

O EFEITO *SMART MONEY* NO SEGMENTO DE FUNDOS MULTIMERCADOS

THE SMART MONEY EFFECT ON THE MULTIMARKET FUNDS SEGMENT

Sâmia Carneiro Fonseca

Bacharela em Ciências Contábeis (UFU)

E-mail: samia399@hotmail.com

Rodrigo Fernandes Malaquias

Doutor em Administração de Empresas (FGV)

Professor Adjunto da Universidade Federal de Uberlândia(UFU)

Endereço: Av. João Naves de Ávila, 2121, Sala 1F215 - Santa Mônica

CEP: 38.400-902 – Uberlândia/MG – Brasil

E-mail: rodrigofmalaquias@yahoo.com.br

RESUMO

Esta pesquisa buscou investigar a ocorrência do efeito *Smart Money* no segmento brasileiro de fundos multimercados, o que foi operacionalizado por meio da comparação entre a rentabilidade média dos fundos e sua captação líquida. Para tanto, foi realizada uma análise descritiva com abordagem quantitativa, utilizando como método estatístico o teste t de Student, com base em uma amostra de 20 fundos multimercados, no período de maio de 2009 a julho de 2011. Os resultados obtidos evidenciaram a ocorrência do efeito *Smart Money*, pois a performance média foi superior nos fundos que apresentaram maior captação líquida. Pressupôs-se, assim, a existência de habilidade na seleção dos fundos por parte dos investidores, ou seja, em média, eles foram capazes de identificar fundos que tiveram o melhor retorno no período seguinte.

Palavras-chave: Efeito *Smart Money*. Fundos Multimercados. Investimentos.

ABSTRACT

The aim of this paper was to investigate the occurrence of the Smart Money Effect on the Brazilian hedge funds segment. It was operationalized through the comparison between the average return of funds and their net flow. For this purpose, we performed a descriptive analysis with quantitative approach, using the statistical method Student's t test, based on a sample of 20 hedge funds in the period from May 2009 to July 2011. The results showed the occurrence of the Smart Money Effect, as the average performance was higher in funds with higher net inflows. We assumed, therefore, evidences of selection skills of funds from investors; in other words, on average, investors were able to identify funds that had the best return in the next period.

Keywords: *Smart Money Effect. Multimarket Funds. Investments.*

Recebido em 11.08.2012. Revisado por pares em 03.09.2012. Reformulado em 22.09.2012.

Recomendado para publicação em 01.11.2012. Publicado em 17.12.2012.

1 INTRODUÇÃO

Fundo de investimento é a comunhão de recursos financeiros, constituída sob a forma de condomínio, destinados a aplicações de ativos disponíveis no mercado financeiro e de capitais (CVM, 2012).

Para Assaf Neto (2003, p. 386), “fundo de investimento é descrito como um conjunto de recursos monetários, formado por depósitos de grande número de investidores (cotistas), que se destinam à aplicação coletiva em carteira de títulos e valores mobiliários”. Pode ser uma opção vantajosa de investimento, pois oferece o benefício da concentração dos recursos; e, por se tratar de aplicações coletivas, favorece o pequeno investidor, que possui baixo volume individual de capital disponível para aplicação financeira (ASSAF NETO, 2003).

Todo investimento implica certo grau de risco, então, no momento de escolher o melhor fundo para alocar seus recursos, os investidores possuem o interesse de investir na alternativa que irá gerar a melhor rentabilidade. Assim, entende-se que, quando os investidores escolhem fundos para realizar seus investimentos, eles podem estar buscando e esperando por uma melhor rentabilidade futura.

Malacrida *et al.* (2007) afirmam que o conjunto de pessoas físicas e/ou jurídicas que aplicam no fundo de investimento estão buscando uma rentabilidade melhor do que a que se poderia obter investindo individualmente, pois, ao investirem em conjunto, acredita-se que o montante de recursos aplicados é maior; assim, pode ser possível alcançar preços e taxas melhores, decorrentes de ganhos com escala.

Na seleção de fundos, os investidores levam em consideração informações como o risco e o retorno em período recente, assim como o risco e o retorno em período maior de tempo; ainda analisam os custos envolvidos, investimento mínimo necessário, movimentação mínima e outras informações (CERETTA e COSTA JR., 2001).

Quando o investidor seleciona e investe no fundo que terá a melhor performance, tem-se o efeito *Smart Money*. Em outras palavras, considerando-se que os investidores em fundos de investimento buscam otimizar seus retornos, quando eles selecionam e investem seus recursos naqueles fundos que apresentarão melhor performance, ou seja, aqueles fundos que apresentam melhores indicadores de rentabilidade, há a ocorrência do referido efeito.

Para Costa e Eid Jr. (2006), o efeito *Smart Money* ocorre quando os investidores aplicam recursos nos fundos que logo apresentarão melhor desempenho. Para esses autores, tal fato pode indicar que os investidores são capazes de reconhecer os melhores fundos de investimentos. De forma semelhante à definição de Costa e Eid Jr. (2006), Keswani e Stolin (2008) relacionaram o efeito *Smart Money* ao dinheiro investido em fundos que, no futuro, terão performance positiva; tal fato se deve aos investidores possuírem uma habilidade genuína para a seleção de fundos.

Nesse sentido, esta pesquisa buscou identificar o efeito *Smart Money* nos fundos de investimentos multimercados, dentre os vários tipos de fundos existentes. Conforme Araújo (2009, p. 10), os multimercados são “fundos que investem em diversas classes de ativos. Podem ser alavancados ou não (se utilizar derivativos, que gerem possibilidade de perda superior ao patrimônio do fundo). Seu objetivo é retorno no longo prazo”.

Os fundos multimercados proporcionam inúmeras estratégias de investimentos, são regulamentados e fiscalizados pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários), e ainda, alguns multimercados permitem alavancagem (ASSALI, 2008).

Entende-se, assim, que neste segmento encontram-se fundos que podem exigir de seus gestores estratégias diferenciadas das convencionais para escolher os ativos mais rentáveis. Dessa forma, os investidores dessa classe de fundos de investimento, ao observar e analisar o resultado decorrente das estratégias implementadas por seus respectivos gestores, podem ser

mais sensíveis à sua rentabilidade passada para tomar suas decisões de investimento. Portanto, esta seria uma justificativa para a análise do efeito *Smart Money* nesse segmento.

Considerando-se o contexto apresentado, neste trabalho buscou-se responder à seguinte questão de pesquisa: qual é a relação entre a captação líquida e a rentabilidade dos fundos de investimentos multimercados? Se constatada uma relação positiva, haverá indícios do efeito *Smart Money*.

Nessa perspectiva, o objetivo geral desta pesquisa consistiu em analisar a ocorrência do efeito *Smart Money* nos fundos de investimentos multimercados. Quanto aos objetivos específicos, foram realizados: i) revisão da literatura para identificar os principais conceitos relacionados ao efeito *Smart Money*; ii) seleção de uma amostra aleatória de fundos multimercados para análise; iii) coleta dos dados e estimativa da rentabilidade e da captação líquida mensal dos fundos; iv) análise dos dados coletados e comparação dos resultados com aqueles obtidos por outros autores.

No Brasil, são poucas as pesquisas sobre o efeito *Smart Money*. A de maior relevância é o estudo pioneiro de Costa e Eid Jr. (2006), relativo à indústria brasileira de fundos de ações. Os resultados do estudo dos referidos autores evidenciaram o efeito *Smart Money*, ou seja, os autores identificaram retornos superiores nos fundos de maior captação líquida, o que sugere uma habilidade dos investidores em decidir pelos melhores fundos. Tendo em vista que esse tema tem sido pouco observado em trabalhos acadêmicos, este estudo aborda também evidências que levam em consideração diferentes cenários econômicos (VALOR ON-LINE, 2011a; 2011b) e seus efeitos sobre a rentabilidade dos fundos, o que pode estender a discussão sobre o assunto. Além disso, o estudo apontará evidências sobre as escolhas dos investidores ao aplicar recursos nos fundos multimercados, uma vez que, conforme destacam Varga e Wengert (2011), estas alternativas de investimento abrangem diferentes fatores de riscos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste tópico, inicialmente, será descrito o efeito *Smart Money*, juntamente com as definições sobre a captação líquida. Em seguida, serão apresentados conceitos sobre os fundos multimercados e os resultados de estudos anteriores abordando o efeito *Smart Money*, a captação líquida e os fundos multimercados.

2.1 Efeito *Smart Money* e captação líquida

Para Keswani e Stolin (2008), o efeito *Smart Money* refere-se à capacidade dos investidores em selecionar os melhores fundos. É um estado no qual o dinheiro investido é suficientemente “inteligente” para ser aplicado em fundos que, no futuro, terão performance positiva; tal fato se deve aos investidores possuírem uma habilidade genuína para a seleção de fundos. Renneboog, Horst e Zhang (2008) e Avramov e Wermers (2006) definiram esse efeito de forma similar.

Sobre esse assunto, Costa e Eid Jr. (2006, p. 2) sustentam que:

O efeito *Smart Money* se refere ao fato de os investidores moverem seus recursos para os fundos de ações que, em seguida, obterão melhores retornos. Tal fato poderia indicar que os investidores, de alguma forma, são capazes de identificar os melhores fundos de investimento.

Em suma, o efeito *Smart Money* corresponde à percepção que os investidores têm em identificar os melhores fundos, ou seja, aqueles fundos que, nos períodos subsequentes, registrarão melhor rentabilidade.

Assim, para identificar a ocorrência (ou não) do efeito *Smart Money*, é necessário que se compare o desempenho do fundo com a captação líquida apresentada por ele. Nesse aspecto, “a captação líquida é definida como a variação nos ativos líquidos totais menos a valorização dos ativos do fundo. Em outras palavras é o fluxo de caixa que não se deve aos dividendos ou aos ganhos de capital” (COSTA e EID JR., 2006, p. 5).

Para Bardella (2009, p. 25), “a captação líquida é definida com o crescimento percentual dos ativos do fundo além do retorno do período”. Seguindo o trabalho de Costa e Eid Jr. (2006), para se ter uma estimativa sobre a captação líquida, pode-se trabalhar com a Equação 1, a seguir:

$$CL = ALT_{i,t} - ALT_{i,t-1} * (1 + r_{i,t}) \quad (1)$$

Em que:

CL = captação líquida;

ALT = ativo líquido total;

r = rentabilidade;

_i = fundo; e

_t = tempo.

Em outras palavras, a captação líquida é uma maneira de identificar o que foi captado de novos recursos financeiros. O resultado obtido no cálculo da captação líquida consiste na variação dos ativos líquidos totais de um fundo em determinado período, sendo excluídos os rendimentos referentes à valorização do fundo.

2.2 Fundo de investimento multimercado

Fundo de investimento reporta-se ao fato de captar e investir recursos no mercado financeiro e de capitais, para tanto, reúne aplicações de diversos indivíduos por meio de cotas. É uma maneira de investimento que favorece o investidor individual, pois o fundo opera com uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio e, assim, permite obter condições mais favoráveis do que se os investidores procurassem investir de maneira isolada (CVM, 2012).

Conforme citado no estudo de Varga e Wengert (2011), existem classificações para os fundos de investimento, ou seja, têm-se várias modalidades, como seguem: fundo de curto prazo; fundo referenciado; fundo de renda fixa; fundo de ações; fundo cambial; fundo de dívida externa e fundo multimercado. Nesse aspecto, torna-se relevante dar ênfase ao fundo de investimento multimercado, pois corresponde aos fundos utilizados nesta pesquisa.

Os fundos de investimentos multimercados propiciam inúmeras estratégias de investimento por parte de seus gestores, são regulamentados e fiscalizados pela CVM (ASSALI, 2008). A seguir, o Quadro 1 exhibe algumas definições e características sobre os fundos multimercados.

Quadro 1 - Definições sobre fundo de investimento multimercado

Autores	Definição
Yoshinaga <i>et al.</i> (2007, p. 4)	“Os fundos multimercados se caracterizam por não terem obrigação mínima para alocarem nenhum tipo de ativo. Assim, eles se subdividem em classes com e sem renda variável e com e sem alavancagem, balanceados e de capital protegido. Estes fundos não têm explicitado o mix de ativos com o qual devem ser comparados”.
Assali (2008, p. 10)	“Os fundos multimercados utilizam diversas classes de ativos com objetivo de gerar retornos superiores aos tradicionais investimentos de renda fixa e volatilidade inferior ao investimento em renda variável”.
Bardella (2009, p.12 e 13)	“Os fundos multimercados caracterizam-se por dar maior liberdade ao gestor para escolher ativos de diferentes classes, dentro de limites preestabelecidos, e dessa forma apresentam, performance mais sensível às escolhas feitas pelo gestor”.
Pereira (2010, p. 27)	“Os fundos classificados como multimercados são fundos que procuram aplicar seus recursos em diversos tipos de ativos, montando uma carteira de composição equilibrada”.
Varga e Wengert (2011, p. 7)	“Fundo multimercado: tem uma política de investimento que envolve vários fatores de risco”.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Assim, verifica-se que os fundos multimercados possibilitam aos gestores a utilização de diferentes estratégias e implicam a liberdade de escolha, pois o investimento pode ser feito em diferentes classes de ativos, ou seja, a carteira de investimento pode ser montada com ativos de renda fixa, renda variável, câmbio, ações, derivativos etc. Ainda, alguns permitem alavancagem, isto é, aplica-se mais dinheiro do que tem disponível em uma operação. Portanto, compreende-se que os multimercados são fundos que podem operar em vários mercados e podem exigir do gestor habilidade na escolha dos ativos rentáveis, com o objetivo de proporcionar aos seus investidores (cotistas) melhores indicadores de rentabilidade.

2.3 Resultados de estudos anteriores

Costa e Eid Jr. (2006), em sua pesquisa, buscaram identificar o efeito *Smart Money* na indústria de fundos de ações brasileira no período de 2001 a 2005. Foi selecionada uma amostra composta por diferentes classes de fundos de ações, totalizando 133 fundos. Para identificar o efeito, utilizou-se o método estatístico teste de médias (teste t). Os resultados evidenciaram a ocorrência do efeito *Smart Money*, observando-se que os fundos de maior captação líquida obtiveram retornos superiores no período subsequente, em comparação aos fundos de menor captação líquida, o que sugere uma habilidade superior dos investidores em identificar os melhores fundos.

Ainda, sobre o efeito *Smart Money*, Varga (2011) ressaltou esse efeito no Brasil. Teve como objetivo investigar a capacidade dos investidores brasileiros em selecionar os fundos ativos, ou seja, identificar os fundos com melhores rentabilidades em períodos posteriores. Para tanto, foi utilizada uma amostra com 1.545 fundos de investimento geridos ativamente no Brasil, a partir de fevereiro de 2005 até março de 2011. Para análise, classificou os investidores em: investidores qualificados, investidores em geral e investidores exclusivos, e os resultados obtidos demonstraram a ocorrência do efeito *Smart Money* apenas nos fundos

relacionados aos investidores qualificados. Estes, de acordo com o autor, correspondem a qualquer sociedade financeira, empresa de seguros ou fundos de pensão com ativos acima de R\$ 5 milhões, e qualquer investidor individual com mais de R\$ 250 mil investidos no fundo ou mais de R\$ 5 milhões em ativos financeiros pessoais.

Em relação ao desempenho e captação de fundos de investimento no Brasil, Guterman e Menezes Filho (2010), em sua pesquisa, selecionaram 252 fundos de ações e 445 fundos multimercados, referentes ao período de janeiro de 2003 a dezembro de 2008, e puderam encontrar uma relação positiva e significativa entre a rentabilidade e a captação. Concluíram que, para os fundos de ações, os retornos de todos os prazos têm influência sobre a captação mensal, com mais intensidade quanto mais longo for o prazo. Já para os fundos multimercados, somente os retornos de até três meses têm influência na captação. Além disso, observaram que fundos com rentabilidade melhor captam mais, mas fundos com rentabilidade pior não necessariamente perdem recursos.

Ao examinar os estudos citados, constatou-se que, embora utilizassem métodos distintos de análise aplicados em diferentes tipos de amostras, houve constatações relativas ao efeito *Smart Money*.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

Com base nos objetivos, a pesquisa foi classificada como descritiva, pois teve a intenção de descrever características tais como a rentabilidade, o retorno mensal e a média da captação líquida de diversos fundos, sendo o objetivo principal identificar a ocorrência do efeito *Smart Money*. Para Silva (2006, p. 59), “a pesquisa descritiva tem como objetivo principal a descrição das características de determinada população ou fenômeno, estabelecendo relações entre as variáveis”. Para isso, é necessária a “delimitação de técnicas, métodos, modelos e teorias que orientarão a coleta e interpretação dos dados” Silva (2006, p. 60).

Quanto à abordagem do problema, a pesquisa foi classificada como quantitativa, pois, para a análise dos dados, utilizaram-se instrumentos estatísticos, de modo a verificar a relação entre as variáveis de rentabilidade e captação líquida. Do ponto de vista de Silva e Menezes (2001, p. 20), a pesquisa quantitativa é uma abordagem que:

Considera que tudo pode ser quantificável, o que significa traduzir em números opiniões e informações para classificá-las e analisá-las. Requer o uso de recursos e de técnicas estatísticas (percentagem, média, moda, mediana, desvio-padrão, coeficiente de correlação, análise de regressão etc.).

Em relação aos procedimentos técnicos de análise e coleta de dados, a pesquisa foi classificada como documental, uma vez que os dados empregados são obtidos por meio dos relatórios contábeis publicados pelos fundos. Gil (2002) orienta que, na pesquisa documental, as fontes são diversificadas e dispersas. Normalmente, os documentos não receberam tratamento analítico e são conservados em arquivos de órgãos públicos e instituições privadas; ainda, podem ser utilizados documentos que, de alguma forma, já foram analisados, tais como: relatórios de pesquisas, relatórios de empresas, tabelas estatísticas, entre outros. Além disso, o autor enfatiza que uma das vantagens da pesquisa documental é o fato de os documentos constituírem fonte rica e estável de dados, uma vez que os documentos subsistem ao longo do tempo.

Para Neves (1996, p. 3), a pesquisa documental pode ser caracterizada da seguinte forma:

É constituída pelo exame de materiais que ainda não receberam um tratamento analítico ou que podem ser reexaminados com vistas a uma interpretação nova ou complementar. Pode oferecer base útil para outros tipos de estudos qualitativos e possibilita que a criatividade do pesquisador dirija a investigação por enfoques diferenciados. Esse tipo de pesquisa permite o estudo de pessoas a que não temos acesso físico (distantes ou mortas). Além disso, os documentos são uma fonte não reativa e especialmente propícia para o estudo de longos períodos de tempo.

Conforme já citado, o objetivo do trabalho foi analisar a ocorrência do efeito *Smart Money* nos fundos de investimentos multimercados. Em 2011, conforme consulta realizada junto ao Sistema de Informações da Associação Nacional dos Bancos de Investimento (SI-ANBID) havia 558 fundos multimercado abertos, em atividade e não exclusivos. Destes fundos, fez-se uma primeira seleção, buscando-se aqueles que possuísem, pelo menos, dados disponíveis entre maio de 2009 a julho de 2011, de forma a abranger, no mínimo, 25 meses para a análise. Em seguida, por meio do critério de escolha aleatório (utilizando fórmulas em planilhas eletrônicas), foram selecionados 20 destes fundos para compor a amostra deste estudo. A Tabela 1, a seguir, mostra a quantidade de fundos, por classe, acompanhada de sua respectiva rentabilidade média dos fundos para o período.

Tabela 1 - Perfil da amostra

Classificação ANBID	n	Rentabilidade Média Mensal (%)
Multimercados Estrategia Especifica	1	0,85
Multimercados Juros e Moedas	3	0,85
Multimercados Macro	3	0,95
Multimercados Multiestrategia	13	0,93
Total	20	0,92

Fonte: Elaborada pelos autores.

O ativo líquido total e a rentabilidade dos fundos foram acessados por meio do SI-ANBID. Já a captação líquida foi estimada com base na Equação 1, já citada no referencial teórico. Tem-se que o efeito *Smart Money* corresponde a investidores que conseguem identificar os fundos que apresentarão a melhor rentabilidade. Para identificar tal efeito, foi utilizado o teste t de Student, o qual permite a comparação entre médias (ANDERSON, SWEENEY e WILLIAMS, 2007).

Portanto, para encontrar os resultados da pesquisa, inicialmente, estimou-se a captação líquida de todos os fundos para todos os períodos. Após este procedimento, os fundos foram segregados em dois grupos: i) um grupo com captação líquida positiva; e ii) outro grupo com captação líquida negativa. Partiu-se para a aplicação do teste t, que possibilitou identificar se a rentabilidade média daqueles fundos com captação líquida positiva foi estatisticamente superior à rentabilidade dos fundos com captação líquida negativa.

Para se ter um tratamento quantitativo envolvendo também o retorno ajustado ao risco, foi aplicado aos dados coletados o Índice de Sharpe. Para tanto, foram simuladas duas carteiras: uma contendo fundos que, no respectivo mês de análise, apresentaram captação líquida positiva, e outra, contendo os fundos que obtiveram captação líquida negativa no mesmo mês. Considerando-se o mesmo montante investido em cada um dos fundos, calculou-se o retorno médio dos fundos, por mês, para cada uma das carteiras. Com isso, foram obtidas

duas carteiras distintas com 26 retornos mensais cada, o que permitiu o cálculo do Índice de Sharpe de cada uma delas.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A partir do ativo líquido total em determinado período e da rentabilidade mensal dos fundos multimercados, foi possível estimar a captação líquida de cada fundo, ou seja, identificou-se a variação dos ativos líquidos totais de um fundo em determinado período, excluindo os rendimentos. A Tabela 2, a seguir, expõe a estatística descritiva de todas as variáveis em estudo.

Tabela 2 - Estatística descritiva para as variáveis do estudo

Variáveis	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Captação Líquida Negativa (R\$ mil)	318	-3.905.779,87	12.943.887,02	-127.641.069,57	0,00
Captação Líquida Positiva (R\$ mil)	202	7.865.726,84	20.501.230,39	0,00	140.344.998,87
Rentabilidade (%)	520	0,92	1,06	-4,26	8,35
Ativo Líquido Total (R\$ mil)	520	124.503.526,13	209.530.789,49	3.473.271,48	1.163.440.229,91

Fonte: Elaborada pelos autores.

Os dados registrados na Tabela 2 apontaram que, das 520 observações, 318 se referem à captação líquida negativa e 202 são atribuídas à captação líquida positiva, enquanto que a rentabilidade média mensal, em geral, foi de 0,92%. A Tabela 3, a seguir, apresenta um teste de igualdade de médias; para tanto, foram separados os dados obtidos em dois grupos: captação líquida positiva e captação líquida negativa, o que possibilitou a aplicação do teste t para a comparação do retorno médio destes dois grupos.

Tabela 3 - Teste de igualdade de médias entre os grupos criados

Variáveis	N	Retono Médio	Significância
CL Negativa	318	0,845	0,045
CL Positiva	202	1,035	

Fonte: Elaborada pelos autores.

Conforme a Tabela 3 indica, a diferença entre os retornos médios para os dois grupos criados foi estatisticamente significativa ao nível de 5%. Assim, os resultados obtidos sugerem que houve investidores capazes de identificar aqueles fundos que registrariam melhores desempenhos em períodos subsequentes, uma vez que os fundos com captação líquida positiva obtiveram rentabilidades médias superiores aos fundos de captação líquida negativa. As evidências obtidas, então, sugerem a ocorrência do efeito *Smart Money*. O Quadro 2, a seguir, estabelece uma comparação em relação aos resultados obtidos por alguns autores que pesquisaram o efeito *Smart Money*.

Quadro 2 - Resultados Efeito *Smart Money* em estudos anteriores

Autor	Ocorrência do efeito <i>Smart Money</i>	Período
Costa e Eid Jr. (2006)	Sim	2001 a 2005
Varga (2011)	Sim	2005 a 2011

Fonte: Elaborado pelos autores.

O resultado obtido neste estudo assemelha-se com o resultado obtido por Costa e Eid Jr. (2006) e Varga (2011), pois ambos concluíram que, de alguma maneira, os fundos que receberam maior fluxo de investimentos, posteriormente, demonstraram performance superior àqueles de menor captação líquida. Na Tabela 4, a seguir, foi aplicado o mesmo teste de igualdade de médias, utilizando a mesma amostra, entretanto as análises foram realizadas em períodos anuais.

Tabela 4 - Teste de Igualdade de Médias – Período Anual

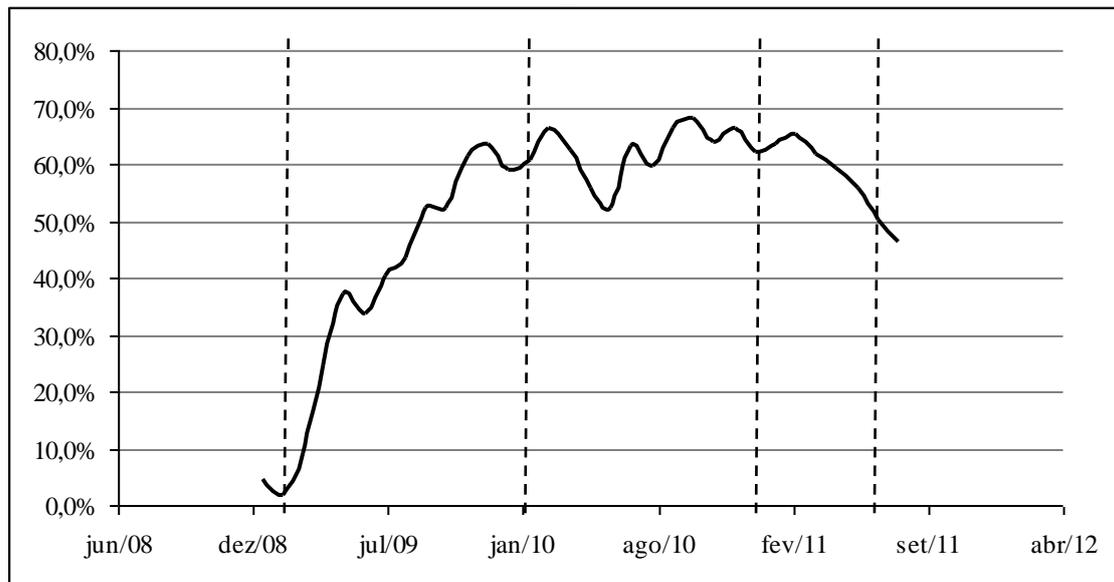
Ano	Variáveis	N	Retono Médio	Significância
2009	CL Negativa	71	1,101	0,047
	CL Positiva	69	1,522	
2010	CL Negativa	155	0,832	0,811
	CL Positiva	85	0,864	
2011	CL Negativa	92	0,669	0,851
	CL Positiva	48	0,640	

Fonte: Elaborada pelos autores.

Ao analisar individualmente cada ano da amostra, observou-se que apenas no período de 2009 os fundos de captação líquida positiva obtiveram rentabilidades médias superiores aos fundos de captação líquida negativa, ou seja, apenas nesse ano se identificou a ocorrência do efeito *Smart Money*. Nos demais anos, os fundos de captação líquida positiva não obtiveram rentabilidades médias estatisticamente diferentes do retorno médio dos fundos com captação líquida negativa.

De acordo com os resultados obtidos, entende-se que tal fato possa ter sofrido influências do cenário econômico. Para se fazer uma análise do comportamento do mercado de capitais nesse período, foi elaborado o Gráfico 1, a seguir, que descreve o retorno acumulado do Ibovespa (Índice da Bolsa de Valores de São Paulo). Tal análise pode servir como uma estimativa para períodos de maior e menor incerteza, por parte dos investidores, ao atuarem no mercado de capitais.

Gráfico 1- Retorno médio acumulado do Ibovespa (Dezembro/2008 a Setembro/2011).



Fonte: Compilado do Banco de Dados Economatica (2012).

O Gráfico 1 representa o desempenho, em percentual, do Ibovespa acumulado mensalmente a partir de dezembro de 2008 a setembro de 2011. Pode ser visto que, no período de 2009, houve uma aparente valorização do mercado, ao passo que, nos períodos de 2010 e 2011, o comportamento do mercado parece ter se modificado para um período de incerteza/crise. Foram identificadas algumas potenciais explicações para uma relação entre os dados do Gráfico 1 e os resultados deste estudo:

i) em 2009, com a retomada dos investimentos em renda variável (conforme indícios apontados pelo gráfico em questão), os gestores dos fundos com maior captação líquida possivelmente conseguiram operar no mercado, identificando ativos que apresentariam melhor rentabilidade. Conseqüentemente, a performance dos fundos por eles administrados foi melhor, melhorando também os rendimentos dos investidores (cotistas) que neles investiram seus recursos;

ii) no período de 2010/2011, com maior incerteza no mercado, os fundos, mesmo aqueles administrados pelos melhores gestores, podem ter apresentado pior performance que o geralmente registrado (VALOR ON-LINE, 2011a). Com isso, estatisticamente, sua performance média não foi diferente daquela obtida por seus pares que, em períodos anteriores, tiveram desempenho inferior; e

iii) além disso, o período de 2010/2011 também foi alvo de altos volumes de resgates por parte de cotistas de fundos multimercados (VALOR ON-LINE, 2011b). Assim, com menos recursos para investir no mercado (ou até com a necessidade de se levantar recursos rapidamente para cobrir resgates), a performance dos fundos pode ter sido significativamente prejudicada por tais restrições financeiras. Com a performance prejudicada, mesmo os fundos que potencialmente teriam o melhor desempenho podem ter tido performance ruim.

De posse dessas análises, entende-se que os períodos analisados podem ter o viés de diferentes cenários da economia, sendo estas questões que podem ser aprofundadas em estudos futuros.

Como forma de se analisar retornos ajustados ao risco, foram simuladas carteiras mensais formadas por fundos e, em seguida, foi calculado o seu Índice de Sharpe. O Índice de Sharpe representa o prêmio pelo risco da carteira ponderado pela sua volatilidade no período.

Para tanto, considerou-se como taxa livre de risco a rentabilidade mensal da SELIC (a média para o período foi de 0,779% a.m.). Exemplo do raciocínio utilizado: no mês de junho de 2009, nove fundos apresentaram captação líquida negativa e onze fundos, captação líquida positiva. Assim, considerou-se que, no citado mês, o retorno médio da carteira de fundos com captação líquida positiva foi a média dos retornos dos nove fundos citados, e o retorno médio da carteira de fundos com captação líquida negativa foi o retorno médio dos outros onze fundos. Em julho de 2009 o procedimento foi repetido, e assim por diante. Com este raciocínio, foi possível estimar 26 retornos mensais para a carteira de captação líquida positiva e 26 retornos mensais para a carteira de captação líquida negativa, que serviram de base para o cálculo do Índice de Sharpe. A Tabela 5 resume estes valores.

Tabela 5 - Índice de Sharpe das carteiras estimadas

Variáveis	N	Retono Médio	Volatilidade	Índice de Sharpe
Carteira com CL Negativa	26	0,857	0,446	0,130
Carteira com CL Positiva	26	0,953	0,727	0,211

Fonte: Elaborada pelos autores.

Conforme a Tabela 5 indica, o retorno ajustado ao risco para as estimativas realizadas nos períodos estudados indicam que carteiras formadas com base em fundos com captação líquida negativa apresentaram menor Índice de Sharpe do que aquelas formadas por fundos com captação líquida positiva. Tais constatações estão alinhadas aos resultados já apresentados anteriormente (especialmente aqueles disponíveis na Tabela 3), reforçando-os com base em uma medida que leva em conta a rentabilidade ajustada pelo risco.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho analisou o efeito *Smart Money* nos fundos multimercados, ou seja, a capacidade de investidores aplicarem recursos em fundos de investimentos que, no futuro, vão apresentar performance positiva e superior aos fundos de menor captação líquida. Isso supõe que os investidores tenham habilidades de identificar os melhores fundos de investimento. Para o desenvolvimento deste estudo, selecionou-se, de forma aleatória, uma amostra com 20 fundos multimercados, limitando-se ao período de maio de 2009 a julho de 2011.

Todos os dados foram tratados em planilhas eletrônicas, sendo fundamental o cálculo da captação líquida, a qual exclui a rentabilidade obtida no período, de forma a evidenciar o aumento ou diminuição de ativos dos fundos. Dessa forma, pôde-se prosseguir com a análise estatística, possibilitando identificar se houve o efeito *Smart Money* nos fundos de investimentos multimercados.

Os resultados obtidos mostraram que, dos fundos de investimentos selecionados, a rentabilidade média foi superior nos fundos de maior captação, o que leva a acreditar que os investidores foram capazes de identificar os fundos com melhores desempenhos em períodos subsequentes. Resultados equivalentes foram encontrados quando foram levados em consideração retornos ajustados ao risco, que poderiam ser obtidos por cotistas investindo nos fundos da amostra.

Entretanto, ao analisar individualmente cada ano da amostra, constatou-se que apenas em 2009 ocorreu o efeito *Smart Money*. Nos demais anos, o grupo de fundos de captação líquida positiva não apresentou rentabilidade média estatisticamente diferente do grupo com

captação líquida negativa, e potenciais explicações se relacionam aos períodos de incerteza no mercado e a restrições financeiras indiretamente impostas pelo cenário econômico considerado.

Por fim, este estudo tem a intenção de evidenciar o critério de seleção adotado por investidores ao escolherem fundos multimercados para a aplicação de recursos; logo, é uma contribuição para o desenvolvimento de novas pesquisas nesta área, especialmente, por considerar diferentes períodos, diferentes segmentos de investimento, com diferentes resultados no cenário econômico.

Tem-se o tamanho da amostra como limite, porém a seleção foi de maneira aleatória, e talvez os resultados possam ser generalizados. Nesse contexto, sugerem-se novos estudos com amostras maiores, além de estudos qualitativos com investidores, no propósito de conhecer sua percepção quanto ao efeito *Smart Money*.

REFERÊNCIAS

ANDERSON, D. R., SWEENEY, D. J.; WILLIAMS, T. A. **Estatística Aplicada à Administração e Economia**. 2ª ed. São Paulo: Cengage Learning, 2007.

ARAÚJO, L. **Composição de fundo de fundos multimercado – otimização de carteira pelo método de média – cvar**. 2009. 67 p. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) - Escola de Economia da Fundação Getúlio Vargas (FGV/EESP), São Paulo, 2009.

ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

ASSALI, N. **Análise de desempenho e características de fundos de fundos multigestores do mercado brasileiro no período de setembro/1998 a agosto/2007**. 2008. 145 p. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) - Escola de Economia da Fundação Getúlio Vargas (FGV/EESP), São Paulo, 2008.

AVRAMOV, D.; WERMERS, R. Investing in mutual funds when returns are predictable. **Journal of Financial Economics**, [S.I.], n.81, p. 339-377, 2006.

BANCO DE DADOS ECONOMÁTICA. **Economática**: tools for investment analysis. Número de série: 8900510565. Versão: 2012Mar29. Acesso em 01 de abril de 2012.

BARDELLA, R. **Relação entre desempenho e captação de fundos multimercado no Brasil**. 2009. 40 p. Dissertação (Mestre em Finanças e Economia de Empresas) - Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2009.

CERETTA, P.; COSTA JUNIOR, N. Avaliação e Seleção de Fundos de Investimento: um Enfoque sobre Múltiplos Atributos. **RAC**, [S.I.], v. 5, n. 1, Jan./Abr. 2001.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Cadernos CVM – Fundos de Investimentos. 2005. Disponível em:**
<<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Portals/0/Investidor/Cadernos/Caderno%203.pdf>>. Acesso em: 16 abr. 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM n.º 409, de 18 de agosto de 2004**. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=%5Cinst%5Cinst409consolid.htm>>. Acesso em: 10 abr. 2012.

COSTA, L.; EID JUNIOR, W. O Efeito Smart Money na Indústria Brasileira de Fundos de Ações. In: ENCONTRO DA ANPAD, 30., 2006, Salvador, Bahia. **Anais...** Salvador, 2006.

GIL, A. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GUTERMAN, M.; MENEZES FILHO, N. A Relação Convexa entre Desempenho e Captação de Fundos de Investimento no Brasil. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 10., 2010, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FGV-EAESP, Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2010.

KESWANI, A.; STOLIN, D. Which Money Is Smart? Mutual Fund Buys and Sells of Individual and Institutional Investors. **The Journal of Finance**, [S.I.], v. 63, n. 1, 2008.

MALACRIDA, M.; YAMAMOTO, M.; LIMA, G.; PIMENTEL, R. Gestão Ativa dos Fundos de Investimento: Uma Análise de Desempenho. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA, 7., 2007, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2007.

NEVES, J. Pesquisa Qualitativa – Características, Usos E Possibilidades. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v.1, n. 3, 2. sem./1996.

PEREIRA, D. **Estudo Comparativo de Fundos de Investimento Oferecidos pelos Cinco Maiores Bancos Brasileiros ao Pequeno Investidor**. 2010. 76 p. Monografia (Curso de Graduação em Ciências Administrativas) - Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2010.

RENNEBOOG, L.; HORST, J.; ZHANG, C. The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds. **Journal of Corporate Finance**, [S.I.], n. 14, p. 302-322, 2008.

SILVA, A. **Metodologia da Pesquisa Aplicada à Contabilidade**: orientações de estudos, projetos, artigos, relatórios, monografias, dissertações, teses. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2006. 180p.

SILVA, E.; MENEZES, E. **Metodologia da Pesquisa e Elaboração de Dissertação**. 3ed. Florianópolis: Laboratório de Ensino a Distância da UFSC, 2001.

VARGA, G. Mutual Fund Flow and Past Information: Is the Brazilian Investor Smart? In: ENCONTRO DA ANPAD, 35., 2011, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro, 2011.

VARGA, G.; WENGERT, M. A indústria de fundos de investimentos no Brasil. **Revista de Economia e Administração**, vol. 10, p. 66-109, mar. 2011.

Sâmia Carneiro Fonseca - Rodrigo Fernandes Malaquias

VALOR ON-LINE. **'Hedge Funds' têm pior trimestre desde 2008**. Publicado em 05 de Outubro de 2011a. Disponível em: <www.valor.com.br>. Acesso em 19 de janeiro de 2012.

VALOR ON-LINE. **Patrimônio de 'hedge funds' encolheu US\$ 85 bilhões no terceiro trimestre**. Publicado em 21 de Outubro de 2011b. Disponível em: <www.valor.com.br>. Acesso em 19 de janeiro de 2012.

YOSHINAGA, C.; CASTRO JR., F.; LUCCHESI, E.; ODA, A. Análise de Estilo em Fundos Multimercados com e sem Alavancagem no Brasil. In: ENCONTRO DA ANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro, 2007.