c - R_f) = \alpha + \beta_1 (R_{m_i} - R_f) + \beta_2 SMB + \beta_3 HML + \beta_4 WML + \beta_5 (R_{m_i} - R_f)^2 + \epsilon \quad (2)$$

- $R_c - R_f$ é o excesso de retorno do fundo;
- $R_{m_i} - R_f$ é o excesso de retorno do índice i , que pode ser dado pelo IBOVESPA, IBX ou IBA de acordo com o benchmark do fundo;
- SMB é o retorno do fator tamanho, ou seja, retorno da carteira comprada nas ações de menores empresas e vendida nas ações das maiores empresas;
- HML é o retorno da carteira comprada em ações com maior fator razão entre valor contábil e valor de mercado do patrimônio líquido e vendida nas de menor razão;

- WML é o retorno do fator momento, medido como sendo o retorno das ações ganhadoras (que geraram maiores lucros) menos o retorno das ações perdedoras (que geraram os piores retornos);
- $(R_{mi} - R_f) * 2$ é o fator de market timing proposto por Treynor e Mazuy (1966) e ϵ é o erro da regressão.

4. Resultados

O resultado da pesquisa foi dado pelo sinal da constante α . Poucos fundos ativos conseguiram gerar níveis de retornos superiores ao equilíbrio de mercado para os investidores, em comparação com a quantidade maior de fundos que geraram retornos abaixo disso. Em detalhes, apenas 30 dos 626 (4,6%) fundos geraram alfas significativamente altos, dos quais 29 são fundos ativos e 28 indexados ao IBOVESPA. Entretanto, a maior parte dos fundos com alfas significativamente baixos também são ativos (65%). Tais resultados baseados em um nível de significância de 5%. Mesmo analisando-se os retornos brutos, sem taxa de administração, são poucos os alfas significativamente altos, ficando em torno de 10%.

Além disso, usando-se a regressão dos 626 alfas estimados e o logaritmo de seus respectivos patrimônios líquidos descobriu-se que os fundos de maior patrimônio tem maior retorno que fundos menores e o artigo atribui esse fato a uma maior diluição dos custos de administração e análise mais robusta (com o amparo de grandes gestores na tomada de decisão) proporcionada pelos fundos maiores.

5. Conclusão

Na interpretação dos autores os resultados do artigo confirmam teorias de Grinblatt e Titman (1989) e Carhart (1997) de que são poucos os administradores de fundos capazes de gerar retornos acima do mercado, no caso do estudo apenas 4,6%, além de confirmarem a hipótese de eficiência de mercado. Isso ocorre pois o fato de poucos fundos conseguirem explorar pequenas ineficiências no sistema de oferta e demanda do mercado de capitais pode ser um sinal de que os ativos estão sendo avaliados a um valor muito próximo de seu valor justo.

Apesar de tudo, é importante salientar que os dados levantados de taxas de administração de fundos não estão completamente de acordo com a realidade, pois em muitos casos não é possível ter acesso à taxa real descontada do investidor. Além disso, sugerem uma extensão do estudo levantando taxas mais realistas de corretagem a partir de dados da CVM.

