

Análise das declarações das filosofias de investimento e o desempenho dos fundos abertos de previdência complementar: um estudo descritivo

Daniel Roberto Guimarães Pereira (PUC-PR) daniel.pereira@pucpr.br
Wesley Vieira da Silva (PUC-PR) wesley.vieira@pucpr.br
Lauro Brito de Almeida (UFPR) gbrito@uol.com.br
Daniel Ferreira dos Santos (PUC-PR) danielsantos927@hotmail.com
Luciano Luiz Dalazen (PUC-PR) ldalazen@yahoo.com.br

Resumo:

Filosofia de investimento é uma forma coerente de pensar os mercados de capitais (DAMODARAN, 2007). Insatisfeito com a reduzida capacidade dos modelos financeiros clássicos para preverem o comportamento dos mercados e compreenderem a forma dos investidores de pensar os mercados, o meio acadêmico passou a aceitar definitivamente a inclusão de aspectos comportamentais nos estudos financeiros em 2002, quando o psicólogo Daniel Kahneman ganhou o prêmio Nobel de Economia pelos trabalhos desenvolvidos em parceria com Amos Tversky no desenvolvimento da Teoria do Prospecto. Buscando contribuir com o desenvolvimento das finanças comportamentais, esta investigação defende a tese de que um fundo aberto de previdência complementar apresenta melhor desempenho quando declara publicamente a sua filosofia de investimento. Para verificar a relação filosofia de investimento versus desempenho, foram analisados seis bancos gestores de Fundos Abertos de Previdência Complementar – FAPC, representando 94% do patrimônio total dos FAPC do mercado brasileiro.

Palavras chave: Filosofias de investimento. Crenças. Desempenho. Fundo de previdência.

Analysis of the statements of investment philosophies and performance of open pension funds: a descriptive study

Abstract

Investment philosophy is a coherent way of thinking about capital markets (DAMODARAN, 2007). Dissatisfied with the reduced ability of classics to predict the behavior of markets and understand how investors think financial markets models, academia began to accept definitely the inclusion of behavioral aspects in financial studies in 2002, when psychologist Daniel Kahneman won the Nobel prize in economics for work done in partnership with Amos Tversky in the development of Prospect Theory. Seeking to contribute to the development of behavioral finance, this research supports the idea that an open pension fund performs better when publicly declares its investment philosophy. FAPC, representing 94% of total equity of FAPC the Brazilian market - to verify philosophy regarding investment performance versus six managers banks of Open Funds for Pension Plans were analyzed.

Key-words: Investment philosophies. Beliefs. Performance. Provident fund.

1. Introdução

O termo filosofia de investimento expressa à forma coerente de pensar os mercados e representa o conjunto de crenças sobre investimentos. Os professores Damodaran (2003, 2004, 2006 e 2007), Koedijk e Slager (2007 e 2009) foram os primeiros a sugerirem o uso do termo.

As afirmações e o conjunto das ideias propostas pelos professores Damodaran, Koedijk e Slager, ajustadas à realidade brasileira, foram à base para a matriz utilizada neste artigo para identificar as crenças de investimento declaradas publicamente pelos fundos abertos de previdência complementar (FAPC), a partir das visões do mercado financeiro, do processo de investimentos e das crenças organizacionais dos bancos gestores.

O uso do termo filosofia de investimento para representar uma forma coerente de pensar os mercados ou o conjunto de crenças dos investidores e gestores ainda não se faz presente nas pesquisas acadêmicas brasileiras. Por outro lado, as publicações não científicas

sobre os mercados de capitais fazem amplo uso do termo, o que poderá contribuir para a sua consolidação também no mundo acadêmico.

Não há trabalhos científicos disponíveis mostrando a contribuição do conhecimento da filosofia de investimento para a melhoria do desempenho dos investidores ou gestores no mercado de capitais brasileiro. O interesse do mundo acadêmico, especialmente o brasileiro, pelas filosofias de investimento como foco de análise científica é recente.

Poucos estudos analisam crenças, atitudes, forma de pensar ou o processo de tomada de decisão dos gestores de fundos ou investidores individuais. Os fatores que influenciam o processo de decisão dos investidores e gestores nos mercados de capitais ainda são pouco conhecidos e dificultam qualquer tentativa de generalização (CLARK-MURPHY; SOUTAR, 2005).

Teoria recente, as finanças comportamentais somente consolidaram a sua importância nos últimos 15 anos, quando o meio acadêmico passou a aceitar a inclusão de aspectos comportamentais nos estudos de modelagem financeira, incorporando definitivamente a psicologia nas finanças, permitindo aos investidores e gestores a inclusão nas suas carteiras de investimentos de produtos financeiros oriundos de gestores comportamentalistas (THALER, 2003).

Acadêmicos e profissionais do mercado financeiro que veem a hipótese do agente racional e da eficiência dos mercados com ceticismo acreditam serem as finanças comportamentais o melhor caminho para tentar explicar por que os investidores e gestores se comportam da maneira como o fazem e quais as consequências para as estratégias de investimento (KRAUTER, 2006).

Para ser solucionado, o problema deve ser apresentado de maneira clara e precisa (ERIKSSON; KOVALAINEN, 2008). Com o objetivo de alcançar a compreensão do fenômeno a ser estudado, este artigo encontra-se orientada a responder ao seguinte questionamento: **Há relação entre as filosofias de investimento publicamente declaradas e o desempenho dos fundos abertos de previdência complementar?**

2. Referencial teórico-empírico

2.1. Finanças comportamentais

O surgimento das finanças comportamentais ocorreu pelo fato de as finanças tradicionais, em todos os seus campos, tratarem as deficiências das suas teorias e modelos como anomalias, não aceitando a racionalidade limitada dos agentes econômicos e os limites da arbitragem (ROGERS et al., 2007).

Essa linha de pensamento não é aceita por um grupo de pesquisadores que sugere abandonar a premissa da racionalidade coletiva dos investidores e desafiam a hipótese da eficiência do mercado. Para eles, as finanças tradicionais falham ao explicar o comportamento dos preços das ações, não conseguindo incluir nas suas modelagens financeiras explicações para as reações exageradas ou extremamente tímidas dos preços, o excesso de volatilidade, os retornos esperados dos ativos, as sazonalidades, as escolhas dos investidores e gestores, entre outros (THALER, 2003).

Relacionando economia e psicologia para analisar como e por que os investidores tomam determinadas decisões, o campo das finanças comportamentais, com muitos aspectos comuns ao campo da psicologia cognitiva, oferece uma explicação teórica para as escolhas irracionais ou emocionais dos investidores (SALSBURY, 2004).

As finanças comportamentais oferecem uma explicação para a irracionalidade e anomalias econômicas dos mercados, além de colaborar para a definição da melhor estratégia para elevar os retornos dos investimentos com base no processo de tomada de decisão dos investidores e gestores (SHILLER, 2007).

Como campo acadêmico, as finanças comportamentais começaram a ser debatidas com mais intensidade em 1979, quando os psicólogos Daniel Kahneman e Amos Tversky introduziram a Teoria do Prospecto (BARBERIS, 1999). Porém, as primeiras iniciativas da aplicação dos conceitos de psicologia às finanças são muito anteriores.

Tvede (2000) afirma que os primeiros estudos buscando unir aspectos comportamentais as finanças foram realizados pelos psicólogos Gustave Le Bon, em 1897, por meio do livro *The Crowd*, e pelo francês Gabriel Tarde, com a publicação do livro *Psychologie Economique* em 1902.

Pompian (2006), demonstrando a importância das finanças comportamentais e a sua preocupação com a relação entre indivíduos e mercados, toma como base a classificação sugerida por Nordhaus e Samuelson (2004) e classifica o comportamento individual e agregado de investidores e gestores em dois grupos: (a) *behavioral finance* micro (BFMI), que examina o comportamento e vieses de investidores e gestores que os distinguem de investidores e gestores racionais da teoria econômica clássica e (b) *behavioral finance* macro (BFMA), que busca detectar e descrever anomalias persistentes no mercado de capitais.

A força das finanças comportamentais como campo de estudo acadêmico a partir dos estudos apresentados por Kahneman e Tversky (1979) obrigou Fama (1997) a concordar com a existência de anomalias no modelo das finanças modernas (teoria clássica). Entretanto, como elas aconteceriam de forma aleatória, destaca Fama, acabariam por se compensar e seriam, assim, consistentes com a eficiência do mercado.

Halfeld e Torres (2001) utilizaram a declaração de Fama para destacar que o grande desafio das finanças comportamentais é provar que tais anomalias de comportamento são realmente previsíveis e podem modificar o mercado de forma definitiva.

Apesar de os estudos de Kahneman e Tversky terem despertado o meio acadêmico em 1979 para a importância da inclusão de aspectos comportamentais nos modelos financeiros, as finanças comportamentais somente ganharam proeminência e legitimidade definitiva em 2002, quando o psicólogo Daniel Kahneman ganhou o Prêmio Nobel de economia pelos seus trabalhos no campo da economia comportamental.

2.2 Finanças tradicionais *versus* finanças comportamentais

Alvo de fortes críticas pelas finanças tradicionais, cuja argumentação se apoia na hipótese de mercados eficientes e na racionalidade dos indivíduos, as finanças comportamentais são questionadas principalmente pela reduzida capacidade de apresentar modelos generalistas e capazes de substituírem a proposição central das finanças tradicionais vigente por mais de trinta anos.

Após sua concepção, na década de 1960, a hipótese da eficiência dos mercados apresentou um enorme sucesso teórico e empírico. Ao mesmo tempo em que os acadêmicos desenvolviam razões teóricas para a validade da hipótese, diversas descobertas empíricas corroboravam os avanços teóricos (SHLEIFER, 2000). Jensen (1978) chegou a declarar que nenhuma outra proposição em economia financeira possuía evidência empírica mais sólida do que a hipótese da eficiência dos mercados.

As finanças comportamentais como campo de pesquisa desafiam a teoria tradicional (clássica) predominante no século XX. Caracterizada pela moderna teoria das carteiras, a teoria tradicional afirma agirem os investidores e gestores de forma racional, previsível e não enviesada. Foca a produção, oferta e demanda, eficiência dos mercados e racionalidade dos investidores. Destaca, ainda, a crença em mercados capazes de garantirem a alocação justa dos recursos, a correta distribuição das riquezas e a otimização da organização social (BERNSTEIN, 2002).

A hipótese do mercado eficiente considera ser o mercado eficiente porque pressupõe estarem todas as informações conhecidas pelos investidores e gestores, em um determinado momento, refletidas nos preços das ações (SHILLER, 2007).

Liu (2003), buscando oferecer uma melhor compreensão entre as duas linhas de pensamento no campo das finanças, classificou as diferenças entre as percepções das finanças tradicionais e das finanças comportamentais em três grandes grupos: Modelos do comportamento humano, hipóteses de mercado e modelos de precificação e portfólio.

Como Statman (2002) destaca, tanto as finanças comportamentais como as finanças tradicionais têm ferramentas e teorias que refletem de forma distinta o comportamento humano. O que os dois grupos ainda precisam explicar é como as pessoas formam as suas expectativas em ambientes de risco. Para Damodaran (2003, 2004, 2006 e 2007) a expectativa do investidor ou gestor está positivamente correlacionada com a forma do investidor ou gestor pensar o mercado financeiro.

2.3 Finanças comportamentais e o viés cognitivo

As finanças comportamentais oferecem ferramentas para entender como os investidores interpretam as informações e agem para tomar decisões de investimentos. A teoria neoclássica não explica as diferenças entre indivíduos e as anomalias de mercado.

Apesar da recusa da teoria neoclássica em adotar aspectos psicológicos do investidor e do mercado, as finanças comportamentais afirmam que os vieses cognitivos – preferências pessoais ou preconceitos – têm efeitos significativos nas decisões financeiras.

A busca dos estudiosos das finanças para incorporar as finanças comportamentais nas práticas de mercado encontra vários desafios. Atualmente não há uma metodologia aprovada pelo mercado financeiro para identificar os vieses psicológicos ou a forma de pensar dos investidores (SCHILLER, 2006; DAMODARAN, 2003, 2004, 2006 e 2007; POMPIANI; LONGO, 2007; MONTIER, 2007; FISHER, 2007).

Além disso, mesmo na hipótese das preferências pessoais e preconceitos dos investidores serem cientificamente identificados, talvez não haja por parte dos estudiosos das finanças a experiência necessária para incorporar tais informações no processo de alocação de recursos (FISHER, 2007). O mercado financeiro também será desafiado a determinar o quanto das pesquisas comportamentais no campo das finanças pode ser aplicado a cada

3. Metodologia de Pesquisa

Na próxima seção são apresentados os procedimentos metodológicos utilizados para a realização do presente artigo, iniciando-se pela característica da pesquisa, seguido das perguntas de pesquisa e finalizando com a população e amostra.

3.1. Característica da pesquisa

Dando seguimento ao artigo proposto, passa-se a apresentar a metodologia de pesquisa utilizada. Esta metodologia deve estar coerente com o problema de pesquisa, com o objetivo geral e os específicos do estudo apresentados no primeiro capítulo e com os pressupostos discutidos na base teórico-empírica (ZIKMUND, 1994).

A escolha do melhor método científico para se obter respostas para o problema de pesquisa usualmente promove o debate entre pesquisadores. Não há consenso sobre os procedimentos adotados no método científico e a principal divergência entre os pesquisadores se refere aos testes empíricos.

Porém, como lembra Dubin (1969) os procedimentos científicos para a verificação de algo por meio da observação, experimentação ou experiência não podem ser dissociados do desenvolvimento teórico e devem estar baseados em metodologia coerente, possibilitando estudar um fenômeno e atingir os objetivos propostos.

3.2 Perguntas de Pesquisa

O artigo apresentado neste trabalho é inovador e inédito. A ausência de estudos anteriores e referências empíricas consistentes não permitem relacionar hipóteses de pesquisa com teorias ou técnicas disponíveis. A ausência de referências empíricas, porém, não elimina a necessidade de um conhecimento prévio da realidade antes de se iniciar um processo

hipotético-dedutivo, etapa esta atendida por meio da pesquisa bibliográfica (ERIKSSON; KOVALAINEN, 2008).

3.3 População e amostra

A população da pesquisa é formada por todos os fundos abertos de previdência complementar autorizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a atuarem no mercado de capitais brasileiro. Para representação da população foi formada uma amostra. O propósito do processo de amostragem é permitir ao pesquisador estimar características desconhecidas de uma população (ZIKMUND, 1994). Em uma pesquisa científica com uma população elevada, o processo de amostragem atende as constantes limitações de orçamento e tempo.

Para Slomin (1960) o processo de amostragem além de reduzir custos, diminui o trabalho envolvido na pesquisa e oferece informações vitais de forma rápida. Zikmund (1994) também considera como justificativa para o uso de uma amostra a precisão, presente na maioria dos casos, quando selecionada adequadamente.

Existem várias alternativas para a escolha do tipo de amostra. Esta pesquisa fará uso de uma **amostra não-probabilística**. Nas amostragens não-probabilísticas a escolha das unidades da amostra é bastante arbitrária, com forte presença do julgamento pessoal do pesquisador (ZIKMUND, 1994). Para Warmick e Lininger (1975), deve-se destacar a inexistência de técnica estatística apropriada para se medir o erro aleatório em amostras não-probabilísticas. Contudo, complementam os autores, existem situações onde amostras não-probabilísticas são mais adequadas aos objetivos da pesquisa. Durante o processo de amostragem, a seleção dos fundos abertos de previdência complementar respeitou o critério **participação de mercado por volume de captação** como **unidade de amostragem**. Os fundos abertos de previdência complementar incluídos na amostra representam 94% (noventa e quatro por cento) do mercado brasileiro, conforme o *ranking* 2010 da Federação Nacional de Previdência Privada e Vida – FENAPREVI. A amostra utilizada nesta investigação pode ser visualizada na Tabela 1:

Tabela 1 - Bancos Gestores de FAPC Incluídos na Amostra

Banco Gestor	Participação de Mercado
Bradesco	32%
Banco do Brasil	21%
Itaú	19%
Santander	11%
Caixa Econômica Federal	7%
HSBC	4%
Total	94%

Fonte: Site FENAPREVI, acessado em 2011.

Cabe ao pesquisador manter o elevado padrão da pesquisa e garantir que os dados estejam corretos segundo as fontes pesquisadas, não deturpando a precisão estatística dos dados ou exagerando no significado dos resultados. É proibido ao pesquisador gerar dados, manipular os resultados ou disseminar conclusões falsas. O pesquisador tem a obrigação de analisar os dados honestamente e de informar corretamente os métodos utilizados para a sua coleta. Qualquer erro ou problema durante a realização da pesquisa deve ser revelado e tratado corretamente para evitar distorções nos resultados.

4. Apresentação e Análise dos Dados

Nessa seção tem-se a apresentação e análise dos resultados da presente pesquisa, a análise do desempenho dos fundos avaliados e finalizando com as análises das diferenças de desempenhos dos fundos.

4.1 Estimativas das relações entre as variáveis

A pesquisa desenvolvida para sustentar o presente artigo foi realizada por meio da análise documental dos *sites* dos seis principais bancos gestores de Fundos Abertos de Previdência Complementar (FAPC) do Brasil.

Na 1ª etapa da pesquisa foram identificados os atributos (crenças de investimento) declarados publicamente nos *sites*. Para cada atributo foi dado o valor “0” quando não era tratado pelo *site* e “1” quando era.

A soma de todos os atributos com valor “1” representa o escore final de cada banco gestor de fundo aberto de previdência complementar. A matriz de escore ficou representada por meio da Tabela 2.

Tabela 2 - Matriz Estruturada com os Escores.

Conjunto de Crenças (Filosofias de Investimento)	Grupo Representativo - 94% do mercado brasileiro					
	Bradesco (32%)	Brasil (21%)	Itaú (19%)	Santander (11%)	Caixa (7%)	HSBC (4%)
A composição da carteira de investimentos em previdência	1	1	1	1	1	1
A eficiência do mercado	0	0	0	0	0	1
A qualidade e os diferenciais dos produtos e serviços	1	1	1	1	1	1
A racionalidade dos agentes dos mercados	0	0	0	0	0	0
A satisfação do investidor	1	1	1	1	1	1
A transparência do sistema financeiro brasileiro	0	1	0	0	0	0
A volatilidade e a previsibilidade do mercado de capitais brasileiro	0	0	0	0	0	0
As ferramentas utilizadas para a análise do mercado (técnica ou fundamentalista)	0	1	1	0	0	1
As metas de desempenho dos fundos abertos de previdência complementar	1	1	1	1	1	1
As normas de operação e os organismos reguladores do mercado de capitais/previdência	1	1	0	0	1	1
Ética nos investimentos	1	1	1	1	1	1
O acionista e o colaborador interno	1	1	1	1	1	0
O gestor dos fundos (papel, experiência, formação e estilo)	1	1	1	0	1	0
O planejamento futuro e a expectativa de vida dos investidores	1	1	1	1	1	1
O prêmio de risco do mercado	0	0	0	0	0	0
Os custos associados aos investimentos em fundos abertos de previdência complementar	1	1	1	1	1	1
Os desempenhos dos fundos ao longo do tempo	1	1	1	1	1	1
Responsabilidade social, ambiental e sustentabilidade	1	1	1	1	1	1
Total de Atributos	12	14	12	10	12	12

Fonte: Dados da pesquisa, 2013.

Tomando como base a soma final dos atributos disponíveis nos *sites* (escore), na 2ª etapa do levantamento dos dados os bancos gestores dos FAPC foram separados em três grupos tal como se encontra a Tabela 3:

Tabela 3 - Grupos Formados pelo Critério de Escore

Grupo	Gestor	Nº de Atributos
1	Banco do Brasil (BB)	14
2	Bradesco (BBD) Itaú (ITA) Caixa Econômica Federal (CEF) HSBC (HSB)	12
3	Santander (STD)	10

Fonte: Dados da pesquisa, 2013.

Definidos os três grupos, na 3ª etapa da pesquisa partiu-se para a análise estatística dos dados. Tal como menciona Frega (2009), as etapas de análise são corroboradas umas pelas outras e é importante considerar que cada uma fornece diferentes perspectivas de análise para o problema em questão.

Para confirmar a formação dos grupos por meio do escore (total de crenças disponíveis), foi realizada a análise de correlação linear. Nota-se que todas as correlações são estatisticamente significativas a, pelo menos, 5%.

Percebe-se que os fundos CEF e BBD apresentam um coeficiente de correlação igual a 1 (um), o que indica perfeita concordância de comportamento. A menor correlação apresentada entre os fundos BB e HSB indica um comportamento mais dissimilar.

Cabe observar que as correlações lineares de Pearson, Spearman e Tau-b de Kendall fornecem valores idênticos com variáveis dicotômicas (0 ou 1) e apesar do coeficiente Tau-b de Kendall apresentar alguma variação nos níveis de significância a magnitude é a mesma (LEMOS, 2010). Assim sendo, o trabalho evidencia apenas os coeficientes de correlações de Pearson tal como pode ser visto na Tabela 4:

Tabela 4 - Estimativa das Correlações entre os Bancos Gestores de FAPC

	BBD	BB	ITA	STD	CEF	HSB
BBD						
Correlação de Pearson	1	0,756**	0,750**	0,791**	1,000**	0,500*
Significância (bi-caudal)		0,000	0,000	0,000	0,000	0,035
N	18	18	18	18	18	18
BB						
Correlação de Pearson	0,756**	1	0,756**	0,598**	0,756**	0,472**
Significância (bi-caudal)	0,000		0,000	0,009	0,000	0,048
N	18	18	18	18	18	18
ITA						
Correlação de Pearson	0,750**	0,756**	1	0,791**	0,750**	0,500*
Significância (bi-caudal)	0,000	0,000		0,000	0,000	0,035
N	18	18	18	18	18	18
STD						
Correlação de Pearson	0,791**	0,598**	0,791**	1	0,791**	0,553**
Significância (bi-caudal)	0,000	0,009	0,000		0,000	0,017
N	18	18	18	18	18	18
CEF						
Correlação de Pearson	1,000**	0,756**	0,750**	0,791**	1	0,500*
Significância (bi-caudal)	0,000	0,000	0,000	0,000		0,035
N	18	18	18	18	18	18
HSB						
Correlação de Pearson	0,500*	0,472**	0,500*	0,553**	0,500*	1
Significância (bi-caudal)	0,035	0,048	0,035	0,017	0,035	
N	18	18	18	18	18	18

** Correlação estatisticamente significativa a 1% (bi-caudal)

* Correlação estatisticamente significativa a 5% (bi-caudal)

Fonte: Dados da pesquisa, 2013.

Com relação aos escores observados (total de critérios atendidos), também se fez uso do modelo WALK (FREGA, 2009) como técnica de observação do comportamento dos bancos gestores de FAPC para confirmar a similaridade entre eles e a consequente formação dos grupos.

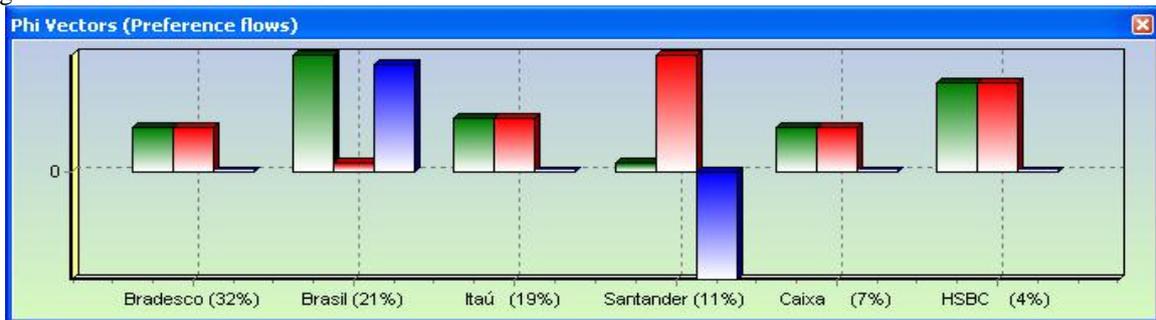
Uma vantagem do método WALK, comparado a outros métodos de apoio a decisão, é a não necessidade de se utilizar uma escala intervalar onde o valor zero não é definido de forma objetiva (LEMOS, 2010). O método WALK é fundamentado em um critério de decisão que busca a melhor (menor decréscimo em critérios antagônicos) alternativa, indicando as alternativas preferíveis em relação às outras (LEMOS, 2010). Os critérios (crenças de investimento) utilizados na matriz foram separados, para efeito da análise dos dados, em triviais e não-triviais. Entende-se por triviais os critérios declarados ou não declarados por todos os bancos gestores de FAPC pesquisados. Por exemplo, a composição das carteiras de investimento em previdência é um critério declarado em todos os *sites* pesquisados, o que não interfere ou contribui com a diferenciação estatística entre os grupos. A análise dos escores para observação do comportamento dos bancos gestores de FAPC utilizou os critérios não-triviais. Na configuração geométrica do espaço GAIA [3d] as alternativas são representadas por esferas. A esfera designada pela cor mais amarelada é a que possui o melhor atendimento (maior número de critérios não-triviais) enquanto a esfera definida pela cor mais azulada é considerada a pior atendimento. Observa-se que BB supera os outros bancos possuindo 5 dos

6 critérios não-triviais atendidos. BBD, ITA, CEF e HSB situam-se com 3 critérios não-triviais atendidos e STD é superado amplamente pelos demais por ter apenas 1 critério não-trivial atendido.

O método WALK desenvolvido por Frega (2009) também permite a visualização tridimensional do espaço de critérios por meio do espaço GAIA [3d] e a visualização de variação de pesos dos critérios (LEMOS, 2010).

Uma análise dos fluxos no WALK (indicadores de quanto uma alternativa supera as outras e quanto é superada pelas outras – a barra verde indica o quanto a alternativa supera as outras, a vermelha indica o quanto ela é superada pelas outras e a azul é o fluxo líquido, na base do “quanto maior, melhor”), tal como encontra-se na Figura 1:

Figura 1 - Análise dos Fluxos no WALK



Fonte: Dados da pesquisa, 2013.

Observa-se na figura anterior que o BB é a melhor alternativa, STD é a pior, BBD e CEF são completamente equivalentes, ITA é um pouco mais idiossincrática e HSB apresenta elevada transversalidade, pois apesar do fluxo líquido ser nulo, os fluxos positivos e negativos são maiores que ITA, BBD e CEF, revelando elevada idiossincrasia em HSB.

As três primeiras etapas da análise dos dados identificaram a similaridade entre os bancos gestores dos principais FAPC do mercado de capitais brasileiro. Os três grupos identificados foram submetidos a diferentes análises para confirmar o grau de similaridade entre eles. Todas as análises levaram a mesma conclusão, sugerindo ser a formação de três grupos com os principais bancos gestores de FAPC adequada para os objetivos desta investigação.

4.2 Análise do desempenho dos fundos avaliados

Na 4ª etapa da análise dos dados foram estimados os desempenhos dos fundos abertos de previdência complementar para 1 e 2 anos. Como medida de desempenho optou-se pelo Índice de Sortino (I.S.), calculado utilizando-se o *software* Economática Softwares para Investimentos Ltda., versão FEB12#1360 2011, disponível no Programa de Pós-Graduação em Administração da Pontifícia Universidade Católica do Paraná – PPAD/PUCPR.

Para o cálculo do Índice de Sortino de um banco gestor estimou-se uma média ponderada entre todos os fundos abertos de previdência complementar listados no Economática. O cálculo da média ponderada multiplicou o patrimônio líquido de cada fundo pelo seu Índice de Sortino e dividiu a soma de todos os produtos pela soma do patrimônio líquido de todos os FAPC.

A estimativa do Índice de Sortino médio levou em consideração todos os FAPC dos grupos identificados nas análises anteriormente apresentadas, resultando em um único Índice de Sortino médio, por período, para cada grupo de bancos gestores de FAPC. Para posterior comparação, os FAPC foram separados nos mesmos grupos formados pela matriz de atributos (crenças de investimentos), formando, assim, os grupos denotados na Tabela 5.

Tabela 5 - Grupos Formados Para a Estimativa do I.S.

Grupo	Banco Gestor	Nº de FAPC na Carteira
1	Banco do Brasil (BB)	47
2	Bradesco (BBD) Itaú (ITA) Caixa Econômica Federal (CEF) HSBC (HSB)	182
3	Santander (STD)	21
Total de FAPC analisados		250

Fonte: Dados da pesquisa, 2013.

Todos os fundos dispostos no Economática são autorizados pela Comissão de Valores Monetários (CVM) e seguem as normas de transparência definidas pelo Banco Central do Brasil – BACEN. Os FAPC incluídos no cálculo do I.S., por banco gestor.

Percebe-se que os Índices de Sortino médios, por grupos e por períodos, calculados nesta investigação e utilizados para sustentar a presente artigo, podem ser vistos de forma resumida na Tabela 6:

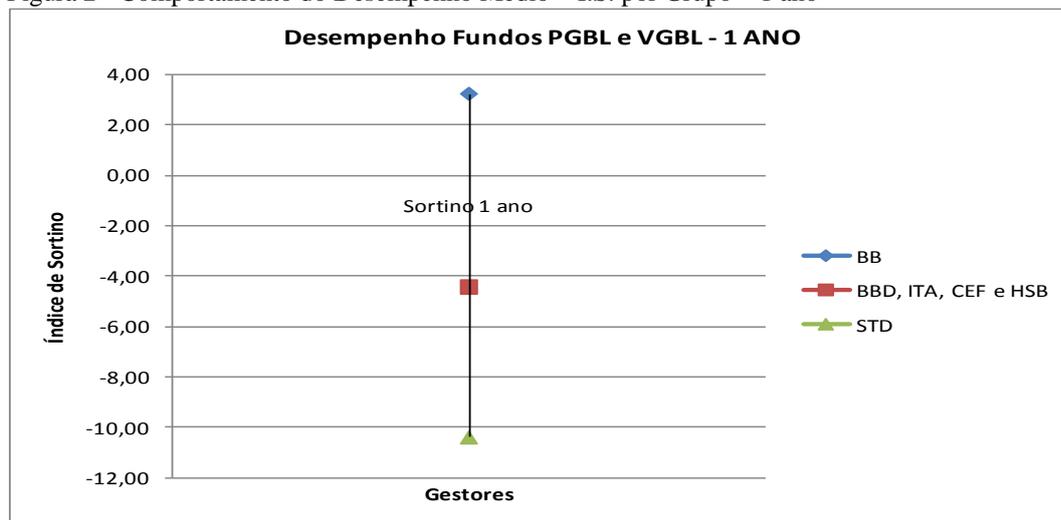
Tabela 6 - Resumo I.S. Médio por Grupo.

	G1 – BB	G2 – BBD, ITA, CEF e HSB	G3 – STD
I.S. – 1 ano	3,22	-4,44	-10,40
I.S. – 2 anos	0,75	-3,34	-8,04

Fonte: Dados da pesquisa, 2013.

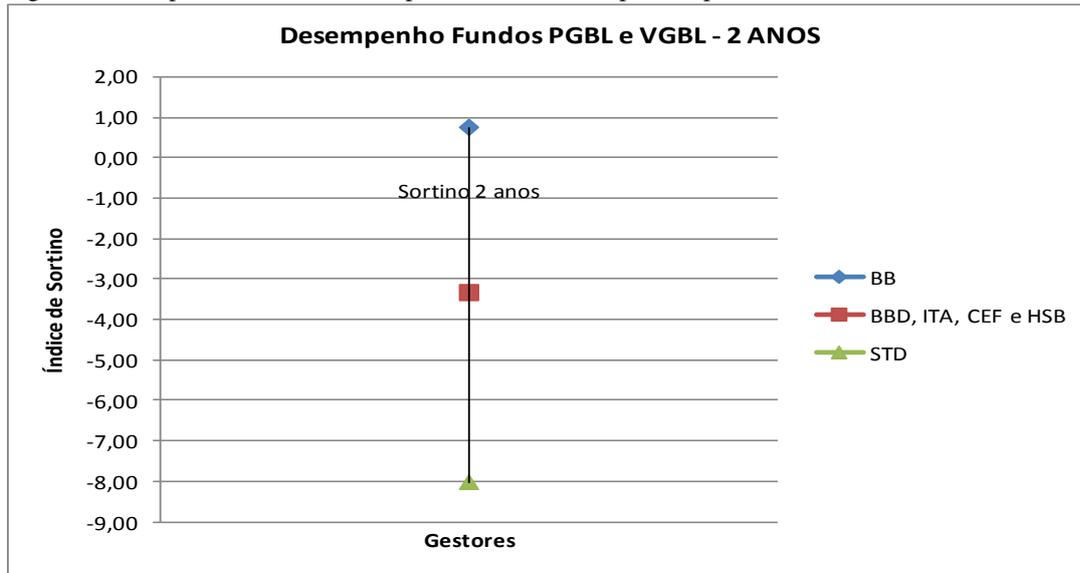
Pela análise gráfica exibida nas Figuras 2 e 3, respectivamente, do Índice de Sortino apresentada a seguir, fica evidenciado o melhor desempenho médio dos fundos do grupo 1 (um), formado pelo Banco do Brasil, seguido pelo desempenho médio dos fundos do grupo 2 (dois), formado por Bradesco, Itaú, Caixa Econômica Federal e HSBC, tendo como pior desempenho médio da amostra analisada os fundos do grupo 3 (três), formado pelo banco Santander.

Figura 2 - Comportamento do Desempenho Médio – I.S. por Grupo – 1 ano



Fonte: Dados da pesquisa, 2013.

Figura 3 - Comportamento do Desempenho Médio – I.S. por Grupo – 2 anos



Fonte: Dados da pesquisa, 2013.

As análises das figuras anteriores e os valores absolutos dos desempenhos médios dos FAPC, por meio do Índice de Sortino, mostram haver diferenças entre os grupos. Buscando confirmar a existência de diferenças estatisticamente significantes entre os grupos, a 5ª etapa da análise dos dados será a avaliação estatística das diferenças entre os grupos analisados.

4.3 Análises das diferenças de desempenhos dos fundos

A pesquisa documental das filosofias de investimento, o cálculo do Índice de Sortino e as análises estatísticas dos dados coletados permitiram responder as perguntas de pesquisa bem como atingir os objetivos geral e específicos desta investigação.

Os resultados das análises dos dados sugerem estar a filosofia de investimento do gestor ou investidor positivamente correlacionada com o desempenho do investimento.

Assim, quanto maior é o número de atributos (crenças de investimento) declarados publicamente melhor é o desempenho médio do investimento verificado na pesquisa. A filosofia de investimento, como propõe este artigo, interfere no desempenho do investimento. Na Tabela 7, apresenta-se o resultado final da comparação entre atributos declarados versus desempenho do FAPC:

Tabela 7 - Comparativo Final Entre Número de Atributos *versus* Desempenho

Grupo	Banco Gestor	Nº de Atributos Declarados	I.S. Médio – 1 ano
1	BB	14	3,22
2	BBD, ITA, CEF e HSB	12	-4,44
3	STD	10	-10,40

Fonte: Dados da pesquisa, 2013.

5. Considerações Finais

O interesse dos pesquisadores pelo tema nasceu há muito tempo e permaneceu vivo pelo inconformismo em relação aos modelos clássicos de avaliação dos mercados como pressupostos teóricos inquestionáveis. A não inclusão das características dos indivíduos e organizações nos modelos clássicos das finanças é forte motivação para a investigação científica acerca dos mercados de capitais.

O resultado final desta investigação não apenas respondeu a sua questão central ou ao seu objetivo geral, mas confirmou a necessidade, defendida pelo autor e por muitos estudiosos, de se aprofundar o debate sobre as finanças comportamentais.

Mostrou-se por meio da comparação da filosofia de investimento versus desempenho dos fundos abertos de previdência complementar de que apesar das limitações comuns a qualquer investigação científica é, sim, necessário considerar os aspectos comportamentais de investidores e gestores sempre que se busca maximizar o retorno de um investimento. Esta é uma situação ainda necessitada de debate e investigações adicionais e que em nenhum momento se esgota com a presente artigo. Repetir o experimento desta pesquisa com novos bancos de dados ou fazendo uso de outros indicadores de desempenho poderá oferecer importante contribuição em conclusões futuras.

Não será no curto prazo que a indústria financeira ou o mundo acadêmico encontrarão um modelo capaz de considerar a forma de pensar do investidor, de maneira matemática ou objetiva, como garantia de melhores retornos. Porém, fica a cada dia mais claro ser o indivíduo a base de todas as relações mercadológicas e organizacionais, cabendo a ele a decisão final de onde, como e quando investir.

A tese defendida nesta investigação, assim, atingiu os objetivos inicialmente propostos e representa a contribuição do autor para a continuidade do desenvolvimento das finanças comportamentais. Reforça a importância de mantermos os nossos olhares nas filosofias de investimento.

Espera-se que a evolução dos modelos matemáticos utilizados pelas finanças clássicas, com a inclusão de aspectos comportamentais ocorra de forma definitiva, permitindo a sua aplicação generalizada.

Conclui-se, assim, estar o problema de pesquisa proposto nesta investigação respondido, mas não esgotado em sua plenitude. As Filosofias de Investimento e suas relações no campo das finanças ou com qualquer domínio do conhecimento continuarão objeto de discussão. Do ponto de vista prático, a resposta ao problema de pesquisa deste artigo pode contribuir para as decisões dos investidores individuais, institucionais ou gestores de fundos no mercado de capitais, possibilitando uma análise mais robusta das alternativas disponíveis para investimento em fundos previdenciários e auxiliando no planejamento de ações futuras mais adequadas ao modo de pensar os mercados dos investidores.

O problema de pesquisa desta investigação explorou um objeto pouco conhecido, encontrou uma resposta consistente para o seu questionamento com o apoio de método científico adequado e ofereceu a sua contribuição ao mundo da ciência ao descrever um fenômeno necessitado de maior discussão, com potencial para influenciar as decisões de investimento quando melhor compreendido.

Referências

- BERNARD, V. L.; THOMAS, J. Post-earnings announcement drift: delayed price response or risk premium? *Journal of Accounting Research*, v. 27, p. 1 - 48, 2004.
- BERNSTEIN, R. **Style Investing: Unique Insight into Equity Management**. New York: John Wiley & Sons, 2002.
- DAMODARAN, A. **Investment Philosophies: Successful Investment Philosophies and the Greatest Investors Who Made Than Work**. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2003.
- DAMODARAN, A. **Investment Fables**. Princeton: Princeton University Press, 2004.
- DAMODARAN, A. **Filosofias de Investimento: Estratégias Bem-Sucedidas e os Investidores que as Fizeram Funcionar**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2006.
- DAMODARAN, A. **Investment Philosophy: The secret ingredient in investment success**. New York: New York University Press, 2007.
- DUBIN, R. **Theory building**. New York: Free Press, 1969.
- ERIKSSON, P.; KOVALAINEN, A. **Qualitative methods in business research**. London: SAGE, 2008.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. The cross-section of expected returns. *Journal of Finance*, v. 47, p. 427 - 465, 1992.
- FAMA, E. F. **Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance**. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=15108. Working Paper, Social Sciences Research Network, 1997.

- FAMA, E. F. Efficient capital market II. *Journal of Finance*, v. **46**, n. 5, p. 1575 – 1617, 1998.
- FAMA, R.; COELHO, P.; CIOFFI, P. Contexto das finanças comportamentais: Anomalias e eficiência no mercado de capitais brasileiro. **XI SEMEAD**, 2008.
- FENAPREVI. **Fundação Nacional de Previdência Privada e Vida**. Disponível em www.fenaprevi.org.br, 2011.
- FISHER, P. A. **Developing an investment philosophy**. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2007.
- FREGA, J. R. Conflitos e incertezas na tomada de decisão coletiva: Um novo olhar sobre a ampliação dos limites da racionalidade. **Tese (Doutorado)** — Pontifícia Universidade Católica do Paraná: Curitiba, 2009.
- FREGA, J. R. **Manual muito simplificado do WALK[ER]**: A implementação computacional da metodologia WALK (Versão 3.0.8 Build 23). Disponível em <<http://frega.net/aulas/cursos%20ad hoc/analise%20multicriterio/WalkerMan.pdf>> acesso em 31 mar 2011.
- HONG, H. Behavioral finance: introduction. **The European Financial Management Journal**, v. 13, n. 3, p. 389-393, 2007.
- HONG, H.; STEIN, J. C. A unified theory of underreaction, momentum trading and overreaction in asset markets, *Journal of Finance*, v. **54**, p. 2143 – 2184, 1999.
- HONG, H.; STEIN, J. C. Disagreement and the stock market. *Journal of Economic Perspectives*, **21**, 2007.
- HONG, H.; KUBIK, J. D.; STEIN, J. C. Social interaction and stock market participation. *Journal of Finance*, v. **59**, p. 137 – 163, 2004.
- JEGADEESH, N.; TITMAN, S. Profitability of Momentum Strategies: An Evaluation of Alternative Explanations. **Journal of Finance**, v. 56 (2), p. 699-720, 2001.
- KOEDIJK, L.; SLAGER, A. **Investment beliefs**: Every asset manager should have them. *Working paper* para o ICPM/Netpar, 2007.
- KOEDIJK, L.; SLAGER, A. Investment beliefs: The importance of focus for an institutional investor. Rotman International, **Journal of Pension Management**, v. 2, n. 2, 2009.
- LAKONISHOK, J.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Contrarian investment, extrapolation and risk. *Journal of Finance*, v. **49**, p. 1541- 1578, 2003.
- LEMOS, S. I. Proposta de metodologia para classificação de destinos turísticos típicos segundo os princípios de sustentabilidade por meio de análise multicritério. **Tese (Doutorado)** — Pontifícia Universidade Católica do Paraná: Curitiba, 2010.
- MONTIER, J. **Behavioral investing**: a practitioner's guide to applying behavioral finance. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2007.
- POMPIAN, M.; LONGO, J. Incorporating behavioral finance into your practice. **Journal of Financial Planning**, v. 18, n. 3, p. 58 – 63, 2007.
- POMPIAN, M. M. **Behavior finance and wealth management**: how to build optimal portfolios that account for investor biases. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2006.
- ROGERS, P.; SECURATO, J. R.; RIBEIRO, K. C. S. Finanças comportamentais no Brasil: um estudo comparativo. **Revista de Economia e Administração**, v. 6, n. 1, p. 49-68, 2007.
- SCHILLER, R. **Irrational Exuberance**. NJ: Princeton Press, 2006.
- SHILLER, R. Tools for financial innovation: Neoclassical versus behavioral finance. **Financial Reviews**, v. 41, n. 1, p. 1 – 8, 2007.
- SORTINO, F.; PRICE, L. Performance measurement in a downside risk framework. **Journal of Investing**, v. 3, 1994.
- THALER, R. H.; SHEFRIN, H. M. An Economic Theory of Self-Control. **The Journal of Political Economy**, v. 89, n. 2, p. 392-406, 1981.
- THALER, R. The end of behavioral finance. **Financial Analysts Journal, Association for Investment Management and Research**, p. 12-17, 2003.
- WARWICK, D. P.; LININGER, C. A. **The sample survey**: theory and practice. New York: McGraw-Hill, 1975.
- ZIKMUND, W. G. **Business research methods**. Fort Worth: The Dryden Press, 1994.