



O PROBLEMA DE AGÊNCIA APLICADO AOS FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADOS

THE AGENCY PROBLEM APPLIED TO HEDGE FUNDS

Raphael Moses Roquete

Doutorando em Administração COPPEAD-UFRJ.
raphael.moses@coppead.ufrj.br

Flávia Schwartz Maranhão

Doutoranda em Administração pelo Instituto COPPEAD-UFRJ.
flavia.smaranhão@gmail.com

Marcelo Cabús Klötzle

Doutor em Economia pela Katholische Universität Eichstatt, Alemanha.
Professor da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, PUC-Rio.
klotzle@iag.puc-rio.br

Antônio Carlos Figueiredo Pinto

Doutor em Economia pela FGV.
Professor da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, PUC-Rio.
figueiredo@iag.puc-rio.br

Recebido em 13/02/2015
Aprovado em 22/07/2015
Disponibilizado 06/04/2016
Avaliado pelo sistema <i>double blind review</i>

O PROBLEMA DE AGÊNCIA APLICADO AOS FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADOS

OBJETIVO

O objetivo deste trabalho é investigar indícios de um problema de agência nos fundos de investimento multimercados no Brasil, a partir da análise do desempenho destes fundos nos inícios e encerramentos dos semestres, período caracterizado pelo pagamento de taxa de performance aos gestores que rentabilizam mais do que o respectivo *benchmark*.

METODOLOGIA

O método utilizado na tentativa de se capturar uma possível inflação da cota nos fechamentos dos semestres foi um modelo de regressões de dados em painel. A variável dependente foi definida como o retorno anormal diário, enquanto que as variáveis explicativas foram definidas como constantes (variáveis *dummies*) e construídas de forma a capturar o problema de agência nos fechamentos dos períodos.

RESULTADOS E CONCLUSÕES

Os resultados sugerem que há evidências de problema de agência em algumas subclassificações ANBIMA, pois alguns fundos apresentaram retornos anormais negativos no dia posterior ao encerramento do primeiro semestre. O retorno anormal negativo pode estar associado a um encerramento de posição ou mesmo redução de alavancagem do final do período anterior.

IMPLICAÇÕES PRÁTICAS

As atividades e decisões dos gestores de fundos multimercados carecem de atenção por parte, especialmente, de seus investidores. Os indícios de problemas de agência encontrados nesta pesquisa sugerem que os atuais mecanismos de monitoramento utilizados pelos investidores podem não ser suficientes para garantir que seus interesses sejam privilegiados em detrimento dos interesses pessoais dos gestores.

PALAVRAS-CHAVE

Problema de agência; fundos multimercados; retorno anormal.

THE AGENCY PROBLEM APPLIED TO HEDGE FUNDS

OBJECTIVE

The objective of this work is to investigate evidences of an agency problem on Brazilian hedge funds, from the analysis of the performance of these funds at the beginning and ending of semesters, a period characterized by the payment of performance rate to the managers that overcame the benchmark.

METHODOLOGY

The methodology used in an attempt to capture a possible inflation share at the end of the semesters was a data panel regressions model. The dependent variable was defined as the daily abnormal return, whereas the explanatory variables were defined as constants (dummies variables) and constructed to capture the agency problem in the end of the periods.

RESULTS AND CONCLUSIONS

The results suggest that there is evidence of agency problem in some ANBIMA sub-classifications, because these funds showed abnormal negative returns on the day after the end of the first half. The unusual negative return can be associated with a closeout or reduction of the leverage at the end of the previous period.

PRACTICAL IMPLICATIONS

The activities and decisions of hedge fund managers need attention, especially from its investors. The evidence of agency problems found in this study suggests that the current monitoring mechanisms used by investors may not be enough to ensure that their interests are privileged at the expense of the personal interests of the managers.

KEYWORDS

Agency problem; hedge funds; abnormal return.

INTRODUÇÃO

A indústria de fundos de investimentos do Brasil cresceu de forma expressiva desde o início da década de 1990, estimulada pela abertura econômica do país e estabilidade monetária, colocando a proteção contra a inflação como um objetivo secundário. Tizziani, Klotzle, Ness Jr., & Motta (2010), argumentam que o desenvolvimento da indústria de fundos brasileira é baseado tanto na continuidade do Plano Real quanto no controle da inflação e da dívida externa.

Segundo a ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais), o patrimônio líquido dos fundos de investimento em julho de 2013 já ultrapassava os R\$ 2 trilhões. Em 1996, o montante era de R\$ 400 bilhões. Outros fatores também desempenharam papel importante para a formação deste cenário, tais como o aumento de instrumentos financeiros no mercado de capitais e o aumento do número de gestores capacitados para produzir resultados positivos. Além disso, o mercado financeiro brasileiro mostrou evolução no quesito regulação, o que traz maior segurança para o investidor tanto nacional quanto estrangeiro (Velloso, 2008).

A despeito do resultado das eleições presidenciais de 2014, as perspectivas ainda são positivas. O momento econômico do país e o apetite do investidor por produtos que rentabilizem mais do que a poupança são alguns dos fatores que contribuem para a expectativa de crescimento da indústria de fundos.

Da mesma forma, a oferta de produtos diferenciados, que tem aumentado e permitido aos investidores maior diversificação, também é um incentivo para a manutenção do crescimento da indústria de fundos. Seguindo a classificação da ANBIMA, os fundos se dividem em: curto prazo, referenciado DI, renda fixa, multimercado, dívida externa, ações, cambial, previdência, exclusivo fechados, offshore, fundos de direitos creditórios, fundo de índices, fundo de participações, fundos de investimento imobiliários.

O presente trabalho concentra sua atenção na classe dos fundos multimercados, que possui expressivo número de fundos, mas que, por outro lado, foi parcialmente negligenciada pela literatura até então. O objetivo é investigar a existência de um possível problema de agência nos fundos de investimento multimercados.

O interesse no assunto decorre do crescimento da indústria de fundos e de um possível conflito de interesse entre os investidores e os gestores dos fundos. Na relação de agência, o investidor (principal) dá autonomia ao gestor (agente) para gerir seus recursos, esperando que este proceda de forma a maximizar os objetivos dos investidores do fundo. Entretanto, o gestor do fundo pode agir de forma a otimizar seus próprios interesses e deixar os objetivos do principal em segundo plano.

É comum que os fundos cobrem uma taxa de *performance*, entendida como a recompensa pela obtenção de retorno acima de um *benchmark* do mercado, e isso pode gerar um desalinhamento de interesses entre agente e principal, pois o gestor pode elevar o risco da carteira gerida na tentativa de aumentar o retorno da mesma e consequentemente maximizar a taxa de *performance* cobrada. Compreender como se estabelece a relação de agência entre gestor e investidor nos fundos multimercados, além de preencher a lacuna da literatura, pode fomentar a discussão do problema e abrir caminho para a criação de novas normas com o intuito de proteger o investidor.

Para investigar a existência de um possível problema de agência, os fundos multimercados serão divididos de acordo com a subclassificação de estratégias da ANBIMA. Será então verificado se as carteiras formadas pelos fundos que cobram taxa de *performance* relatam retornos anormais positivos no dia de encerramento do período e retornos anormais negativos no dia seguinte ao encerramento dos períodos. Neste caso, o retorno anormal é definido como o excesso de retorno das carteiras formadas em relação ao Índice de Hedge Funds ANBIMA (IHFA). O IHFA é um índice que serve como parâmetro para a indústria de *hedge funds* no Brasil. A composição da sua carteira teórica muda trimestralmente de acordo com procedimentos estabelecidos pela ANBIMA e que podem ser acessados no *site* da instituição.

O período contemplado pela investigação deste trabalho será de outubro de 2007 a julho de 2014, uma vez que o IHFA, base de comparação dos retornos, foi criado em outubro de 2007. Entende-se que o período selecionado seja adequado pela quantidade de fundos e pelo volume do patrimônio gerido.

Este artigo é dividido em cinco seções. Além desta seção introdutória, a literatura será revisada, fundamentando os principais conceitos utilizados neste trabalho relacionados à teoria da agência, aos fundos de investimento, bem como retomando os resultados de estudos prévios sobre fundos multimercado no Brasil. Na terceira seção

serão detalhadas as estratégias metodológicas, seguida pela análise e discussão dos resultados e, por fim, a conclusão, as limitações e as orientações para pesquisas futuras.

REVISÃO DE LITERATURA

O problema de agência entre gestor e investidor

A teoria da agência busca analisar a relação entre principal e agente e explicar o possível conflito de interesse que pode surgir desta relação. Jensen e Meckling (1976, p. 308), definem um relacionamento de agência como "um contrato onde uma ou mais pessoas – o principal – designam outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente". Assim, o agente é a pessoa nomeada pelo principal para cumprir determinada atividade mediante algum tipo de recompensa. Nesse relacionamento, os problemas de agência ocorrem quando as partes que cooperam possuem diferentes metas, tornando-se difícil ou caro para que o principal verifique o que é realizado pelo agente, ou ainda quando ambos têm diferentes percepções e atitudes frente ao risco (Eisenhardt, 1989).

No caso da presente pesquisa, o investidor (principal) delega poderes ao gestor do fundo (agente) para que este gerencie seus recursos na expectativa que atenda os objetivos do investidor. É importante saber se os gestores agem de forma a maximizar a satisfação dos investidores sem que para isso façam uso de estratégias incorretas e irresponsáveis. Dessa forma, todo gestor deveria estar preocupado em cumprir o regulamento do fundo e assegurar o retorno no longo prazo sem assumir riscos adicionais à vontade dos investidores. No entanto, o gestor pode agir de forma diferente, priorizando seus próprios objetivos, ao elevar o risco da carteira gerida na tentativa de aumentar o retorno da mesma e conseqüentemente maximizar a taxa de *performance* cobrada.

Alguns estudos anteriores que buscaram analisar o problema de agência entre gestor e investidor serviram de base para a proposta da presente pesquisa. Brown,

Harlow e Starks (1996) buscaram analisar se os fundos perdedores americanos até o meio do ano alteravam seu nível de risco diferentemente dos ganhadores no período de 1976 a 1991 e a resposta foi positiva. Schwarz (2012) encontrou o mesmo indício para o período de 1990 a 2006. Koski e Pontiff (1999) encontraram resultados similares para fundos classificados em 31 de dezembro de 1993 como *Morningstar Mutual Funds OnDisc* para o período compreendido entre janeiro de 1992 e janeiro de 1995.

Chen, Gu, Nguyen e Phelan (2011) examinaram 438 fundos *growth-oriented* no período de 1990 a 2000 e encontraram resultados controversos. Segundo os autores, os resultados dependem de como os fundos são categorizados. Quando são categorizados pela relação do retorno médio pelo risco, os resultados encontrados convergem para os mesmos encontrados por Brown *et al.* (1996) e Schwarz (2012). Contudo, a conclusão muda se os fundos são classificados por retorno positivo ou negativo. Os autores concluem que os demais pesquisadores podem encontrar conflitos de interesse por utilizarem outra categorização dos fundos e outros períodos.

Huang, Sialm e Zhang (2011) também verificaram o problema de agência na indústria de fundos de ações nos Estados Unidos para o período compreendido entre 1980 e 2009. Os autores compararam a volatilidade da carteira de encerramento dos fundos (como se esta fosse mantida por todo o trimestre) com a volatilidade efetivamente registrada ao longo dos últimos 36 meses e encontraram diferenças entre estas. Os autores sugerem que gestores mais ativos podem alterar com maior frequência o risco do fundo, mas que isto pode ser consequência da tentativa de capturar as mudanças no mercado e oportunidades de alterações na seleção dos ativos. Eles ressaltam ainda que isto não é necessariamente ruim para o investidor, pois se o gestor tem a habilidade de capturar as alterações no cenário micro e macroeconômico, o investidor pode ser beneficiado.

Entretanto, segundo Huang *et al.* (2011), os fundos que tendem a alterar o nível de risco, apresentam desempenho inferior àqueles que tendem a manter o nível de risco estável. Os autores relatam também que se o problema de agência é a principal causa do aumento do risco, não se deve esperar um desempenho maior pelos maiores tomadores de risco. Por fim, os autores concluem que quanto maior o incentivo para os gestores de fundos, maior a tendência a se aumentar o risco percebido pelo investidor e menor o desempenho com o aumento da volatilidade.

Sirri e Tufano (1998) fizeram um estudo cujo foco era observar o fluxo de entrada e saída dos fundos norte-americanos e se o desempenho prévio influenciaria o fluxo. Foram observados todos os fundos de ações abertos entre 1971 e dezembro de 1990 de três categorias (crescimento agressivo, crescimento e renda, crescimento de longo prazo) totalizando 690 fundos. Os autores encontraram resultados assimétricos. Há maior captação dos fundos que apresentam desempenho superior no período anterior, mas os mesmos não são tão penalizados pelos investidores com resgates em caso de desempenho negativo. Esta assimetria pode influenciar os gestores na tomada de maior volatilidade para maximizar seus benefícios, caracterizando desta forma um problema de agência entre investidores e gestores.

Goetzmann, Ingersoll, Spiegel e Welch (2007) relatam que inúmeras medidas de desempenho têm sido utilizadas para medir a qualidade de uma gestão, mas que infelizmente elas podem ser manipuladas. A manipulação do desempenho pode atrair novos investidores que não estão cientes do risco e também atrair novos recursos dos investidores atuais. Este caso reflete, portanto, o conflito de interesses entre investidores e gestores.

Gallagher, Gardner e Swan (2009) mostram evidências de compra de posições menos líquidas no final dos trimestres, evidenciando o conflito entre gestores e investidores. Os autores também relataram que os fundos australianos apresentaram maiores retornos diários no fechamento do trimestre do que os retornos dos índices do mercado.

Dalmácio e Nossa (2004) estudaram uma possível relação entre a taxa de administração cobrada pelos gestores e a rentabilidade das carteiras no Brasil. Para isto, consideraram cinco subclassificações ANBIMA dentro das categorias de multimercados e de ações. Todos os fundos selecionados poderiam operar com renda variável. Foram então coletadas as taxas cobradas e a rentabilidade no mês de fevereiro de 2003. Os testes realizados mostraram que não há diferença, em nenhuma das subclassificações, na média dos retornos para os fundos com diferentes taxas de administração.

Costa, Penha e Silva (2010) discutiram a influência da cobrança da taxa de *performance* no desempenho dos fundos de investimento, considerando como hipótese principal da pesquisa que a cobrança da taxa de *performance* implicaria em ga-

nhos maiores para investidores e gestores (principal e agente). Este ganho foi calculado como a diferença da média das rentabilidades bruta e líquida dos fundos que cobram taxa de *performance* em relação àqueles que não cobram. Os resultados indicam que quando a rentabilidade bruta é maior, mas a líquida não, o ganho é apropriado apenas pelo agente. Os autores comprovaram a hipótese apenas para algumas classificações ANBIMA.

No estudo de Carhart, Kaniel, Musto e Reed (2002), o mercado analisado foi o de fundos de ações americano. Os autores construíram carteiras, com o mesmo peso para todos os fundos, de acordo com o “estilo” do fundo. O modelo destes autores visava verificar se havia retornos anormais no encerramento dos meses, trimestres e anos. A variável dependente foi definida como a diferença entre o retorno da carteira e o S&P 500 e as variáveis explicativas foram definidas como binárias de encerramento do período e do dia seguinte de negociação. Os resultados desta pesquisa indicaram que os fundos apresentaram inflação nas cotas de encerramento de trimestre e ano, mas não para o encerramento dos meses. Os autores ainda verificaram – ao substituírem a variável dependente original pela proporção dos fundos que tiveram retornos anormais em determinado tempo – que esta prática estava disseminada entre os fundos e que o efeito era maior nos períodos de encerramento dos anos.

Sanematsu (2013) realizou uma pesquisa cujo objetivo era identificar possíveis problemas de agência entre gestores e investidores nos fundos de investimentos em ações (FIAs) no Brasil. Esse possível conflito de interesse foi analisado através da verificação de inflação no valor da cota, isto é, através da presença de retornos anormais nas datas de encerramento de período. Diferentemente de Carhart *et al.* (2002), as carteiras foram montadas seguindo os critérios de cobrar ou não taxa de *performance* e pelo tipo de investidor, qualificado ou geral. Além disso, outras análises foram realizadas com carteiras considerando todos os fundos, outras somente com fundos que existiam desde o início da amostra e outras com fundos de patrimônio líquido (PL) maior do que R\$ 1 milhão para o período de análise.

As carteiras foram formadas considerando-se: (i) o mesmo peso para cada fundo; e (ii) pela ponderação pelo PL de cada fundo. A tentativa de capturar uma possível inflação da cota nos fechamentos de períodos (mês e semestre) foi feita através de regressões. A variável dependente foi definida como o retorno anormal diário, sen-

do a diferença de retorno da carteira em relação ao Ibovespa. Já as variáveis explicativas foram definidas como constantes e construídas de forma a capturar o problema de agência nos fechamentos dos períodos.

Os resultados da pesquisa de Sanematsu (2013), considerando a distinção entre os fundos que cobram ou não a taxa de *performance*, não evidenciaram claramente a inflação da cota nos fechamentos dos períodos. Apesar dos resultados mostrarem indícios de inflação da cota nos fundos em que há cobrança de taxa de *performance* e a maior parte das variáveis apresentar o sinal que era esperado, a ocorrência de retornos anormais estatisticamente significantes nos fundos que cobram *performance* não é tão maior em relação àqueles que não cobram. O problema de agência ficou mais evidente quando se fez a distinção do público alvo dos fundos. Os resultados apontam para maior inflação da cota nas carteiras formadas por fundos para o público geral, pois há maior incidência de retornos anormais estatisticamente significantes. O autor concluiu que existem indícios de maior capacidade dos investidores qualificados de monitorar as atividades dos gestores e que regras mais frouxas de cobrança de taxa *performance* nos fundos para investidores qualificados não representam maiores oportunidades de manipulação para se obter maior remuneração.

Os fundos multimercados no Brasil

Apesar da literatura sobre fundos multimercados no Brasil não ser extensa, alguns trabalhos foram desenvolvidos sobre o tema. Oliveira (2010) procurou comparar as taxas de administração e de *performance* cobradas pelos cinco fundos brasileiros de maior retorno e pelos cinco de maior patrimônio líquido, para sete categorias de fundos multimercados. O autor aponta que, em geral, as taxas de administração tendem a serem maiores nos fundos de menor porte e de operação mais complexa e tende a haver cobrança de taxa de *performance* nos fundos mais agressivos.

Carvalho (2005) teve como objetivo principal analisar o desempenho dos fundos multimercados entre julho de 1998 e junho de 2004 para verificar a existência de evidência do fenômeno de persistência de *performance* e se suas rentabilidades são superiores aos parâmetros de comparação usuais de mercado. O estudo aponta para

evidências empíricas de persistência de *performance*. Na elaboração de estratégias de investimento foram obtidas evidências de que fundos classificados pelo seu ISG (índice de Sharpe Generalizado) poderiam gerar resultados acima do *benchmark* do setor e acima da média da indústria dentro de uma relação risco-retorno vantajosa.

Joaquim e Moura (2011) também estudaram o desempenho e a persistência do mercado de fundos de *hedge* no Brasil de setembro de 2007 a fevereiro de 2011, período marcado pela crise financeira mundial. Apesar da turbulência nos mercados globais, os resultados indicam a existência de um grupo representativo de fundos com retornos anormais e a evidência de persistência conjunta de fundos com prazos de um a três meses.

Por outro lado, Melo e Macedo (2013) investigaram o desempenho de longo prazo das carteiras de ações dos fundos de investimento da categoria multimercado macro no Brasil, entre abril de 2005 e março de 2010, de forma multicriterial. De maneira geral, os portfólios não conseguiram apresentar persistência de *performance*.

Jordão e Moura (2011) testam a alegação de que os fundos de *hedge* brasileiros podem produzir retornos anormais, ganhar impulso de mercado e manter uma baixa correlação com o risco. Os autores encontraram evidências empíricas da existência de fundos de alta *performance*, mas, diferentemente de Joaquim e Moura (2011), essas evidências se mostraram raras.

Na mesma linha de Jordão e Moura (2011), Malaquias e Eid Junior (2013) analisaram se informações passadas e publicamente disponíveis poderiam ser úteis para obtenção de retornos extraordinários no segmento de fundos multimercados brasileiros, testando, assim, a hipótese de eficiência de mercado nessa categoria de fundos. Com dados de 831 fundos, os principais resultados apontaram que, em média, os fundos não agregam valor extraordinário. Contudo, existem informações passadas e publicamente disponíveis dos fundos que estiveram relacionadas à sua *performance*, o que parece não estar em linha com a hipótese de eficiência de mercado, e levou os autores a questionar a forma de monitoramento da *performance* dos fundos por parte dos investidores.

Malaquias e Eid Junior (2014), em um segundo trabalho, observaram o desempenho dos fundos multimercados brasileiros, especialmente aqueles que apresentam retornos anormais. Com dados de 107 fundos, no período de janeiro a agosto

de 2011, os principais resultados do estudo mostraram que, para a *performance* líquida, não há evidência de geração de valor extraordinário pelos fundos, o que é coerente com a hipótese de eficiência de mercado. Já para a *performance* bruta, ou seja, a *performance* antes de serem deduzidas as taxas de administração e *performance*, há indícios de valor extraordinário agregado em cenários econômicos fora de fortes evidências de restrições financeiras. Da mesma forma que Joaquim e Moura (2011), também se evidenciou que períodos de crise impactaram significativamente a *performance* dos fundos da amostra e moderaram a relação entre a *performance* e seus determinantes.

Malaquias e Mamede (2015) investigaram a relação entre os dias de segunda-feira e a rentabilidade proporcionada pelos fundos de investimentos multimercados brasileiros entre janeiro de 2005 e setembro de 2013. Os principais resultados, ancorados na Teoria de Finanças Comportamentais, indicaram que o efeito segunda-feira também ocorre no segmento de fundos de investimento, sendo intensificado por períodos de crises financeiras. Contudo, constatou-se que esse efeito não foi uniforme entre todas as subcategorias de fundos multimercados.

A fundamentação teórico-empírica anteriormente apresentada teve como propósito discutir as abordagens relacionadas ao objetivo da pesquisa. Na próxima seção serão abordados os procedimentos metodológicos utilizados na investigação empírica.

METODOLOGIA

Assim como Sanematsu (2013), a tentativa de se capturar uma possível inflação da cota nos fechamentos dos semestres foi feita através de um modelo de regressões de dados em painel. O software utilizado foi o Eviews® 7.0. Nesta pesquisa, a variável dependente foi definida como o retorno anormal diário, isto é, como a diferença de retorno da carteira em relação ao IHFA. Para operacionalizar a variável de retorno anormal, foi calculado o retorno diário das cotas dos fundos e do índice IHFA:

$$\text{Retorno diário} = \frac{Cota_t - Cota_{t-1}}{Cota_{t-1}} \quad (1)$$

Já as variáveis explicativas foram definidas como constantes (variáveis *dummies*) e construídas de forma a capturar o problema de agência nos fechamentos dos períodos. A tabela 1 apresenta as definições operacionais de cada uma delas:

TABELA 1 – DEFINIÇÕES OPERACIONAIS DAS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS

Variável explicativa	Definição
S1INI	Assume o valor 1 no primeiro dia de negociação do 1º semestre; caso contrário, zero.
S1FIM	Assume o valor 1 no último dia de negociação do 1º semestre; caso contrário, zero.
S2INI	Assume o valor 1 no primeiro dia de negociação do 2º semestre; caso contrário, zero.
S2FIM	Assume o valor 1 no último dia de negociação do 2º semestre; caso contrário, zero.

Abaixo o modelo formado para capturar a inflação das cotas:

$$y_{i,t} = \beta_{i,0} + \beta_{i,1}S1FIM_t + \beta_{i,2}S2FIM_t + \beta_{i,3}S1INI_t + \beta_{i,4}S2INI_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

O objetivo do modelo é identificar se podem ser percebidos retornos anormais nos fechamentos do primeiro e segundo semestres. Se confirmada a tentativa de se inflacionar as cotas dos fundos multimercados no final de cada semestre, os sinais esperados para as variáveis de encerramento são positivos. E, caso o gestor tente reverter as posições no início do período seguinte, espera-se que os sinais do início de cada período sejam negativos.

Amostra

O presente trabalho teve como objeto de estudo os fundos de investimento multimercados e o período de análise foi de outubro de 2007 a julho de 2014. Os da-

dos diários das cotas dos fundos e do IHFA foram obtidos através do sistema Quantum Axis[®].

As carteiras foram separadas de acordo com a subclassificação ANBIMA: Long and Short Neutro (*LS Neu*), Long and Short Direcional (*LS Dir*), Multimercado Macro (*M Macro*), Multimercado Trading (*M Trad*), Multimercado Multigestor (*M Gestor*), Multimercado Multiestratégia (*M Estrat*), Multimercados Juros e Moeda (*M Jur Moe*), Multimercado Estratégia Específica (*M Est E*). O peso de cada fundo é idêntico, assim os fundos menores possuem a mesma relevância dos maiores.

Para se chegar à amostra final dos fundos considerados, alguns filtros foram realizados. Foram selecionados os fundos multimercados abertos para captação, destinados ao público em geral e que cobram taxa de *performance* semestral (com data de fechamento da contabilização em 30 de junho e 31 de dezembro). O filtro que seleciona os fundos destinados ao público em geral é importante, pois segundo Sane-matsu (2013) pode haver distinção na forma de analisar o gestor por parte do investidor comum e do investidor qualificado. De acordo com o autor, o investidor qualificado tem mais conhecimento para identificar possíveis atitudes conflitantes dos gestores.

ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Nos fechamentos dos semestres, os gestores dos fundos multimercados podem inflar a cota através da alavancagem em posições de juros, câmbio e ações. Ao ser alavancado, um fundo potencializa a possibilidade de maiores ganhos, no entanto, o mesmo se aplica às perdas. Em outras palavras, em caso de perda, o investidor pode perder mais do que o investimento feito inicialmente.

A alavancagem pode até ser bastante benéfica ao investidor, desde que o gestor consiga interpretar satisfatoriamente o cenário econômico e visualizar oportunidades no mercado. O risco de buscar uma alavancagem no final de cada semestre com o intuito de garantir uma remuneração maior pode levar a posições sem fundamentos e, conseqüentemente, a perdas aos fundos e seus investidores. Esta situação evidencia um claro problema de agência.

A tabela 2 apresenta a comparação entre o desempenho acumulado dos fundos de acordo com as subclassificações da ANBIMA e do IHFA. Os resultados indicam que a maior parte dos gestores não entrega ao investidor um retorno maior do que o *benchmark* (IHFA). Esse fato pode sugerir que o foco dos gestores não está no desempenho no longo prazo, logo, existem indícios iniciais de um conflito de agência.

TABELA 2 – RETORNO ACUMULADO DOS FUNDOS MULTIMERCADOS E DO IHFA

Classificação Anbima	Retorno 02/10/2007 a 31/07/2014
Long and Short Direcional	92,04%
Long and Short Neutro	96,12%
Multimercados Estratégia Específica	96,86%
Multimercados Juros e Moedas	93,16%
Multimercados Macro	101,26%
Multimercados Multiestratégia	245,63%
Multimercados Multigestor	85,86%
Multimercados Trading	84,69%
IHFA	99,55%

A tabela 3 exibe os resultados das regressões de dados em painel. Eles indicam que valores estatisticamente diferentes de zero, portanto, anormais, foram encontrados nos retornos no início e fim do primeiro semestre. No início do semestre, as evidências foram fortes para subclassificações Long and Short Neutro e Long and Short Direcional (com p-valor menor que 1%). Para os fundos Multimercados Juros e Moeda as evidências existem, porém são mais fracas (com p-valor menor que 10%). No caso do fim do semestre, os resultados se mostraram significativos a 5% para as subclassificações Multimercado Multigestor e Multimercado Juros e Moeda e a 10% para os fundos Multimercado Estratégia Específica.

Conforme explicado anteriormente, os sinais esperados no caso de haver problema de agência para o início dos semestres seriam negativos, pois os gestores tenderiam a se desfazer de posições tomadas no período anterior a fim de diminuir a exposição do fundo. Para os resultados encontrados diferentes de zero referentes ao início dos semestres, os sinais encontrados foram os esperados. Portanto, há evidências de problema de agência nos fundos multimercados. Independente do gestor obter um retorno maior ou menor do que o *benchmark* ao final do semestre, no início de

cada semestre é esperado que ele adote o mesmo nível de risco divulgado aos investidores, o que pode gerar perdas pela venda de ativos a preços que podem estar abaixo do valor de compra, uma vez que o volume de vendas seja acima do normal.

TABELA 3 – RETORNOS ANORMAIS DOS FUNDOS MULTIMERCADOS

Variáveis Independentes	Variável Dependente = Retorno Anormal								
	Estratégias								
	LS Neu	LS Dir	M Macro	M Trad	M Gestor	M Estrat	M Jur Moe	M Est E	
Intercepto	-0,00381 (0,00386)	-0,00328 (0,00320)	-0,00171 (0,00390)	-0,02493 ** (0,00972)	-0,01060 *** (0,00240)	0,05054 (0,05319)	-0,00376 (0,00331)	-0,01377 * (0,00766)	
S1INI	-0,19299 *** (0,06334)	-0,15203 *** (0,04934)	-0,00714 (0,05495)	0,21633 (0,20216)	-0,04329 (0,03959)	-0,10829 (0,06672)	-0,10395 * (0,05827)	-0,04954 (0,17461)	
S1FIM	-0,00483 (0,03960)	0,00508 (0,03631)	0,01910 (0,05171)	0,19439 (0,15835)	-0,04604 *** (0,01736)	-0,07997 (0,07669)	-0,08205 ** (0,03976)	0,12212 * (0,07366)	
S2INI	0,01896 (0,03485)	0,01845 (0,01789)	0,05379 (0,03942)	0,21412 (0,17585)	0,00499 (0,01761)	-0,03416 (0,06549)	0,02686 (0,03103)	-0,04435 (0,06732)	
S2FIM	-0,01768 (0,01615)	-0,01909 (0,02774)	0,04812 (0,05793)	0,03506 (0,06061)	-0,00736 (0,01442)	-0,06051 (0,05531)	-0,01162 (0,01569)	-0,03219 (0,02679)	
R ² (%)	0,51%	0,24%	0,57%	0,75%	0,03%	0,00%	0,41%	0,14%	
Observações	24.028	32.851	58.231	6.618	26.503	193.062	26.030	7.975	

Dados entre parênteses indicam o erro padrão. *** corresponde à significância estatística ao nível de 1%. ** corresponde à significância estatística ao nível de 5%. * corresponde à significância estatística ao nível de 10%.

Os resultados também sugerem indícios fracos da tentativa de se inflacionar as cotas dos fundos multimercados no final de cada semestre, uma vez que o sinal positivo esperado é observado para os fundos Multimercado Estratégia Específica. No entanto, os resultados significativos em relação ao fim dos semestres para os fundos Multimercado Multigestor e Multimercado Juros e Moeda se apresentaram com sinal negativo. É importante mencionar que o fato dos gestores terem retorno menor que o *benchmark* ao final dos semestres não invalida um possível conflito de agência. O fato dos gestores não conseguirem retornos maiores no final de cada semestre pode ser explicado pela falta de convicção no cenário macroeconômico para a tomada de posições mais arrojadas e, conseqüentemente, superação do IHFA. Além disso, é possível sugerir que apesar dos gestores estarem convictos de um maior ganho em estratégias mais arriscadas, isso não se concretizaria necessariamente.

As conclusões desta pesquisa se aproximam do trabalho de Sanematsu (2013), que tem o foco nos fundos de ações ao invés dos multimercados, e não evidenciam claramente a inflação da cota nos fechamentos dos períodos. Apesar da evidência não ser clara, os resultados sugerem indícios de inflação da cota nos fundos em que há cobrança de taxa de *performance* e a maior parte das variáveis apresenta o sinal que era esperado.

Os trabalhos de Carvalho (2005), Joaquim e Moura (2011) e Malaquias e Eid Junior (2014) também encontraram evidências de retornos anormais, no entanto, não tinham como objetivo investigar o problema de agência entre gestor e investidor. Apesar disso, evidências de retornos anormais de forma geral podem sinalizar a necessidade de aprofundamento da questão. Malaquias e Eid Junior (2013), com base nos seus resultados questionam, inclusive, a forma de monitoramento da *performance* dos fundos por parte dos investidores.

CONCLUSÃO

Este trabalho buscou verificar um possível problema de agência entre investidores e gestores de fundos de investimento multimercados do Brasil no período compreendido entre 2007 e 2014, diferenciando-se da grande parte de outras pesquisas que buscam analisar este problema em fundos de ações. Importante ressaltar o ineditismo na utilização das subclassificações ANBIMA e no *benchmark* através do IHFA.

Os resultados indicaram que valores estatisticamente diferentes de zero, portanto, anormais, foram encontrados nos retornos no início e fim do primeiro semestre, o que pode insinuar a existência de um conflito de agência entre investidores e gestores destes fundos. Para os retornos anormais observados no início dos primeiros semestres, os sinais encontrados foram os esperados. Contudo, para os retornos anormais ao fim desses mesmos semestres os sinais encontrados variaram. Apesar disso, o fato dos gestores terem obtido retorno menor que o *benchmark* ao final dos semestres não invalida um possível conflito de agência.

Entre as limitações deste estudo é possível mencionar o período analisado. Contudo, como o IHFA só possui dados a partir de outubro de 2007, e ele foi escolhi-

do como *benchmark*, esta foi a data considerada para o início da coleta de dados. Outro ponto que pode ser criticado refere-se a classificação dos fundos Long and Short Direcional e Long and Short Neutro como multimercados.

Uma análise mais precisa poderia ser feita analisando as carteiras dos fundos no primeiro e no último dia de cada semestre. Desta forma, seria possível investigar trocas repentinas de posições e a comparação da alavancagem em cada período. A limitação neste caso é que as carteiras divulgadas dos fundos são referentes ao fechamento de cada mês. Para que o método se torne possível, esta regra deveria ser alterada ou um trabalho junto a todos os gestores para divulgação das carteiras poderia ser realizado, o que aparentemente seria muito difícil de conseguir.

Outra importante limitação da pesquisa diz respeito à cobrança da taxa de *performance*, uma vez que a mesma não é baseada no desempenho do fundo em um único dia no final do período de seis meses, mas sim apropriada diariamente e cobrada semestralmente se o retorno acumulado do fundo for superior ao índice de referência. Além disso, existe a impossibilidade de controle da data de entrada de cada investidor, ou seja, não se tem conhecimento se o pagamento da taxa de *performance* no semestre vale para todos os investidores do fundos. Assim, dadas as limitações do estudo no que tange à cobrança de taxa de *performance*, os resultados devem ser interpretados com cautela.

Uma última limitação, agora no que se refere à utilização de um único *benchmark* para definição do excesso de retorno, também deve ser comentada. Neste trabalho, o retorno anormal é definido como o excesso de retorno das carteiras formadas em relação ao Índice de Hedge Funds ANBIMA (IHFA), que serve como parâmetro para a indústria de *hedge funds* no Brasil. No entanto, como a hipótese da eficiência do mercado requer rigor no cálculo do retorno excedente, a utilização de um único parâmetro pode ser questionada para avaliar fundos multimercados com estratégias diferentes.

Entre as sugestões para pesquisas futuras cabe sinalizar para a possibilidade de transposição da limitação apresentada no parágrafo anterior através da inclusão de outros parâmetros para avaliar a existência de retorno anormal. Sugere-se também a comparação entre a amostra de fundos de investimento que cobram taxa de *performance* com uma amostra de fundos que não o fazem, criando assim um grupo de

controle.

De qualquer forma, as atividades e decisões dos gestores de fundos multi-mercados carecem de atenção por parte, especialmente, de seus investidores. Os indícios de problemas de agência encontrados nesta pesquisa sugerem que os atuais mecanismos de monitoramento utilizados pelos investidores podem não ser suficientes para garantir que seus interesses sejam privilegiados em detrimento dos interesses pessoais dos gestores.

REFERÊNCIAS

- Brown, K. C., Harlow, W. V., & Starks, L. T. (1996). Of tournaments and temptations: an analysis of managerial incentives in the mutual fund industry. *The Journal of Finance*, 51(1), 85-110.
- Carhart, M. M., Kaniel, R., Musto, D. K., & Reed, A. V. (2002). Leaning for the tape: evidence of gaming behavior in equity mutual funds. *The Journal of Finance*, 57(2), 661-693.
- Carvalho, M. R. A. (2005). Avaliação de desempenho de fundos multimercado: resultados passados podem ser utilizados para definir uma estratégia de investimento? *Revista de Economia e Administração*, 4(3), 367-387.
- Costa, T. R., Penha, R., & Silva, M. M. (2010, setembro). Influência da cobrança de taxa de performance sobre desempenho de fundos de investimento: impactos em fundos de diferentes classificações. *Anais dos Seminários em Administração da Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo*, São Paulo, SP, Brasil, 13.
- Chen, S., Gu, A. Y., Nguyen, V., & Phelan, J. (2011). Do mutual fund managers take more risk toward year end? *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 15(SI-1).
- Dalmácio, F. Z., & Nossa, V. (2004). A teoria de agência aplicada aos fundos de investimento. *Brazilian Business Review*, 1(1), 31-44.

- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Gallagher, D. R., Gardner, P., & Swan, P. L. (2009). Portfolio pumping: an examination of investment manager quarter-end trading and impact on performance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(1), 1-27.
- Goetzmann, W., Ingersoll, J., Spiegel, M., & Welch, I. (2007). Portfolio performance manipulation and manipulation-proof performance measures. *The Review of Financial Studies*, 20(5), 1503-1546.
- Huang, J., Sialm, C., & Zhang, H. (2011). Risk shifting and mutual fund performance. *The Review of Financial Studies*, 24(8), 2575–2616.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Joaquim, G. P. G., & Moura, M. L. (2011). Performance and persistence of Brazilian hedge funds during the financial crisis. *Revista Brasileira de Finanças*, 9(4), 465-488.
- Jordão, G. A., & Moura, M. L. (2011). Performance analysis of Brazilian hedge funds. *Journal of Multinational Financial Management*, 21, 165-176.
- Koski, J. L., & Pontiff, J. (1999). How are derivatives used? Evidence from mutual fund industry. *The Journal of Finance*, LIV(2), 791-816.
- Malaquias, R. F., & Eid Junior, W. (2013). Eficiência de mercado e desempenho de fundos multimercados. *Revista Brasileira de Finanças*, 11(1), 119-142.
- Malaquias, R. F., & Eid Junior, W. (2014). Fundos multimercados: desempenho, determinantes do desempenho e efeito moderador. *Revista de Administração Mackenzie*, 15(4), 135-163.
- Malaquias, R. F., & Mamede, S. P. N. (2015). Efeito calendário e finanças comportamentais no segmento de fundos multimercados. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(Spc), 98-116.

- Melo, R. A., & Macedo, M. A. S. (2013). Análise multicriterial do desempenho de longo prazo das carteiras de ações de fundos de investimento multimercado macro no Brasil no período de 2005 a 2010. *Revista Evidenciação Contábil e Finanças*, 1(2), 69-89.
- Oliveira, F. A. B. (2010). Taxas de administração e de performance em fundos multimercado: uma comparação dos melhores e dos maiores. *Revista de Finanças Aplicadas*, 1-21.
- Sanematsu, F. C. (2013). Remuneração dos gestores, público alvo e conflitos de interesse em fundos de ações no Brasil. *Economia Aplicada*, 17(3), 267-298.
- Schwarz, C. G. (2012). Mutual funds tournaments: the sorting bias and new evidence. *The Review of Financial Studies*. 25(3). 1-24.
- Sirri, E. R., & Tufano, P. (1998). Costly search and mutual fund flows. *The Journal of Finance*, 53(5), 1589-1622.
- Tizziani, E., Klotzle, M. C., Ness Jr., W. L., & Motta, L.F. (2010). O efeito disposição na indústria brasileira de investimentos em ações. *Revista Brasileira de Finanças*, 8(4), 383-416.
- Velloso, J. P. R. (2008). Revolução no mercado de capitais do Brasil – e como torná-la sustentável (inclusive considerando as turbulências internacionais). In C. A. Rocca (Ed.). *A revolução no mercado de capitais no Brasil: o crescimento recente é sustentável?* (pp. VII–IX). Rio de Janeiro: Elsevier.