



Contabilidade Vista & Revista

ISSN: 0103-734X

contabilidadevistaerevista@face.ufmg.br

Universidade Federal de Minas Gerais

Brasil

Fonte Neto, Jayme Wanderley da; De Montreuil Carmona, Charles Ulises
Relação entre eficiência de mercado e o problema de agência em fundos de investimentos
Contabilidade Vista & Revista, vol. 17, núm. 1, enero-marzo, 2006, pp. 99-112
Universidade Federal de Minas Gerais
Minas Gerais, Brasil

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=197014749006>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais artigos
- Home da revista no Redalyc

redalyc.org

Sistema de Informação Científica
Rede de Revistas Científicas da América Latina, Caribe, Espanha e Portugal
Projeto acadêmico sem fins lucrativos desenvolvido no âmbito da iniciativa Acesso Aberto

Relação entre eficiência de mercado e o problema de agência em fundos de investimentos

Jayme Wanderley da Fonte Neto¹
Charles Ulises De Montreuil Carmona²

Resumo

O artigo realizou uma discussão sobre a eficiência de mercado, comparando objetivos almejados pelos investidores e os efetivos interesses das administrações de fundos de investimentos. Objetivou-se investigar a existência ou não de uma harmonia de interesses entre estas partes. Analisada a questão, o trabalho apresentou entre suas conclusões a existência de um problema de agência e que, nos primeiros dez anos do Plano Real, houve excessivos ganhos para os gestores responsáveis. Foi concluído também que quanto mais ineficiente e volátil for o mercado, maior poderá ser a receita para a administração de fundos de investimentos.

Palavras-chave: Fundos de investimentos, Eficiência de mercado, Problema de agência.

Abstract

The article is a discussion about market efficiency, comparing realized objectives for investors and the effective profits from an administration of investment funds. The purpose is to investigate if harmony of interests exists between the two. After analyzing the question, the work presented as conclusions the existence of an agency problem. Furthermore, the first ten years of Plano Real had an excessive earning for the responsible management. It was also concluded that if the market is inefficient and volatile, so it is possible that of investment funds administration could be even more.

Keywords: Investment fund, Market efficiency, Agency problem.

¹ Mestre em Administração (PROPAD/UFPE). Endereço: Av. Prof. Moraes Rego, 1235. Cidade Universitária - Recife-PE, CEP: 50670-901. E-mail: jaymew@ig.com.br

² Doutor PUC-RJ, Professor do Departamento de Ciências Administrativas (DCA/PROPAD/UFPE). Endereço: Avenida Prof. Moraes Rego, 1235 - Cidade Universitária. Recife-PE, CEP: 50670-901.

1 Introdução

Quando se identifica o público que efetivamente participa, de forma mais direta, do mercado acionário, o Brasil apresenta-se com uma situação diferenciada em relação a países com um mercado de capitais mais desenvolvido e popularizado. Em países como os Estados Unidos, por exemplo, há uma cultura mais sólida em investimentos em ações. Indivíduos, instituições e empresas freqüentemente demandam por ações como alternativa para a aplicação de seus recursos.

No Brasil, o mais comum é que estes agentes, quando superavitários, depositem seus recursos em instituições financeiras, através de aplicações como poupança, CDB, RDB ou fundos de investimentos diversos. Esses recursos, em geral, são direcionados para o mercado acionário apenas indiretamente, quando fazem a opção de aplicar em fundos de investimentos que contêm ações nas suas carteiras. Na prática, a maior parte dos indivíduos ou empresas investidoras sequer tem conhecimento sobre que ações estão sendo negociadas diariamente com seus recursos, sendo esta atividade praticada pelo administrador do fundo. Desta forma, a atuação destes gestores passa a ter forte relevância para o comportamento do mercado acionário nacional, pois são eles quem – de fato – efetivamente realizam grande parte das decisões de compra e venda das ações e, portanto, da definição de seus preços.

Desta forma, o presente estudo se centrará numa análise relacionada à gestão dos fundos de investimentos em ações. O princípio norteador será o de que, dado que estes têm relevante atuação no mercado, é de significativa importância conhecer melhor as respectivas realidades de trabalho.

De forma específica, será analisada a atual sistemática de remuneração da administração dos fundos de investimentos que fazem uso de ações. O objetivo maior será investigar a adequabilidade deste método de remuneração e se o mesmo pode ser responsável por prejuízos ao investidor, ineficiências de mercado e excessos de volatilidade. São, portanto, as seguintes perguntas da pesquisa: (1) a atual sistemática de remuneração da administração dos fundos de investimentos está em harmonia aos objetivos dos investidores que lhes confiam seus recursos? Caso contrário, em não havendo dita harmonia, pode-se considerar a existência de um problema de *agency*? (2) em termos práticos, que conseqüências podem existir para o

mercado acionário brasileiro decorrente desta sistemática de remuneração? Esta pode estimular a ineficiência do mercado e o excesso de volatilidade? (3) as autoridades regulatórias poderiam normatizar um outro modelo de remuneração buscando evitar possíveis ineficiências de mercado?

Com vistas a atender o objetivo de pesquisa e a responder a estas perguntas, o artigo é composto da seguinte estrutura: na seção 2, consta o referencial teórico, o qual aborda conceitos de eficiência de mercado, ineficiências – como *overreaction* e bolhas – e problema de agência. Na seção 3, serão analisados quais são os interesses específicos dos investidores e os incentivos presentes para a administração dos fundos de investimentos em ações, averiguando se há ou não uma compatibilidade e identidade plena de interesses. Na seção 4, será observada a evolução do Ibovespa nos dez primeiros anos do Plano Real, investigando que conseqüências específicas este comportamento trouxe para investidores e para a administração dos fundos de investimentos. Por fim, na seção 5, constam as considerações finais do trabalho.

2 Referencial teórico

Quando se trata de questões relacionadas ao comportamento do mercado acionário, analisando-se a possibilidade de existência de preços inadequados aos fundamentos econômico-informacionais, além da possibilidade de ganhos e prejuízos anormais a investidores, a questão da eficiência de mercado mostra-se central.

Desenvolvida e trabalhada há mais de três décadas, a hipótese de eficiência tem como seu principal expoente Fama (1970, p.383), para o qual um mercado eficiente seria aquele em que os preços dos ativos reflitam as informações relevantes: “*a market in which prices always ‘fully reflect’ available information is called ‘efficient’*”. Dessa forma, as variações de preços num mercado eficiente devem ser justificadas com o ingresso de novas informações relevantes.

Frente a esta hipótese, desde então diversos estudos vêm sendo desenvolvidos com o objetivo de analisar se os mercados acionários podem ser considerados eficientes. Algumas das conclusões foram neste sentido, ao passo que outros rejeitaram a citada hipótese de eficiência. Autores, como,

De Bondt e Thaler (1985) e Chopra, Lakonishok e Ritter (1992), entre muitos outros, apresentam evidências de excessos de reação (*overreaction*), ou seja, que o mercado reage exageradamente de forma incompatível com as informações. Jegadeesh e Titman (1993, 2001), por sua vez, defendem a existência do chamado efeito momento, para o qual o comportamento do mercado também não é compatível com as informações relevantes, conseqüentemente, rejeitando a eficiência de mercado. Especificamente, sobre este efeito, o próprio Fama (1997, p.25) reconheceu que os seus resultados são intrigantes e aparentemente difíceis de conciliar com a dita hipótese de eficiência: *the short-term continuation of returns documented by Jegadeesh e Titman (1993) is also an open puzzle*. Há autores também que defendem a existência das chamadas bolhas, quando os preços dos ativos apresentam-se em patamares incompatíveis com os fundamentos financeiros e econômicos vigentes.

A realidade é que atualmente continua a existir um forte debate sobre a hipótese da eficiência de mercado, tendo sido desenvolvidas, neste meio, teorias das chamadas finanças comportamentais. Estas buscam explicações para o comportamento do mercado a partir de variáveis inerentes ao ser humano e que, a princípio, não são consideradas pela hipótese de eficiência de mercado. Desta forma, as modelagens que consideram as variáveis risco-retorno (como realizado na moderna teoria das carteiras e no *Capital Asset Pricing Model - CAPM*), baseando-se na hipótese de eficiência, são ampliadas pelos pesquisadores comportamentais e buscam incorporar outros fatores.

Nesta linha de trabalho, o presente estudo irá analisar que variáveis estão relacionadas ao comportamento dos gestores dos fundos de investimentos e o que seria, aprioristicamente, desejado pelos investidores. Desta forma, será analisada a hipótese de que a trajetória de preços do mercado brasileiro seja afetada por fatores comportamentais próprios dos citados gestores, o que pode levar à ineficiência do mercado, inclusive, com injustificados excessos de volatilidades – incoerentes com os fundamentos econômico-informacionais.

Especificamente será a analisado se existem custos de agência. Estes, conforme Pondé (2002, p.292), ocorrem quando um agente econômico (principal) contrata outro (agente) para determinada atividade e este último – o agente – procede na busca de seus interesses próprios que não necessariamente se equivalem aos interesses do principal:

o principal poderá encontrar dificuldades em induzir o agente a se comportar de maneira a maximizar o ganho do principal – o agente pode preferir executar as atividades para as quais foi contratado de uma forma que incremente o seu ganho em detrimento do ganho do principal.

Após, Pondé (2002) expõe que isto pode implicar numa alocação de recursos econômicos não-ótima, o que não é compatível com um mercado eficiente. De forma concreta, o estudo irá delinear quais são os interesses próprios do investidor, neste momento considerado como o principal, e os da administração dos fundos de investimentos em ações, tidos como os agentes da relação.

3 Os interesses dos investidores *versus* da administração dos fundos

Os investidores são os indivíduos e empresas superavitários, ou seja, que possuem recursos disponíveis ao investimento no mercado financeiro. Partindo do trabalho de Markowitz (1952), um dos de maior relevância ao estudo em finanças, é exposto que o objetivo maior dos investidores é a maximização da relação retorno e risco. Conforme Markowitz (1952, p.82), seja E o retorno esperado e V o risco: “the E - V rule states that the investor would (or should) want to select one of those portfolios which give rise to the (E, V) combinations indicated as efficient in the figure; i.e., those with minimum V for given E or more and maximum E for given V or less”.

Desta forma, para um determinado nível de risco, o investidor terá o interesse em obter o retorno máximo; ou então para um determinado retorno, ele buscará minimizar o risco. Em sentido amplo, destarte, seu interesse será em maximizar a relação de retorno por nível de risco. As posteriores modelagens desenvolvidas em finanças adotam como princípio fundamental tal relação. O *CAPM*, por exemplo, segue esta premissa maior. Neste sentido, Sharpe (1964) expõe uma função de utilidade para o investidor nos seguintes termos:

$$U = f(E_w, \sigma_w) \quad (1)$$

Em que Ew é a riqueza futura esperada e $W \sigma$ é desvio padrão esperado em relação à citada riqueza. Adiante, expõe que serão as seguintes as preferências do investidor:

$$\frac{dU}{dE_w} > 0 \quad \text{ou} \quad \frac{dU}{d\sigma_w} < 0 \quad (2)$$

Ratifica, portanto, o objetivo de maximizar a relação retorno por unidade de risco. Baseado nesta premissa, foram desenvolvidas diferentes metodologias para mensurar o desempenho dos fundos de investimentos. O interesse maior do investidor, desta forma, será a maximização destes índices. A seguir algumas das principais formas de mensuração:

Índice de Sharpe:
$$IS = \frac{R_F - R_f}{\sigma_F}$$

Índice de Jensen:
$$\alpha = (R_F - R_f) - \beta \cdot (R_M - R_f)$$

Índice de Treynor:
$$T = \frac{R_F - R_f}{\beta_F}$$

Índice de Modigliani:
$$I_m = \left[\frac{\sigma_{Mercado}}{\sigma_F} \times (R_F - R_f) \right] - [R_{Mercado} - R_f]$$

Onde:

R_F o Retorno do Fundo;

R_f o Retorno do Ativo Livre de Risco;

R_m o Retorno da Carteira de mercado;

σ o Desvio Padrão dos Retornos (do Fundo - σ_F , ou da carteira de mercado $\sigma_{Mercado}$); e

β o Coeficiente angular da reta da regressão entre o retorno do fundo e o retorno da carteira de mercado (é a medida de risco do CAPM, que pressupõe a diversificação).

Estes são alguns dos mais utilizados índices. O objetivo de sua apresentação é demonstrar que todos eles incorporam tanto a variável retorno

como risco, estando, portanto, coerentes com a premissa maior de que o interesse do investidor é maximizar esta relação de forma favorável.

Além disso, Dammon, Spatt e Zhang (2004) reiteram que, na busca de seus objetivos, é central para o investidor a questão dos custos relacionados ao investimento realizado. Entre estes custos, é relevante a taxa de administração dos fundos de investimentos, objeto de investigação por parte do presente trabalho.

Após a delineação dos reais interesses dos investidores (principal), será estudado, a partir deste momento, o que verdadeiramente buscam as administrações dos fundos (agentes). Como ponto de partida, é preciso analisar como tal administração é remunerada. A regra geral é perceberem um percentual do patrimônio líquido do fundo. A Instrução Normativa n.º 409 no Art. 41, da Comissão de Valores Mobiliários, estabelece que regulamento deve, obrigatoriamente, dispor sobre a taxa de administração, fixa e expressa em percentual anual do patrimônio líquido (base 252 dias).

No Art. 61, § 3º, a mesma Instrução Normativa expõe:

nos fundos abertos, as taxas de administração e de performance devem ser provisionadas por dia útil, sempre como despesa do fundo e apropriadas conforme estabelecido no regulamento.

Observa-se, portanto, que o interesse do administrador será de maximizar o patrimônio do fundo em cada dia útil do ano. Isto, a princípio, poderia parecer coerente com o objetivo dos investidores, porém, se melhor analisado, observa-se um problema.

A princípio, o presente estudo parte do convencimento de que a existência de *overreaction* (para subida de preços), além de bolhas, mostra-se extremamente benéfica a esta administração e, ao mesmo tempo, prejudiciais ao investidor. Quanto mais existirem reações exageradas do mercado promovendo injustificados aumentos nos preços das ações – o que aumentará o patrimônio líquido do fundo – maior será a remuneração percebida por tais gestores. A existência de bolhas no mercado acionário também se mostrará benéfica a estes administradores, os quais poderão ter incentivos à aquisição de ativos cujos preços estejam elevando-se de forma infundada com as informações disponíveis. Como são remunerados apenas pelo patrimônio líquido do fundo e não sendo penalizados por possíveis aumentos da exposição ao

risco com ações mais voláteis, terão incentivos a adquirir ativos nestas situações, mesmo que tenham ciência de que seus preços tenderão a cair, retornando a patamares compatíveis com as informações do mercado.

Mesmo que o preço das ações, após alguns dias, semanas ou meses, volte ao seu patamar normal, de acordo com seus fundamentos e informações relevantes disponíveis, ainda assim os gestores poderão ter acumulado consideráveis ganhos anormais. Isto ocorre, pois o cálculo de dita remuneração é feito diariamente e pago mensalmente, de forma que, mesmo que os preços se corrijam após a *overreaction* ou bolha, ainda assim a remuneração calculada no passado com base no patrimônio líquido do fundo até então artificialmente inflado, já terá sido paga.

Desta forma, do ponto de vista teórico, este estudo aponta para a existência de um problema de agência: os interesses dos investidores (de maximizar a relação retorno-risco) não é o mesmo dos gestores dos fundos (maximizar o patrimônio líquido dos fundos – mesmo que momentaneamente e de forma temporária, incompatível com os fundamentos informacionais).

Esta é a situação para o mercado brasileiro. O presente estudo também procedeu à análise de como a remuneração da administração de fundos de investimentos é normatizada nos Estados Unidos – principal mercado de capitais do mundo.

Neste país, a remuneração da gestão desses fundos é composta basicamente por duas categorias: *shareholder fees* e *annual fund operating expenses*. No primeiro grupo, constam as chamadas *loads*. Estas são taxa cobradas do investidor no início da aquisição de cotas dos fundos (*front-end load*) ou quando da venda destas cotas (*back-end load*).

O segundo grupo, *annual fund operating expenses*, é calculado através da aplicação de um percentual sobre o valor médio líquido dos ativos que compõem o fundo. A legislação autoriza a cobrança do *management fee*, cuja finalidade é custear as despesas com os profissionais responsáveis por aconselhamentos de investimentos e seleção da carteira. Ainda nesse grupo, é possível a cobrança da chamada *Distribution (12b-1) fee*.

Registre-se que, na prática, um fundo de investimento norte-americano pode dar a opção ao investidor em escolher diferentes sistemáticas de taxas, dentre as citadas acima. É possível, por exemplo, a escolha de um fundo cuja

taxa de administração seja composta mais fortemente pelos *shareholder fees*, com pouca – ou inexistente – participação de taxas como, por exemplo, a 12b-1 *fee*. Num sentido contrário, é possível também que um determinado fundo de investimento disponibilize a opção ao investidor em adotar uma sistemática, cujo valor predominante seja decorrente dos *annual fund operating expenses* ao invés dos *shareholder fees*. Essas opções e sistemáticas de pagamento possíveis, conforme regulamentação da *Security Exchange Commission* (SEC) devem estar claramente expostas nos prospectos dos fundos.

Observa-se, portanto, que nos Estados Unidos parte da remuneração dos fundos de investimentos é calculada com base num percentual incidente sobre o patrimônio líquido do fundo. Entretanto, isto não traz as conseqüências e a magnitude dos problemas de agência que podem ocorrer no Brasil. Para tanto, podem ser apontados, entre outros, os seguintes motivos:

- Primeiramente, a remuneração da administração dos fundos norte-americanos não é integralmente obtida por meio da aplicação do percentual sobre o patrimônio líquido do fundo. Conforme visto, também são utilizados os chamados *shareholder fees*, cuja sistemática é diferente, não havendo a mesma intensidade de ganhos anormais para os gestores dos fundos no caso de *overreaction* ou bolhas;
- Em segundo lugar, os próprios investidores possuem um maior poder de decisão sobre como pagar estas taxas, sendo-lhes disponibilizadas diferentes opções, o que não se verifica no Brasil;
- Nos Estados Unidos, indivíduos e instituições fazem negócios no mercado de capitais numa proporção muito superior. No Brasil, parte das empresas e pessoas canalizam seus recursos para o mercado acionário por meio da aquisição de cotas em fundos de investimentos. Acredita-se, portanto, que, no Brasil, tais fundos possuam uma representatividade e influência no mercado bem superior a países como o norte-americano;
- O mercado brasileiro é sujeito a uma volatilidade superior à dos Estados Unidos; e
- O mercado acionário norte-americano possui um grau maturidade, em termos de tempo, estabilidade e volume de negociação, bem superior ao do Brasil.

Frente a esses motivos, é que se acredita que a realidade brasileira é diferente, podendo estar sujeita aos anteriormente citados problemas de agência, em virtude da forma como a remuneração da administração de fundos de investimentos em ações é regulamentada.

4 Evidências empíricas sobre o comportamento do mercado

Nesse contexto, o presente estudo investigou o comportamento do mercado acionário brasileiro nos primeiros dez anos do Plano Real. Para tanto, foi analisado o comportamento do Ibovespa, o qual é tido como a melhor representação da carteira de mercado para ações no Brasil. Nos meses anteriores a março de 1997, quando houve uma divisão por 10, o índice foi devidamente ajustado.

Entre junho de 1994 e junho de 2004, o Ibovespa apresentou um retorno equivalente à taxa efetiva de 1,48% a.m.. Com base nesta taxa de crescimento, este trabalho simulou os valores do índice em cada mês, fazendo-se, portanto, uma projeção exponencial da sua evolução. Em seguida, procedeu à comparação do Ibovespa Real com o Ibovespa da projeção.

Em seguida, foi analisada a diferença percentual entre o índice real e o índice que seria projetado conforme a taxa de 1,48% ao mês. Calculada esta diferença em cada mês e procurando-se identificar se o índice mostrou-se de forma significativa sobrevalorizado e acima de seu caminho normal esperado, efetuou-se os testes das seguintes hipóteses:

$$H_0: \left[\frac{(IBOVESPA_{Real} - IBOVESPA_{Projetado}) / IBOVESPA_{Projetado}}{N^{\circ} \text{ de observações}} \right] = 0$$

$$H_1: \left[\frac{(IBOVESPA_{Real} - IBOVESPA_{Projetado}) / IBOVESPA_{Projetado}}{N^{\circ} \text{ de observações}} \right] > 0$$

Para 120 observações (10 anos), obteve-se uma média de 0,16, ou seja, em geral, o Ibovespa Real esteve 16% acima do Ibovespa Projetado, que representaria o caminho natural sobre o qual o índice deveria oscilar na

presença de um caminho aleatório. Se este *random walk* estivesse presente, a diferença esperada deveria tender a zero, ao invés de 16%.

Procedendo-se a um teste *t* de Student, obteve-se $t = 5,2955$, superior ao valor requerido para um intervalo de confiança estatístico de 99,5%. Portanto, para este período, rejeita-se a hipótese nula acima. Para minimizar a possibilidade de vieses da amostra, este procedimento foi repetido para diferentes intervalos dentro destes dez anos, obtendo-se os resultados conforme o Quadro 1.

Quadro 1: Resultados dos testes efetuados

Período	Média das diferenças percentuais	Nº de Meses	t de Student	Consideração sobre a hipótese nula
Jun/94 a jun/04	0,1600	120	5,2955	Rejeita
Jun/94 a jun/03	0,3767	108	10,0435	Rejeita
Jun/94 a jun/02	0,4440	96	11,5913	Rejeita
Jun/94 a jun/01	0,1873	84	6,5066	Rejeita
Jun/94 a jun/00	0,0017	72	0,0622	Não Rejeita
Jun/94 a jun/99	0,0661	60	2,0103	Rejeita
Jun/94 a jun/98	0,0890	48	2,6369	Rejeita
Jun/94 a jun/97	-0,1957	36	-5,9764	Não Rejeita
Jun/94 a jun/96	-0,0477	24	-1,2150	Não Rejeita
Jun/94 a jun/95	0,1554	12	2,5100	Rejeita

Fonte: elaborado pelos autores.

Dos 10 testes, 7 rejeitaram H_0 , a 95% de significância. Observou-se também que nos intervalos entre junho de 1994 a junho de 1997 e junho de 1994 a junho de 1995, houve uma média negativa, ou seja, o Ibovespa real esteve abaixo da sua projeção para o período. Isto, contudo, pode ser explicado, pois, sobretudo em junho de 1997, o índice atingiu um pico de 12.567 pontos que logo foi revertido, chegando a cair a 8.986 pontos já em outubro deste mesmo ano. Desta forma, a média apresentou-se negativa, pois foi tomado como base um período em que um dos extremos estava aparentemente viesado – contaminado com uma sobrevalorização.

Analisando os resultados, este trabalho apresenta como conclusão o fato de que, entre junho de 1994 e junho de 2004 (os dez primeiros anos do plano real), o Ibovespa, em média, apresentou-se com uma sobrevalorização de 16% em relação ao seu caminho esperado normal. Dado que a

remuneração da administração dos fundos de investimentos é calculada com base no valor do patrimônio líquido médio diário, os investidores arcaram com um custo superior ao verdadeiro e efetivo crescimento de seus patrimônios. Isto se deu porque, em geral, as subidas de preços aparentemente não se mostraram coerentes com os fundamentos econômicos, logo se revertendo – característica presente em situações de *overrecaction* e bolhas. Corroborando-se este fato, foi simulada, no Quadro 2, a situação de um investidor que tenha aplicado R\$ 10 milhões num fundo cuja taxa de administração tenha sido de 4,0%.

Quadro 2: Comparação do valor em taxas de administração versus efetiva valorização patrimonial

Período	Nº de Meses	4% sobre a efetiva valorização patrimonial (R\$)	Valor efetivamente pago em taxas de Adm. (R\$)	Diferença paga a maior pelo investidor (R\$)
Jun/94 a jun/04	120	23.528.000,00	27.261.000,00	3.733.000,00
Jun/94 a jun/03	108	17.768.000,00	20.930.000,00	3.162.000,00
Jun/94 a jun/02	96	13.255.000,00	16.446.000,00	3.191.000,00
Jun/94 a jun/01	84	9.737.000,00	12.514.000,00	2.777.000,00
Jun/94 a jun/00	72	7.011.000,00	8.937.000,00	1.926.000,00
Jun/94 a jun/99	60	4.910.000,00	6.049.000,00	1.139.000,00
Jun/94 a jun/98	48	3.307.000,00	4.172.000,00	865.000,00
Jun/94 a jun/97	36	2.093.000,00	2.431.000,00	338.000,00
Jun/94 a jun/96	24	1.185.000,00	1.220.000,00	35.000,00
Jun/94 a jun/95**	12	516.000,00	543.000,00	27.000,00

Fonte: elaborado pelos autores.

Por meio do Quadro 2 verifica-se a diferença entre o valor efetivamente pago pelos investidores e o que seria devido em virtude dos seus reais ganhos patrimoniais. Entre junho de 1994 a junho de 2004, por exemplo, o atualizado valor devido simulado foi de R\$ 27,3 milhões (a ser pago à administração do fundo), ao passo que, conforme a evolução de seus patrimônios líquidos, o valor de 4,0% seria de apenas R\$ 23,5 milhões. Esta diferença ocorre em virtude do excesso de volatilidade e sobrevalorização verificados no período. Durante alguns intervalos de tempo, os preços dos ativos mostraram-se sobre-valorizados e em seguida, revertendo-se. Estas características do mercado acionário brasileiro mostraram-se ao mesmo tempo prejudiciais aos investidores e extremamente benéficas aos gestores de fundos de investimentos.

5 Conclusões

Analisando-se os reais interesses dos investidores e os estímulos financeiros direcionadores do comportamento da administração de fundos de investimentos, esse trabalho conclui não haver uma plena identidade de objetivos, podendo estar presente o problema de agência. Enquanto os primeiros buscam maximizar a relação retorno e risco, foi visto que os agentes possuem incentivos a buscar a maximização do patrimônio líquido do fundo, mesmo que temporária, sem respaldo nos fundamentos econômicos.

Empiricamente, foi evidenciado que sobre-valorizações trazem ganhos substanciais à administração de fundos de investimentos em detrimento de perdas aos investidores, os quais passam a arcar com maiores gastos. Frente aos fatos, uma possível sugestão aos órgãos reguladores no Brasil é rever as normas sobre a remuneração de fundos de investimentos, tendo-se como recomendação a incorporação da variável risco no cálculo destas.

Referências

- CHOPRA, N.; LAKONISHOK, J.; RITTER, J. R. **Measuring abnormal performance**: Do stocks overact? In: THALER, Richard H. *Advances in behavioral finance*. New York: Russel Sage Foundation, 1993. p. 265-302.
- DAMMON, R. M.; SPATT, C. S.; ZHANG, H. H. Optimal Asset Location and Allocation with taxable and tax-deferred investing. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 3, June 2004. p. 999-1037.
- DE BONDT, W. F. M.; THALER, R. H. Does the stock market overreact? In: THALER, Richard H. **Advances in behavioral finance**. New York: Russel Sage Foundation, 1993. p. 249-264.
- FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work. **Journal of Finance**. v. 5, p. 383-417, 1970.
- FAMA, E. F. **Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance**. SSRN, 1997. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=15108>. Acesso em: 19 fev. 2005.
- JEGADEESH, N.; TITMAN, S. Profitability of Momentum Strategies: An Evaluation of Alternative Explanations. **Journal of Finance**, v. 56, n. 2, p. 699-720, 2001.
- JEGADEESH, N.; TITMAN, S. Returns to buying winners and selling losers: implication for stock market efficiency. **Journal of Finance**, v. 48, p. 65-91, 1993.

MARKOWITZ, H.. Portfolio selection. **Journal of Finance**, v. 7, n. 1, p. 77-91, March 1952.

PONDÉ, J. L. Organização das grandes corporações. In: KUPFER, D. ; HASENCLEVER, L. (Org.) **Economia Industrial**. Rio de Janeiro: Campus, 2002. p. 287-306.

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, Sept. 1964.

Artigo recebido em: 10 de maio de 2006

Aceito para publicação em: 25 de junho de 2006