

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS  
ESCOLA DE ECONOMIA DE SÃO PAULO

**EDUARDO TERUO IZUMI**

**O CAPITAL HUMANO DO GESTOR É FATOR DETERMINANTE NO  
DESEMPENHO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO**

SÃO PAULO

2019

**EDUARDO TERUO IZUMI**

**O CAPITAL HUMANO DO GESTOR É FATOR DETERMINANTE NO  
DESEMPENHO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO**

Dissertação apresentada à Escola de  
Economia de São Paulo da Fundação  
Getulio Vargas, como requisito para  
obtenção de Título de Mestre em  
Economia.

Área de Concentração: Finanças

Orientador: Prof. Dr. Joelson Sampaio

SÃO PAULO

2019

Izumi, Eduardo Teruo.

O capital humano do gestor é fator determinante no desempenho dos fundos de investimento multimercado / Eduardo Teruo Izumi. - 2019.

43 f.

Orientador: Joelson Oliveira Sampaio.

Dissertação (mestrado profissional MPFE) – Fundação Getulio Vargas, Escola de Economia de São Paulo.

1. Fundos de investimento. 2. Investimentos - Administração. 3. Administradores de investimentos. 4. Capital humano. 5. Qualificações profissionais. I. Sampaio, Joelson Oliveira. II. Dissertação (mestrado profissional MPFE) – Escola de Economia de São Paulo. III. Fundação Getulio Vargas. IV. Título.

CDU 336.767

**EDUARDO TERUO IZUMI**

**O capital humano do gestor é fator determinante no desempenho dos fundos de investimento multimercado**

Dissertação apresentada à Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção de Título de Mestre em Economia.

Área de concentração: Finanças

**Data da Aprovação:**

06/12/2019

Banca Examinadora:

---

Prof. Dr. Joelson Sampaio (Orientador)  
FGV-EESP

---

Prof. Dr. Henrique Castro  
FGV-EESP

---

Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Claudia Yoshinaga  
FGV- EAESP

## **AGRADECIMENTOS**

Em primeiro lugar, agradeço aos meus pais, por todo o carinho, suporte e incentivo em todas as fases de minha formação pessoal e profissional.

Agradeço a minha esposa, pelo apoio e pela compreensão da privação de convívio, certamente não recuperável.

Ao Professor Dr. Joelson Sampaio, agradeço pelas inúmeras horas de reuniões e discussões sobre o tema, sempre comprometido, paciente e empenhado durante a orientação desta dissertação.

Agradeço aos professores Henrique Castro e Claudia Yoshinaga, por aceitarem participar como integrantes da banca examinadora.

Agradeço também a todos os demais professores da FGV que muito me auxiliaram no decorrer do mestrado.

Aos amigos do mestrado, agradeço a convivência e a troca de conhecimentos nas discussões em sala de aula.

Por fim, agradeço aos meus amigos e colegas do mercado financeiro que me auxiliaram profissionalmente e intelectualmente no decorrer da minha carreira profissional.

## RESUMO

A literatura acadêmica desenvolvida por Schultz (1964) afirma que a qualificação e o aperfeiçoamento da população, advindos do investimento em capital humano – educação –, elevariam a produtividade, as habilidades, contribuindo para o desenvolvimento da sociedade como um todo. O objetivo desta dissertação foi analisar se as variáveis de capital humano – como: *Chartered Financial Analysts (CFA)*, *Master of Business Administration (MBA no Exterior)*, Mestrado ou Doutorado e anos de experiência – são determinantes no desempenho dos gestores de fundos de investimento multimercado no mercado brasileiro no período de 2014 a 2018. Assim, seguindo os trabalhos de Golec (1996), Chevalier e Ellison (1999), Gottesman e Morey (2006), o excesso de retorno dos gestores, as variáveis de capital humano e anos de experiência foram regredidas com a utilização do Método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Os resultados econométricos evidenciaram que os gestores com a variável de capital humano *MBA no Exterior* apresentaram significância estatística negativa na contribuição de retorno dos fundos. Já às demais variáveis de capital humano e anos de experiência indicaram não ter significância estatística na explicação do excesso de retorno dos gestores no período entre 2014 a 2018.

**Palavras-chave:** Desempenho dos fundos multimercados, Capital humano, *CFA*, *MBA*, Mestrado e Doutorado.

## **ABSTRACT**

The academic literature developed by Schultz (1964) states that the qualification and improvement of the population, resulting from investment in Human Capital – education – would increase productivity, skills, contributing to the development of society as a whole. The objective of this dissertation was to analyze if the Human Capital variables such as: Chartered Financial Analysts (CFA), Master of Business Administration (MBA), Masters degree or Ph.D degree and years of experience are determinant in the performance of Hedge Fund managers in Brazil. According to the works of the authors Golec (1996), Chevalier and Ellison (1999), Gottesman and Morey (2006), the excess return of managers, Human Capital variables and years of experience were regressed using the Ordinary Least Squares Method (OLS). The econometric results showed that managers with the MBA Human Capital Variable variable presented negative statistical significance in the return contribution of the funds. As for the other Human Capital variables and years of experience, they indicated no statistical significance in explaining managers' excess returns in the period from 2014 to 2018.

**Keywords:** Performance of Hedge Fund, Human capital, CFA, MBA, Masters degree and Ph.D.

## **LISTA DE GRÁFICOS**

Gráfico 1 – Evolução e Distribuição do Patrimônio Líquido investido em fundos por classe de ativo nos anos de 2016, 2017 e 2018. ....	13
Gráfico 2 – Evolução da taxa SELIC em % ao ano, desde 2002 até 2018. ....	14
Gráfico 3 – Retornos Acumulados segregados pelo grupo de gestores em comparação com o CDI no período de 5 anos. ....	32



## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Descritivo das variáveis selecionadas para o estudo. ....	21
Quadro 2 – Representa a nova classificação de fundos de investimento multimercado, de acordo com as alterações previstas na Instrução CVM nº 555/2014.....	23
Quadro 3 – Descrição das definições do Nível 1 e Nível 2 da Instrução CVM nº 555/2014. ....	23

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Composição dos gestores por estratégias. ....	22
Tabela 2 – Representatividade da soma do Patrimônio Líquido Médio de 2018 dos fundos elegíveis para o estudo, após a aplicação do critério de tamanho do PL. ....	25
Tabela 3 – Frequência das variáveis de capital humano dos gestores. ....	27
Tabela 4 – Informações descritivas das variáveis dos fundos em dados anuais, analisadas no intervalo de 5 anos. ....	28
Tabela 5 – Resultados da Regressão entre Excesso de Retorno Acumulado dos 47 gestores em relação das variáveis independentes de capital humano: <i>CFA</i> , <i>MBA</i> no Exterior, Mestrado ou Doutorado e anos de experiência. ....	29
Tabela 6 – Grupos de gestores segregados e analisados pelos retornos e CDI em base anual. ....	30
Tabela 7 – Excesso de Retorno Acumulado dos grupos de gestores em relação ao CDI do período de 2014 a 2018. ....	31
Tabela 8 – Evolução histórica do Patrimônio Líquido Médio ao ano dos gestores (R\$ milhões), PL Médio por quantidade de gestores que compõem o grupo (R\$ milhões) e taxa de administração ponderada (% a.a). ....	33
Tabela 9 – Evolução histórica da captação dos grupos de gestores (R\$ milhões). ..	35
Tabela 10 – Anos de experiência dos grupos de gestores, excesso de retorno acumulado e volatilidade no período de 5 anos. ....	36
Tabela 11 – Estatística descritiva da volatilidade dos grupos de gestores. ....	37

## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	10
2	REVISÃO DA LITERATURA.....	15
3	ANÁLISE DE DADOS E ELEGIBILIDADE DOS FUNDOS SELECIONADOS....	20
4	METODOLOGIA.....	26
5	RESULTADOS .....	27
6	CONCLUSÃO .....	38
	REFERÊNCIAS.....	40

## 1 INTRODUÇÃO

Com a publicação dos estudos de Mincer (1958), Becker (1964) e Schultz (1964), evidenciou-se que, além da atribuição do capital físico à teoria do crescimento econômico, existia outra variável implícita que não havia sido considerada até então nos modelos estudados: o capital humano. Os modelos anteriores de crescimento econômico que incorporavam os fatores de produção não eram suficientes para explicar a produtividade e o crescimento elevados de alguns países e regiões.

Considerado o principal formulador da ideia de capital humano, Theodore W. Schultz o definiu como a capacidade da personalidade de uma pessoa – no que diz respeito a conhecimentos, competências e atributos – ao desempenhar um trabalho, de maneira a produzir valor econômico (Schultz, 1964).

Levando-se em consideração que a literatura brasileira apresenta poucos estudos acadêmicos analisando o capital humano no desempenho do gestor de fundos de investimento, o questionamento que ora se expõe é o seguinte: o investimento acadêmico de um profissional – por exemplo, em cursos de *MBA*, *CFA*, Mestrado ou Doutorado – agregaria melhor desempenho, em termos de rentabilidade, para os fundos sob sua gestão? Antes de qualquer conclusão, é importante verificar como foi tratado o tema na literatura que deu suporte à presente dissertação.

Segundo Chevalier e Ellison (1999), existem diversas publicações de *rankings* de desempenho dos fundos de investimento, contudo não existe uma avaliação específica do capital humano de seus respectivos gestores. Assim, esta dissertação pretende analisar se o desempenho dos fundos de investimento multimercado tem relação com o capital humano de seus gestores. Desse modo, variáveis voltadas à formação acadêmica, à experiência do gestor e às características dos fundos serão objeto de análise.

Utilizar-se-ão, como referência para a presente dissertação, estudos de Golec (1996), Chevalier e Ellison (1999) e Gottesman e Morey (2006) que analisaram as variáveis de capital humano dos gestores de fundos de investimento mútuos nos Estados Unidos da América, os quais constataram influência das variáveis de formação acadêmica no desempenho dos fundos de investimento. O objetivo desta dissertação é averiguar se as variáveis utilizadas se mostram estatisticamente significantes para explicar e mensurar o desempenho dos fundos de investimento multimercados brasileiros.

Considerando o elevado grau de exigência e a capacitação do profissional que faz a gestão dos fundos de investimento, pretende-se avaliar se sua formação acadêmica possui alguma relação com o desempenho dos fundos por ele geridos. Como se trata de tema pouco abordado na literatura nacional, acredita-se que os resultados serão de grande importância, tendo em vista a relevância e o tamanho do mercado de fundos no Brasil.

Como fonte de informação para a construção da base de dados do presente estudo, utilizou-se o *software* Economatica, tendo como referência o período de 2014 a 2018. Já para a construção da base de dados dos gestores dos fundos de investimento, foram coletadas informações disponíveis no *Anuário da Indústria de Fundos de Investimento*, também relativas ao período de 2014 a 2018. O referido anuário é elaborado e disponibilizado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV). Além disso, resultantes de pesquisa realizada para este estudo, foram utilizadas informações da rede social profissional *LinkedIn*; entrevistas de gestores em portais de investimentos; currículos de gestores disponibilizados no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e nos sites das gestoras de recursos.

A respeito do capital humano do profissional capacitado para gerir fundos de investimento, é provável que uma melhor qualificação profissional possa representar a possibilidade de maiores ganhos salariais. De acordo com Hindo (2002), um profissional que tenha concluído um *MBA* tem incremento no salário quando comparado à sua situação salarial pré-*MBA*.

Dessa forma, existe, para o gestor de fundos de investimento, um longo caminho a ser percorrido para a evolução do seu capital humano. Novos cursos, títulos, conceitos e metodologias surgirão, e a cobrança por melhor desempenho estará ainda mais presente no dia a dia desse profissional. Em adição a esses fatores, na ponta contrária, os investidores têm demonstrado maior interesse em aplicar seus ativos no mercado financeiro com o objetivo de auferir melhores retornos, aliados à diversificação e liquidez. Para tanto, atribuem aos gestores de fundos de investimento a missão de obter retornos superiores aos *benchmarks* estabelecidos ou até mesmo retornos anormais (fora dos padrões de mercado). Segundo o trabalho de Martelanc e Borges (2015), evidenciou-se, especialmente no que diz respeito aos gestores dos grandes fundos de investimento do mercado brasileiro, a habilidade para a geração de retornos anormais positivos.

O trabalho de Varga e Wengert (2011) investigou o efeito *Smart Money* no mercado brasileiro, com o objetivo de analisar a capacidade dos investidores em selecionar os fundos ativos com melhor rentabilidade em períodos posteriores à aplicação. No trabalho desses autores, foi selecionada uma amostra de 1.545 fundos de investimento ativos no mercado local, no período de fevereiro de 2005 a março de 2011, restando comprovada a ocorrência do efeito *Smart Money* (capacidade de seleção dos investidores).

Um ponto importante a ser destacado é a evolução, o maior conhecimento obtido, por parte do investidor, por meio da educação financeira, cujo objetivo é potencializar a importância de poupar, o conhecimento dos produtos financeiros disponíveis e também do mercado de fundos de investimento (Varga e Wengert, 2011). Nesse cenário, destacam-se os Fundos Multimercados – objeto de estudo desta dissertação –, que são uma das alternativas para diversificação, gerenciamento da liquidez e busca de retornos positivos, visto tratar-se de fundos com uma política de investimento que envolve diversos fatores de risco.

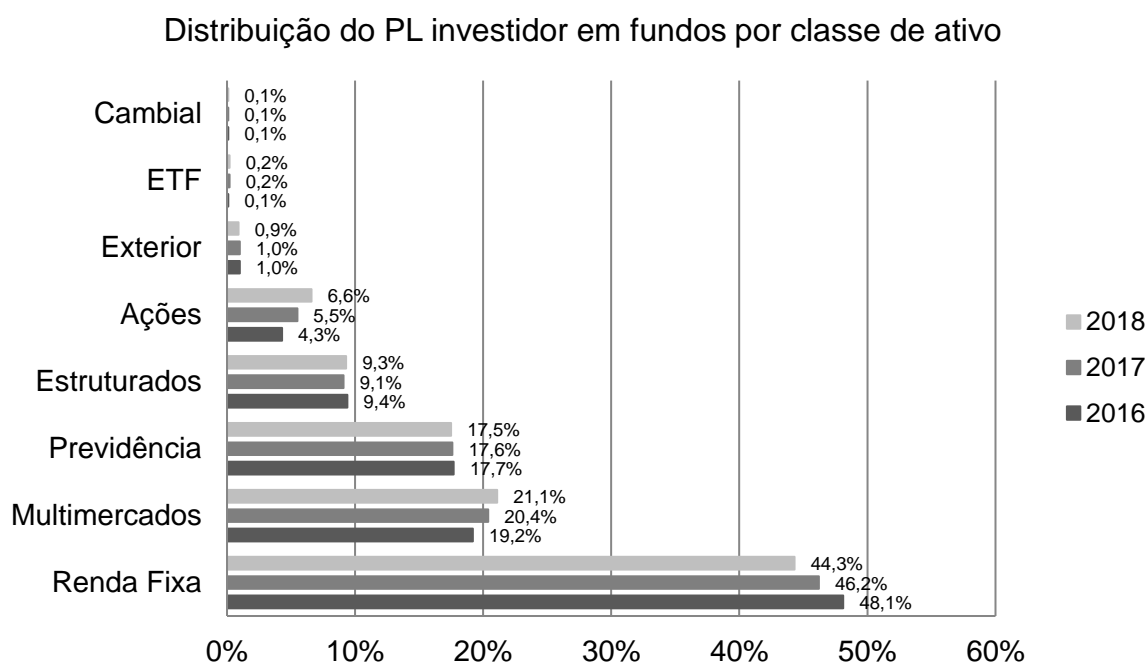
Adicionalmente, é importante também analisar o comportamento e a evolução da indústria de fundos de investimento no mercado brasileiro e como ela se comportou no ano de 2018. Segundo informações disponíveis no *Anuário da Indústria de Fundos de Investimento* (2018), elaborado pela Fundação Getúlio Vargas, a indústria de fundos brasileira fechou o ano com 1,2 trilhões de dólares – ou 4,6 trilhões de reais – de ativos sob gestão. O anuário destaca que, apesar do fraco desempenho da economia brasileira em 2018, o crescimento real da indústria foi de 7,30%. O mercado brasileiro conta com uma recente modernização de novos produtos e plataformas que é uma marca do mercado local, aliada a uma forte regulação dos órgãos locais (CVM e Banco Central).

No que tange à alocação do patrimônio líquido dos fundos por classe de ativos, o mercado local diferencia-se do mercado global por apresentar pouco mais de 44% dos recursos investidos em fundos classificados no segmento de renda fixa. Segundo dados do *ICI FactBook* de 2018, a alocação mundial nessa classe de ativo é de aproximadamente 21%.

De acordo com os dados do Gráfico 1, a seguir, levando-se em consideração os anos de 2016 a 2018, verificam-se as alocações de recursos em diferentes classes de ativos do mercado brasileiro, tais como: Renda Fixa, Multimercados (objeto deste estudo), Previdência, Ações, Exterior, *ETF* (*Exchange Traded Funds*) e Cambial,

sendo possível constatar a redução da alocação em renda fixa e o aumento na alocação em classes de ativos com maior risco/retorno, ou seja, nos ativos de multimercados e ações.

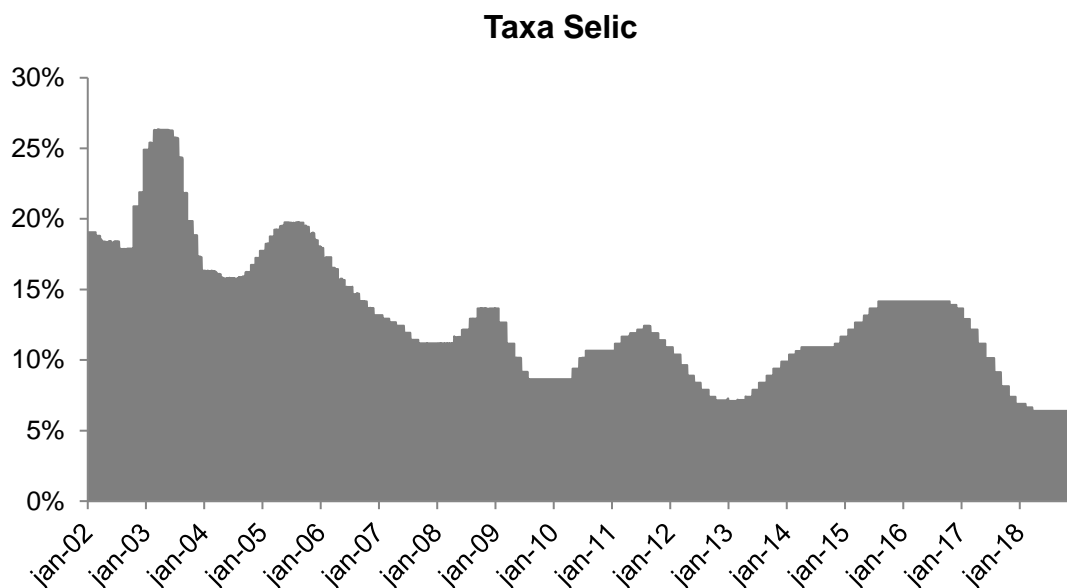
**Gráfico 1** – Evolução e distribuição do patrimônio líquido investido em fundos por classe de ativo nos anos de 2016, 2017 e 2018.



Fonte: Anbima (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais) e **Anuário da Indústria de Fundos de Investimento**, FGV CEF, 2019.

O Gráfico 2, a seguir, merece destaque, pois demonstra a evolução decrescente da taxa Selic com início em 2002, que pode ter colaborado para a alteração na alocação das classes de ativos. Nota-se que a referida taxa está abaixo de dois dígitos desde agosto de 2017. Dessa forma, espera-se que os investidores comecem a buscar ativos com maior risco para monetizar suas carteiras de investimentos.

**Gráfico 2** – Evolução da taxa Selic (em % ao ano), desde 2002 até 2018.



Fonte: Banco Central do Brasil (Bacen).

O *Anuário da Indústria de Fundos de Investimento* (2018) também destaca a utilização de novos meios de distribuição de fundos de investimento e produtos financeiros, por meio das plataformas digitais e dos aplicativos de *smartphones*, que contribuíram para o crescimento da demanda do investidor por estratégias diferenciadas. O aumento do número de investidores acessando plataformas digitais resultou em uma redução de custos administrativos e de distribuição dos produtos, com destaque também para o surgimento de novas gestoras independentes (não ligadas a bancos) de fundos e, por fim, maior acessibilidade por parte dos investidores às informações sobre educação financeira.

De fato, uma melhor compreensão dos investidores quanto aos produtos financeiros disponíveis facilitará sua escolha e a alocação de seus investimentos, especificamente no mercado de fundos de investimento. Dessa forma, no que diz respeito ao gestor de fundos, a cobrança por resultados continuará: os melhores se destacarão em um mercado competitivo e sedento por resultados.



## 2 REVISÃO DA LITERATURA

Segundo um comentário de Grossman (2005), no *The Wall Street Journal* (“*Hedge Funds Today: Talent Required, Commentary*”), investir em um *Hedge Fund* é investir em um gestor capacitado, com talento especializado e habilidade para auferir lucros por meio de uma estratégia de investimentos única.

No primeiro estudo a analisar o capital humano do gestor de fundos de investimento, Golec (1996) teve como objetivo verificar se as características desse gestor seriam capazes de explicar o desempenho, o risco (volatilidade), a cobrança das taxas de administração e de desempenho, tendo o referido estudo evidenciado – por meio de uma variável *dummy* – que os gestores que possuem *MBA* têm desempenho melhor que o daqueles que não o possuem. Golec (1996) também incluiu, em sua análise, a experiência e a idade do gestor, bem como considerou a inclusão do tamanho da equipe de gestão responsável pela tomada de decisão. Esta variável recebeu usualmente valor 1, significando que o gestor mais sênior é responsável pela tomada da decisão final.

Chevalier e Ellison (1999), em seus estudos, utilizaram como principal variável de capital humano a nota do SAT (*Scholastic Aptitude Test*, atualmente chamado de *Scholastic Assessment Test*), teste de aptidão escolar de admissão universitária que avalia as habilidades de raciocínio crítico, matemática, interpretação de textos e escrita. No total, a nota máxima é 2.400. Uma pontuação a partir de 1.600 é considerada perfeita, ou seja, capaz de garantir a admissão, ao passo que a pontuação composta média é de 1.050, segundo dados da Fundação Estudar. Os autores evidenciaram que o desempenho dos gestores é significativo e positivamente correlacionado com a pontuação do SAT. No referido estudo, Chevalier e Ellison (1999) também avaliaram as características dos fundos dos gestores por meio das variáveis: beta, tamanho do fundo, taxa de administração e estratégia do fundo (*Growth Income*, como *Dummy*), testando a significância dessas variáveis.

Ainda na literatura americana, o estudo de Gottesman e Morey (2006) utilizou como variáveis de capital humano o SAT e a nota do GMAT (*Graduate Management Admission Test*), prova de admissão exigida pela maior parte das escolas de negócios dos Estados Unidos e da Europa. Mais de 1.500 programas de *MBA*, em mais de 80 países, utilizam as notas do GMAT como uma etapa de seus processos de seleção de alunos. O GMAT é válido também em alguns *Masters* em Finanças, Políticas

Públicas, Relações Internacionais, dentre outros, segundo dados da Fundação Estudar. Os autores encontraram evidências de que a qualidade do *MBA* apresenta significância na relação com o desempenho do gestor. Verificou-se também que o *ranking Business Week* das 30 melhores escolas americanas de *MBA* está correlacionado com os gestores que tiveram melhor desempenho. A certificação internacional *CFA (Chartered Financial Analyst)*, por sua vez, não foi significativa na atribuição de desempenho. Assim como Chevalier e Ellison (1999), Gottesman e Morey (2006) também estudaram as características dos fundos e incluíram variáveis como: log dos ativos, taxas de administração, despesas, risco e tipo de estratégia.

No meio corporativo, destaca-se o trabalho de Gottesman e Morey (2010) que analisou o histórico acadêmico dos *CEOs (Chief Executive Officers)* de 390 empresas, listadas na *NYSE (New York Stock Exchange)*, com relação ao desempenho financeiro destas. Os resultados mostraram que o histórico acadêmico tinha pouca significância no desempenho da empresa. A justificativa apresentada pelos autores foi de que existem outros tipos de habilidades desenvolvidas pelo profissional no decorrer de sua trajetória profissional – por exemplo: lideranças e habilidades interpessoais – que o qualificam para que ele se torne um *CEO*.

Nos mercados emergentes, alguns destaques para estudos realizados na Índia, Rússia, China e Turquia. Na Índia, Kaur (2017) analisa as credenciais acadêmicas dos gestores de fundos multimercados regulados pelo *SEBI (Exchange Board of India)*. Em sua amostra de dados, 241 fundos foram analisados, dos quais 43% dos gestores são formados em instituições de primeira linha. Incluem-se nos estudos as certificações financeiras e *MBAs*: *CA (Chartered Accountants)*, *AICWA (Associate Member of Institute of Cost and Works Accounts of India)*, *CFA*, *MBA* pela *IIMs (Indian Institutes of Management)* ou outra instituição de primeira linha no país. No mercado indiano, nota-se significância das variáveis de capital humano – principalmente dos gestores que estudaram em instituições de primeira linha – no que diz respeito à contribuição para o desempenho dos fundos.

Na Rússia, o estudo de Naidenova, Parshakov, Zavertiaeva e Tomé (2015) sustenta a significância das variáveis de capital humano, as quais contribuíram no desempenho dos fundos de ações. Diferentemente do mercado americano, que possuiu um exame unificado de educação *SAT* e *GMAT* com histórico de dados, na Rússia o exame de educação unificado foi implementado somente em 2009. Os autores utilizam o *proxy* como variável *dummy*, se o gestor estudou ou não em uma

escola técnica, se estudou economia e se estudou economia em Moscou. Um dos motivos que justificam essa decisão é que na Rússia, tradicionalmente, a escola técnica tem boa qualidade de ensino, com forte viés matemático. Com relação à qualificação das universidades, os autores argumentam que a localização geográfica das melhores universidades em Moscou atrairia os melhores estudantes. De fato, conclui-se, no estudo, que existem contribuições pequenas – atribuídas à baixa eficiência do mercado acionário na Rússia –, porém positivas, dessas variáveis no desempenho dos fundos. Os autores também comentam sobre a dificuldade em obter informações dos gestores, como idade, e informações sobre os fundos. Ademais, não existe na legislação Russa a necessidade de divulgação de informações dos gestores e dos fundos.

No mercado turco, Masood e Sergi (2009) enfrentaram as mesmas dificuldades encontradas no mercado russo para obter as informações dos gestores. Para contornar o problema, entrevistaram 110 gestores dos quatro maiores bancos daquele país. O estudo avaliou o desempenho dos gestores de fundos utilizando três variáveis: quantidade de investidores, quantidade de fundos e tamanho dos ativos sob gestão. Todas as três variáveis de desempenho do gestor alternaram sistematicamente com as características do gestor de fundos. Isso é consistente com o estudo de Chevalier e Ellison (1999), evidenciando que alguns gestores são melhores que outros. Além disso, o número de cursos de formação frequentados por um gestor e os anos de experiência (numa organização específica e/ou como gestor de fundos) podem influenciar positivamente todas as três medidas de desempenho. Isso pode sugerir que os gestores seniores e aqueles com mais treinamentos recebem mais responsabilidade do que os menos experientes e menos treinados.

No mercado chinês, Huang e Chen (2013) avaliaram 193 fundos de ações em diferentes períodos: mercado de alta, nos anos de 2006, 2007, 2009 e 2010, e mercado de baixa, nos anos de 2008 e 2011, considerando como variáveis: o tamanho e a idade do fundo, as taxas de administração, a taxa de gestão e uma variável *dummy* de *MBA*. Como resultado, apenas as despesas (taxas) dos fundos influenciam significativamente o desempenho do fundo em todas as condições de mercado. Além disso, o custo de negociação está positivamente associado ao desempenho do fundo no mercado de baixa. A idade do gestor e a estrutura de despesas do fundo mostram um impacto variável nas condições do mercado de alta e baixa. Constatou-se que a formação acadêmica não tem significância estatística na explicação do desempenho

dos fundos na China. Os autores justificam que a indústria chinesa de gestão de fundos de investimento ainda está sob forte evolução, na qual o capital cultural e o desenvolvimento da rede de contatos (*Network*) podem ser mais relevantes do que conhecimentos adquiridos em um *MBA*.

No Brasil, embora diversos estudos demonstrem a habilidade dos gestores de fundos em gerar desempenhos excedentes aos investidores, não existe um estudo específico que aborde a análise do capital humano do gestor e sua consequente contribuição no desempenho dos fundos de investimento. Diante desse cenário, a presente dissertação tem o objetivo de analisar o mercado brasileiro e a relação do capital humano do gestor de fundos de investimento – por meio de sua formação acadêmica e técnica – com o desempenho dos fundos sob sua gestão.

No contexto da avaliação do desempenho dos gestores no mercado brasileiro, destacam-se os trabalhos de diversos autores. Dentre estes, Rochman e Eid Jr. (2006) analisaram 68 gestores de fundos, abrangendo não somente fundos multimercados como também fundos de renda fixa e ações. Nos fundos de ações e multimercados, a gestão ativa do gestor gerou alfa para os investidores, ocorrendo o contrário nos fundos de renda fixa. Rochman e Ribeiro (2003) analisaram o desempenho dos fundos utilizando o Índice de Sharpe, proposto por Sharpe (1964). Foram analisados os chamados fundos “vencedores”, considerando valores superiores a zero, tendo como base uma amostra de 1.585 fundos, nos anos de 2000 a 2001, para análise de desempenho da indústria em um estudo painel.

Já o estudo de Leusin e Brito (2008) encontrou pouca habilidade e seletividade em fundos de ações e multimercados analisados no período de 1998 a 2003. Jordão e Moura (2011) analisaram fundos multimercados no período de 2000 a 2009, verificando o desempenho dos fundos considerando as variáveis alfas e risco sistemático (beta) em um cenário de *stress* (Crise do *Subprime*) e alta volatilidade. Os resultados mostraram que poucos fundos multimercados produziram retornos com alfas positivos.

Xavier, Montezano e Oliveira (2008) comprovaram, em 44 fundos multimercados alavancados, no período de 2001 a 2007, a existência de persistência de performance, tendo sido os fundos avaliados com base no Índice de Sharpe.

Castro e Minardi (2009) analisaram os retornos mensais de uma série de dez anos de fundos de ações e verificaram alfa positivo nos fundos com estratégia ativa.

Giacomoni (2010) analisou o desempenho de 86 fundos multimercados, no período de 2006 a 2008, com base no Índice de Sharpe, constatando que o sub-período com evidências mais fortes de persistência foi o de tendência de queda da economia.

O estudo de Malaquias e Eid Jr. (2013) testou a Hipótese de Eficiência de Mercado (HEM) dos fundos multimercados e constatou que na média os fundos não agregaram valor extraordinário a seus investidores.

Em um estudo mais recente, Bragança e Pessoa (2017) analisaram o desempenho dos fundos multimercados no período de 2003 a 2013, no qual apresentaram alfas positivos quando a análise dos fundos foi realizada por meio da classificação Anbima de estratégias e segregação dos fundos entre *Masters* e FIC (fundos de investimento em cotas), ou seja, os gestores possuíam habilidade e acertaram suas previsões.

### 3 ANÁLISE DE DADOS E ELEGIBILIDADE DOS FUNDOS SELECIONADOS

Com relação à fonte de informações para construção da base de dados, foram analisadas as informações e a elegibilidade dos fundos de investimento considerando o período de referência dos anos de 2014 a 2018. O presente estudo analisou as informações dos fundos de investimento verificando a composição da carteira e os dados das variáveis dos fundos, utilizando o *software* Economatica. Também foram coletadas, para complementação, informações disponíveis no site da CVM.

As informações referentes às características de capital humano dos gestores foram construídas com o auxílio do *Anuário da Indústria de Fundos de Investimento* (período de 2014 a 2018) elaborado pela Fundação Getulio Vargas, bem como de informações disponíveis no *LinkedIn*, entrevistas de gestores em portais de investimentos, site da CVM e acesso aos sites das gestoras de investimentos.

Os critérios de elegibilidade aplicados foram os seguintes:

1. Fundos com histórico das cotas divulgadas nos períodos de análise.
2. Análise de cotistas dos fundos no período de avaliação e exclusão de fundos exclusivos para pessoas físicas.
3. Análise e exclusão de fundos de investimento em cotas (FIC's), exceto os Fundos *Masters* que são utilizados pelos gestores para comprar e vender os ativos e montar a estratégia de investimentos.
4. Análise da carteira e exclusão dos Fundos de Crédito Privado.
5. Análise e exclusão dos fundos com *Benchmark* diferente de CDI (Certificado de Depósito Interbancário).
6. Análise histórica do patrimônio líquido (PL) e exclusão de fundos com PL médio menor que R\$ 20 milhões nos cinco anos considerados (2014-2018).
7. Consolidação das classificações Anbima por duas estratégias. Multimercados Livres consolidados pelas estratégias: Dinâmico, Específicas, Investimento no exterior, Juros / Moedas e Trading ou a estratégia Macro.

O Quadro 1, a seguir, resume e descreve as variáveis selecionadas para análise e estudo desta dissertação.

**Quadro 1** – Descritivo das variáveis selecionadas para o estudo.

<b>Variáveis</b>	<b>Significado</b>	<b>Fonte</b>
<b>Retorno</b>	Em %, rentabilidade do fundo no ano de referência (ano t).	Economatica
<b>CDI</b>	Em %, rentabilidade do índice de referência CDI no ano de referência (ano t).	Economatica
<b>Patrimônio líquido médio</b>	Em R\$, valores médios no ano de referência.	Economatica
<b>Captação líquida</b>	Em R\$, soma dos valores no ano de referência. No caso de resgate, o valor é negativo.	Economatica
<b>Taxa de administração</b>	Em % ao ano.	CVM e Economatica
<b>Volatilidade</b>	Em % ao ano.	Economatica
<b>Anos de experiência</b>	Em anos, como referência o ano de 2018.	Anuário FGV
<b>CFA</b>	Variável <i>Dummy</i> , 1 se positivo para a variável de capital humano.	Anuário FGV, <i>LinkedIn</i> e site das gestoras
<b>MBA no exterior</b>	Variável <i>Dummy</i> , 1 se positivo para a variável de capital humano.	Anuário FGV, <i>LinkedIn</i> e site das gestoras
<b>Mestrado ou Doutorado</b>	Variável <i>dummy</i> , 1 se positivo para a variável de capital humano.	Anuário FGV, <i>LinkedIn</i> e site das gestoras

Fonte: elaboração própria.

A Tabela 1 apresenta a composição dos fundos/gestores após a aplicação dos critérios de elegibilidade de acordo com a classificação da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (Anbima) para Fundos Multimercado. A estratégia Multimercados Livre foi consolidada pelas estratégias: Dinâmico, Específica, Investimento no Exterior, Juros/Moedas e Trading, representando 62% dos fundos da amostra. A estratégia restante é a Macro, com 38%.

**Tabela 1** – Composição dos gestores por estratégias.

<b>Tipo de estratégia</b>	<b>Quantidade de gestores</b>	<b>% de gestores</b>
Macro	18	38%
Livre	29	62%
<b>Total</b>	<b>47</b>	<b>100%</b>

Fonte: elaboração própria.

De acordo com a apostila de classificação de fundos da Anbima, a nova classificação de fundos segue o exemplo da prática internacional e está dividida em níveis, apresentando uma hierarquia que parte das classes de ativos para chegar às estratégias mais específicas. Na parte da política de investimentos dos fundos, busca explicitar as estratégias e os riscos associados a essas políticas.

A instrução CVM nº 555/2014, que entrou em vigor em julho de 2015, dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Dessa forma, a classificação de fundos de investimento é dividida em 3 níveis:

- Nível 1: Classe de ativos (Renda Fixa, Ações, Multimercados e Cambial).
- Nível 2: Tipos de gestão e riscos (Indexados, Ativos e Investimentos no Exterior).
- Nível 3: Estratégias (conforme estratégia).

O Quadro 2 contém a nova classificação de fundos multimercados. Destaque para a nova classificação das Estratégias (terceira coluna). Ressalva-se que as estratégias *Long and Short* (Neutro) e *Long and Short* (Direcional) não serão objeto desta dissertação.



**Quadro 2** – Representa a nova classificação de fundos de investimento multimercado, de acordo com as alterações previstas na Instrução CVM nº 555/2014.

<b>Regulação</b>	<b>Autorregulação</b>	
<b>Nível 1</b>	<b>Nível 2</b>	<b>Nível 3</b>
<b>Multimercados</b>	Alocação	Balanceados
		Dinâmico
	Estratégias	Macro
		<i>Trading</i>
		<i>Long and Short (Neutro)</i>
		<i>Long and Short (Direcional)</i>
		Juros e Moedas
		Livre
		Capital protegido
		Estratégia específica
	Investimentos no exterior	Investimentos no exterior

Fonte: elaboração própria.

O Quadro 3 descreve as definições de fundos Multimercado, Alocação (Balanceado e Dinâmico) e as diversas formas de estratégias, descrevendo os conceitos do Quadro 2, relacionando os níveis 1, 2 e 3 utilizados pela Anbima para definir a Classe de Ativo Multimercado, Alocação e Estratégias.

**Quadro 3** – Descrição das definições do Nível 1 e Nível 2 da Instrução CVM nº 555/2014.

<b>Fundos</b>	<b>Descrição</b>
<b>Multimercados</b>	Devem possuir políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem compromisso de concentração em nenhum fator em especial.
<b>Balanceados</b>	Possuem estratégia de alocação pré-determinada, devendo especificar o <i>mix</i> de investimentos nas diversas classes de ativos, incluindo deslocamentos táticos e/ou políticas de rebalanceamento explícitas. Não admitem alavancagem.

<b>Dinâmico</b>	Possuem estratégia de <i>asset allocation</i> , contudo sem comprometer um <i>mix</i> pré-determinados de ativos. Admitem alavancagem.
<b>Macro</b>	Realizam operações em diversas classes de ativos (renda fixa, renda variável, câmbio etc.), definindo as estratégias de investimento baseadas em cenários macroeconômicos de médio e longo prazos.
<b>Trading</b>	Realizam operações em diversas classes de ativos (renda fixa, renda variável, câmbio etc.), explorando oportunidades de ganhos originados por movimentos de curto prazo nos preços dos ativos.
<b>Long and Short (Neutro)</b>	Fazem operações de ativos e derivativos ligados ao mercado de renda variável, montando posições compradas e vendidas. O resultado deve ser proveniente, preponderantemente, da diferença entre essas posições.
<b>Long and Short (Direcional)</b>	Fazem operações de ativos e derivativos ligados ao mercado de renda variável, montando posições compradas e vendidas, com o objetivo de manter a exposição financeira líquida limitada a 5%.
<b>Juros e Moedas</b>	Buscam retorno em longo prazo por meio de investimentos em ativos de renda fixa, admitindo-se estratégias que impliquem risco de juros, risco de índice de preço e risco de moeda estrangeira. Excluem-se estratégias que impliquem exposição de renda variável (ações etc.).
<b>Livre</b>	Não possuem obrigatoriamente o compromisso de concentração em nenhuma estratégia específica.
<b>Capital protegido</b>	Buscam retornos em mercados de risco procurando proteger, parcial ou totalmente, o principal investido.
<b>Estratégia específica</b>	Adotam estratégia de investimento que implique riscos específicos, tais como <i>commodities</i> , futuro de índice.
<b>Investimentos no exterior</b>	Investem em ativos financeiros no exterior em parcela superior ou igual a 40% do patrimônio líquido. Esses fundos seguem o disposto no art. 101 da Instrução nº 555 da CVM. Admitem alavancagem.

Fonte: elaboração própria.

Segundo Sanvicente e Sanches (2002), deve-se evitar uma análise viesada dos dados. Dessa forma, caso houvesse fundos que passaram pelos critérios de elegibilidade e que foram encerrados, estes não seriam excluídos da amostra, evitando o viés de seleção. Na amostra em questão, não foram identificados fundos encerrados.

Já para o viés de incubação, que ocorre quando os gestores lançam novos fundos e mantêm os fundos com melhores desempenhos, elimina-se o efeito com a inclusão de um patrimônio mínimo de análise, no caso o limitador de R\$ 20 milhões.

Os resultados da Tabela 2, a seguir, demonstram o patrimônio líquido (PL) médio dos fundos selecionados para estudo. Importante mencionar que existiu uma quantidade expressiva de fundos com PL médio abaixo de R\$ 20 milhões, os quais foram retirados da amostra de estudo.

**Tabela 2** – Representatividade da soma do Patrimônio Líquido Médio de 2018 dos fundos elegíveis para o estudo, após a aplicação do critério de tamanho do PL.

<b>Critério de elegibilidade</b>	<b>Soma do Patrimônio líquido médio dos fundos da base em 2018 (R\$)</b>	<b>%</b>
Aplicação de todos os critérios, exceto o PL mínimo de R\$ 20 milhões.	228 bilhões	
Resultado do PL total dos fundos selecionados no estudo.	69 bilhões	30%

Fonte: elaboração própria.

Os fundos de investimento selecionados para esta dissertação apresentam, somados, um patrimônio líquido de R\$ 69 bilhões em 2018, representando 30% dos fundos elegíveis para análise, após a aplicação do critério de elegibilidade de PL mínimo.

#### 4 METODOLOGIA

A metodologia desta dissertação consiste na aplicação da regressão linear via Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), verificando a significância estatística das variáveis de capital humano e anos de experiência em relação ao excesso de retorno dos fundos de investimento multimercado dos gestores no período entre 2014 e 2018.

Para estimar o cálculo da regressão linear via MQO e a análise econométrica, utilizou-se a equação descrita abaixo:

$$R_{it} - R_{ft} = \beta_0 + \beta_1 CFA_i + \beta_2 MBA \text{ no Exterior}_i + \beta_3 \text{ Mestrado ou Doutorado}_i + \beta_4 \text{ Anos de Experiência}_i + \varepsilon \quad (1)$$

Onde:

$R_{it} - R_{ft}$  = é o excesso total do fundo “i” durante o período “t”, onde  $R_{it}$  é o retorno do fundo,  $R_{ft}$  é o CDI durante o período t;

$\beta_0$  = é a constante da amostra;

$CFA_i$  = é a variável *Dummy* do gestor do fundo “i”;

$MBA \text{ no exterior}_i$  = é a variável *Dummy* do gestor do fundo “i”;

$\text{Mestrado ou Doutorado}_i$  = é a variável *Dummy* do gestor do fundo “i”;

$\varepsilon$  = resíduo da regressão.

Complementando a equação acima, os gestores foram segregados em quatro grupos conforme as suas variáveis de capital humano e a ausência destas. Utilizando os conceitos da estatística descritiva, análise exploratória de dados por Bussab e Morettin (2004), foram realizadas análises entre os grupos, no sentido de interpretar a influência das variáveis contendo as características dos fundos, como: patrimônio líquido médio, captação líquida, volatilidade e taxa de administração.

## 5 RESULTADOS

Com relação à composição das variáveis de capital humano da amostra, os resultados da distribuição de frequência mostraram uma composição oposta aos resultados encontrados por Gottesman e Morey (2006). A Tabela 3, a seguir, descreve os percentuais dos gestores que possuem *CFA*, *MBA* no exterior e Mestrado ou Doutorado, bem como os gestores com ausência das variáveis de capital humano ("Outros"). Os dados da amostra apresentaram percentuais baixos dos gestores com a certificação *CFA*, *MBA* no exterior, Mestrado ou Doutorado, quando comparados com a proporção de 49% de gestores com ausência dessas variáveis.

**Tabela 3** - Frequência das variáveis de capital humano dos gestores.

<b>Grupos</b>	<b>Frequência (n<sub>i</sub>)</b>	<b>Proporção (f<sub>i</sub>)</b>	<b>Porcentagem (100 x f<sub>i</sub>)</b>
<b><i>CFA</i></b>	6	0,13	13%
<b><i>MBA</i> no exterior</b>	6	0,13	13%
<b>Mestrado ou Doutorado</b>	12	0,26	26%
<b>Outros</b>	23	0,49	49%
<b>Total</b>	<b>47</b>	<b>1</b>	<b>100%</b>

Fonte: elaboração própria

Nota: Os gestores foram segregados em 4 grupos: *CFA* (*Chartered Financial Analysts*), *MBA* no Exterior (*Master of Business Administration*), Mestrado ou Doutorado e Outros (grupo de gestores classificados com ausência de qualquer uma das três variáveis de capital humano).

Dos gestores que tiveram seus fundos de investimento selecionados pelos critérios de elegibilidade, conclui-se que: (a) somente 13% possuem certificação *CFA*, (b) 13% possuem *MBA* cursado no exterior e; (c) pouco mais de 25% possuem uma certificação de Mestrado ou Doutorado. Um dos possíveis motivos para a baixa proporção da certificação *CFA* no Brasil é o fato de ser uma certificação com menos de 20 anos cujo número de certificados ainda está em fase de crescimento. Já no caso do *MBA* no exterior, as melhores instituições disponibilizam cursos integrais, sendo indispensável a ausência de atividades profissionais e o alto investimento financeiro do aluno.

Verificou-se, ainda, que nenhum dos gestores apresentaram duas ou três dessas variáveis cumulativamente. Por fim, 49% dos gestores não apresentaram nenhuma das três variáveis em seu currículo profissional.

Os estudos de Gottesman e Morey (2006) apresentaram uma composição inversa e com diferenças nas magnitudes percentuais em sua base de dados. Nesse estudo, a composição de gestores que detinham *CFA* foi de 50%, e os com *MBA* superaram os 50% da amostra, ou seja, existiam gestores com, pelo menos, *CFA* e *MBA* no currículo. Os gestores com título de *Ph.D* não excederam 2% da amostra.

Nos estudos de Li, Zhang e Zhao (2011), apenas 17% dos gestores reportaram possuir o *CFA*, e 47% o *MBA*. Os autores argumentaram que as informações da variável *SAT* representam uma contínua medida de capital humano e, dessa forma, decidiram não incluir as informações das variáveis *CFA* e *MBA* em seu estudo.

A Tabela 4 apresenta as informações descritivas dos 47 fundos da amostra com os valores de média, mínimo e máximo no período de cinco anos (2014-2018).

**Tabela 4** – Informações descritivas das variáveis dos fundos em dados anuais, analisadas no intervalo de cinco anos (2014-2018).

Variáveis	Média	Mínimo	Máximo
Patrimônio líquido médio (R\$ milhões)	1.129,33	3,98	18.271,06
Captação líquida (R\$ milhões)	29,55	-9.026,97	5.587,60
Volatilidade (% a.a)	4,90%	0,09%	41,95%
Taxa de administração (% a.a)	1,43%	0,02%	4,10%

Fonte: elaboração própria.

Nota: O valor apresentado na coluna Mínimo da linha Patrimônio líquido médio apresentou valor menor que R\$ 20 milhões em um dos fundos nos anos analisados (no caso, 2014). Contudo, é importante destacar esse fundo seguiu o critério de elegibilidade (item 6), com PL médio superior a R\$ 20 milhões no período de cinco anos.

Por se tratar de Fundos Multimercados, verificou-se, em um dos fundos, alta volatilidade em 2014. O patrimônio líquido médio apresentou um valor menor que R\$ 20 milhões em um dos anos, porém respeitou o critério de elegibilidade descrito no

item 6 (vide p. 20 desta dissertação). Dessa forma, o gestor foi mantido na amostra para análise.

A Tabela 5 representa os resultados da regressão em MQO por meio do *software* estatístico Stata, na qual todas as estimativas foram tratadas com o comando *robust* para correção de heterocedasticidade. Os números entre parênteses representam os erros padrões após o tratamento de robustez.

**Tabela 5** – Resultados da Regressão entre Excesso de Retorno Acumulado dos 47 gestores em relação às variáveis independentes de capital humano: *CFA*, *MBA* no exterior, Mestrado ou Doutorado e anos de experiência.

<b>Variáveis independentes:</b>	<b>Variável dependente: Ri - Rf</b>
<b><i>CFA</i></b>	-0,131 (0,112)
<b><i>MBA</i> no exterior</b>	-0,230 ** (0,104)
<b>Mestrado ou Doutorado</b>	-0,024 (0,101)
<b>Anos de experiência</b>	-0,0001 (0,004)
<b>Constante</b>	0,2209 (0,138)

Fonte: elaboração própria

Nota: Erros padrões entre parênteses.

\* significante a 10%; \*\* significante a 5%; \*\*\* significante a 1%.

De acordo com a análise dos resultados da regressão da Tabela 5, a variável *MBA* no exterior apresentou significância estatística negativa em relação às demais variáveis de capital humano e anos de experiência. O valor do p-valor apresentando foi de 3,3%. Sendo assim, a variável *MBA* no exterior apresentou significância estatística.

Dessa forma, a contribuição dos gestores que fizeram cursos de *MBA* no exterior, em termos de retorno nos fundos, é negativa. Isso também é verificado por meio da análise estatística descritiva na qual o grupo com *MBA* no exterior apresenta retornos inferiores e negativos quando comparados com os demais grupos de

gestores com *CFA*, Mestrado ou Doutorado e Outros (conforme descrito na Tabela 7, coluna Excesso de retorno acumulado).

Os resultados não sustentam as conclusões dos trabalhos de Golec (1996), Gottesman e Morey (2006), que apontaram a significância estatística positiva da variável *MBA* no desempenho dos fundos.

Adicionalmente, não é possível confirmar a contribuição das demais variáveis *CFA*, Mestrado ou Doutorado, no período de análise, porque os resultados não se apresentaram significantes estatisticamente. Os valores do p-valor foram elevados, mesmo considerando-se os 10% de nível de significância.

A Tabela 6, a seguir, apresenta os retornos dos grupos e a rentabilidade do CDI em base anual para cada ano de apuração.

Iniciando a análise pelo desempenho anual de cada grupo, pode-se afirmar que:

1. Nenhum grupo de gestores apresentou desempenho para superar o CDI no ano de 2014.
2. No ano de 2015, somente os gestores com *CFA* não superaram o CDI.
3. Nos anos de 2016 a 2018, todos os grupos de gestores superaram o CDI – com exceção do grupo de gestores com *MBA* no exterior, que não superaram o CDI em 2018.

**Tabela 6** – Grupos de gestores segregados e analisados pelos retornos e CDI em base anual.

<b>Grupos</b>	<b>2014</b>	<b>CDI</b>	<b>2015</b>	<b>CDI</b>	<b>2016</b>	<b>CDI</b>	<b>2017</b>	<b>CDI</b>	<b>2018</b>	<b>CDI</b>
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
<b><i>CFA</i></b>	10,64	10,81	11,60	13,24	16,20	14,00	11,92	9,93	8,98	6,42
<b><i>MBA no exterior</i></b>	5,69	10,81	13,79	13,24	15,61	14,00	12,81	9,93	5,40	6,42
<b>Mestrado ou Doutorado</b>	10,03	10,81	17,06	13,24	16,69	14,00	13,35	9,93	8,88	6,42
<b>Outros</b>	8,89	10,81	17,15	13,24	19,76	14,00	13,23	9,93	7,74	6,42

Fonte: elaboração própria.

A Tabela 7 apresenta o desempenho acumulado do grupo de gestores. Os valores na coluna Excesso de retorno acumulado (%) representam os retornos no



período entre 2014 a 2018 em relação ao *benchmark* utilizado pelo mercado para avaliação dos fundos multimercados, neste caso o CDI.

Nota-se que o grupo de gestores com ausência das variáveis de capital humano no currículo (Outros) apresentaram desempenho melhor em relação aos demais grupos (*CFA*, *MBA* no exterior, Mestrado ou Doutorado), com retorno na coluna Excesso de retorno acumulado igual a 11,37% no período de cinco anos.

Outra observação importante é o destaque negativo do grupo de gestores com *MBA* no exterior no currículo, que não conseguiram gerar excesso de retorno em relação ao CDI no período de cinco anos.

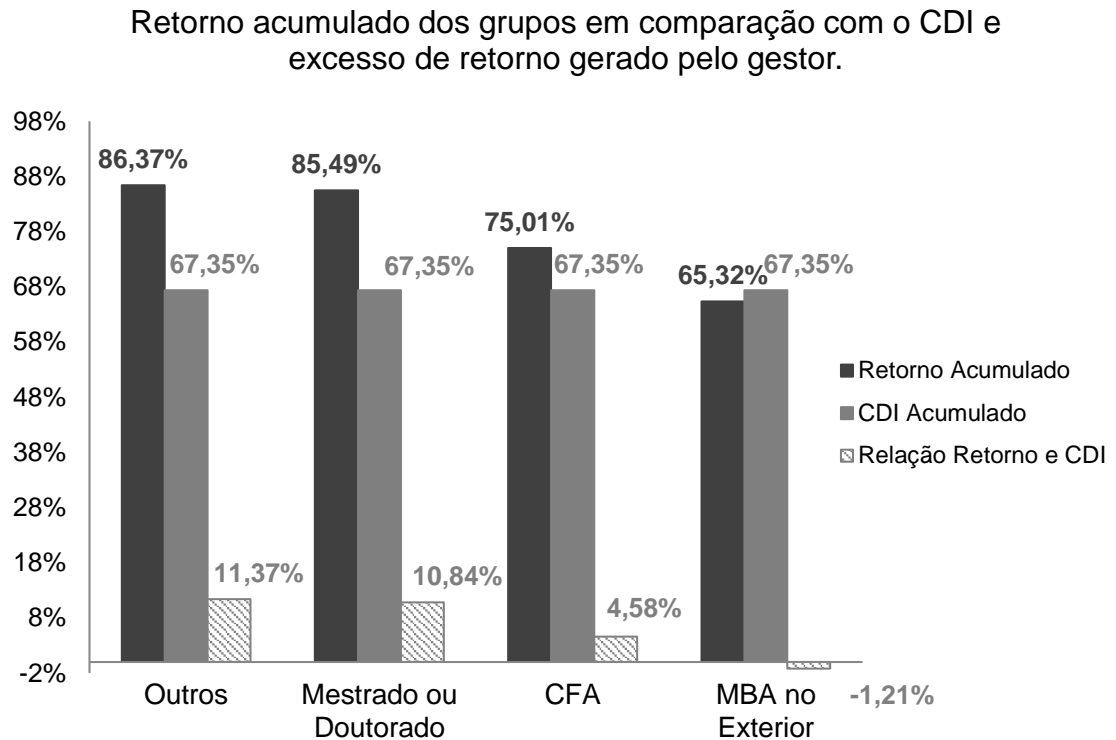
**Tabela 7** - Excesso de retorno acumulado dos grupos de gestores em relação ao CDI do período de 2014 a 2018.

Grupos	Relação retorno e CDI no período					Excesso de retorno acumulado
	2014	2015	2016	2017	2018	
<b>CFA</b>	-0,16%	-1,44%	1,93%	1,82%	2,40%	4,58%
<b>MBA no exterior</b>	-4,63%	0,49%	1,41%	2,63%	-0,96%	-1,21%
<b>Mestrado ou Doutorado</b>	-0,71%	3,38%	2,36%	3,12%	2,31%	10,84%
<b>Outros</b>	-1,74%	3,45%	5,05%	3,01%	1,24%	11,37%

Fonte: elaboração própria.

O Gráfico 3 demonstra os retornos acumulados no período de cinco anos em comparação com o CDI. Verifica-se superioridade do grupo com ausência da variável de capital humano, com retorno acumulado de 86,37%.

**Gráfico 3** - Retornos acumulados segregados pelo grupo de gestores em comparação com o CDI no período de cinco anos (2014-2018).



Fonte: elaboração própria.

Ao contrário dos resultados apresentados por Gottesman e Morey (2006), que evidenciaram significância positiva das variáveis independentes, em especial à pontuação do *GMAT* em relação ao desempenho dos fundos quando regredidos em relação à variável de desempenho alfa, utilizando o Modelo de 4 Fatores de Carhart (1997) que adiciona o fator *momentum* ao modelo de Fama e French (1993), os resultados auferidos pela análise descritiva dos desempenhos dos grupos de gestores com capital humano também não comprovaram superioridade de performance na comparação entre grupos.

No caso do estudo de Chevalier e Ellison (1999), é importante reforçar que tais autores, dada a característica do mercado americano em prover informações históricas das pontuações *GMAT* e *SAT*, conseguiram dar um tratamento diferenciado à base de dados, não só trabalhando com variáveis *dummies* para controlar as variáveis educacionais. Dessa forma, evidenciaram que gestores com alta pontuação no *GMAT* apresentaram melhor desempenho que gestores com pontuação *GMAT* inferior. Diversamente de Chevalier e Ellison (1999), que evidenciaram a significância positiva e estatística da variável *SAT* no desempenho dos gestores, Gottesman e

Morey (2006) não encontraram significância estatística na primeira versão do artigo. Entretanto, Gottesman e Morey (2006) justificaram a utilização de amostra de dados pequena nessa primeira versão do artigo e, após alguns ajustes na base de dados, constataram significância estatística e positiva com nível de significância de 10%.

A Tabela 8 descreve a evolução do patrimônio líquido médio ao ano segregado pelo grupo de gestores, a soma do patrimônio no período dividido pela quantidade de gestores em cada grupo e a taxa de administração ponderada.

**Tabela 8** – Evolução histórica do Patrimônio líquido médio ao ano dos gestores (R\$ milhões), Soma do PL dividido pela quantidade de gestores que compõem o grupo (R\$ milhões) e taxa de administração ponderada (% a.a).

<b>Grupos</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>Soma PL por gestores</b>	<b>Taxa de administração ponderada (% a.a)</b>
<b>CFA</b>	2.128	1.792	2.065	2.729	3.140	1.975	0,39
<b>MBA no exterior</b>	3.454	3.237	3.313	4.198	6.186	3.397	2,17
<b>Mestrado ou Doutorado</b>	5.292	6.948	10.355	10.160	14.768	3.960	1,14
<b>Outros</b>	24.935	29.243	36.967	42.128	52.355	8.070	0,83

Fonte: elaboração própria.

Nota: Os valores da coluna Soma PL por gestores foram calculados pela soma dos PL médios no período de cinco anos, dividido pela quantidade de gestores em cada grupo. A taxa de administração ponderada é calculada pela ponderação das taxas de administração e o total do PL, conforme o grupo de análise.

Com relação ao tamanho dos fundos, os estudos de Golec (1996), Rochman e Eid Jr. (2006), Castro e Minardi (2009) e Malaquias e Eid Jr. (2014) evidenciaram que os fundos de investimento com maiores patrimônios conseguem economizar em despesas e custos operacionais. Na Tabela 8, acima, não é possível evidenciar as conclusões destes autores citados. Os fundos com maior patrimônio líquido médio não apresentaram as menores taxas de administração.

Com relação ao efeito da taxa de administração no desempenho dos fundos, Grinblatt e Titman (1994) não encontraram relação das despesas com o desempenho dos fundos. Já para Chevalier e Ellison (1999), os gestores com melhores notas no SAT apresentaram níveis de despesas menores em seus fundos.

Rochman e Ribeiro (2003), ao realizar estudo sobre as taxas de administração no mercado local, encontraram relação negativa entre a taxa de administração e o desempenho dos fundos de investimento. Os autores assim justificam a assimetria de informação na indústria de fundos no mercado local:

Pequenos investidores, que não possuem conhecimento sobre a indústria como um todo, acabam investindo em fundos com altas taxas de administração e baixa rentabilidade, enquanto investidores maiores, que possuem maior conhecimento, procuram fundos com menores taxas e maiores rentabilidades. (ROCHMAN; RIBEIRO, 2003, não paginado).

O grupo de gestores com *MBA* no exterior apresentou maior incidência da taxa de administração e, conseqüentemente, pior resultado entre o grupo de gestores, sugerindo poder existir evidências da relação negativa entre taxa e desempenho.

Malaquias e Eid Jr. (2014) também não encontraram significância estatística para a taxa de administração e performance com relação ao desempenho dos fundos de investimento considerando os três indicadores de desempenho: retorno, Índice Sharpe e alfa.

Segundo Edwards e Caglayan (2001), os fundos multimercados que cobram taxa de performance podem influenciar os gestores a buscarem o melhor retorno ajustado ao risco, funcionando como incentivo.

Chevalier e Ellison (1999) argumentam que os fundos de investimento com maiores PL atraem os profissionais com melhores qualificações e são mais disputados por profissionais do mercado. Portanto, verificaram-se notas maiores de SAT dos gestores com fundo de elevado PL. A mesma relação foi encontrada por Gottesman e Morey (2006) com relação à nota do GMAT. Os resultados mencionados não foram evidenciados, os maiores PL médios não são geridos por profissionais variáveis de capital humano e sim pelo grupo de gestores sem certificação e titulação no currículo. Desta forma, não é possível verificar as conclusões de Chevalier e Ellison (1999), assim como de Gottesman e Morey (2006).

A Tabela 9 descreve a evolução da captação de recursos (R\$) por grupo de gestores. A captação de recursos dos investidores foi maior no grupo Outros. Uma

das possíveis razões dessa maior captação poder ser o fato de terem apresentado o melhor retorno no período, atraindo mais investidores.

**Tabela 9** - Evolução histórica da captação dos grupos de gestores (R\$ milhões).

Grupos	2014	2015	2016	2017	2018	Média	Mínimo	Máximo	Total
<b>CFA</b>	-793	-593	14	433	232	-24	-132	72	-118
<b>MBA no exterior</b>	-895	-931	-475	360	1.725	-7	-155	287	-36
<b>Mestrado ou Doutorado</b>	- 2.345	692	1.884	- 1.550	3.364	34	-195	280	170
<b>Outros</b>	- 1.006	- 1.588	2.807	204	6.127	51	-69	266	253

Fonte: elaboração própria.

Nota: Os valores das colunas Média, Mínimo, Máximo e Total foram divididos pela quantidade de gestores em cada grupo. Nas colunas 2014, 2015, 2016, 2017 e 2018, os valores são apresentados pelo total captado no ano por cada grupo de gestores.

A Tabela 10, a seguir, resume as informações de desempenho dos grupos de gestores com relação ao anos de experiência e risco assumido (volatilidade). O grupo com maior experiência *MBA no exterior* não apresentou o melhor desempenho no período analisado, resultado que difere tanto de Chevalier e Ellison (1999) quanto de Gottesman e Morey (2006), que verificaram significância estatística positiva da variável Anos de experiência. Adicionalmente, esse grupo apresentou volatilidade baixa em comparação aos demais, sendo um dos motivos o fato de que os gestores mais experientes apresentam ter maior nível de aversão ao risco nos portfólios.

Já os gestores menos experientes – que costumam, portanto, ser mais jovens – apresentaram assumir os maiores riscos no portfólio (i.e Mestrado ou Doutorado e Outros; o *CFA* apresentou alguns meses de experiência a mais). Uma das principais explicações é que, pelo fato de estarem no início de carreira e não terem uma consolidação profissional no mercado, buscam assumir maior volatilidade no portfólio e possuem excesso de confiança, segundo Chevalier e Ellison (1999).

Para Bryant e Taylor (2012), os fundos de investimento possuem objetivos a ser cumpridos pelos gestores, o que acaba exigindo destes experiência, competência e conhecimentos específicos. De acordo com Li, Zhang e Zhao (2011), a experiência

do gestor pode ser vista como uma mensuração de seu conhecimento e alocação dos recursos no mercado financeiro pela escolha dos melhores ativos. Seguindo o mesmo conceito, para Ding e Wermers (2012), a experiência do gestor é um sinal útil aos fundos de investimento, por ir além do histórico de bom desempenho, apresentar uma correlação positiva e significativa com o desempenho do ano seguinte e mostrar que as habilidades dos gestores persistem.

**Tabela 10** – Anos de experiência dos grupos de gestores, excesso de retorno acumulado e volatilidade no período de cinco anos (2014-2018).

<b>Grupos</b>	<b>Média Anos de experiência</b>	<b>Excesso de retorno acumulado</b>	<b>Volatilidade no período (%)</b>
<b>CFA</b>	23	4,58%	3,35%
<b>MBA no exterior</b>	28	-1,21%	3,46%
<b>Mestrado ou Doutorado</b>	21	10,84%	4,07%
<b>Outros</b>	23	11,37%	5,90%

Fonte: elaboração própria.

Com relação à variável volatilidade demonstrada na Tabela 11, a seguir, os resultados confirmaram um maior risco assumido pelo grupo de gestores que apresentaram ausência das variáveis de capital humano. Sendo assim, o risco assumido na gestão por este grupo é justificado por um melhor desempenho, se compararmos aos demais grupos de gestores da amostra. Diferentemente dos trabalhos dos autores que utilizaram como medida de risco o beta, no âmbito desta dissertação foi utilizada a volatilidade dos fundos para medir a risco do portfólio. A extração das informações da base de dados, mesmo com tratamento dos valores, apresentou betas com ordem de grandeza muito baixa nos fundos, portanto mostraram-se duvidosos e foram retirados na análise.

**Tabela 11** – Estatística descritiva da volatilidade dos grupos de gestores.

<b>Grupos</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>Média</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>	<b>Desvio padrão</b>
<b>CFA</b>	3,32%	4,03%	3,31%	2,98%	3,11%	3,35%	2,98%	4,03%	0,41%
<b>MBA no exterior</b>	3,11%	3,85%	3,09%	3,94%	3,29%	3,46%	3,09%	3,94%	0,41%
<b>Mestrado ou Doutorado</b>	3,92%	4,28%	4,43%	4,56%	3,19%	4,07%	3,19%	4,56%	0,55%
<b>Outros</b>	6,04%	5,64%	5,79%	6,64%	5,40%	5,90%	5,40%	6,64%	0,48%

Fonte: elaboração própria.

Golec (1996) e Chevalier e Ellison (1999) encontraram relação positiva com o beta dos gestores que possuem *MBA* e *SAT*. Esses resultados são diferentes dos encontrados por Gottesman e Morey (2006), que não verificaram significância e justificam isso pelo fato de seu estudo ter sido realizado nos anos 2000 a 2003, período caracterizado por um mercado de tendência de baixa, diferente do período analisado por Golec (1996) e Chevalier e Ellison (1999).

Importante frisar que não foi possível, por falta de informações disponíveis no mercado local, obter as informações referentes à idade dos gestores. Nos estudos de Chevalier e Ellison (1999) e Gottesman e Morey (2006), a variável idade do gestor teve significância estatística positiva na determinação das despesas, e mesmo assim foi utilizada uma *proxy* considerando que os gestores concluíram graduação com 21 anos de idade. Os resultados dos autores identificaram que gestores com maior idade apresentaram desempenho inferior, maiores despesas e risco sistemático na gestão de seus fundos.

## 6 CONCLUSÃO

O objetivo deste estudo foi avaliar se variáveis de capital humano como *Chartered Financial Analysts (CFA)*, *Master of Business Administration (MBA no Exterior)*, Mestrado ou Doutorado e Anos de experiência dos gestores exercem influência na explicação do excesso de retorno dos fundos. Importante destacar que a inclusão dessas variáveis não foi explorada nos estudos referenciados nesta dissertação que avaliaram o desempenho dos gestores de fundos de investimento multimercado no mercado brasileiro. Assim, a inclusão das variáveis de formação do gestor e a análise da significância estatística ou não destas na explicação de seu desempenho contribuem para novos estudos acadêmicos.

Segundo a literatura acadêmica desenvolvida por Schultz (1964), a qualificação e o aperfeiçoamento da população, advindos do investimento em educação, contribuem para o desenvolvimento da sociedade como um todo. Nesse sentido, de acordo com a Teoria do Capital Humano, a educação tem influência na evolução do progresso econômico.

O principal desafio deste estudo consistiu no levantamento das informações para a construção da base de dados do capital humano dos gestores, na qual foram consideradas as seguintes variáveis: *CFA*, *MBA no exterior*, Mestrado ou Doutorado e Anos de experiência, extraídas por meio de pesquisas no *Anuário da Indústria de Fundos de Investimento (FGV CEF)*, sites das gestoras e *LinkedIn*. Já para a base de dados dos fundos, após aplicar os critérios de elegibilidade, foram selecionados na amostra 47 gestores de fundos de investimento multimercado no mercado brasileiro no período de 2014 a 2018, sendo extraídas as informações de: patrimônio líquido médio, captação líquida, taxa de administração e volatilidade por meio do *software Economatica* e de consulta ao site da CVM.

Como metodologia, utilizou-se a aplicação da regressão linear via Método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), verificando a significância estatística ou não das variáveis de capital humano e anos de experiência em relação ao excesso de retorno dos fundos de investimento multimercado dos gestores no período de cinco anos (2014-2018).

Os resultados econométricos mostraram que os gestores com a variável de capital humano *MBA no Exterior* apresentaram significância estatística negativa na contribuição de retorno dos fundos. Já as demais variáveis de capital humano e anos



de experiência indicaram não ter significância estatística na explicação do excesso de retorno dos gestores no período de cinco anos.

Adicionalmente, foram efetuadas análises por meio da estatística descritiva com a segregação dos gestores em quatro grupos – *CFA*, *MBA* no exterior, Mestrado ou Doutorado, Outros –, comparando excesso de rentabilidade e o comportamento de características do fundo como patrimônio líquido médio, captação líquida, taxa de administração e volatilidade em relação aos grupos. Embora os resultados da análise estatística descritiva evidenciem superioridade de rentabilidade em relação ao CDI dos grupos *CFA*, Mestrado ou Doutorado e Outros, no período acumulado de cinco anos, os resultados da regressão linear não indicaram significância estatística dessas variáveis. Analisando o grupo Outros, que evidenciou nos resultados maiores efeitos das variáveis do fundo – como: maior patrimônio líquido médio, maior captação líquida, alta volatilidade –, esses valores podem ser justificados pelo melhor desempenho no período, atraindo assim mais alocadores (investidores). O grupo de gestores com *MBA* no exterior apresentou volatilidade baixa em comparação aos demais grupos. Um dos motivos é que os gestores mais experientes evidenciaram ter maior nível de aversão ao risco nos portfólios.

Por fim, não foi possível evidenciar a contribuição do capital humano no desempenho desta amostra e, assim, corroborar as conclusões dos estudos de Golec (1996), Chevalier e Ellison (1999) e Gottesman e Morey (2006).

Dessa forma, sugerem-se como possíveis extensões a esta dissertação:

- i. construção de uma base de capital humano contendo maior seleção de gestores e maior horizonte do período de análise;
- ii. inclusão da idade dos gestores;
- iii. inclusão de índices de avaliação das instituições de ensino cursadas pelos gestores com histórico, com o objetivo de utilizar como *proxy* para o *SAT* e o *GMAT*.

## REFERÊNCIAS

ANUÁRIO DA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO. [s.l.], FGV CEF, 2011-. 2014-2019.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS (Anbima). **Apostila de Classificação de Fundos**, 2015.

BECKER, G. S. Human capital a theoretical and empirical analysis, with special reference to education. New York, **Columbia University Press**, 1964.

BRAGANÇA, M. M. O.; Pessoa, M. S. Análise de Performance de Fundos de Investimento Multimercado no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 15, n. 1, mar. 2017.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Taxa Selic**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/>. Acesso em: 10 out. 2019.

BRYANT, C.; TAYLOR, G. Fund Management Charges, Investment Cost and Performance. **Investment Management Association**, May 2012.

BUSSAB, W. de O.; Morettin, P. A. **Estatística básica**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2004.

CARHART, M. M. On persistence in mutual fund performance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 1, p. 57-82, Mar. 1997.

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. 2, p. 143-161, 2009.

CHEVALIER, J.; ELLISON, G. Are Some Mutual Fund Managers Better Than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 3, p. 875-899, June 1999.

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: 10 out. 2019.

CVM. **Portal do Investidor**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/fundos/sobre.html>. Acesso em 10 out. 2019.

DING, B.; WERMERS, R. Mutual Fund Performance and Governance Structure: The Role of Portfolio Managers and Boards of Directors, **SSRN Electronic Journal**, Jan. 2012. DOI: 10.2139/ssrn.683721.

EDWARDS, R. F.; CAGLAYAN, M. O. Hedge Fund Performance and Manager Skill. **The journal of Futures markets**, v. 21, n. 11, p. 1003-1028, Sept. 2001.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. **Journal of Financial Economics**, v. 33, n. 1, p. 3-56, Feb. 1993.

FUNDAÇÃO ESTUDAR. **Exames padronizados: tudo que você precisa saber sobre as provas para estudar fora**. Disponível em:

<https://www.estudarfora.org.br/exames-padronizados/>. Acesso: 10 out. 2019.

GIACOMONI, B. H. A Persistência de Desempenho dos Fundos Brasileiros durante a Crise. **XXXIV Encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro, set. 2010.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. A Study of Monthly Mutual Fund Returns and Performance Evaluation Techniques. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 29, n. 3, p. 419-444, Sept. 1994.

GROSSMAN, S. J. Hedge Funds Today Talent Required. **Wall Street Journal**, Sept. 29, 2005.

GOLEC, H. Joseph. The Effect of Mutual Funds Managers' Characteristics on Their Portfolio Performance, Risk and Fees. **Financial Services Review**, v. 5, n. 2, p. 133-147, 1996.

GOTTESMAN, A. A.; MOREY, M. R. Manager education and mutual fund performance. **Journal of Empirical Finance**, v. 13, n. 2, p. 145-182, Mar. 2006.

GOTTESMAN, A. A.; MOREY, M. R. CEO Educational Background and Firm Financial Performance. **Journal of Applied Finance**, v. 20, n. 2, p. 70-82, 2010.

HINDO, B. An MBA: Is it still Worth it? **Bloomberg Businessweek**, 21 Oct. 2002. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2002-10-20/an-mba-is-it-still-worth-it>. Acesso em: 10 de out. 2019.

HUANG, M.; CHEN, J. Does fund size erode mutual fund performance? The role of liquidity and organization. **American Economic Review**, v. 94, n. 5, p. 1276-1302, 2004.

INVESTMENT COMPANY INSTITUTE. **Fact Book 2018**.

Disponível em: [https://www.ici.org/pdf/2019\\_factbook.pdf](https://www.ici.org/pdf/2019_factbook.pdf). Acesso em: 10 out. 2019.

JORDÃO, G. A.; MOURA, M. de L. Performance Analysis of Brazilian Hedge Funds. **Journal of Multinational Finance Management**, v. 1, p. 165-176, July 2011.

KAUR, I. Performance of Equity Mutual Fund and Educational Credentials of Fund Manager. **Vision: The Journal of Business Perspective**, v. 21, n. 1, p. 23-34, Feb. 2017.

LEUSIN, L. M. C.; BRITO, R. D. Market timing e avaliação de desempenho dos fundos brasileiros. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 22-36, jun. 2008.

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, Feb. 2011.

MALAQUIAS, R. F.; EID JUNIOR, W. Eficiência de Mercado e Desempenho de Fundos Multimercados. **Revista Brasileira Finanças (Online)**. Rio de Janeiro, v. 11, n. 1, p. 119-142, mar. 2013.

MALAQUIAS, R. F.; EID JUNIOR, W. Fundos Multimercados: Desempenho, Determinantes do Desempenho e Efeito Moderador. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 15, n. 4, p. 135-163, out. 2014.

MARTELANC, R.; BORGES, E. C. Sorte ou habilidade: uma avaliação dos fundos de investimento no Brasil. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 50, n. 2, p. 196-207, abr./maio/jun. 2015.

MASOOD, O.; SERGI, B. S. Behavioural aspects influencing the performance of Turkish fund managers. **Economic and Business Review**, v. 11, n. 4, p. 301-320, 2009.

MINCER, J. Investment in human capital and personal income distribution. **Journal of Political Economy**, v. 66, n. 4, p. 281-302, 1958.

NAIDENOVA, I. N.; PARSHAKOV, P. A.; ZAVERTIAEVA, M. A.; TOMÉ, E. Look for people, not for Alpha: Mutual Funds success and Managerial Intellectual Capital. **Measuring Business Excellence**, v. 19, n. 4, p. 57-71, 2015.

ROCHMAN, R. R.; EID JR., W. Fundos de investimentos ativos e passivos no Brasil: Comparando e determinando os seus desempenhos. **Anais do 30º Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração**, Salvador, BA, set. 2006.

ROCHMAN, R. R.; RIBEIRO, M. P. A Relação entre Estrutura, Conduta e Desempenho da Indústria de Fundos de Investimentos: Um Estudo de Painel. **Anais do 27º Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração**, Atibaia, SP, 2003.

SANVICENTE, A. Z.; SANCHES, A. F. M. Viés de seleção na análise de desempenho de ações no mercado brasileiro. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, n. 2, p. 38-45, jun. 2002.

SCHULTZ, T. W. **O valor econômico da educação**. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1964.

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.

VARGA, G.; WENGERT, M. A indústria de fundos de investimentos no Brasil. **Revista de Economia e Administração**, v. 10, n. 1, p. 66-109, 2011.

XAVIER, L. A. B.; MONTEZANO, M. R.; OLIVEIRA, A. M. C.  
Persistência de performance: fundos de investimento multimercado com renda variável e alavancagem. **Anais do 8º Encontro Brasileiro de Finanças**, Rio de Janeiro, RJ, 2008.