

UNIVERSIDADE FUMEC
FACULDADE DE CIÊNCIAS EMPRESARIAIS – FACE
PROGRAMA DE DOUTORADO E MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO – PDMA

Ricardo Augusto Drubsky Medici

**AS INFLUÊNCIAS DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES E DA EFICIÊNCIA DE
MERCADO NO DESEMPENHO DE FUNDOS DE AÇÕES BRASILEIROS**

Belo Horizonte

2018

Ricardo Augusto Drubsky Medici

**AS INFLUÊNCIAS DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES E DA EFICIÊNCIA DE
MERCADO NO DESEMPENHO DE FUNDOS DE AÇÕES BRASILEIROS**

Dissertação apresentada ao Programa de Doutorado e Mestrado em Administração da Faculdade de Ciências Empresariais da Universidade FUMEC, como parte dos requisitos para obtenção do título acadêmico de Mestre em Administração.

Área de concentração: Gestão Estratégica das Organizações

Linha de Pesquisa: Estratégia e comportamento organizacional

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Teixeira Dias

Belo Horizonte

2018

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

M489i Medici, Ricardo Augusto Drubscky, 1984 -

As influências da assimetria de informações e da eficiência de mercado no desempenho de fundos de ações brasileiros / Ricardo Augusto Drubscky Medici. – Belo Horizonte, 2018.

57 f. : il. ; 29,7 cm

Orientador: Alexandre Teixeira Dias

Dissertação (Mestrado em Administração), Universidade FUMEC, Faculdade de Ciências Empresariais, Belo Horizonte, 2018.

1. Fundos de investimentos - Brasil. 2. Desempenho. 3. Eventos especiais. I. Título. II. Dias, Alexandre Teixeira. III. Universidade FUMEC, Faculdade de Ciências Empresariais.

CDU: 658.15



UNIVERSIDADE
FUMEC

Dissertação intitulada "As influências da assimetria de informações e da eficiência de mercado no desempenho de fundos de ações brasileiros" de autoria de Ricardo Augusto Druhscky Medici, aprovado pela banca examinadora constituída pelos seguintes professores:

Prof. Dr. Alexandre Teixeira Dias – Universidade FUMEC
(Orientador)

Prof. Dr. José Marcos Carvalho de Mesquita – Universidade FUMEC
(Examinador Interno)

Prof. Dr. Marcos Augusto de Castro – UFMG
(Examinador Externo)

Prof. Dr. Cid Gonçalves Filho
Coordenador do Programa de Doutorado e Mestrado em Administração da Universidade FUMEC

Belo Horizonte, 09 de julho de 2018.

RESUMO

Este estudo analisou as influências da assimetria de informações e da eficiência de mercado no desempenho de fundos de investimentos de ações brasileiros. Para isso, foi examinado o desempenho de 697 fundos de investimentos de ações classificados como livres pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) no período compreendido entre 11 a 25 de maio 2017. O período de análise foi marcado por um evento de extrema volatilidade no dia 18 de maio de 2017, causado pelo vazamento de áudios comprometedores envolvendo o então presidente da República e executivos de grandes empresas do setor privado. A partir de dados secundários das cotas dos fundos de investimentos da amostra, foi feito o diagnóstico dos retornos do desempenho dos fundos utilizando a metodologia de estudo de eventos para verificar possíveis anomalias de desempenho causadas pelo uso de informação privilegiada. Os resultados foram relacionados com as teorias da assimetria de informações e da hipótese de eficiência de mercado. Com base nos estudos das variáveis de retornos e tratamento de dados, foi observada a possibilidade da existência de assimetria informacional no período antecedente ao evento e a absorção da notícia nos dias posteriores à divulgação pública do fato relevante, evidenciando eficiência de mercado no período pós-evento. Dessa maneira, os resultados deste trabalho confirmaram as hipóteses de que quanto maior a assimetria de informações, melhor o desempenho dos fundos de ações analisados; e, por outro lado, quanto maior a eficiência de mercado, pior é o desempenho desses fundos.

Palavras-chaves: Eficiência de mercado. Assimetria de informações. Fundos de investimentos. Desempenho. Estudo de eventos.

ABSTRACT

This study analyzed the influence of information asymmetry and market efficiency on the performance of Brazilian stock investment funds. For this, the performance in May 2017 was analyzed of 697 stock investment funds were classified as Livre by the Brazilian Association of Financial and Capital Market Entities (ANBIMA). The period of analysis was marked by an event of extreme volatility in the morning of May 18 caused by the leakage of compromising audios involving the then President of the Republic and executives of large companies of the private sector. From the secondary data of the investment fund quotas of the sample, the analysis of the returns of the funds' performance was done using the Study of Events methodology to verify possible anomalies caused by the use of privileged information and relating to the Asymmetry of Information and Market Efficiency Hypothesis. Based on the analysis of the variables of returns and data treatment, we observed the existence of informational asymmetry in the period prior to the event and the rapid absorption of the news as soon as the public announcement of the relevant fact evidencing the market efficiency in the proposed period. In this way the results of the study confirmed the hypothesis that the greater the asymmetry of information, the better the performance of the analyzed stock funds and, on the other hand, the greater the market efficiency, the worse the performance of these funds.

Keywords: Market Efficiency. Asymmetry of Information. Investment Funds. Performance. Study of Events.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Capitação líquida de fundos de ações em 2017	16
Figura 2 – Cartilha da nova classificação de fundos	16
Figura 3 – Formas de eficiência de mercado	22
Figura 4 – Etapas de um estudo de eventos	30

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Série dos retornos anormais *RAA* dos fundos avaliados **Erro! Indicador não definido.**

Gráfico 2 – Série dos retornos anormais *RAA* dos fundos avaliados 38

LISTA DE TABELAS

- Tabela 1 – Estatísticas descritivas dos retornos anormais *RAA* dos fundos avaliados, na janela de avaliação do evento (T-5; T+5).....36
- Tabela 2 – Testes de hipóteses para os retornos anormais *RAA* dos fundos avaliados, na janela de avaliação do evento (T-5; T+5)..... **Erro! Indicador não definido.**

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
2	REVISÃO DE LITERATURA	15
2.1	Fundos de investimento no Brasil: contextualização	15
2.2	Teoria da assimetria de informações	18
2.3	Teoria da hipótese de mercados eficientes	22
2.4	A relação entre desempenho e assimetria de informações	25
2.5	A relação entre desempenho e eficiência de mercado	27
3	METODOLOGIA DE PESQUISA.....	29
3.1	Abordagem e técnica de pesquisa.....	29
3.3	Unidades de observação	29
3.4	Método: estudo de eventos	30
3.4.1	Operacionalização	30
3.5	Operacionalização da pesquisa	32
3.5.1	Definição do evento e do período em análise	32
3.5.2	Critério de seleção da amostra	33
3.5.3	Retornos normais e anormais	33
3.5.4	Procedimento de estimação e testes estatísticos.....	34
4.1	Limitações de pesquisa.....	42
5	CONCLUSÃO	43
	REFERÊNCIAS	46

1 INTRODUÇÃO

Atualmente no mercado de valores mobiliários, os investidores têm a opção de adquirir diretamente títulos e valores mobiliários ou podem escolher uma gestão profissional, aplicando em fundos de investimento. No caso da compra direta de ações, as corretoras de valores podem oferecer serviços de análises, mas sua utilização eficaz depende da assimilação desses conhecimentos. Para comprar ações, o investidor incorre em custos de corretagem e em taxa de custódia, o que torna os fundos de investimento em ações competitivos.

De acordo com a Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimentos, os fundos de ações devem manter, no mínimo, 67% de seu patrimônio líquido em ações; os 33% restantes poderão ser aplicados em outras modalidades de ativos financeiros. Caso seja previsto em regulamento, o fundo poderá alavancar a carteira pela utilização de instrumentos de derivativos, assumindo o risco de perda superior ao patrimônio líquido. A instrução também abrange a remuneração do administrador e do gestor obtida por meio da taxa de administração e da taxa de performance. Esta última poderá ser estabelecida no regulamento do fundo e cobrada, se a rentabilidade líquida de todas as despesas superar o *benchmark* no período acumulado de seis meses. Os administradores dos fundos de ações têm a função de divulgar diariamente as cotas em jornais e no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Vale destacar que a rentabilidade divulgada deve ser obrigatoriamente líquida das taxas de administração e de performance, se houver.

Os aportes em fundos de investimento requerem análise da eficiência do gestor da carteira na alocação dos recursos para verificar se os custos e riscos atendem às expectativas do investidor. A avaliação de performance cumpre esse papel, mas, sozinha, não é suficiente, pois é no momento da decisão de investir que é necessário identificar quais fundos de investimento têm expectativa de gerar retornos superiores. Trabalhos publicados demonstram que são poucos os fundos que conseguem manter, consistentemente, desempenhos superiores aos seus *benchmarks* em diversas situações, sendo mais comum a persistência de baixo desempenho (CASTRO; MINARDI, 2009).

A estratégia de composição de portfólios de investimentos envolve identificar quais ativos serão investidos e qual o montante de capital que será alocado em cada um deles. A seletividade contempla a expectativa de risco e o retorno de cada ativo, o momento está relacionado a circunstâncias macroeconômicas de setores e à diferentes tendências da Bolsa de

Valores. Já a diversificação compreende a montagem de uma carteira que minimize o risco diversificável, levando em conta a correlação entre os ativos (FILHO; SOUZA, 2015).

A avaliação da performance de um portfólio é uma etapa do processo de investimento e pode ser vista como um mecanismo de *feedback* e controle para tornar esse processo mais confiável. O ato de comparar periodicamente o retorno e o risco incorrido por um gestor em uma estratégia de gestão ativa com um *benchmark* é a forma de mensurar se faz sentido o investidor delegar a atividade de gestão a terceiros. Sharpe (1994) já prescrevia que a atividade de revisar o portfólio consiste em gerenciar a carteira para alienar os ativos que atingiram a expectativa de preço esperada e comprar outros ativos com maior potencial de valorização. Caso o gestor tenha alterada alguma premissa de objetivo de retorno, o portfólio da carteira deve ser ajustado à nova expectativa. A periodicidade de reavaliação depende do progresso das variáveis macroeconômicas, dos custos de transação e da extensão da expectativa de retorno da nova carteira.

Santos *et al.* (2004), em seus estudos, definiram o processo de escolha de um fundo de investimentos em duas etapas. Na primeira, o foco da escolha incide sobre a qualidade da gestão, analisando-se a capacidade do gestor em agregar valor à carteira do fundo de investimento. Já a segunda etapa relaciona-se com a correspondência dos objetivos do investidor com os objetivos da carteira.

O processo de escolha do portfólio de fundos de investimentos dependerá das estratégias dentro da amplitude que a política de investimentos do fundo permite ao gestor. Após analisarem o desempenho mensal dos gestores de fundos de investimentos no Brasil no período entre maio de 2001 e maio de 2006, Fonseca *et al.* (2007) observaram que os fundos de renda variável que apresentaram retornos superiores demonstravam também melhor relação risco-retorno do que outros de mesma categoria.

Segundo Le Sourd (2007), os investidores desejam saber se os gestores têm obtido sucesso em alcançar seus objetivos, ou seja, se o retorno do fundo foi suficientemente alto para remunerar o risco incorrido, como está o desempenho do fundo em comparação a seus pares e se o resultado da gestão da carteira foi obtido por sorte ou pela real habilidade que pode ser identificada e repetida no futuro. Isso levou à busca de métodos que pudessem proporcionar aos investidores informação que correspondesse às suas expectativas, o que explicaria o aumento da quantidade de pesquisas acadêmicas dedicadas à gestão de desempenho.

Na busca de entender os fatores que influenciaram o desempenho de gestores de fundos, Bessa e Funchal (2012) avaliaram o desempenho dos fundos de ações brasileiros em relação ao valor das cotas, patrimônio líquido e idade do fundo. Numa amostra de 1.123 fundos do período

de 2005 a 2010, identificou-se uma relação negativa entre o retorno do fundo e seu patrimônio líquido. Por outro lado, percebeu-se uma relação positiva com o fluxo de recursos aportados no fundo e sua idade.

Filgueira (2014) observou que o primeiro fundo de investimento surgiu no Brasil em 1957, mas foi a partir de 1995 que o mercado passou a ser regulado de maneira mais profunda. De acordo com o autor, desde a implantação do Plano Real, os fundos de investimento desempenharam papel fundamental para estabilizar a economia: absorvendo as dívidas públicas e contribuindo para o alongamento das aplicações financeiras. Dessa maneira, as normatizações da função dos gestores de fundos de investimentos foram mais regulamentadas e seus desempenhos acompanhados mais de perto com uma série de regras, inclusive de divulgação de resultados.

Castro e Minardi (2009) desenvolveram um estudo de comparação entre os desempenhos de fundos brasileiros classificados como ativos e passivos no período compreendido de 1996 a 2006. Essa pesquisa revelou que a atuação ativa não apresenta, necessariamente, resultado líquido superior à passiva. Sob essa perspectiva, entende-se que as buscas por ineficiências de mercado não trouxeram os retornos esperados no mercado brasileiro no período.

Já Rochman e Eid Jr. (2006), após compararem 699 fundos abertos brasileiros durante o período de 2001 a 2006, encontraram resultados divergentes dos de Castro e Minardi (2009). Eles perceberam que a gestão ativa de fundos de ações e multimercados agregou valor ao investidor, já que os gestores conseguiram trazer retorno acima do *benchmark* proposto.

Malacrida *et al.* (2007), após analisarem o desempenho de 66 fundos de gestão ativa no período de 1999 e 2006, constataram que as performances podem ser bem diferentes de fundo para fundo no curto e longo prazo, mas que quase 40% dos fundos estudados apresentaram desempenho consistente no período, indicando que a gestão ativa pode ter sido vantajosa para tais fundos.

Varga (2001) enfatizou a importância da inclusão do risco à avaliação de performance de fundos de investimentos. De acordo com o autor, se o retorno esperado de um fundo de investimento é tanto maior quanto maior seu risco, então a inclusão de medida de risco na avaliação permite melhor verificação de quanto do retorno proporcionado por um gestor veio do risco assumido e de quanto veio de seu talento ou sorte. Dessa maneira, pode-se perceber a real contribuição do gestor para o retorno do fundo em análise. Complementarmente, Santos *et al.* (2004) destacaram a importância da utilização de modelos para a avaliação da performance de investimentos que consideram a relação risco-retorno esperado. Essa relação foi formalizada

estatisticamente nos trabalhos de Treynor (1965), Sharpe (1966), Jensen (1968) e Modigliani e Modigliani (1997).

Sendo assim, dentre as estatísticas de avaliação de performances mais conhecidas e que foram utilizadas no presente estudos estão: Índice de Sharpe (IS), Índice de Treynor (IT), Índice de Jensen (IJ) e Índice de Modigliani e Modigliani (IMM).

Os índices desenvolvidos por Treynor (1965) e Jensen (1968) avaliam a performance de investimentos levando em consideração o desempenho da carteira do investimento em relação ao desempenho do mercado. Por outro lado, o Índice de Sharpe busca avaliar a performance do investimento levando em consideração apenas o comportamento da carteira, enquanto o Índice de Modigliani e Modigliani faz a comparação entre o desempenho da carteira sob análise e a carteira de mercado (SANTOS *et al.*, 2004). Para Varga (2001), os indicadores citados acima podem ser utilizados tanto por profissionais da área quanto por todo o tipo de investidor, por ser uma ferramenta disponível para o auxílio de tomada de decisão no investimento de recursos. Ele ressalta, porém, que o uso desses indicadores depende da mensuração correta de suas premissas e do objetivo da aplicação que se pretende.

Os resultados dos desempenhos de fundos de investimentos em ações brasileiros foram analisados sob o ponto de vista da correlação com as teorias da assimetria de informações e da hipótese dos mercados eficientes.

A Hipótese dos Mercados Eficientes (HME), de Fama (1970, 1991), prevê que uma informação privada pode proporcionar uma vantagem competitiva ao seu portador na negociação das ações de uma empresa e, por isso, pode trazer uma vantagem ao gestor que detém essa informação e utiliza-se disso para alocação no seu portfólio de investimentos. Campbell, Lo e Mackinlay (1997) observam que qualquer teste de eficiência de mercado assume um modelo de equilíbrio que define o retorno dos títulos nele negociados. Caso a eficiência seja rejeitada, pode ser resultado de um mercado realmente não eficiente, ou de que o modelo de equilíbrio assumido esteja incorreto.

Pretende-se, com este trabalho, portanto, gerar conhecimento acadêmico que valide ou contraponha as teorias mencionadas a partir da análise de eventos empíricos de desempenhos de fundos de investimentos em ações brasileiros.

O estudo em questão pretende responder ao seguinte problema de pesquisa: *Quais as influências da assimetria de informações e da eficiência de mercado no desempenho de fundos de ações brasileiros?*

Portanto, o objetivo geral deste trabalho é identificar e analisar as influências da assimetria de informações e da eficiência de mercado no desempenho de fundos de ações

brasileiros. Como objetivos específicos, espera-se com esta análise: mensurar a influência da assimetria de informações no desempenho de fundos de ações brasileiros; mensurar a influência da eficiência de mercado no desempenho de fundos de ações brasileiros; comparar os resultados obtidos com os resultados de estudos anteriores.

Esta pesquisa justifica-se pelo fato de a indústria de fundos de investimentos se expandir de forma muito robusta no mercado brasileiro, gerando uma oferta de milhares de fundos de investimentos aos investidores. No Brasil, inicia-se no ano de 1957, porém sua regulação passou a ter mais transparência e segurança aos investidores a partir da criação do Sistema Financeiro Nacional – SFN (OLIVEIRA FILHO, 2008) e da ordenação do mercado através da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Na sequência, houve a criação da Lei nº 4.728, de 1965, da Lei nº 6.385, de 1976, e da Instrução CVM nº 409, de 2004, que recentemente foi alterada para Instrução CVM nº 509.

Outro importante órgão na supervisão direta e indireta é a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), que tem como objetivo fortalecer os segmentos de fundos e apoiar a evolução do mercado de capitais no Brasil.

Alguns estudos sobre a relação da eficiência de mercado e a assimetria de informações com o desempenho de gestores de capital foram realizados. Porém, geralmente, eles tendem a trazer uma discussão mais voltada sobre a capacidade ou não do gestor de conseguir um excedente de retorno na gestão ativa do portfólio de investimentos em comparação com o mercado.

Para Dye e Groth (2000), a assimetria informacional entre gestores e investidores é a condição necessária para gerenciar os resultados e o desempenho.

Camargos (2002) traz à tona um estudo de eventos sobre a eficiência da informação dentro da janela temporal de anúncios de fusões e aquisições. Ele analisou, portanto, o impacto da divulgação de eventos e informações significativa que se torna pública considerando o paradigma semiforte da hipótese da eficiência de mercado. Nos casos empíricos estudados pelo autor não foi atestado o grau de eficiência semiforte no mercado de capitais brasileiro, ou seja, é um mercado que apresenta ineficiência informacional e, dessa maneira, há espaço para o uso de informações privilegiadas.

De acordo Duarte e Young (2009), dentro da teoria da assimetria de informações, quanto maior for a assimetria de informação, maior é o risco inerente a essa ação e, dessa forma, maior seu retorno esperado. Eles chegaram a essa conclusão ao entenderem que a liquidez de uma ação está diretamente correlacionada às informações disponíveis, ou seja, quanto mais

informações existirem, menor é o risco de informação da ação. Portanto, as medidas de liquidez e de assimetria de informação podem ser correlacionadas.

Zulian, Kimura e Basso (2012) fizeram um estudo investigativo sobre o efeito manada e a teoria de eficiência de mercado observando o desempenho dos 100 maiores fundos de ações no mercado brasileiro no período de setembro de 2004 a julho de 2008. Os resultados sugeriram que o viés do efeito manada é bastante significativo até mesmo para investidores institucionais. Eles observaram que um movimento de efeito manada de grandes fundos distorce, durante um período específico, a hipótese de eficiência forte de mercado, já que vários outros fatores por vezes corroboram a intenção de se participar desse movimento com o objetivo de não se assumir um risco diferente do que o mercado assumiu, ou seja, as distorções de preços de mercado podem ter fatores estratégicos além da própria precificação das informações simétricas divulgadas.

O estudo proposto visa identificar e analisar as influências da assimetria de informações e eficiência de mercado no desempenho de fundos de investimentos de ações brasileiros. A partir de dados secundários de evolução das cotas dos fundos, objetiva-se entender a influência entre as teorias de hipóteses de eficiência de mercado e da assimetria de informações, observando uma janela temporal que envolve um momento específico de *stress* de mercado para justificar resultados de fundos de ações brasileiros.

A possível contribuição inédita que este trabalho traz é em relação ao período proposto da análise. Não se encontrou, nas revisões bibliográficas, nenhum estudo de eventos concernente a um período tão recente como o de 18 maio de 2017 – último episódio em que a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) acionou o instrumento de *Circuit Breaker* por oscilar negativamente 10% durante o pregão. Dessa maneira, é uma oportunidade para validar teorias clássicas sob a ótica de um estudo de eventos situacional bastante contemporâneo, já que a última vez que foi observado tal variação negativa durante um dia foi em 2008.

Esta dissertação pretende trazer contribuições ao mundo acadêmico, uma vez que gera conhecimentos aprofundados das teorias sobre eficiência de mercado, de Fama (1970), e a teoria de assimetria de informações, de Easley (1996) e Easley, Hvidkjaer e O'Hara (2002), à medida que se pretende correlacionar a teoria com o estudo da observação empírica.

Os assuntos abordados possuem estreita ligação com outros campos de conhecimentos, como finanças, economia e estratégias financeiras, aumentando assim a relevância do tema a ser estudado.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Neste capítulo são desenvolvidos referencial teórico, termos, conceitos, bem como hipóteses que fundamentam a pesquisa, incluindo teorias e fatores determinantes no desempenho de fundos de investimentos de ações brasileiros considerando a correlação com a teoria da assimetria de informações e a teoria de mercados eficientes.

2.1 Fundos de investimento no Brasil: contextualização

O mercado brasileiro de investimentos ainda pode ser considerado um setor em desenvolvimento quando comparado a mercados mais desenvolvidos e abertos como o europeu e o norte-americano. A carência de informação e de educação financeira desde o ciclo básico gera a falta de visão dos poupadores em se planejarem para o futuro após deixarem de ser ativos. A cultura de se investir em produtos bancários ainda é forte quanto a investimentos; a busca por outros intermediários, como corretoras de valores mobiliários, é pequena, agravando a dificuldade das pessoas de escolherem melhores produtos, optando, na maioria das vezes, por investimentos como poupança e renda fixa nas redes bancárias (ÁVILA, 2016).

Aqueles que decidem aplicar de forma diferenciada dos demais podem fazer via plataformas abertas de produtos de investimentos fomentadas pelas corretoras de valores mobiliários. Se desejarem aprofundar seus conhecimentos em finanças para tomar as melhores decisões, podem utilizar os serviços de agentes autônomos de investimentos, ou empregando em fundos de investimentos nos quais a responsabilidade da gestão de seus recursos é delegada para um profissional capacitado (MENDONÇA JÚNIOR; CAMPANI e LEAL, 2017).

Para Giacomoni (2010), os investidores tendem a preferir aplicações que no passado próximo apresentaram bons retornos, sendo este o método de seleção que prevalece entre os investidores comuns. Um histórico de bons rendimentos se traduz em uma superioridade de gestão por parte do gestor, e por isso se espera manter resultados semelhantes num futuro próximo. Prevalece a ideia de que fundos que apresentam um histórico de resultados superiores tendem a manter bons resultados ao longo do tempo.

Apesar das dificuldades de se escolher um fundo de investimentos dentro os milhares disponíveis no mercado, o crescimento do número de aplicadores que procuram essa modalidade de investimento vem aumentando. Eles buscam auxílio, muitas vezes, para participarem do mercado de ações, tentando competir com investidores mais experientes, utilizando a sabedoria dos gestores dos fundos (CASACCIA *et al.*, 2011).

Foi registrada pela ANBIMA, no primeiro trimestre de 2017, a captação líquida recorde nessa indústria de R\$ 196,1 bilhões em 12 meses (ANBIMA, 2017).

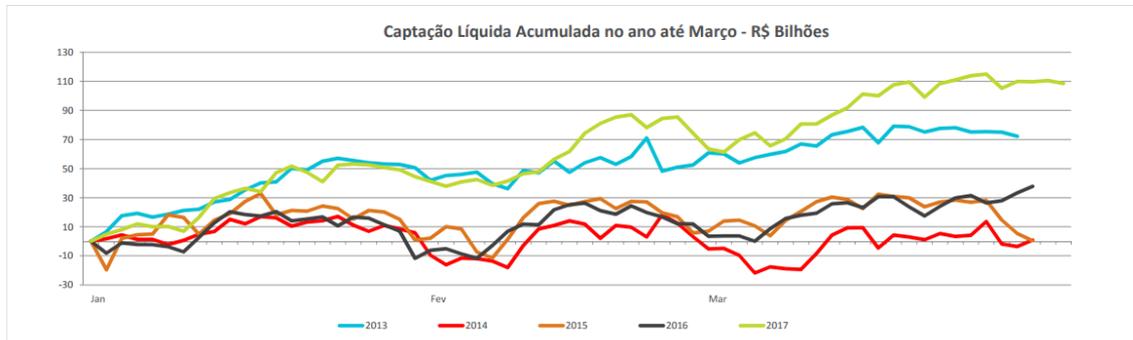


Figura 1 – Captação líquida de fundos de ações em 2017

Fonte: ANBIMA, 2017.

Com a sofisticação da indústria de fundos de investimento e com a criação de inúmeros produtos nos últimos anos, a ANBIMA categorizou os fundos de forma a melhorar o acesso à informação aos investidores. Na nova Classificação de Fundos ANBIMA, os investimentos estão divididos em três níveis: Classe de Ativos, Riscos e Estratégia de Investimentos.



Figura 2 – Cartilha da nova classificação de fundos

Fonte: ANBIMA, 2018.

As classificações para os fundos de ações ficaram da seguinte forma:

- Primeiro nível (Classe de Ativos): fundos de ações que possuem, no mínimo, 67% da carteira em ações à vista, bônus ou recibos de subscrição, certificados de depósito de ações, cotas de fundos de ações, cotas dos fundos de índice de ações e Brazilian Depositary Receipts, classificados como nível I, II e III. O *hedge* cambial da parcela de ativos no exterior é facultativo ao gestor;

- Segundo nível (Riscos): neste nível os fundos são classificados conforme o tipo de gestão (indexada ou ativa), específicos para fundos com características diferenciadas ou investimento no exterior.
- Indexados: fundos que têm como objetivo replicar as variações de indicadores de referência do mercado de renda variável. Os recursos remanescentes em caixa devem estar investidos em cotas de fundos de renda fixa – duração baixa –, grau de investimento ou em ativos permitidos a esses, desde que preservadas as regras que determinam a composição da carteira do tipo ANBIMA;
- Ativos: fundos que têm como objetivo superar um índice de referência ou que não fazem referência a nenhum índice. A seleção dos ativos para compor a carteira deve ser suportada por um processo de investimento que busca atingir os objetivos e executar a política de investimentos definida para o fundo. Os recursos remanescentes em caixa devem estar investidos em cotas de fundos de renda fixa – duração baixa –, grau de investimento ou em ativos permitidos a esses, desde que preservadas as regras que determinam a composição da carteira do tipo ANBIMA, exceção feita aos fundos classificados como livres;
- Específicos: fundos que adotam estratégias de investimento ou possuam características específicas, tais como condomínio fechado, não regulamentados pela Instrução CVM nº 555, fundos que investem apenas em ações de uma única empresa ou outros que venham a surgir;
- Investimento no exterior: fundos que investem em ativos financeiros no exterior em parcela superior a 40% do patrimônio líquido. Esses fundos seguem o disposto no artigo 101 da Instrução CVM nº 555;
- Terceiro nível (Estratégias de Investimentos): os fundos são classificados conforme a estratégia;
- Valor/crescimento: fundos que buscam retorno por meio da seleção de empresas cujo valor das ações negociadas esteja abaixo do “preço justo” estimado (estratégia valor) e/ou aquelas com histórico e/ou perspectiva de continuar com forte crescimento de lucros, receitas e fluxos de caixa em relação ao mercado (estratégia de crescimento);
- Setoriais: fundos que investem em empresas pertencentes a um mesmo setor ou conjunto de setores afins da economia. Esses fundos devem explicitar em suas

políticas de investimento os critérios utilizados para definição dos setores, subsetores ou segmentos elegíveis para aplicação;

- Dividendos: fundos que investem em ações de empresas com histórico de *dividend yield* (renda gerada por dividendos) consistente ou que, na visão do gestor, apresentem essas perspectivas;
- *small caps*: fundos cuja carteira é composta por, no mínimo, 85% em ações de empresas que não estejam incluídas entre as 25 maiores participações do Índice Brasil (IBrX), ou seja, ações de empresas com relativamente baixa capitalização de mercado. Os 15% remanescentes podem ser investidos em ações de maior liquidez ou capitalização de mercado, desde que não estejam incluídas entre as 10 maiores participações do IBrX;
- Sustentabilidade/governança: fundos que investem em empresas que apresentam bons níveis de governança corporativa, ou que se destacam em responsabilidade social e sustentabilidade empresarial no longo prazo, conforme critérios estabelecidos por entidades amplamente reconhecidas pelo mercado ou supervisionados por conselho não vinculado à gestão do fundo. Esses fundos devem explicitar em suas políticas de investimento os critérios utilizados para definição das ações elegíveis;
- Índice ativo (*indexed enhanced*): fundos que têm como objetivo superar o índice de referência do mercado acionário. Esses fundos se utilizam de deslocamentos táticos em relação à carteira de referência para atingir seu objetivo;
- Livre: fundos sem o compromisso de concentração em uma estratégia específica. A parcela em caixa pode ser investida em quaisquer ativos, desde que especificados em regulamento.

2.2 Teoria da assimetria de informações

Informação assimétrica é um fenômeno que ocorre quando dois ou mais agentes econômicos estabelecem entre si uma transação econômica com uma das partes envolvidas detendo informações qualitativa e/ou quantitativamente superiores aos da outra parte.

Stigler (1961) já pregava que os fenômenos e os eventos em finanças tornaram-se mais desafiantes e complexos de acordo com a interligação dos mercados mundiais, tornando mais relevante a alocação de um recurso no contexto organizacional, até então pouco evidenciado

nos estudos da área: a informação. A partir da década de 1960 a informação torna-se um recurso valioso gerador de conhecimento e poder. Arrow (1974) destaca que, apesar da possibilidade de se transmitir a informação, a sua posse é individual e não pode ser alienada. Por isso, caracteriza-se por um custo de capital tipicamente representado por um investimento irreversível.

De acordo com Akerlof (1970), a informação assimétrica impede a alocação eficiente dos bens/serviços/recursos, podendo até inviabilizar as negociações de determinado mercado. Conforme o autor, em mercados com assimetria informacional, é difícil ou dispendioso para todos os participantes identificarem a qualidade da informação prestada antes de efetivar a negociação, o que abre espaço para o surgimento de problemas como risco moral e de seleção adversa.

Embora se saiba que a divulgação corporativa traz benefícios, como maior liquidez de mercado dos títulos negociados e menor custo de capital (WELKER, 1995), nem sempre os gestores estão dispostos a aumentar o nível de divulgação contábil. Tal conceito de assimetria informacional corrobora o que Lambert, Leuz e Verrecchia (2011) definem como assimetria de informações: conjunto de investidores que não têm acesso a informações que estão disponíveis a outros participantes. A utilização de tais informações para compra e venda de ações no mercado financeiro é denominada *insider trading*.

Segundo Dye e Groth (2000), o gestor tem vantagem informacional sobre os acionistas, porque ele tem mais facilidade para observar diretamente o desempenho das empresas e para identificar as perspectivas futuras de negócios. Scott (2012) observa, portanto, que essa assimetria de informações proporciona condições ideais para a transmissão de informações seletivas e distorcidas – risco moral. Assim, uma maior assimetria informacional permite que os gestores usem esse critério com a finalidade de gerenciar os resultados contábeis.

A teoria econômica, de modo geral, assume que os agentes econômicos detêm todas as informações sobre as características dos bens e serviços que são adquiridos, porém, frequentemente, os mercados são marcados pela presença de assimetria de informações. Dessa maneira, é impossível a um indivíduo determinar a qualidade de um bem antes de adquiri-lo. O Brasil possui um mercado de capitais com fatores que tornam possíveis as ocorrências de negociações baseadas em informação privada. Para Vieira e Mendes (2006) e Duarte e Young (2009), o mercado brasileiro apresenta: pouca participação de empresas de outros países, concentração do capital das empresas em poder de poucos investidores, pequeno volume de ativos negociados e perfil dos investidores com visão de curto prazo.

A assimetria de informações passou a ser objeto de estudo de modelos que buscavam sua identificação e mensuração, como o modelo de Easley *et al.* (1996), em que se destaca que a existência de assimetria de informações no mercado de capitais pode criar um novo tipo de risco sistemático – o risco de informação. Esse tipo de risco é precificado pelo mercado, sendo refletido no retorno das ações. Para Verrecchia (2001), em ambientes altamente assimétricos, investidores menos informados reduzem a incerteza, diminuindo o preço de compra e/ou elevando o preço de venda dos títulos transacionados.

Posteriormente, os modelos foram aperfeiçoados por Easley, Hvidkjaer e O'Hara (2002) passando a se estimar a probabilidade de negociação com informação privilegiada – *probability of informed trading* (PIN) –, existente nas transações com uma ação por meio de seus volumes de negociação durante o dia.

Atividades de relacionamento com investidores são capazes de afetar a assimetria de informações, alterando o comportamento dos investidores desinformados (CHANG *et al.*, 2008). Duarte e Young (2009) observam que os mercados de países emergentes tendem a apresentar maior assimetria de informações e que o retorno aumenta quando esta aumenta. A facilitação do acesso às informações da empresa diminui o risco de negociações com informações privadas, atraindo investidores e elevando a quantidade de ações negociadas (BROWN; HILLEGEIST, 2007).

Sob o ponto de vista de estrutura de capital corporativo, Myers e Majluf (1984) observam que a empresa optará pelo uso de dívida, em lugar de emitir ações, quando seu fluxo de caixa interno não for suficiente para financiar seus dispêndios de capital. A emissão de novas dívidas tende a sinalizar informação positiva sobre a empresa, como oportunidades de crescimento e capacidade de financiamento, além de reduzir a vantagem informacional de *insider information*, já que credores exigem um maior número de informações, o que os tornam menos propensos a erros no processo de avaliação das empresas.

Healy e Palepu (2001) argumentam que a demanda por transparência (*disclosure*) deriva da assimetria informacional e dos conflitos de agência entre gestores e investidores. Evidências empíricas confirmam a relação negativa entre transparência (*disclosure*) e assimetria informacional causada pela redução na probabilidade de investidores buscarem e negociarem informações privadas quando a qualidade das informações públicas aumenta (BROWN; HILLEGEIST, 2007).

Para Brown, Finn e Hillegeist (2001), a assimetria informacional surge quando a administração da companhia possui informações relevantes que ainda não foram divulgadas ao mercado em geral, mas podem ser obtidas de forma privilegiada por alguns acionistas ou

investidores. A resposta a esse tipo de assimetria vem com a governança corporativa, por meio da promoção da equidade e da transparência das informações.

Resultados de pesquisas empíricas comprovam que a redução na assimetria de informações tem um forte papel quantitativo na determinação da maturidade da dívida. Essas empresas teriam a oportunidade de captar recursos por meio da emissão de ações no mercado de capitais, devido à baixa probabilidade de ocorrência dos problemas derivados da assimetria de informações. Os gestores de fundos de investimentos utilizam de tais análises para auxiliá-los à tomada de decisão na escolha das empresas que comporão seu portfólio de ativos.

Antunes e Procianny (2003) citam que os gestores, na condição de *insiders*, possuem acesso exclusivo às informações sobre as expectativas dos fluxos de caixa futuro das empresas antes que os investidores no mercado.

Martins, Paulo e Albuquerque (2013) perceberam em seus estudos que o mercado acionário brasileiro é mais arriscado do que os mercados de países desenvolvidos, e que os países emergentes são campos férteis para transações acionadas por agentes com informações privilegiadas (DUARTE; YOUNG, 2009). Dessa maneira, diversos pesquisadores, como Barbedo, Silva e Leal (2009) e Martins, Paulo e Albuquerque (2013), se propuseram a estudar a assimetria informacional no mercado nacional, tanto por meio da PIN quanto por modelos alternativos. As evidências empíricas de tais pesquisas convergiram para o mesmo resultado: há alta probabilidade da prática de *insider trading* estar presente no mercado acionário brasileiro (ALBANEZ; VALLE, 2009).

Probability of insider trading (PIN), liquidez em bolsa e volatilidade dos títulos têm sido utilizadas em pesquisas para estimar a assimetria de informações. Para Girão, Machado e Callado (2013), existem evidências que sugerem o *spread* entre compradores e vendedores como a medida de assimetria de informações mais utilizada em pesquisas acadêmicas refletindo a incerteza sobre o valor do ativo; e quanto maior essa incerteza, maior a assimetria de informações entre as partes de uma negociação, portanto, o *spread* é uma *proxy* adequada para assimetria de informações.

Em sua pesquisa para investigar indícios de correlação da atividade de departamentos de relações com investidores e da diminuição da assimetria informacional entre empresa e mercado, Rodrigues e Galdi (2017) constatam que os *websites* de relacionamento com investidores mais informativos são capazes de diminuir o *spread* das empresas brasileiras cotadas em bolsas de valores.

O estudo de Kudlawicz-Franco, Bach e Silva (2016), que objetivaram analisar a influência da assimetria de informações no desempenho financeiro das empresas de capital

aberto listadas na Bovespa, obteve resultados que permitiram inferir que a assimetria de informações, representada por variáveis *proxies*, influencia no desempenho das empresas, tanto de forma positiva como negativa. Na análise de uma amostra composta por 158 empresas listadas na Bovespa, percebeu-se que o *retorno on equity* (ROE) foi influenciado pela assimetria de informações devido à execução de boas práticas de governança, indicando que, se as empresas tornam sua governança corporativa mais transparente, o desempenho do ROE aumenta.

2.3 Teoria da hipótese de mercados eficientes

No mundo das finanças, a hipótese de mercado eficiente entende que mercados financeiros são eficientes em relação à informação repassada. Num ambiente com a hipótese forte, é esperado que os preços se ajustassem instantaneamente até mesmo a informações privilegiadas.

Fama (1970), em seus estudos, observou que os preços refletem plenamente toda a informação disponível – chamou-se esse evento de eficiência de mercado. Ele considerou que, devido a isso, as informações simétricas ou não seriam incorporadas aos preços no mercado, eliminando a possibilidade de operações lucrativas. Suas afirmações quanto à eficiência de mercado foram sendo desafiadas tanto teoricamente quanto empiricamente ao longo do tempo.

A Figura 3 é uma síntese dos diferentes tipos de mercado quanto suas formas: fraca, semiforte e forte.

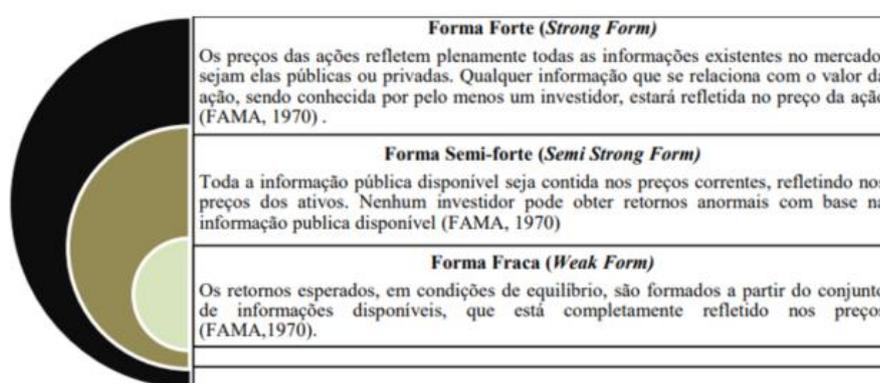


Figura 3 – Formas de eficiência de mercado

Fonte: FAMA, 1970.

Para Fama (1970), na forma fraca de eficiência de mercado, os preços dos títulos refletem toda a informação contida no registro dos preços passados, ou seja, exclui-se a possibilidade da existência de estratégias de negociação fundamentadas em informações

passadas para promover ganhos ou retornos que excedam os de equilíbrio. Dessa maneira, considera-se que informações contidas nos preços passados não são úteis para a obtenção de retornos extraordinários. Corroborando essa premissa, Ross, Westerfield e Jaffe (1995) consideram a eficiência na forma fraca a menos exigente de eficiência de um mercado financeiro, pois o dado histórico sobre preços é a espécie mais fácil de informação que se pode adquirir a respeito de uma ação por parte dos gestores. Para eles, se fosse possível para os gestores obterem lucros relevantes com a simples verificação de padrões de comportamento nas séries de preços de ações, todos o fariam, e qualquer lucro logo desapareceria.

Já na forma semiforte de eficiência de mercado, Fama (1970) afirma que os preços refletem não só o seu comportamento passado, como também o restante das informações (notícias específicas como a distribuição de lucros, dividendos e outros eventos corporativos). Desse modo, nenhum gestor pode obter retornos anormais baseados em dados publicamente disponíveis, visto que os preços se ajustam rapidamente à divulgação de novas informações. Damodaran (2002) complementa a premissa da forma semiforte de eficiência de mercado, pontuando que as possíveis reações do mercado diante de novas informações são: imediata confirmação da hipótese de eficiência semiforte, lentos retornos adicionais aos gestores após a divulgação e exagerada reação instantânea com o ajustamento posterior.

Em relação à forma forte de eficiência, Fama (1970) aceita que os preços refletem as informações públicas e privadas que podem ser obtidas e também as privilegiadas, ou seja, haveria total simetria de informações, tanto entre empresas e investidores quanto entre os próprios investidores, não existindo nenhuma possibilidade de ganho adicional em relação ao mercado por parte dos gestores. Nem mesmo um *insider*, de posse de dados privados, obteria excesso de retorno.

“Não existe outra proposição em economia que tenha suporte em evidências empíricas mais sólidas que a hipótese de mercados eficientes” (JENSEN, 1978, p. 95). Com essa afirmação, o autor quis argumentar que a aleatoriedade dos preços é consequência da atuação contínua de grandes grupos de investidores buscando aumentar sua riqueza. A partir das pesquisas de Jensen, passou-se a dar mais foco aos estudos de comportamento dos preços no mercado de capitais, e muitos outros autores começaram a investigar mais fundo a correlação entre velocidade de apreçamento de ativos com a forma e acesso a informações por diferentes participantes de mercado.

De acordo com Alcântara (1980), a teoria de mercado eficiente se apresenta com três premissas básicas: todo investidor tem as mesmas informações e as análises da mesma forma, não há custos de transação e todos os investidores podem aplicar e tomar emprestado à taxa de

títulos de risco zero e, por fim, adota-se que os impostos não afetam a política de investimentos. Dessa maneira, ele adota como verdade que todos concordam a respeito do futuro do apereçamento do ativo.

De acordo com Brealey e Myers (1995), se os mercados forem eficientes, a compra ou a venda de qualquer título ao preço à vista no mercado nunca será uma transação com um valor atual líquido positivo, ou seja, não há geração de valor. Se, por hipótese, a venda de um título proporcionar um valor atual líquido positivo ao vendedor, terá que proporcionar necessariamente um valor atual líquido negativo ao comprador. Isso se deve, pois, Brealey e Myers (1995) partem do pressuposto de que o preço do título é um indicador que o mercado faz do produto, refletindo assim as informações disponíveis no mercado num determinado momento.

Para Jegadeesh e Kim (2006), se o mercado é perfeitamente eficiente, a presença dos analistas no mercado de capitais não causa nenhum efeito nos preços dos ativos. Se a recomendação de investimento publicada por esse especialista não impactar o preço do respectivo ativo, o analista não pode ser visto como agente relevante pelo investidor, possibilitando a interpretação de que os analistas de investimento não aumentam a eficiência de mercado.

Mussa *et al.* (2007) publicaram um trabalho com o objetivo de mostrar a evolução dos estudos e testes da hipótese de eficiência de mercado, abordando o surgimento das finanças comportamentais. Na análise das várias vertentes de estudos, eles constataram que, de um lado, existem os defensores da ideia das finanças modernas e que as anomalias tratam-se apenas de pequenos ajustes nos modelos teóricos. Por outro lado, existem vertentes que reconhecem a necessidade de aproximação da teoria à prática dos mercados financeiros, dando força para que as finanças comportamentais ganhem status de uma linha de pesquisa paralela e legítima.

Damodaran (2002) valida os estudos que defendem a hipótese de mercado eficiente. Em relação à forma semiforte, ele entende que o mercado pode se comportar de três maneiras diferentes quando da divulgação de uma informação relevante. O mercado pode reagir à divulgação de modo justo e instantâneo, confirmando a hipótese de eficiência semiforte. Por outro lado, pode-se verificar uma reação mais gradual após a divulgação e, assim, segue-se um aumento gradual nos preços, permitindo que os investidores realizem operações de arbitragem até o ajuste final. A terceira possibilidade seriam os preços reagirem no mercado, mas de maneira inadequada, havendo a correção apenas nos dias subsequentes à divulgação da notícia.

O trabalho investigativo de Sun, Carrete e Tavares (2017) estudou eventos para perceber as relações entre comportamentos anormais de ações em distintos períodos de curto prazo após

publicações de relatórios de recomendações de analistas *sell-sides* emitidas relacionando com a teoria de eficiência de mercado. A amostra contemplou todas as empresas que compunham o Índice Bovespa (Ibovespa) no período de janeiro a dezembro de 2014. Os resultados foram consistentes com a hipótese de que o retorno anormal é positivo para cada um dos prazos da data do evento (1 dia a 3 meses), a partir da emissão de recomendação de compra e forte compra, ou seja, os resultados obtidos sinalizam favoravelmente à relevância dos analistas de investimento para o aumento da eficiência do mercado brasileiro.

Jiang (2017) evidencia, a partir da análise empírica de amostra de ações, que as que apresentam melhor provisão de liquidez, negociação mais frequente, maior volatilidade de retorno, preços mais elevados e maiores capitalizações de mercado trazem maiores níveis de eficiência do mercado. Ele percebe também que a eficiência de mercado também varia com o ambiente de informação, como a formação de negociação dos trades.

2.4 A relação entre desempenho e assimetria de informações

De acordo com Akerlof (1970), assimetria de informações ocorre quando alguns agentes econômicos possuem mais informações do que outros. Conseqüentemente, os investidores desinformados negociam com investidores informados, gerando problemas de seleção adversa. Akerlof ainda completa que a informação assimétrica impede a alocação eficiente dos recursos, podendo até inviabilizar as negociações de determinado mercado. Ele ainda observa que, em mercados com assimetria informacional, é difícil e dispendioso para todos os participantes identificarem a qualidade da informação prestada antes de efetivar a negociação, abrindo espaço para o surgimento de problemas como risco moral e de seleção adversa.

Breeden e Viswanathan (1998) entendem que mecanismos de *hedging* (proteção) via o uso de derivativos são variáveis relacionadas à geração de assimetria informacional. O estudo deles indicou que a presença de mecanismos de *hedging* sinaliza a preocupação dos gestores com a volatilidade dos preços e com o gerenciamento do risco corporativo, concluindo que o uso de derivativos reduz a geração de assimetria informacional.

A expansão do uso da internet permitiu a democratização do acesso a informações corporativas úteis ao mercado, ampliando a atividade por meio de ferramentas interativas de comunicação e ajudando o investidor a aprimorar as percepções das empresas investidas e minimizar o desacordo sobre informações e políticas internas (BROWN; HELLEGEIST, 2007).

Marston (1996) definiu a relação com investidores como a ligação entre as empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores e os agentes que integram a comunidade financeira, fornecendo dados que ajudem a avaliar a empresa de forma justa, corrigindo as distorções de assimetria de informações no mercado. Posteriormente, Brennan e Tamarowski (2000) concluíram que atividades de relacionamento com investidores aumentam o número de analistas que cobrem uma empresa, elevando a percepção e concordância das previsões. Foi revelado também que o número de analistas está associado à maior liquidez das ações negociadas, à redução no custo de capital dos acionistas e ao aumento no preço das ações, diminuindo a informação assimétrica e levando a menores custos de transação e aumentos no volume de negócios.

Agarwal e O'Hara (2007) constataram que aumentos na assimetria de informação são associados à redução na liquidez das ações de uma empresa, e por isso sugerem que a liquidez de ações e a assimetria de informações podem ser correlacionadas negativamente. Garay *et al.* (2013) encontraram forte correlação positiva entre o nível de divulgação corporativa, em *websites* de empresas cotadas na Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru, e o valor da empresa.

Em 2013 a Ernst & Young conduziu pesquisa internacional com investidores institucionais na qual 89% dos entrevistados afirmaram utilizar de informações não financeiras em pelo menos uma decisão de investimento. Apurou-se também que 54,2% dos investidores entrevistados consideraram os *websites* corporativos uma fonte de informação relevante na tomada de decisão de investimento, atrás somente dos relatórios anuais.

Rodrigues e Galdi (2017), ao estudarem o elo entre o setor de relacionamento com investidores e o *spread* de negociação das empresas em bolsas de valores, encontraram uma relação negativa. Dessa maneira, constatou-se que empresas que providenciam *websites* com maior conteúdo informacional apresentam relação inversa com a assimetria informacional. As projeções de analistas, a descrição dos fatores de risco, a cobertura de analistas de *equity* e de *rating* de crédito da empresa e a apresentação de resultados foram relevantes para a diminuição da assimetria informacional. Os resultados do estudo são relevantes para gestores e reguladores, pois reduzem a incerteza sobre o apreçamento das ações.

Dessa maneira, o presente trabalho visa estudar a seguinte hipótese:

- **H₁: Quanto maior a assimetria de informações, melhor é o desempenho de fundos de investimentos de ações brasileiros.**

2.5 A relação entre desempenho e eficiência de mercado

Trazendo à tona autores pioneiros da teoria de hipótese de eficiência de mercado e simetria de informações, Marschak (1954) e Fama (1970) já pregavam que a informação, em sua dimensão simétrica, é do tipo completa, gratuita, simultânea, ou seja, é disponível na mesma quantidade e qualidade para todos os agentes econômicos de um mercado. Esse tipo de informação é considerado um dos pressupostos utilizados pela teoria da hipótese de eficiência de mercado, em que se considera que, em uma simetria informacional, os agentes econômicos de um mercado não teriam como alcançar retornos anormais, visto que os mecanismos de preços nas transações realizadas já refletiriam todas as informações disponíveis. Dessa maneira, o desempenho dos gestores estaria sempre convergente com a média de mercado.

Nos estudos de Damodaran (2002), alguns conceitos importantes estão na definição de mercados eficientes. Para ele, as distorções nos preços podem ser maiores ou menores do que o valor real, desde que esses desvios sejam aleatórios e os desvios do valor real não podem ser correlacionáveis com qualquer variável observada, pois, como os desvios são aleatórios, nenhum gestor é capaz de, consistentemente, encontrar ações supervalorizadas utilizando quaisquer estratégias de investimento.

Lasfer e Melnik (2003) ratificam que, em um mercado eficiente, os preços das ações refletem toda a informação disponível para os participantes de mercado e que, por isso, os preços das ações não podem ser previstos, impedindo assim oportunidades anormais de lucro. No entanto, de acordo com os estudos, percebeu-se que a memória longa de dados confunde a eficiência de mercado, uma vez que os preços passados que podem ser usados para prever o preço futuro podem se alterar. Isso significa que estratégias de investimento baseadas em retornos históricos podem gerar rendimentos normais subsequentes ajustados ao risco.

Camargos e Romero (2006) e Rochman e Eid Jr. (2006) constataram que o mercado brasileiro não se comportou nas formas forte e semiforte, indicando oportunidades para ganhos com informações públicas.

Nos estudos de David e Pako (2009), nos quais foi testada a relação entre desempenho e eficiência do mercado africano e comparado com os dos Estados Unidos e do Reino Unido, percebeu-se que o comportamento dos retornos dos mercados de ações e os riscos são diferentes entre eles, podendo gerar implicações para a diversificação de portfólio e estratégias de gerenciamento de riscos. Eles também perceberam que a longa memória em retornos indica uma lenta disseminação de informações, necessitando de melhorias da eficiência e liquidez nesses mercados.

Corroborando pesquisas anteriores, de acordo com Eid Jr. e Securato (2010), no Brasil, a eficiência de mercado de capitais ainda está distante da encontrada nos mercados mais desenvolvidos. Dessa maneira, abrem-se espaços no mercado brasileiro para oportunidades que proporcionariam aos fundos de investimentos a agregação de valores extraordinários.

No trabalho de Malaquias e William (2014), foi feito um estudo com dados de 107 fundos de investimentos, no período de janeiro a agosto de 2001, e constatou-se que não houve desempenho com geração de receita líquida extraordinária. Os resultados foram coerentes com a hipótese de eficiência de mercado, em que as premissas de Jensen (1978) e Fama (1991) sugerem que, em uma versão próxima à realidade econômica do mercado, os benefícios de agir com base em informações públicas não superam os custos necessários para a negociação com base nelas, ou seja, o custo de gestão ativa com taxas de administração e de performance acaba por trazer a rentabilidade líquida ao cotista semelhante ao resultado de um índice de mercado bem diversificado. As informações públicas já estão refletidas nos preços dos títulos; com isso, não seria possível obter retornos anormais com a negociação no mercado baseada apenas em informações publicamente disponíveis.

Seth e Sharma (2015) fizeram estudos para examinar a eficiência e a integração informacional em mercados de ações asiáticos e norte-americanos, considerando o impacto de recursos financeiros de crises recentes. Após as pesquisas, concluíram que os mercados em análise apresentavam a forma de eficiência fraca, ou seja, apresentavam um ambiente em que gestores de portfólio tivessem chances de ganhar retornos anormais para investidores. Percebeu-se também que o grau de ineficiência não mudou como efeito de crises financeiras mais recentes.

Jiang (2017) analisou uma grande amostra de ações de mercado norte-americanas com o intuito de fornecer evidências de que a eficiência varia muito entre diferentes mercados. Ele percebeu, via experiência empírica, que os preços das ações ficam mais próximos dos *benchmarks* mais eficientes para ações com melhor liquidez, maiores negociações e capitalização de mercados maiores. Dessa maneira, ele pôde concluir que gestores de portfólio de investimentos podem trazer retorno acima da média, já que a liquidez estimula a atividade de arbitragem, melhorando assim a eficiência de mercado.

Dessa maneira o presente trabalho visa a verificar a seguinte hipótese:

- **H₂: Quanto mais eficiente o mercado, pior o desempenho de fundos de investimentos de ações brasileiros.**

3 METODOLOGIA DE PESQUISA

Neste capítulo são anunciadas as etapas da elaboração da parte empírica deste trabalho, em que são elucidadas a abordagem, a técnica de pesquisa e a descrição da metodologia de estudo de eventos de forma mais detalhada. A metodologia utilizada foi um estudo de eventos.

3.1 Abordagem e técnica de pesquisa

Este trabalho se norteou por um enfoque quantitativo, em que foram utilizados dados secundários de cotas de fundos de investimentos de ações livres brasileiros, para se analisar o comportamento das oscilações de desempenho antes e depois de um cenário de *stress* sistêmico do mercado de ações brasileiros. A análise visou aferir a influência da assimetria de informações e a eficiência de mercado na precificação de informações novas.

Foi adotado o método descritivo para a análise do comportamento das cotas de fundos de investimentos presentes na amostra. Esse método é utilizado para descrever as características de uma população ou fenômeno e também para o estabelecimento de relações entre variáveis (GIL, 1987).

A técnica de pesquisa foi *ex-post-facto*, pois foram analisados fatos pregressos, para, após entendimento dos padrões de comportamento, verificar os eventos futuros esperados que foram validados pelos estudos empíricos anteriores.

3.2 Unidades de análise

As unidades de análise foram fundos de investimentos de ações livres brasileiros abertos, disponíveis no mercado doméstico aos investidores em geral.

3.3 Unidades de observação

As unidades de observações foram as variações das cotas de fundos de investimentos de ações livres brasileiros abertos no intervalo de cinco dias úteis antes e cinco dias úteis depois do momento de cenário de *stress* sistêmico do mercado de ações brasileiros do dia 18 de maio de 2017. Será observado o comportamento das cotas antes e depois de evento de alta volatilidade.

3.4 Método: estudo de eventos

Fama *et al.* (1969) introduziram o estudo de eventos, que consiste na análise quanto à existência ou não de uma reação significativa do mercado financeiro em relação à evolução passada das cotações de uma ou mais empresas em face da ocorrência de determinado evento, que, por hipótese, poderia estar afetando seus valores de mercado.

De acordo com Brow e Warner (1980), uma grande preocupação em estudos de eventos é avaliar a extensão da anormalidade de desempenho de preços de títulos, visando entender a extensão da distorção de retornos anormais de títulos considerados normais num modelo de equilíbrio com retornos normais.

Binder (1998) cita que o estudo de eventos tem sido utilizado para duas principais razões: testar a hipótese nula de que o mercado eficientemente incorpora informações e examinar o impacto de determinado evento na riqueza dos acionistas de uma empresa, mantendo a hipótese de mercado eficiente referente à informação pública.

Após o procedimento estatístico e de teste de hipóteses, foram apresentados os resultados empíricos e um diagnóstico acerca das conclusões.

3.4.1 Operacionalização

De acordo com Kloeckner (1995), o estudo de eventos é utilizar um modelo de geração de desempenho de títulos, determinando-o como o modelo padrão, com a expectativa de retorno normal ou esperado, caso o evento não ocorresse. Dessa maneira, para identificar o retorno anormal nos períodos próximos a um evento específico em análise, calcula-se a diferença entre o retorno anormal observado do título e o retorno esperado pelo modelo padrão. O retorno anormal é um desvio dos retornos do título *ex ante* não condicionados ao evento. As etapas do processo de um estudo de eventos devem seguir a estrutura sequencial descrita na Figura 4, de acordo com Campbell, Lo e Mackinlay (1997).

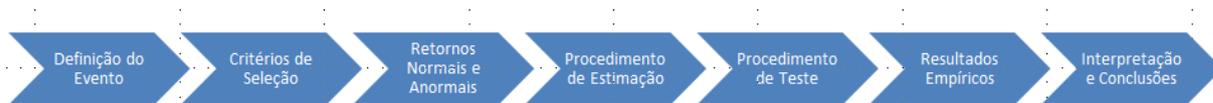


Figura 4 – Etapas de um estudo de eventos

Fonte: Elaborada pelo autor.

Definição do evento

Deve-se definir o evento de interesse, identificar sua data de ocorrência (data zero) e o período sobre o qual os preços das cotas dos fundos de investimentos envolvidos no evento foram examinados. A explicação da janela temporal do evento depende do evento estudado e dos objetivos almejados com esta metodologia. Essa definição partiu de uma análise subjetiva e arbitrária do pesquisador; portanto, englobou períodos relevantes para a verificação fidedigna da anormalidade de desempenho.

O período anterior à data zero almejou colher indícios do uso de informações privilegiadas – *insider information*. Já o período posterior pôde fornecer evidências da velocidade do ajuste do desempenho quando houve simetria da nova informação ao ser publicada no mercado.

Crítérios de seleção

Determinaram-se os critérios (base de dados, seleção dos fundos de investimentos afetados pelo evento) para a inclusão de fundos de investimentos na amostra e sua caracterização.

Procedimento de estimação

Nesta etapa definiu-se a janela de estimação utilizada para cálculo dos parâmetros do modelo de determinação de retornos normais escolhido. Foi, portanto, utilizado um período anterior ao da janela do evento – definido de forma arbitrária pelo pesquisador. O período foi extenso o bastante para ser possível identificar as discrepâncias nos desempenhos dos fundos que foram analisados.

Em seus estudos, Brown e Warner (1980) perceberam que os resultados e as conclusões podem ser sensíveis à inclusão ou exclusão do período ao redor do evento. Caso se obtenham elevados níveis de retornos anormais, a inclusão de observações ao redor do tempo do evento dá mais peso aos *outliers*, aumentando assim a variância de mensuração do retorno dos fundos de investimentos de ações, o que reduz a sensibilidade do teste. Por outro lado, existindo retornos anormais no período do evento, é mais complexo mensurar retornos normais, principalmente se o período de retornos anormais for longo e incluir uma quantidade significativa de dados em relação ao total disponível.

Resultados empíricos

Os resultados foram apresentados de acordo com o desenho econométrico, observando-se as influências possíveis dos *outliers* nos resultados.

Interpretações e conclusões

Foram levados em conta os objetivos iniciais, as hipóteses testadas e os resultados obtidos.

3.5 Operacionalização da pesquisa

Nesta seção será apresentado o desenvolvimento da pesquisa empírica, seguindo as etapas de um estudo de eventos descritas na seção 3.4.1.

3.5.1 Definição do evento e do período em análise

O evento analisado está presente no horizonte temporal compreendido entre os dias 11 a 25 de agosto de 2017. Especificamente, refere-se ao dia 18 de maio de 2017, em que o mercado acionário brasileiro reagiu às notícias de que o presidente Michel Temer teria sido gravado por Joesley Batista, dono da *holding* JBS, dando aval à compra de silêncio do ex-deputado Eduardo Cunha. A data do dia 18 de maio mostra-se relevante, pois o Ibovespa chegou a cair 10% em relação ao fechamento do dia anterior, trazendo grandes perdas e incertezas aos participantes do mercado. O último registro de oscilação negativa durante o pregão dessa magnitude ocorreu em 2008. Muito se especulou a respeito de fundos de investimentos e investidores que tiveram lucros ilícitos devido à informação privilegiada.

Dessa maneira, foi feita uma análise *ex ante* e *ex post* ao evento para evidenciar a influência da assimetria de informações ocorrida antes do evento mencionado e a eficiência de mercado no desempenho dos fundos de investimentos em análise após o ocorrido.

Quanto ao período do evento para a análise do desempenho, o intervalo foi durante o mês de maio 2017, que abrange um período de normalidade do mercado de ações brasileiro *ex ante* e *ex post* ao evento em questão. O período compreendido entre (-)5 dias úteis e (-)1 dia útil foi analisado para se tentar identificar possíveis vazamentos de informações privilegiadas anteriormente à divulgação pública oficial pela mídia; e o período compreendido entre (T) a (+)

5 dias úteis com o objetivo de se evidenciar a reação posterior do mercado à divulgação das informações e a velocidade e precisão dos ajustes dos preços em relação às novas informações liberadas ao mercado. O dia 0 (zero) foi o dia do evento em análise, que permitiu mensurar os efeitos da divulgação de informações no desempenho de fundos de ações brasileiros.

3.5.2 Critério de seleção da amostra

A população deste estudo compreende fundos de investimentos de ações livres brasileiros do período de 11 a 25 de maio de 2017.

Para a análise do desempenho de fundos de ações, foram buscados elementos secundários referentes às cotas de fundos de investimentos utilizados para a pesquisa, provindos de banco de dados da ANBIMA, da CVM e da plataforma Economática. Foram usados os preços de fechamento das cotas. A periodicidade diária foi escolhida em função da possibilidade de se tirar vantagem de informações anteriores sobre o dia específico no qual o evento ocorreu. Com base nas cotações de fechamento diárias, foi calculado o retorno dos fundos de investimentos utilizado.

3.5.3 Retornos normais e anormais

Retorno dos fundos

O retorno de cada fundo foi calculado tendo em vista as cotações informadas pela base de dados enviada, considerando o logaritmo natural. O retorno de cada fundo foi calculado como $LN\left(\frac{P_{t+1}}{P_{t_0}}\right)$, em que P_{t_0} é a cotação do fundo em uma data base e P_{t+1} é a cotação do fundo no mercado em um dia t posterior.

Retorno do Ibovespa

O retorno do Ibovespa foi calculado com base nos dados extraídos do site da Bovespa, considerando o logaritmo natural. O retorno do Ibovespa foi calculado como $LN\left(\frac{I_{t+1}}{I_{t_0}}\right)$, em que I_{t_0} é a cotação do índice de mercado em uma data base e I_{t+1} é a cotação do índice de mercado em um dia t posterior.

Retorno anormal

O retorno anormal (RA_{it}) foi calculado utilizando-se o modelo de retornos ajustados ao mercado, que consiste em se encontrar a diferença do retorno do fundo em relação ao retorno do índice de mercado (Ibovespa) numa mesma data, utilizando-se a forma logarítmica. O uso do logaritmo natural visa obter uma melhor aderência à distribuição normal dos retornos, premissa dos testes estatísticos paramétricos. O modelo é expresso por:

$$RA_{it} = LN \left(\frac{\frac{P_{t+1}}{P_{t_0}}}{\frac{I_{t+1}}{I_{t_0}}} \right),$$

que pode ser reescrita como $RA_{it} = LN \left(\frac{P_{t+1}}{P_{t_0}} \right) - LN \left(\frac{I_{t+1}}{I_{t_0}} \right)$, em que P_{t_0} é a cotação do fundo em uma data base; P_{t+1} é a cotação do fundo no mercado em um dia t posterior; I_{t_0} é a cotação do índice de mercado em uma data base; I_{t+1} é a cotação do índice de mercado em um dia t posterior.

Após o cálculo dos retornos anormais, estes foram acumulados (somados) em cada um dos dias relativos para todas as empresas, para então se proceder aos testes estatísticos. A agregação dos retornos anormais foi feita pela técnica do Retorno Anormal Acumulado (RAA), conforme assinalado por Mackinlay (1997), com os retornos sendo acumulados pelos títulos (1) e no tempo (2):

$$RAA_{it} = \sum_{i=1}^n RA_{it} \quad (1)$$

$$\overline{RAA}_{t(t_1, t_2)} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n RAA_i(t_1, t_2), \quad (2)$$

em que RAA_{it} é o retorno anormal da empresa i no dia t ; n é o número de empresas; $\overline{RAA}_{t(t_1, t_2)}$ é a média do RAA para todas as empresas no período t entre os dias t_1 e t_2 , que são as janelas estabelecidas para o evento estudado.

3.5.4 Procedimento de estimação e testes estatísticos

A análise do retorno anormal acumulado de 697 fundos, classificados como fundos de ações livres, contemplou o período de 11 a 25 de maio de 2017. O período especificamente analisado contempla cinco dias úteis antes e cinco dias úteis depois do evento estudado (divulgação das gravações da JBS, em 18 de maio de 2017). Em todos os dias houve negociação normal de pregão na Bovespa. Foram mantidos na amostra apenas os fundos que apresentaram cotações válidas no período de análise.

A preparação da base de dados foi efetuada no *software* Microsoft Excel[®] versão 2013. Os testes estatísticos de significância das diferenças de médias foram realizados com o Minitab 18.

Para avaliar se os retornos anormais são estatisticamente diferentes de zero, foi utilizado o teste *T de Student*, com nível de significância de 5%. Neste caso, se o *p-valor* do teste for inferior a 0,05, pode-se inferir que a hipótese nula deve ser rejeitada. Esse teste permite comparar a média de uma amostra a um valor alvo, que no caso da pesquisa é zero.

Hipóteses testadas

As hipóteses do teste *T de Student* adaptadas para o estudo são:

- $H_0 = RAA_{it}$ de todos os fundos analisados é estatisticamente igual a zero na janela compreendida entre os dias t_1 e t_2 ;
- $H_1 = RAA_{it}$ de todos os fundos analisados não é estatisticamente igual a zero na janela compreendida entre os dias t_1 e t_2 ;

4 RESULTADOS E ANÁLISE EMPÍRICA

A análise empírica dos resultados foi dividida em duas fases: a primeira janela temporal foi de cinco dias úteis antes do evento (T-5), até um dia útil antes do evento (T-1); a segunda janela de observação foi o dia do evento (T), até cinco dias úteis depois (T+5).

É possível observar um incremento do desvio padrão dos retornos, principalmente entre T e T+2, sugerindo que o evento estudado é um evento corporativo relevante, que possui investimentos anormais que influenciam a precificação dos fundos no mercado. Em outras palavras, o aumento da volatilidade da cotação (retorno) no dia e nos dois dias seguintes mostra o impacto que a divulgação causou nas expectativas dos investidores, e a reação do mercado em fazer a leitura correta (determinação do preço justo) para a cotação da ação, diante do novo quadro informacional (CAMARGOS; BARBOSA, 2015).

Tabela 1 – Estatísticas descritivas dos retornos anormais \overline{RAA} dos fundos avaliados, na janela de avaliação do evento (T-5; T+5)

Variável	N	Média	EP Média	DesvPad	Mínimo	Q1	Mediana	Q3	Máximo
T-5	697	-0,000057	0,000307	0,008101	-0,11485	-0,001553	0,000368	0,002289	0,037507
T-4	697	-0,004648	0,000328	0,008648	-0,098965	-0,007311	-0,003865	-0,00146	0,033714
T-3	697	-0,002151	0,000218	0,005748	-0,042369	-0,003741	-0,00197	-0,000037	0,033818
T-2	697	0,000936	0,000602	0,015888	-0,354352	-0,001307	0,002371	0,004684	0,035544
T-1	697	0,006777	0,000339	0,008956	-0,041678	0,002904	0,005747	0,009199	0,11029
T	697	0,02064	0,00187	0,04934	-0,34526	-0,00221	0,01538	0,03763	0,32467
T+1	697	-0,00299	0,000447	0,011806	-0,076813	-0,006171	-0,001616	0,001893	0,077198
T+2	697	-0,000722	0,000675	0,017825	-0,223263	-0,005905	-0,001107	0,00439	0,083578
T+3	697	-0,00396	0,000322	0,008492	-0,069789	-0,006018	-0,00261	-0,000016	0,022867
T+4	697	0,002286	0,00035	0,009246	-0,025376	-0,001187	0,00221	0,005187	0,0864
T+5	697	0,000679	0,000233	0,006155	-0,036771	-0,002374	0,000244	0,002795	0,03832

Fonte: Elaborada pelo autor.

Para avaliar se os retornos anormais foram estatisticamente significativos, ou seja, estatisticamente diferentes de zero, utilizou-se o teste *T de Student* para uma amostra:

$$H_0: \mu = 0$$

$$H_1: \mu \neq 0,$$

em que μ representa a média amostral dos retornos anormais em cada dia T da janela de eventos avaliada.

A análise da média dos retornos anormais acumulados, considerando um nível de significância de 5%, mostrou retornos anormais estatisticamente significantes nos dias T-4 e T-3, entre T-1 e T+1 e entre T+3 e T+5.

A Tabela 2 mostra o teste significância dos \overline{RAA} encontrados na amostra.

Amostra	N	Média	DesvPad	EP Média	IC de 95% para μ	Valor-T	Valor-p
T-5	697	-0,000057	0,008101	0,000307	(-0,000659; 0,000546)	-0,18	0,854
T-4	697	-0,004648	0,008648	0,000328	(-0,005291; -0,004004)	-14,19	0,000
T-3	697	-0,002151	0,005748	0,000218	(-0,002578; -0,001723)	-9,88	0,000
T-2	697	0,000936	0,015888	0,000602	(-0,000246; 0,002117)	1,55	0,120
T-1	697	0,006777	0,008956	0,000339	(0,006111; 0,007443)	19,98	0,000
T	697	0,02064	0,04934	0,00187	(0,01697; 0,02431)	11,05	0,000
T+1	697	-0,00299	0,011806	0,000447	(-0,003868; -0,002112)	-6,69	0,000
T+2	697	-0,000722	0,017825	0,000675	(-0,002047; 0,000604)	-1,07	0,286
T+3	697	-0,00396	0,008492	0,000322	(-0,004592; -0,003328)	-12,31	0,000
T+4	697	0,002286	0,009246	0,00035	(0,001598; 0,002974)	6,53	0,000
T+5	697	0,000679	0,006155	0,000233	(0,000221; 0,001137)	2,91	0,004

O Gráfico 1 apresenta a série de retornos anormais \overline{RAA} de todos os fundos avaliados. Ele mostra o comportamento dos retornos anormais na janela de observação. Não se observou um comportamento padrão para a série como um todo. No dia T, observou-se o dia de maior evidência de investimentos anormais que gerou retorno anormal das janelas de observações sinalizando que os gestores podem ter executado operações de compra e venda de ações durante o pregão se aproveitando da alta volatilidade que se seguiu no dia.

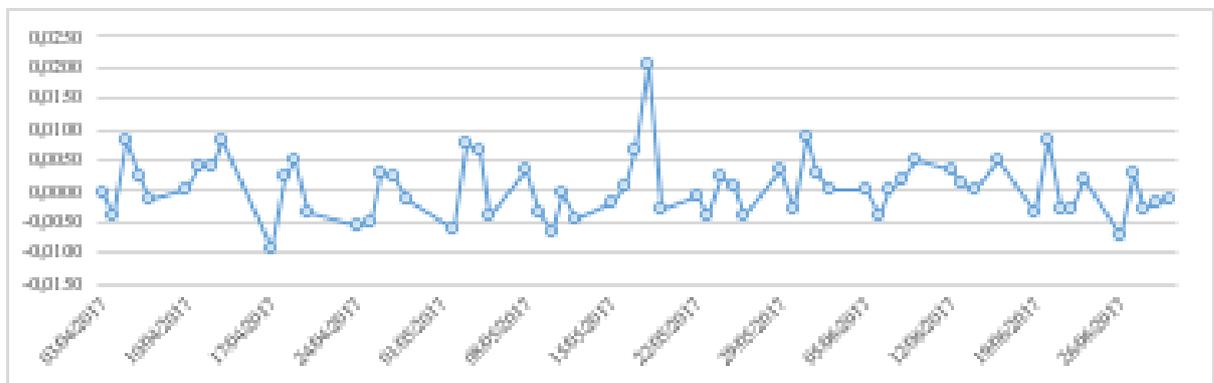


Gráfico 1 – Série dos retornos anormais (RAA) dos fundos avaliados

Fonte: Elaborado pelo autor.

Avaliando especificamente a janela cinco dias antes e cinco dias após o evento estudado, observou-se que o retorno médio dos fundos avaliados apresentou investimentos anormais com tendência de crescimento a partir do dia T-4, e, a partir de T-2, tornando-se positivo entre T-2 e T, data do evento estudado. Uma possível explicação para essa elevação no período analisado poderia ser o uso de estratégias de investimentos com a possibilidade de acesso à informações ainda não publicadas nesse intervalo. Logo após o evento, o retorno médio dos fundos apresentou queda, voltando a ser positivo apenas em T+4.

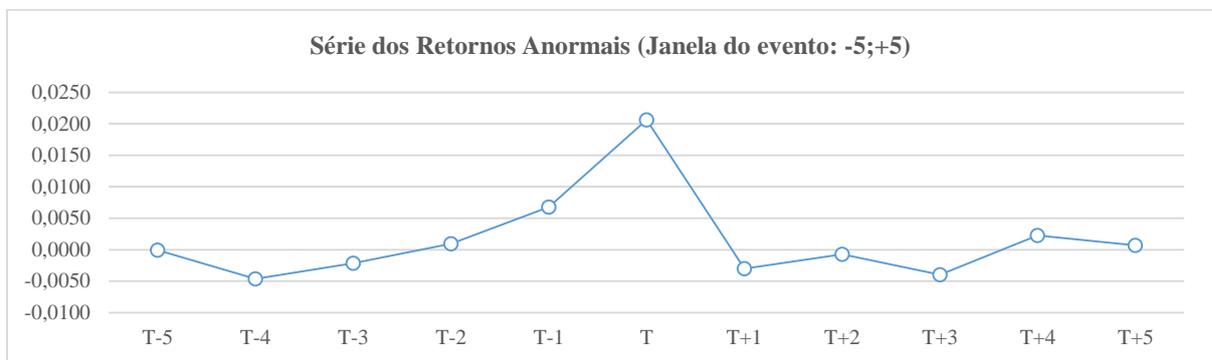


Gráfico 1 – Série dos retornos anormais \overline{RAA} dos fundos avaliados

Fonte: Elaborado pelo autor.

A análise empírica dos resultados foi dividida em duas fases: a primeira janela temporal foi de cinco dias úteis antes do evento (T-5), até o dia efetivo do evento (T); a segunda janela de observação foi o dia do evento (T), até cinco dias úteis depois (T+5). Ambas janelas de observação contemplam o dia do evento.

De acordo com os resultados, pôde-se inferir que, na janela temporal entre T-5 a T, houve um ambiente com a presença de investimentos anormais devida à consistência crescente dos retornos médios anormais de desempenho dos fundos estudados no período prévio até a data do evento pesquisado, principalmente quando analisamos o período entre T-4 e T (-0,004 para +0,0206). É plausível considerar que o desempenho crescente dos fundos, de acordo com os dados presentes na coluna “Médias” da Tabela 2, pode ser explicado por uma adequação prévia de estratégias de montagem de portfólios dos fundos da amostra por parte dos gestores se preparando para passar por um tempo de forte volatilidade que se mostrou no dia T. Os investimentos anormais podem também serem efeitos de acesso à informações vazadas que ainda não haviam sido publicadas no mercado. Foi no período em que a informação não era

pública que os gestores conseguiram realizar operações de arbitragem e trazer desempenho superior ao mercado até o ajuste completo dos preços pós-evento T.

As justificativas sobre o desempenho dos fundos durante a janela temporal antes do evento T vão ao encontro dos estudos de Verrecchia (2001), cujo trabalho identificou que os investidores desinformados alteravam o preço que estavam dispostos a comprar e vender os títulos, contribuindo para a distorção do preço justo, abrindo-se uma diferença significativa entre as ofertas dos compradores e vendedores. Gestores informados poderiam utilizar de tal assimetria de informação para ganhar sobre os investidores desinformados.

No período compreendido entre T-5 e T, foi observada a elevação acumulada da média dos retornos das cotas dos fundos, indicando que, enquanto havia fatores de investimentos anormais, houve desempenho positivo por parte dos gestores. Esse estudo nos fornece uma reflexão sobre a possibilidade de gestores dos fundos de investimentos deterem informações não divulgadas no mercado e com isso poderem usar tal assimetria para lucrarem e trazerem desempenhos acima do mercado.

O gráfico 3 apresenta os retornos anormais acumulados para o período estudado. O período estudado não foi caracterizado por um padrão de comportamento de tendência de alta ou baixa definida.

A queda dos retornos anormais acumulados entre os dias T+1 a T+5 mostra que o mercado como um todo ficou desnorteado sobre os reflexos e desdobramentos que poderiam ocorrer devido a divulgação do áudio vazado. Os próprios gestores não conseguiram nesse período gerar resultados acima do benchmark, provavelmente por serem influenciados pela alta volatilidade do comportamento da massa gerado pelo evento. O fato de a informação ter se tornado pública pode ser o que explica o desempenho acumulado dos retornos anormais oscilarem entre altas e quedas sem uma tendência definida dias após o evento T.

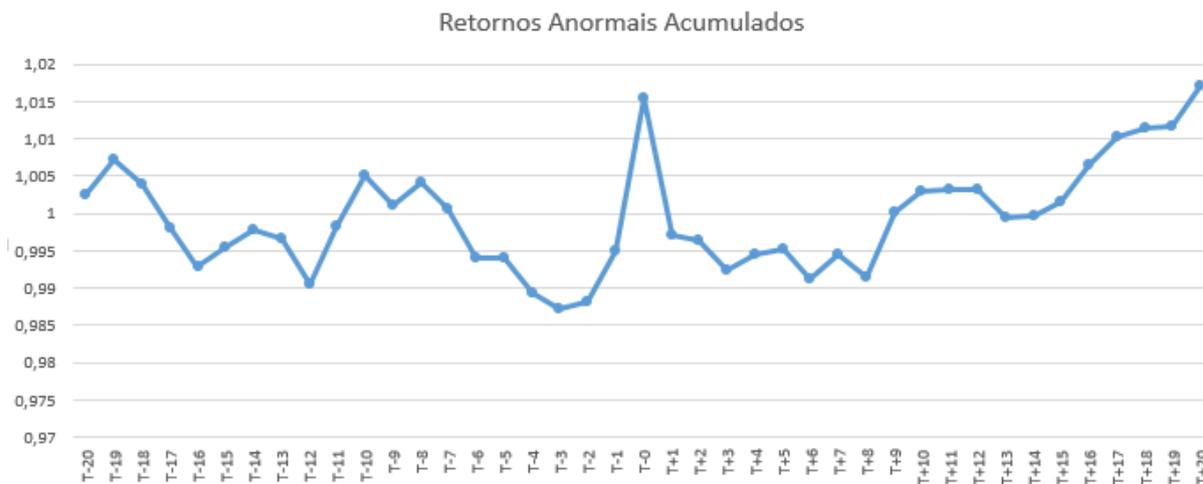


Gráfico 3 – Série dos retornos anormais \overline{RAA} acumulados dos fundos avaliados

Fonte: Elaborado pelo autor.

Esse resultado confirma a H_1 do estudo, a qual afirma que quanto maior a assimetria de informações, melhor é o desempenho de fundos de investimentos de ações brasileiros.

Analisando a segunda janela temporal (T a T+5), notou-se que o mercado atinge o pico de desempenho e anormalidade do retorno justamente no dia 18 de maio (T), sendo também o dia de maior volatilidade. A partir do dia seguinte ao evento (T+1), os retornos, apesar de anormais, considerando a significância de 5% da metodologia, mostram a rápida absorção das notícias, havendo um ajuste dos percentuais de retornos anormais no período compreendido entre T+1 e T+5, em que os retornos saíram de 0,0264, em T, para 0,0006, em T+5, sendo que em T+1, T+2 e T+3 observaram retornos anormais negativos de -0,0020, -0,0007 e -0,0039, respectivamente. Infere-se, portanto, que se trata de um evento de eficiência de mercado, já que, logo em T+1, a aderência ao *benchmark* é bem mais próxima do que o observado até o dia do evento T.

Um fator que sugere ter sido um período de eficiência de mercado foi a diminuição da amplitude de variação do desvio padrão a partir de T+3 (variando de 0,0493, em T, para 0,0061, em T+5), além de o resultado do desempenho das cotas ter ficado numa amplitude menor a partir de T+1. Nesse período pós-evento, a volatilidade do desempenho dos fundos entra novamente em uma amplitude mais congruente com o mercado antes do epicentro do evento T analisado, pois, após a divulgação dos fatos sobre o vazamento da gravação do áudio e a apuração dos reflexos da notícia, dessa vez por todos os participantes do mercado, houve a

assimilação e a busca do preço justo pelo mercado, minimizando as distorções acentuadas pela assimetria de informações. O próprio incremento da volatilidade mensurada pelo desvio padrão no período entre T e T+2 sinaliza uma reação imediata e justa do mercado em relação ao anúncio público do vazamento do áudio envolvendo o presidente.

Observando-se os resultados médios negativos das cotas dos fundos no período entre T+1 e T+3, intui-se que os gestores não tiveram mais como arbitrar no mercado após a informação não ser mais assimétrica.

Nos dias T+4 e T+5, os retornos anormais acumulados foram positivos (+0,0022 e de +0,0006, respectivamente), indicando uma valorização das cotas dos fundos estudados. Isso mostra uma aparente reação positiva em relação ao mercado após a notícia que, por algum momento, poderia trazer consequências muito negativas à bolsa brasileira. Infere-se que, após a assimilação do evento, o mercado mostrou uma perspectiva mais otimista pela frente.

Esses resultados convergem com as premissas do estudo de Jiang (2017), em que ele relata que a eficiência do mercado também varia conforme o ambiente da informação e por onde as informações são divulgadas. Para o laço temporal pós-evento T que foi analisado dentro da bolsa brasileira, houve a identificação de eficiência de mercado porém não pode-se afirmar que se verificou um eficiência forte semelhante ao que o autor observou no alto nível de eficiência das bolsas de Nova York (NYSE). O resultado desse estudo também converge com o trabalho de Jiang (2017), na medida em que se observa que o desempenho das cotas dos fundos de ações analisadas fica mais aderente ao *benchmark* quando há a evidência de eficiência de mercado. De acordo com o autor, a maior transparência aumenta a capacidade de informação do mercado. Podemos inferir que a informação simétrica possibilita a eficiência do mercado, pois este pode ser precificado de forma justa e equânime, dificultando o fundo a ter excesso de desempenho sobre o seu *benchmark*.

Os resultados encontrados também vão ao encontro dos resultados de Malaquias William (2014), que utilizaram o Índice de Sharpe e o Alfa de Jensen para mensurar o desempenho dos fundos de multimercados, correlacionando com a pesquisa sobre a hipótese de eficiência de mercado no período de outubro de 2007 a setembro de 2011. Eles também constataram que, em média, os fundos não agregam valor extraordinário quando o mercado se mostra eficiente, o que foi percebido no período após o evento T.

O estudo empírico confirma, portanto, as premissas pioneiras de Jensen (1978) e de Fama (1991), as quais relatam que, em um mercado em que as informações públicas já estão refletidas nos preços dos títulos, o que caracteriza, portanto, um mercado eficiente, não seria possível obter desempenho significativo acima do *benchmark* utilizando-se apenas informações

publicamente disponíveis, pois os participantes já teriam atuado trazendo o preço justo para os ativos.

Dessa maneira, o resultado encontrado nos cinco dias úteis seguintes ao evento T em análise convergem com os estudos correlatos, confirmando a H₂ de que quanto mais eficiente o mercado, pior o desempenho de fundos de investimentos de ações livres brasileiros.

4.1 Limitações de pesquisa

Uma limitação deste trabalho foi o fato de as informações utilizadas para inferir os motivos que levaram ao desempenho dos fundos de investimentos de ações livres serem apenas dados secundários de cotas dos fundos de investimentos, o que não permitiu análise mais profunda sobre a estratégia qualitativa utilizada por cada gestor. Por ter sido usada uma amostra muito grande, inviabilizou-se a pesquisa qualitativa de análise estratégica de portfólio de cada fundo.

Outra limitação que impediu que essas informações qualitativas fossem verificadas diz respeito aos gestores se sentirem constrangidos e coagidos ao assumirem que usaram informações privilegiadas para montagem de seus portfólios, pelo fato de essa prática ser proibida por lei. Dessa maneira, o estudo poderia se mostrar enviesado.

Por fim, atenta-se para os resultados encontrados se limitarem à amostra analisada, sem a intenção de serem colocados como respostas definitivas ao problema investigado. Ainda, devem ser consideradas as limitações metodológicas do estudo de eventos, como os critérios para identificar os efeitos da assimetria de informações e a eficiência de mercado, pois podem ter ocorrido outros fenômenos nesses períodos que não foram identificados pelo modelo utilizado.

5 CONCLUSÃO

Com o objetivo de identificar e analisar as influências da assimetria de informações e da eficiência de mercado no desempenho de fundos de ações brasileiros, esta pesquisa caracterizou-se pelo estudo de comportamento de desempenho de fundos de ações livres brasileiros em um período antes e depois da divulgação de informações gerando um evento relevante no mercado de capitais brasileiro.

Para evidenciar tais premissas, foi utilizado para análise o evento do dia 18 de maio de 2017. Nessa data, a B3 teve uma reação extremamente volátil devido ao vazamento de áudio comprometedor do então presidente da República envolvendo um grande empresário do ramo privado no dia anterior, no período da noite. Dessa forma, foi feita uma investigação do comportamento do desempenho das cotas de fundos de investimentos de ações livres num intervalo de cinco dias úteis antes e cinco dias úteis depois do evento relatado.

A metodologia utilizada para aferir o comportamento anormal dos desempenhos dos fundos analisados da amostra durante o período retratado foi o estudo de eventos.

Esse estudo foi baseado na ideia de que, quando há assimetria de informação entre os diferentes participantes do mercado, é possível que gestores de fundos de investimentos de ações que estejam munidos dessas informações privilegiadas consigam desempenhos acima do mercado. Por outro lado, quando há presença de eficiência de mercado, o desempenho dos fundos de investimentos de ações fica mais próximo do de seus *benchmarks*, ou seja, apresentam pior desempenho.

No período dos dias antecedentes até a data do evento, foi verificada a existência de investimentos anormais sugerindo a possibilidade de assimetria de informações no mercado visto que o retorno médio dos fundos avaliados apresentou tendência de crescimento a partir do dia T-4, e, a partir de T-2, tornando-se positivo entre T-2 e T, ou seja, houve criação de excesso de retorno por parte dos gestores. Houve nesse intervalo a evolução dos retornos acumulados anormais do desempenho das cotas dos fundos de ações da amostra. Isso se explica pelo fato de que esses gestores conseguiram ter visão ampla de possíveis cenários, também conseguiram ter sensibilidade mais justa da correta precificação dos ativos. Por isso, é possível que os investimentos anormais evidenciados sejam reflexos de vantagens sobre outros participantes. Stigler (1960), na década de 1960, já sinalizava a importância da informação para quem a detém. Akerlof (1970) já havia demonstrado que os participantes que não detêm as informações de qualidade poderiam ter negociações a preços não justos e também tenderiam à seleção adversa de ativos.

Os desempenhos acima da média de mercado observados no período, principalmente T-5 a T, também corroboram os estudos de Dye e Groth (2000) e Scott (2012), segundo os quais, para quem obtém informações privilegiadas, levam vantagem em relação aos demais participantes. Os resultados deste estudo, portanto, convergem com a H_1 , que sugere que quanto maior a assimetria de informações, melhor é o desempenho de fundos de investimentos de ações brasileiros.

Na segunda janela temporal (T a T+5), percebeu-se a presença de eficiência de mercado. Nos dias subsequentes ao evento T, as médias dos retornos das cotas dos fundos analisados caíram drasticamente, voltando aos patamares mais modestos de retorno. Os retornos no período entre T+1 e T+3 foram abaixo do *benchmark* dos fundos. Os gestores não conseguiram ter desempenho acima de mercado nos dias que transcorreram do evento T. Só foram conseguir desempenho acima do *benchmark* em T+4, porém bem menores em relação ao período anterior ao evento.

No intervalo entre T e T+2, o incremento do desvio padrão demonstrou ser um evento de volatilidade que demonstra a busca pelo ajuste do mercado. A alta volatilidade confirma a reação entre os diversos participantes de mercado após um evento que causou diferentes expectativas e prognósticos em relação ao mercado.

Os resultados obtidos no período pós-evento T confirmam o que Fama (1970) ponderou em seus estudos pioneiros. Ele já observava que os preços refletem plenamente toda a informação disponível em um mercado eficiente. Portanto, ele já concluía em seus estudos que, quando há somente informações simétricas no mercado, elimina-se a possibilidade de operações anormais positivas. Além disso, Sharpe (1964; 1966; 1994), em suas diversas pesquisas sobre desempenhos e precificação de mercado, já afirmava que em mercados eficientes não haveria a possibilidade de se arbitrarem títulos com as mesmas características, pois estes já estariam com as cotações equilibradas de forma justa.

A teoria da assimetria de informações e a da hipótese da eficiência de mercado têm relação diretamente inversa. Quanto maior a assimetria informacional, menor a eficiência de mercado. Certamente, quando há em um mercado participantes que detêm mais informações sobre fatos relevantes que outros, haverá má precificação dos ativos. Além disso, esses participantes ficarão comprometidos devido aos ajustes das notícias que não foram disponibilizadas publicamente.

Por fim, o presente estudo evidenciou um caso empírico em que foi possível perceber a transição de um mercado em que se encontraram investimentos anormais com possível

assimetria informacional com distorções de precificação, para um mercado mais eficiente que precifica de forma justa os ativos após o acesso equânime dos fatos relevantes. Conseguiu-se, portanto, trazer reflexões sobre possíveis evidências empíricas de investimentos anormais que pudessem ser relacionados com a presença de assimetria de informações e a eficiência de mercado no evento em questão.

Como sugestões para pesquisas futuras, recomenda-se um estudo qualitativo de análise de portfólio de fundos de ações livres para entender em profundidade as técnicas e estratégias dos gestores para conseguirem desempenho acima de mercado. Além disso, recomenda-se que sejam feitas análises da relação entre assimetria de informações e eficiência de mercado com outras categorias de fundos, tanto de ações quanto de multimercados.

REFERÊNCIAS

- AGARWAL, P.; O'HARA, M. Information risk and capital structure. *SSRN Working Paper*, Mar. 2007. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.939663>>. Acesso em: 25 jun. 2018.
- AGARWAL, V. *et al.* The impact of effective investor relations on market value. *SSRN Electronic Journal*, Mar. 2008. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1102644>>. Acesso em: 18 nov. 2017.
- AKERLOF, G. A. The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.
- ALBANEZ, T.; VALLE, M. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. *Revista de Contabilidade e Finanças*, v. 20, n. 51, p. 6-27, 2009.
- ALCÂNTARA, J. C. G. O modelo de avaliação de ativos (capital asset pricing model) – aplicações. *Revista de Administração de Empresas*, v. 20, n. 3, p. 33-35, 1980.
- AMARAL, H. F. *et al.* Fundos de pensão como financiadores da atividade econômica. *Revista de Administração de Empresas*, v. 44, n. 2, p. 79-91, 2004.
- ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Indústria registra captação líquida recorde no 1º trimestre. *Boletim ANBIMA*, ano XII, n. 132, abr. 2017. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/industria-registra-captacao-liquida-recorde-no-1-trimestre-1.htm>. Acesso em: 5 jul. 2017.
- ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. *Cartilha da nova classificação de fundos*. [s.d.]. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/data/files/B4/B2/98/EF/642085106351AF7569A80AC2/Cartilha_da_Nova_Classificacao_de_Fundos_1_.pdf>. Acesso em: 25 jun. 2018.
- ANTUNES, M. A.; PROCIANOY, J. L. Os efeitos das decisões de investimento das empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, v. 38, n. 1, p. 5-14, 2003.
- ARROW, K. J. *Organization and information: the limits of organization*. New York: W. W. Norton, 1974.

ÁVILA, L. Onde os brasileiros mais investem dinheiro. *Clube dos Poupadores*. [s.d.]. Disponível em: <<http://www.clubedospoupadores.com/investimentos/onde-brasileiro-investe.html>>. Acesso em: 4 jul. 2017.

BARBEDO, C.; SILVA, E.; LEAL, R. Probabilidade de informação privilegiada no mercado de ações, liquidez intradiária e níveis de governança corporativa. *Revista Brasileira de Economia*, v. 63, n. 1, p. 49-60, 2009.

BERK, J.; DEMARZO, P.; HARFORD, J. *Fundamentos de finanças empresariais*. Porto Alegre: Bookman, 2010.

BERTUCCI, L. A.; AMARAL, H. F.; GARCIA, F. G. A estratégia de financiamento com subscrições de ações: o caso de empresas brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO DOS CURSOS DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 13., 2002, Rio de Janeiro. Anais. Rio de Janeiro: Angrad, 2002.

BESSA, L. M.; FUNCHAL, B. *Determinantes da performance dos fundos de investimento em ações no Brasil*. 2012. Dissertação (Mestrado). Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, 2012.

BINDER, J. J. The event study methodology since 1969. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, v. 11, n. 2, p. 111-137, Sept. 1998.

BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. J. *Investments*. 10. ed. Boston: McGraw-Hill, 2014.

BOYSON, N. M. *et al.* Why do experienced hedge fund managers have lower returns? 2003. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/>>. Acesso em: 1 dez. 2017.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. *Princípios de finanças empresariais*. 3. ed. Lisboa: Mcgraw-Hill, 1995.

BREEDEN, D. T.; VISWANATHAN, S. Why do firms hedge? An asymmetric information approach. *The Journal of Fixed Income*, v. 25, n. 3, p. 7-25, 1998.

BRENNAN, M. J.; TAMAROWSKI, C. Investor relations, liquidity, and stock prices. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 12, n. 4, p. 26-37, 2000.

BRENNAN, M.; HUH, S.; SUBRAHMANYAM, A. Asymmetric effects of informed trading on the cost of equity capital. *Management Science*, v. 62, n. 9, p. 2460-2480, 2015.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, v. 8, n. 3, p. 205-258, 1980.

BROWN, S.; FINN, M.; HILLEGEIST, S. Disclosure quality and the probability of informed. *Working Paper*, Emory University and Northwestern University, 2001.

BROWN, S.; HILLEGEIST, S. A. How disclosure quality affects the level of information asymmetry. *Review of Accounting Studies*, v. 12, n. 2, p. 443-477, 2007.

CAMARGOS, M. A. de; BARBOSA, F. V. Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro em anúncios de fusões e aquisições. *Production*, v. 25, n. 3, p. 571-584, 2015.

CAMARGOS, M. A. de; ROMERO, J. A. R. Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro a eventos corporativos: teste conjunto da hipótese de eficiência do mercado. *Revista de Gestão USP*, v. 13, n. 3, p. 57-74, 2006.

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. *The econometrics of financial markets*. 2. ed. New Jersey: Princeton University Press, 1997.

CASACCIA, M. C. *et al.* Análise do desempenho de fundos de investimentos: um estudo em ações brasileiras no período de janeiro de 2004 a agosto de 2009. *Revista Organizações em Contexto*, v. 7, n. 13, p. 1-30, 2011.

CASTRO, B. R.; MINARDI, A. M. A. F. Comparação do desempenho dos fundos de ações ativos e passivos. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 7, n. 12, p. 143-161, 2009.

CHANG, M. *et al.* Does disclosure quality via investor relations affect information asymmetry? *Australian Journal of Management*, v. 33, n. 2, p. 375-390, 2008.

CONSONI, S. *et al.* A divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados contábeis: evidências no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contabilidade Finanças [on-line]*, v. 28, n. 74, p. 249-263, 2017.

CUNHA, F. A. F. S.; SAMANEZ, C. P. Análise de desempenho dos investimentos sustentáveis no mercado acionário brasileiro. *Production*, v. 24, n. 2, p. 420-434, 2014.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. *Apresentação da nova Instrução CVM 409*. São Paulo, 2004. Disponível em:
<http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/institucional/apresentacoes/nova409.html>
. Acesso em: 20 jul. 2017.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>>. Acesso em: 18 nov. 2017.

DAMODARAN, A. *Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

DUARTE, J; YOUNG, L. Why is pin priced? *Journal of Financial Economics*, v. 91, n. 2, p. 119-138, 2009.

DYE, R. T.; GROTH, J. C. Value tweighting and simple optimization of portfolios: an empirical examination. *Managerial Finance*, v. 26, n. 6, p.23-35, 2000.

EASLEY, D. *et al.* Liquidity, information and infrequently traded stocks. *The Journal of Finance*, v. 51, n. 4, p. 1405-1436, 1996.

EASLEY, D.; HVIDKJAER, S.; O'HARA, M. Is information risk determinant of asset returns? *The Journal of Finance*, v. 57, n. 5, p. 2185-2221, 2002.

EID JR., W.; SECURATO, J. R. Financial markets development: evidence for Brazil, India and China. *SSRN Electronic Journal*, Aug. 2010. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1669612>>. Acesso em: 25 jun. 2018.

ERNST & Young. Tomorrow's investment rules: global survey of institutional investors on non-financial performance. 2013. Disponível em: <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Institutional-Investor-Survey/\\$File/EY-Institutional-Investor-Survey.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Institutional-Investor-Survey/$File/EY-Institutional-Investor-Survey.pdf)>. Acesso em: 18 nov. 2017

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: II. *The Journal of Finance*, v. 46, n. 5, p. 1575-1617, 1991.

FAMA, E. F. *et al.* The adjustment of stock prices to new information. *International Economics Review*, v. 1, p. 1-31, 1969.

FILGUEIRA, A. A indústria de fundos de investimento brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de capitais. *Texto para Discussão*, 3 nov. 2014. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/en_us/informar/estudos/fundos-de-investimento/textos-para-discussao-fundos-de-investimento/a-industria-de-fundos-de-investimento-brasileira-e-seu-papel-no-desenvolvimento-do-mercado-de-capitais.htm>. Acesso em: 18 nov. 2017.

FILHO, B. G. O.; SOUZA, A. F. Fundos de investimento em ações no Brasil: métricas para avaliação de desempenho. *Revista de Gestão*, v. 22, n. 1, 2015.

FONSECA, N. F. *et al.* Análise do desempenho recente de fundos de investimento no Brasil. *Contabilidade Vista & Revista*, v. 18, n. 1, p. 95-116, 2007.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro, produtos e serviços*. 12. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

FRANCO, K. C.; BACH, T. M.; SILVA, E. D. Assimetria de informação e desempenho: um estudo em empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa*, v. 15, n. 2, p. 24-39, 2016.

GARAY, U. *et al.* Internet-based corporate disclosure and market value: evidence from Latin America. *Emerging Markets Review*, v. 17, p. 150-168, 2012.

GIACOMONI, B. H. A persistência de desempenho dos fundos brasileiros durante a crise. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 34. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2010.

GIL, A. C. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1987.

GIRÃO, L. F. A. P.; MACHADO, M. A. V.; CALLADO, A. L. C. Análise dos fatores que impactam o MVA das companhias abertas brasileiras: será o EVA[®] mais Value Relevant que os indicadores de desempenho tradicionais? *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, v. 8, n. 2, p. 89-105, 2013.

HAUGEN, R. A. *Modern investment theory*. 4. ed. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1997.

HAUGEN, R. A. *The new finance: a modern investment theory*. 5. ed. New Jersey: Prentice-Hall, 2001.

HEALY, P.; PALEPU, K. A review of the voluntary disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, p. 405-440, 2001.

JEGADEESH, N.; KIM, W. Value of analyst recommendations: international evidence. *Journal of Financial Markets*, v. 9, n. 3, p. 274-309, 2006.

JENSEN, M. C. The performance of mutual funds in the period 1945-1964. *Journal of Finance*, v. 23, n. 2, p. 389-416, 1968.

JENSEN, M. C. *Optimal utilization of market forecasts and the evaluation of investment performance*. North Holland: North Holland Press, 1972.

JENSEN, M. C. Some anomalous evidence regarding market efficiency. *Journal of Financial Economics*, v. 6, n. 2-3, p. 95-101, 1978.

JIANG, J. Cross-sectional variation of market efficiency. *Review of Accounting and Finance*, v. 16, n. 1, p. 67-85, 2017.

JUNIOR, J. A. M.; CAMPANI, C. H.; LEAL, R. P. C. A escolha de fundos de ações e o investidor individual. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 21, n. 3, p. 41-62, 2017.

KLOECKNER, G. O. Estudo de eventos: a análise de um método. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 19., 1995, João Pessoa. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 1995. p. 261-270.

KUDLAWICZ-FRANCO, C.; BACH, T.; SILVA, E. Assimetria de informação e desempenho: um estudo em empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de GESTÃO dos Países de Língua Portuguesa*, v. 15, n. 2, p. 26-39, 2016.

LAES, M. A.; SILVA, M. E. Performance of mutual equity funds in Brazil – a bootstrap analysis. *Economia*, v. 15, n. 3, p. 294-306, 2015.

LAMBERT, R.; LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. Informational asymmetry, information precision, and the cost of capital. *Review of Finance*, v. 16, n.1, p. 1-29, 2011.

LASFER, M. A.; MELNIK, A.; THOMAS, D. C. Short-term reaction of stock markets in stressful circumstances. *Journal of Banking & Finance*, v. 27, p. 1959-1977, 2003.

LE SOURD, V. *Performance measurement for traditional investment – literature survey*. Lille, Nice: EDHEC, 2007. Disponível em: <<http://www.edhec-risk.com>>. Acesso em: 18 nov. 2017.

LI, H.; ZHANG, X.; ZHAO, R. Investing in talents: manager characteristics and hedge fund performances. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 46, n. 1, p. 59-82, 2011.

MACKINLAY, A. C. Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, v. 35, n. 1, p. 13-39, Mar. 1997.

MALACRIDA, M. J. C. *et al.* Gestão ativa dos fundos de investimento: uma análise de desempenho. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7., 2007, São Paulo. *Anais...* São Paulo: USP, 2007.

MALAQUIAS, R. F.; WILLIAM, E. J. Multimarket funds: performance, performance determinants and moderator effect. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 15, n. 4, p.135-163, 2014.

MARKOWITZ, H. Portfolio selection. *The Journal of Finance*, v. 7, n. 1, p. 77, 1952.

MARKOWITZ, H. *Portfolio selection: efficient diversification of investments*. New York: John Wiley & Sons, 1959. n. 36.

MARSCHAK, J. *Towards an economic theory of organization and information*. Part of the theory and decision library book series. [S.l.]: John Wiley, 1954. p. 29-62.

MARSTON, C. The organization of the investor relations function by large UK quoted companies. *Omega*, v. 24, n. 4, p. 477-488, 1996.

MARTINS, O. S.; PAULO, E.; ALBUQUERQUE, P. H. M. Negociação com informação privilegiada e retorno das ações na BM&FBovespa. *Revista de Administração de Empresas*, v. 53, n. 4, p. 350-362, jul.-ago. 2013.

McMILLAN, D. G.; THUPAYAGALE, P. The efficiency of African equity markets. *Studies in Economics and Finance*, v. 26, n. 4, p. 275-292, 2009.

MODIGLIANI, F.; MODIGLIANI, L. Risk-adjusted performance. How to measure it and why. *Journal of Portfolio Management*, v. 23, n. 2, p. 45-54, 1997.

MORIN, R. A.; SUAREZ, A. F. Risk aversion revisited. *The Journal of Finance*, v. 38, n. 4, p. 1201-1216, 1983.

MUSSA, A. *et al.* Hipótese de mercados eficientes e finanças comportamentais – as discussões persistem. Disponível em: <http://www.cpge.aedb.br/seget/artigos07/1241_TextoSeget.pdf>. Acesso em: 30 jul. 2017.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate Financing and Investment Decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 1, p. 187-221, 1984.

NETO, A. A. *Mercado financeiro*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

NETO, A. A. *Finanças corporativas e valor*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

OLIVEIRA FILHO, E. C. *Desempenho de fundos de investimento em ações brasileiros*. 2008. Dissertação (Mestrado em Administração) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2008.

OLIVEIRA, G. A.; PACHECO, M. M. *Mercado financeiro: objetivo e profissional*. 2. ed. São Paulo: Fundamento Educacional, 2005.

RABELO, J.; TARCÍSIO, S.; IKEDA, R. H. Mercados eficientes e arbitragem: um estudo sob o enfoque das finanças comportamentais. *Revista Contabilidade Finanças*, v. 15, n. 34, p. 97-107, 2004.

ROCHMAN, R. R.; EID JR., W. Fundos de investimento ativos e passivos no Brasil: comparando e determinando seus desempenhos. In: ENCONTRO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. *Anais...* Salvador: ANPAD, 2006.

RODRIGUES, S. S.; GALDI, F. C. Relações com investidores e assimetria informacional. *Revista Contabilidade Finanças*, v. 28, n.74, p. 297-312, 2017.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. *Administração financeira*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

SÁ, G. T. *Administração de investimentos, teoria de carteiras e gerenciamento do risco*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

SANTOS, C. E. G. *et al.* A performance dos fundos abertos de previdência privada. In: ENCONTRO NORTE NORDESTE DE FINANÇAS, 1., 2004, Recife. *Anais...* Recife: Encontro Norte Nordeste de Finanças, 2004.

SANTOS, C. M.; ARMADA, M. J. R. Avaliação do desempenho de gestores de investimentos sem recurso a carteiras padrão. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 1, n. 3, p. 31-55, 1997.

SCOTT, W. R. *Financial accounting theory*. 6. ed. Toronto: Pearson, 2012.

SERRA, R. G.; NAKAMURA, W. T. O novo Ibovespa é a melhor opção de investimento? *Revista Brasileira de Gestão e Negócios*, v. 18, n. 59, p. 87-107, 2016.

SETH, N.; SHARMA, A. K. International stock market efficiency and integration: evidences from Asian and US markets. *Journal of Advances in Management Research*, v. 12, n. 2, p. 88-106, 2015.

SHARPE, W. F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, v. 19, n. 3, p. 425-442, 1964.

SHARPE, W. F. Mutual fund performance. *Journal of Business*, p. 119-138, Jan. 1966.

SHARPE, W. F. The Sharpe ratio. *Journal of Portfolio Management*, Oct. 1994.

SHARPE, W. F.; ALEXANDER, G. J.; BAILEY, J. V. *Investments*. 5. ed. New Jersey: Prentice Hall, 1995. p. 261-292.

STIGLER, G. J. The economics of information. *The Journal of Political Economy*, v. 69, n. 3, p. 213-225, 1961.

STIGLITZ, J. E. The contributions of the economics of information to twentieth century economics. *Quarterly Journal of Economics*, v. 115, n. 4, p. 1441-1479, 2000.

SUN, B.; CARRETE, L. S.; TAVARES, R. Impacto dos relatórios de recomendação dos analistas *sell side* no retorno das ações. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, v. 5, n. 3, p. 22-36, set./dez. 2017. Disponível em: <<http://periodicos.ufpb.br/ojs2/index.php/recfin>>. Acesso em: 25 jun. 2018.

TREYNOR, J. L. How to rate management of investment funds. *Harvard Business Review*, v. 43, p. 63-75, 1965.

TREYNOR, J. L.; MAZUY, K. K. Can mutual funds outguess the market? *Harvard Business Review*, v. 44, p. 131-136, 1966.

VARGA, G. Índice de Sharpe e outros indicadores de performance aplicados a fundos de ações brasileiros. *Revista Administração Contemporânea*, v. 5, n. 3, p. 215-245, 2001.

VERRECCHIA, R. Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, v. 22, n. 1, p. 97-180, 2001.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. T. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. *Organizações em Contexto*, v. 2, n. 3, p. 48-67, 2006.

WELKER, M. Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. *Contemporary Accounting Research*, v. 11, n. 2, p. 801-827, 1995.

ZULIAN, B. L.; KIMURA, H.; BASSO, L. F. C. Estudo de índices de comportamento de manada em fundos brasileiros de investimentos em ações. *Revista Alcance*, v. 19, n. 1, p. 7-23. jan./mar. 2012.