

SOBRE OS DESCONTOS/PRÉMIOS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO FECHADOS: UMA DIGRESSÃO SOBRE OS QUADROS CONCEPTUAIS QUE EXPLICAM A SUA EXISTÊNCIA.

Ana Paula Carvalho do Monte, Professor Manuel José da Rocha Armada

apmonte@ipb.pt

rarmada@eeg.uminho.pt

*Escola Superior de Tecnologia e Gestão de Bragança – Instituto Politécnico de Bragança
Escola de Economia e Gestão - Universidade do Minho.*

Departamento de Economia e Gestão
Departamento de Gestão e Administração Pública

Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão
Campus de Gualtar
4710-057 Braga
Portugal

Palabras-clave: Descontos dos Fundos de Investimento Fechados, teoria do sentimento do investidor, ganhos de capital não realizados, activos ilíquidos, custos de agência.

ABSTRACT

A existência dos descontos/prémios nos fundos de investimento fechados, embora um tema estudado com alguma profundidade desde há algum tempo, continua a intrigar quer académicos quer práticos. Eles resultam da diferença entre o valor das acções do fundo e o seu valor patrimonial líquido. Os prémios nos fundos de investimento fechados eram a situação mais corrente até ao final dos anos vinte, mas a partir da crise de 1929, os descontos passaram a ser a regra, com excepção de alguns períodos.

Como as acções do fundo, tal como os activos que compõem a sua carteira, são transaccionados em Bolsa, seria de esperar, pelo menos numa situação de equilíbrio de mercado, que este se encarregasse de ajustar e corrigir os seus preços, nivelando-os, tanto mais que a respectiva informação é amplamente divulgada.

Neste contexto, foram desenvolvidas algumas teorias e estudos empíricos que procuraram encontrar uma explicação plausível para a existência e persistência dos descontos/prémios. No entanto, em geral, estes concentram-se num ou noutro factor, racional ou não, e muito poucos conseguiram ainda abranger toda a dimensão da problemática. Por um lado, e talvez as explicações mais comuns, são as que se baseiam em factores racionais, tais como, as obrigações fiscais potenciais por ganhos de capital não realizados, a política de dividendos, a composição da carteira do fundo, custos de agência e “*performance*” da gestão, entre outros; por outro, as que se baseiam em factores comportamentais, como é o caso da teoria do sentimento do investidor. Segundo esta corrente de pensamento, existem alguns investidores, designados por “*noise traders*”, que agem de modo quase irracional, induzindo um risco adicional nos mercados em que actuam, limitando a actuação dos arbitragistas. O objectivo deste trabalho será procurar fazer uma revisão crítica sobre estas teorias e dos estudos mais relevantes até à data.

1. INTRODUÇÃO.

Os fundos de investimento fechados¹(os quais, daqui em diante, designaremos por fundos fechados) remontam ao 1º quartel do século XIX, tendo sido a forma dominante de investimento colectivo até aos anos trinta deste século. Estes canalizam e agregam a poupança de diversos investidores, quer individuais, quer institucionais, formando um património autónomo constituído por um conjunto de valores mobiliários (acções, obrigações, títulos do tesouro, entre outros), com gestão profissional por uma entidade – a sociedade gestora do fundo. Diferem dos fundos de investimento abertos, mais conhecidos e divulgados, seus congéneres que surgiram já no início do sec. XX, pelo facto do seu capital ser fixo, composto por um número limitado de acções que são colocadas no mercado secundário e cujo preço é determinado pela lei da oferta e procura no mercado.

O valor fundamental do fundo, designado por Valor Patrimonial Líquido (VPL), resulta do valor de mercado de todos os activos que compõem a sua carteira, líquido das obrigações financeiras (devido ao financiamento e aos

¹ São designados por *closed-end funds* ou *closed-end investment companies* nos Estados Unidos da América (E.U.A.) e por *unit investment trusts* no Reino Unido.

custos de gestão) assumidas pela sociedade gestora do fundo, dividido pelo número de acções deste em circulação.

Como o preço das acções do fundo e o seu VPL são determinados de forma independente, poderão divergir, resultando no desconto ou prémio, sendo o primeiro a forma mais comum e persistente, actualmente. Porém, dado que tanto as acções do fundo como os activos que compõem a sua carteira são transaccionados em Bolsa, seria de esperar, pelo menos numa situação de equilíbrio de mercado, que o mercado se encarregasse de ajustar e corrigir os preços, nivelando-os, tanto mais que a informação é amplamente divulgada para ambos.

Além de os fundos serem frequentemente transaccionados a desconto, este varia de fundo para fundo, no mesmo período, e ao longo do tempo. As flutuações nos descontos seguem de perto os ciclos de mercado e a emissão de novos fundos coincidem, em geral, com a fase em que grande parte dos fundos já existentes estão a prémio ou desconto reduzido². Estes novos fundos, usualmente, são colocados no mercado a prémio mas, surpreendentemente, este vai-se diluindo, transformando-se em desconto ou prémio reduzido (Lee, Shleifer & Thaler, 1990).

Outro aspecto intrigante é o comportamento dos descontos quando é anunciada uma operação de “open-ending”³. Quando uma operação deste tipo é anunciada, em geral, verifica-se que o preço do fundo tende a convergir para o seu VPL, reduzindo profundamente o desconto. Após esta data, e até à efectivação da operação, o desconto reduz-se ainda mais, aproximando-se de zero, na maioria dos casos⁴. Saliente-se, no entanto, que os conflitos entre a gestão e os accionistas poderão dificultar e impedir uma operação de “open-ending” (Brauer, 1984; Barclay, Holderness & Pontiff, 1993). Caso os gestores não possuam participações significativas do fundo (partes de capital), tenderão a resistir à operação porque poderão perder o emprego e certas regalias (benefícios pecuniários ou não). Os accionistas maioritários e os *blockholders*⁵ também poderão resistir, mesmo que a operação os possa beneficiar em termos de rendibilidade em excesso, pois poderão preferir manter os seus benefícios privados (Barclay, Holderness & Pontiff, 1993).

Por outro lado, diversos autores⁶ detectaram rendibilidade em excesso em resultado da implementação de estratégias com fundos que vendiam a elevado desconto (prémio), e que concluíram que o desconto (prémio) apresentava a característica de reversão para a média, pelo menos no curto prazo. Dada esta aparente ineficiência do mercado seria de esperar que os investidores racionais tentassem aproveitar esta oportunidade e implementassem estratégias de arbitragem. Contudo, Pontiff (1995) concluiu que esses investidores não conseguiram implementar estratégias completamente eficazes. Assim sendo, o desconto (prémio) actual do fundo conterà informação sobre o desconto (prémio) futuro, pelo que este conterà informação no sentido de se prever a rendibilidade dos fundos (Pontiff, 1995; Cheung, Kwang & Lee, 1997). Esta capacidade deve-se, não à antecipação da *performance* futura da rendibilidade do VPL, mas, à característica da reversão para a média dos descontos/prémios (Pontiff, 1995).

Os factos agora descritos constituem aquilo que Lee, Shleifer & Thaler (1991) designaram por “puzzle”. Este fenómeno tem sido estudado por diversos autores, tendo surgido diversas teorias na tentativa de o explicar. Por um lado, e talvez as mais comuns, são as que se baseiam em factores racionais, tais como, as obrigações fiscais potenciais por ganhos de capital não realizados, a política de dividendos, a composição da carteira do fundo, custos de agência e *performance* da gestão. Por outro, as que se baseiam em factores comportamentais, como é o caso da teoria do sentimento do investidor. Segundo esta corrente de pensamento, existem alguns investidores, designados por *noise traders*⁷, que agem de modo quase irracional, induzindo um risco adicional nos mercados em que actuam, limitando a actuação dos arbitragistas. Contudo, estas teorias nem sempre conseguem abranger toda a dimensão da problemática, não se tendo encontrado ainda uma explicação plausível e consensual.

Este trabalho, que tem por objecto de estudo os descontos/prémios dos fundos de investimento fechados e as diversas teorias explicativas para a sua existência e persistência, visa apresentar as diferentes teorias que têm sido desenvolvidas e fazer uma revisão crítica dos estudos efectuados até ao momento.

Conhecer as causas que levam à existência e persistência dos descontos é relevante para os investidores, pois poderá permitir-lhes-á construir estratégias ganhadoras para actuar nesses mercados, de modo a conseguir substanciais vantagens do comportamento destes. Se a teoria do sentimento do investidor explica este fenómeno, os investidores, ao delinarem as suas estratégias deverão ter em conta o risco adicional imposto pelos *noise traders*, como prevê a teoria, e analisar o comportamento e sentimento do mercado, antes de tomar qualquer

² Sobre este assunto consultar Weiss, 1989 e Levis & Thomas, 1995.

³ As operações de “open-ending” podem tomar as seguintes formas (Brauer, 1984; Brickley & Schallheim, 1985; Brauer, 1988):

- reestruturação/reorganização que consiste na conversão do fundo de investimento fechado em aberto, reestruturando-o, que designaria de abertura e liberalização do capital;
- fusão que se traduz na fusão do fundo fechado com um fundo aberto ou com outro fundo fechado mas que se tornarão num fundo aberto;
- liquidação, através desta operação o fundo deixa de existir a partir de determinada data.

⁴ Segundo Brickley e Schallheim (1985) o padrão temporal no declínio dos descontos deve-se provavelmente em parte à redução da incerteza quanto à efectivação da operação, i.e. se o fundo irá (ou não) de facto reorganizar-se.

⁵ Os *blockholders* incluem os altos funcionários, directores e accionistas que possuam 5% ou mais do capital do fundo.

⁶ Por exemplo: Thompson, 1978; Hardouvelis, La Porta e Wizman, 1993; Cheng, Copeland e O’Hanlon, 1994; Pontiff, 1995; Arak e Taylor, 1996; Sias, 1997, entre outros.

⁷ Os *noise traders* são investidores que introduzem “ruído” no mercado e distorcem o valor de mercado dos activos.

iniciativa. Por outro lado, para os académicos, conhecer essas causas é importante para compreender a avaliação desses activos e construir modelos adequados que possam servir os propósitos dos investidores.

Sendo que, os descontos parecem violar o princípio da aditividade do valor, dadas as características únicas dos fundos de investimento fechados, o conhecimento dos factores que afectam o mercado destes fundos poderá contribuir para o conhecimento mais alargado do comportamento de todo o mercado de capitais e dos factores que causam as suas flutuações e que afectam a sua eficiência.

Nos pontos que se seguem vamos expor as diversas teorias associadas às duas correntes de pensamento frequentemente estudadas. Em primeiro lugar, porque foi das primeiras teorias a emergir, vamos apresentar a corrente racionalista, baseada em factores racionais e económicos e relativos aqueles que poderão induzir enviesamento na avaliação do valor patrimonial líquido, aos custos de agência, entre outros factores. Depois abordar-se-á a corrente comportamental com especial incidência para a teoria do sentimento do investidor. E, por fim, apresentam-se algumas considerações sobre estas teorias e os estudos sobre a problemática dos descontos até à data, indicando possíveis rumos de investigação futura.

2. TEORIAS QUE EXPLICAM A EXISTÊNCIA E PERSISTÊNCIA DOS DESCONTOS/PRÉMIOS.

Para explicar a razão e a persistência da diferença entre o preço a que são transaccionados os fundos e o seu valor fundamental, têm sido desenvolvidas diversas teorias, umas baseadas principalmente em factores racionais, erros de cálculo do valor patrimonial líquido, sendo normalmente independentes das condições de mercado; outras baseadas em factores como o sentimento do investidor, ou seja, atitudes e expectativas dos investidores que resultam em excessos de reacção a determinadas informações, de forma algo irracional, sem ter em conta as alterações nos factores intrínsecos.

2.1. Baseadas em factores racionais.

Esta corrente de pensamento tem apontado vários factores racionais (e económicos) para explicar o *puzzle* dos descontos/prémios dos fundos fechados (alguns estudos analisaram vários factores em conjunto, outros centraram-se em apenas um deles), dos quais os mais estudados empiricamente são as obrigações fiscais por ganhos de capital não realizados e política de dividendos; os custos de agência, nomeadamente, as comissões de gestão; a composição e rotação do activo do fundo; e a performance da gestão, entre outros.

2.1.1. - Obrigações fiscais por ganhos de capital não realizados e política de distribuição de dividendos.

De acordo com os autores defensores desta corrente (v.g.: Pratt, 1966⁸; Malkiel, 1977 e 1995; Anderson & Born, 1987, entre outros), os fundos que possuam elevados ganhos de capital⁹ não realizados deverão vender a desconto. Este resulta da diferença entre o valor actual do potencial imposto a pagar pelos ganhos de capital distribuídos ao longo do tempo e o valor actual da poupança fiscal eventual pelo facto do investidor vender o fundo (Malkiel, 1977). Deste modo, quanto mais ganhos de capital não realizados possuir um fundo, maior será o imposto potencial a pagar pelos investidores e maior será o desconto. Por outro lado, uma política de distribuição que privilegie a distribuição de elevados dividendos, em geral, está associada a mais valias realizadas e, por conseguinte, a descontos menores.

O modelo teórico apresentado por Malkiel (1977) possui algumas limitações, como sejam: qual a taxa de desconto que devemos utilizar para actualizar quer os fluxos de pagamento quer o de poupança de imposto? Qual a taxa marginal de imposto sobre capitais a utilizar se cada investidor tem uma taxa específica? Este modelo implicitamente induz a que haja uma relação negativa entre os descontos e as taxas de juro, mas esta relação não é evidente, a julgar pelos resultados obtidos por Lee, Shleifer & Thaler (1991), que encontraram uma correlação nula entre estas duas variáveis.

Uma abordagem ligeiramente diferente às implicações fiscais sobre os descontos, baseada na teoria das opções de Merton, 1973, foi apresentada por Brickley, Manaster e Schallheim (1991) e por Kim (1994): uma vez que a carteira de activos subjacentes ao fundo representa uma carteira de opções de diferimento fiscal sobre cada activo que a compõe, o preço das acções do fundo poderá ser inferior à soma dos activos subjacentes. Assim sendo, o desconto será equivalente ao valor da opção de diferimento fiscal desperdiçada por unidade investida no fundo.

Porém estes argumentos, por uma ou por outra perspectiva, não conseguem explicar porquê os fundos são transaccionados a prémio. Por outro lado, a flutuação verificada nos descontos é superior à que é, em geral,

⁸ Autor citado por Dimson e Minio-Kozerski (1998).

⁹ Os ganhos de capital são a diferença entre o VPL e a base do imposto sobre o capital. O VPL não reflecte o imposto sobre ganhos de capital a pagar se um fundo for liquidado.

possível explicar pela teoria das obrigações fiscais¹⁰. Estas também não são compatíveis com o comportamento verificado no desconto quando o fundo anuncia uma operação de “open-ending”, pois o desconto diminui (o preço tende a aproximar-se do seu VPL), ao contrário do que esta teoria faria prever, uma vez que todos os ganhos de capital acumulados seriam realizados.

2.1.2. - Custos de agência, comissão de gestão e rácio de despesas.

Alguns autores (v.g.: Pratt, 1966; Malkiel, 1977 e 1995; Anderson & Born, 1987; Draper & Paudyal, 1991; Kumar & Noronha, 1992; Deaves & Krinsky, 1994; Malhotra & McLeod, 2000; entre outros) argumentam que as despesas de gestão dos fundos, nomeadamente a comissão de gestão, poderão ser consideradas como um custo irre recuperável pelos investidores, uma vez que reduzem a rentabilidade obtida se se considerar que não existe qualquer relação entre o desempenho do fundo e as despesas de gestão. Deste modo, quanto mais elevadas as despesas de gestão, sobretudo as comissões de gestão, maior o desconto dos fundos em relação ao seu VPL.

Embora estas despesas sejam uma pequena parcela relativamente ao total de activos do fundo, podem representar uma percentagem significativa em relação às receitas do fundo. O valor de mercado do fundo pode ser encarado como o reflexo do custo não recuperável causado pela relação de agência entre a gestão e os accionistas, daí que se constate uma divergência entre o preço do fundo e o seu valor patrimonial líquido e uma relação entre os descontos e a participação no capital do fundo, pela gestão (v.g.: Draper & Paudyal, 1991 Barclay, Holderness & Pontiff, 1993 e Malkiel, 1995).

A participação dos gestores no próprio capital do fundo apresenta, geralmente, uma relação com a magnitude do desconto uma vez que os gestores adquirem benefícios que se podem traduzir no rácio das despesas. Por outro lado, a oposição a operações de *open-ending* devido ao conflito entre os accionistas do fundo e os seus gestores, os quais poderão perder consideráveis regalias pecuniárias neste processo, pode levar a que os descontos aumentem à medida que aumenta a percentagem de participação no capital pelos gestores do fundo.

Os argumentos desta variante, embora intuitivos e aparentemente plausíveis, não conseguem abranger todos os aspectos relacionados com o comportamento dos descontos/prémios, como por exemplo: porquê os investidores, supostamente racionais, continuam a adquirir acções de fundos que são colocados no mercado a prémio (e quando os já existentes estão a prémio ou reduzido desconto), que rapidamente se vai diluindo e transformando em desconto? Ou a forte variação nos descontos/prémios, ao longo do tempo no mesmo fundo, e entre fundos?

Deaves e Krinsky (1994) analisaram a influência dos custos de agência nos descontos sob uma perspectiva diferente dos restantes autores: os descontos/prémios poderiam ser explicados, em parte, pelo que eles designaram de “contributo da gestão”, que representava simplesmente a diferença entre o desempenho da gestão e as comissões de gestão (custos de gestão). Segundo estes autores, os descontos podiam ser entendidos como o reflexo da capitalização *ex-ante* das despesas incorridas pelos gestores do fundo na tentativa (sem sucesso) de obter melhores resultados que o mercado. Da mesma forma, os prémios, menos frequentes, reflectiam a habilidade percebida da gestão para obter melhores resultados que o mercado. Assim, os descontos/prémios apresentavam uma relação inversa ao contributo de gestão, isto é, quando o contributo da gestão aumentava, os descontos tenderiam a diminuir (e os prémios a aumentar) e vice-versa. Estes autores referiram ainda que o contributo da gestão pode ser encarado como custos de agência negativos. A principal limitação desta metodologia, na nossa opinião, como apenas apresentaram o modelo teórico e heurístico, carece de evidência empírica. O modelo é racional, intuitivo e teoricamente funciona, mas não é muito claro como se pode testar empiricamente variantes do modelo. Uma das variáveis do modelo, o desempenho da gestão, não é fácil de medir, é ambígua, principalmente porque é um parâmetro *ex-post*, ou seja, é difícil obter *ex-ante* um valor aproximado do desempenho (superior) da gestão.

2.1.3. - Performance da gestão.

Segundo a abordagem baseada na performance de gestão, os investidores estarão dispostos a pagar um prémio pelas acções do fundo fechado se sentirem que a sociedade gestora do fundo é capaz de produzir *performance* acima da média (Malkiel, 1977).

Uma vez que o VPL será o reflexo (directo) das decisões de investimento dos gestores do fundo, a *performance* deste deverá ser calculada em relação VPL do fundo e não do seu preço de mercado¹¹, pelo que pode existir uma relação entre a *performance* do fundo e o nível de desconto/prémio em função da expectativa dos accionistas quanto ao desempenho da gestão. Alguns estudos que se debruçaram sobre este factor (v.g.: Roenfeldt & Tuttle, 1973; Thompson, 1978; Draper & Paudyal, 1991) encontraram evidência empírica (e estatisticamente

¹⁰ Malkiel, 1977, assumindo o pressuposto de que os fundos possuíam ganhos de capital não realizados de 25% do seu VPL, a taxa marginal de imposto dos investidores seria de 25% e a taxa de desconto era de 9% ao ano, o máximo que consegue explicar é um desconto de 6%.

¹¹ Saliente-se que o preço de mercado do fundo apenas será afectado indirectamente pelas decisões de investimento dos seus gestores, sendo em geral afectado por muitos outros factores.

significativa) de uma relação positiva entre os descontos e a performance da gestão (ou as expectativas enviesadas, ou não, sobre a produtividade da gestão).

Admitindo a racionalidade das expectativas, segundo esta abordagem, elevados descontos são o reflexo de uma fraca *performance* futura do VPL do fundo. Porém Lee, Shleifer e Thaler (1990) não encontraram evidência empírica que suportasse esta hipótese, pelo contrário, os fundos que eram transaccionados a elevados descontos tendiam a possuir uma *performance* superior aos que eram transaccionados a descontos reduzidos. Por outro lado, Pontiff (1995) concluiu que a capacidade de prever o desconto futuro baseado no desconto actual é quase totalmente atribuível à capacidade de prever a rendibilidade das acções do fundo mais do que o seu VPL. Assim sendo, a variação dos descontos não está significativamente correlacionada com a rendibilidade futura do VPL e os descontos contêm informação sobre a rendibilidade esperada das acções dos fundos. No entanto, Hardouvelis, LaPorta e Wizman (1994) encontraram alguma evidência de que os descontos possuem poder preditivo sobre a rendibilidade futura do VPL. Malkiel (1977 e 1995), por seu turno não encontrou um contributo significativo desta variável na estrutura de factores que possam explicar a existência e persistência de descontos ou prémios. Como desde há algum tempo, com excepção para alguns períodos e algumas categorias de fundos, os fundos fechados têm sido transaccionados, em média, a desconto, a abordagem baseada na *performance* da gestão não é capaz de explicar, por completo, este fenómeno pois para tal era necessário que pelo menos alguns gestores de fundos tenham descoberto um método de obter desempenho inferior ao mercado de modo sistemático (o que seria uma anomalia só por si e que também não nos parece razoável). Por outro lado, os seus argumentos também não são compatíveis com o comportamento dos descontos/prémios quando os fundos são colocados no mercado. Como refere Lee, Shleifer e Thaler (1990), se atendermos ao seu comportamento alguns meses após a sua colocação no mercado, verificando-se que o prémio inicial se diluiu e transformou em desconto, tal sugere que os investidores rapidamente ficaram desapontados e que prevêem uma *performance* abaixo da normal. Deste modo, a lógica sugere que, do ponto de vista racional, estas situações não são possíveis e a própria evidência empírica assim o indica.

2.1.4. - Composição do fundo (activos ilíquidos e activos estrangeiros) e rotação dos activos.

Segundo alguns autores (v.g.: Malkiel, 1977 e 1995; Anderson & Born, 1987; Draper & Paudyal, 1991), se na composição do fundo existirem activos condicionados (denominados por *letter stocks*), que são altamente ilíquidos, e/ou activos estrangeiros, a valorização do fundo poderá ser mal efectuada¹². Como o valor de liquidação dos activos condicionados é quase nulo, o VPL dos fundos que possuam estes activos poderá estar enviesado positivamente, sugerindo que, à medida que aumenta a proporção destes activos na carteira do fundo, o desconto aumenta. Por outro lado, se o mercado internacional tem restrições ao investimento estrangeiro, os fundos fechados poderão ser um veículo de investimento indirecto nesses mercados e, por conseguinte, muito atractivos, pelo que poderão ser transaccionados a prémio em relação ao VPL. Deste modo, um aumento na proporção de activos na carteira também induzirá uma variação positiva no desconto do fundo. De acordo com Malkiel (1977), a existência e a persistência do desconto em fundos fechados que possuam activos estrangeiros poderá não resultar de imperfeições de mercado mas da preferência ou não por este tipo de activos. Os estudos empíricos demonstraram que há uma relação positiva entre a posse destes activos e o desconto mas esta nem sempre é estatisticamente significativa.

Em relação ao *turnover*, que corresponde ao nível de transacções na carteira do fundo, toda a compra e venda de títulos na carteira, além das estritamente necessárias para manter o nível de rendibilidade e diversificação, fará aumentar os custos de transacção e impostos a pagar sem que se venha a traduzir num melhor desempenho do fundo. Assim, os fundos com elevada rotação deverão vender a desconto mais elevado do que os que têm uma rotação menor (Boudreaux, 1973; Malkiel, 1977 e 1995; Anderson & Born, 1987). Saliente-se que se o mercado esperar que as alterações futuras na carteira do fundo vai contribuir para um melhor desempenho deste, constituindo uma carteira melhor que a anterior, os investidores vão sobreavaliar o fundo e este venderá a prémio. Num estudo empírico, Anderson e Born (1987) concluíram que o desconto estava positivamente relacionado com o *turnover* (o que contrariava a hipótese inicialmente avançada pelos autores), mas esta não era estatisticamente significativa. Malkiel (1977 e 1995) também não encontrou relevância estatística entre estas variáveis.

A teoria baseada na composição dos fundos fechados, nomeadamente a posse de activos ilíquidos ou condicionados, também tem algumas limitações na justificação da existência e variabilidade dos descontos/prémios. Se a posse de activos condicionados induz o desconto, uma vez que o seu VPL está mal avaliado, porquê que os fundos cuja carteira é composta por uma reduzida percentagem destes activos são transaccionados a elevados descontos? Ou porquê que os descontos variam ao longo do tempo se a percentagem de activos condicionados não varia muito frequentemente (sendo mesmo relativamente estável ao longo do tempo)? Por outro lado, se os fundos fechados têm uma gestão menos activa do que os fundos abertos, e por

¹² No caso das "*Letter stocks*", os métodos contabilísticos utilizados para registar e valorizar estes activos poderão conduzir a um cálculo enviesado do VPL do fundo.

consequente o *turnover* é menor, porque os fundos fechados têm sido transaccionados, em média, a desconto (por vezes bastante elevado)?

2.1.5. – Segmentação de mercados.

A abordagem baseada na segmentação de mercados, defendida por alguns autores tais como: Bonser-Neal, Brauer, Neal e Wheatley (1990); Bailey e Lim (1992) ou Chang, Eun e Kolodny (1995), entre outros, está relacionada com as várias formas de segmentação de mercados (nomeadamente os mercados internacionais e os nacionais)¹³. Esta é uma abordagem fortemente apontada como justificação para a existência de prémios numa determinada categoria de fundos fechados – os *country funds*¹⁴.

Um dos argumentos desta teoria assenta na existência de restrições ao investimento directo em alguns mercados internacionais pelos investidores privados, pelo que estes só terão acesso a esse mercado (por vezes altamente rentável, se bem que arriscado) através de investidores institucionais, nomeadamente através de fundos fechados autorizados a transaccionar nesses mercados. Deste modo, estes fundos poderão ser avaliados acima do seu VPL, sendo então transaccionados a prémio, devido à sua atractividade. Bonser-Neal, Brauer, Neal e Wheatley (1990) encontraram uma relação positiva entre o desconto/prémio nos *country funds* e as barreiras ao investimento: quanto mais liberal for o mercado, maior o desconto (menor o prémio) dos fundos fechados que investem nesse mercado. Quando as barreiras ao investimento estrangeiro são aligeiradas, o desconto aumenta ou o prémio diminui.

Porém, este argumento, na nossa opinião, não justifica a razão pela qual alguns fundos fechados que investem em mercados abertos (como é o caso do *German Fund* ou do *Spanish fund*, transaccionados nos mercados dos EUA) têm sido transaccionados a prémio ou porque o nível do desconto/prémio varia de fundo para fundo que invistam no mesmo mercado (v.g.: o Mexico Fund, o Mexico Equity and Income Fund e o Emerging Mexico Fund, que investem em acções e outros activos mexicanos, cujo mercado tem algumas restrições ao investimento estrangeiro).

Outro dos argumentos desta teoria tem por base o grau de integração dos fundos e os mercados em que são transaccionados (Chang, Eun e Kolodny, 1995). Os *country funds* poderão ser um veículo de diversificação internacional, uma vez que os investidores particulares, devido aos elevados custos de informação e transacção e eventuais restrições ao investimento directo estrangeiro, têm algumas dificuldades em investir e diversificar a sua carteira em alguns mercados internacionais. Assim sendo, os *country funds*, sobretudo os que investem naqueles mercados mais restritos ou emergentes, poderão ser transaccionados a prémio. Os estudos empíricos de Bailey e Lim (1992) e de Chang, Eun e Kolodny (1995) sobre os *country funds* norte-americanos encontraram evidência empírica de que esses fundos estão significativamente expostos ao mercado norte-americano e comportam-se mais como títulos norte-americanos do que os seus activos subjacentes. Bordutha, Kim e Lee (1993) também concluíram que a rendibilidade dos *country funds* está mais correlacionada com a rendibilidade do mercado norte-americano do que a dos índices de mercado subjacentes.

Estas teorias, mais comuns e tradicionalmente estudadas, apenas conseguem explicar (não totalmente) a existência do desconto, mas nem sempre a de prémio ou o comportamento destes aquando da OPV ou de uma operação de *open-ending*. Os trabalhos apresentados por Malkiel, em 1977 e em 1995, foram dos poucos que procuraram relacionar diversas variáveis e os descontos na tentativa de descortinar quais os mais relevantes e que pudessem explicar os descontos/prémios. Este autor não se limitou a fazer uma análise *cross-sectional*, recorrendo à estatística multivariada, também analisou as séries temporais relacionando a variação nos descontos com os reembolsos líquidos dos fundos abertos e a variação no índice S&P500, constatando que havia uma relação positiva entre estas variáveis. No entanto, o coeficiente da variável reembolso líquido não tinha relevância estatística. Os resultados obtidos na análise *cross-sectional* apenas permitiam explicar, no máximo, 68% dos descontos, onde a equação estrutural considerava os ganhos de capital não realizados, a posse de activos ilíquidos e de activos estrangeiros (os factores com mais relevância estatística).

De seguida vamos analisar a outra corrente de pensamento que procura ultrapassar as limitações dos argumentos da teoria racional (e suas variantes) com o intuito de explicar a existência de descontos/prémios ou a sua variação conjunta e ao longo do tempo.

2.2. Baseada em factores comportamentais (não racionais) – a Teoria do Sentimento do Investidor.

Dadas as limitações da teoria racional (e suas variantes), tem sido desenvolvida uma corrente alternativa que se baseia no sentimento do investidor para explicar o comportamento e a existência de descontos/prémios nos fundos de investimento fechados. Esta corrente, que designaremos por comportamentalista, baseia-se na teoria

¹³ Esta abordagem está também relacionada com a abordagem baseada na composição da carteira do fundo.

¹⁴ Estes são fundos que investem primordialmente em activos de um determinado país, conjunto de países ou mercados/regiões com características comuns. São, portanto, fundos especializados no investimento no mercado internacional.

do sentimento do investidor, desenvolvida por De Long, Shleifer, Summers e Waldmann (1990), e aplicada pela primeira vez a uma amostra de fundos de investimento fechados por Lee, Shleifer e Thaler (1990 e 1991).

De acordo com esta teoria, a presença de *noise traders* no mercado dos fundos fechados eleva o risco deste tipo de activos e limita a actuação dos arbitragistas, fazendo com que os descontos/prémios persistam por períodos mais longos do que seria de esperar, no pressuposto de mercados eficientes.

Este tipo de investidores, que actuam no mercado dos fundos fechados, baseiam-se em sentimentos irracionais (em resultado de percepções distorcidas da situação de mercado) o que induz a um risco de preço de revenda para todos os investidores (com horizonte de investimento limitado) no momento da liquidação. Os investidores aversos ao risco exigirão um prémio de risco por assumirem esse risco, o que fará com que os fundos vendam geralmente a desconto em relação ao seu valor patrimonial líquido.

Quando os *noise traders* estão optimistas procurarão mais acções dos fundos fechados do que em média, elevando o preço das suas acções e consequentemente o desconto diminuirá. Quando estão mais pessimistas, a procura por acções do fundo diminuirá, pelo que a pressão sob o preço de mercado será menor, logo o desconto aumenta. Segundo este modelo, o risco do *noise trader* é sistemático e é avaliável. O desconto é uma aproximação do sentimento (optimismo/pessimismo) do investidor que afecta a avaliação de activos em cujo o mercado também actuam os *noise traders*, nomeadamente as acções de empresas com reduzida capitalização bolsista, as designadas pequenas empresas.

Esta teoria enquadra-se com algumas regularidades verificadas no comportamento dos descontos, que as teorias racionais nem sempre (ou mesmo deficientemente) conseguem explicar. Designadamente, a característica de reversão para a média dos descontos, a variabilidade dos descontos entre fundos e ao longo do tempo, a diminuição dos descontos quando os fundos iniciam um processo de *open-ending* e a emissão de novos fundos a prémio quando os já existentes no mercado estão a desconto mais reduzido ou a pequeno prémio, mas que desaparece gradualmente nos dias que se seguem à emissão, tornando-se mesmo em desconto.

Desde a publicação do modelo de De Long, Shleifer, Summers e Waldmann, em 1990, e a sua aplicação por Lee, Shleifer e Thaler, em 1991, aos descontos/prémios dos fundos fechados, têm surgido diversos trabalhos que procuraram corroborar a teoria. No entanto, já em 1973, Zweig havia indiciado que os descontos/prémios dos fundos fechados se deveriam a expectativas pessimistas de investidores não profissionais, que não têm acesso a toda a informação, quanto ao preço do fundo mas que não são partilhadas pelos profissionais, conduzindo a discrepâncias entre o preço do fundo e o seu VPL.

Lee, Shleifer e Thaler (1991)¹⁵, testando as implicações da teoria do sentimento do investidor nos descontos/prémios de uma amostra de fundos fechados norte-americanos, encontraram evidência empírica de que o sentimento do investidor poderá explicar a sua existência e comportamento¹⁶. Sob o pressuposto de que os fundos fechados e as acções das pequenas empresas (aquelas com menor capitalização bolsista) eram possuídas maioritariamente por pequenos investidores, pelo que variações no sentimento destes investidores afectariam de igual modo a variação nos descontos e a rendibilidade das acções destas acções, testaram a relação entre estas variáveis, constando que a rendibilidade melhorava, reduzindo os descontos, quando os investidores se tornavam optimistas¹⁷ acerca desempenho dos fundos de investimento fechados e das pequenas empresas, ou o inverso quando se tornavam pessimistas. Os autores também concluíram que os descontos/prémios poderiam ser considerados um índice do sentimento do investidor, podendo ser considerada uma variável independente e explicativa da rendibilidade dos activos, uma vez que os testes sobre a relação entre este índice e os factores de risco identificados por Chen, Roll e Ross (1986)¹⁸ evidenciaram que as variações nos descontos não estavam muito relacionadas com variações nos factores fundamentais¹⁹.

Esta última questão foi contestada por Elton, Gruber e Busse (1998) que não encontraram evidência empírica de que o sentimento do investidor, medido pelas variações nos prémios dos fundos de investimento fechados, seja um factor de risco a considerar no processo de geração de rendibilidade dos activos²⁰. Chen, Kan e Miller (1993) contestaram os resultados de Lee, Shleifer e Thaler (1991) alegando que não haviam medido adequadamente o comportamento entre descontos e a relação entre as pequenas empresas e os descontos não era suficientemente forte e robusta, e que provavelmente tinham confundido o efeito da presença de investidores institucionais com

¹⁵ Estes autores, já em 1990, haviam publicado um trabalho em que defendiam a teoria do sentimento do investidor como potencial explicação para a existência e persistência dos descontos/prémios nos fundos fechados.

¹⁶ Verificaram que os descontos estavam fortemente correlacionados entre si e tendiam a mover-se em conjunto e, na maioria dos fundos da amostra, esta correlação era positiva, o que, segundo os autores, indicava que estes eram movidos por um factor comum: o sentimento do investidor, que não estava fortemente relacionado com a rendibilidade agregada do mercado de capitais, uma vez que não encontraram uma relação muito forte entre o nível da variação nos descontos e o nível dos preços das acções ou com a sua rendibilidade. Por outro lado, os novos fundos eram emitidos a prémio e quando os já existentes no mercado estão a prémio (ainda que ligeiro) ou a reduzido desconto, facto este também consistente com a teoria pois seria quando os *noise traders* estariam mais optimistas.

¹⁷ Quando os investidores se tornam optimistas, os preços dos fundos aumentam pelo que os descontos tendem a diminuir.

¹⁸ Analisaram os seguintes factores: inovações na produção industrial, no prémio de risco das obrigações, a estrutura temporal das taxas de juro e a inflação esperada.

¹⁹ Os factores fundamentais são factores que determinam a rendibilidade e o preço intrínseco dos activos.

²⁰ Os autores utilizaram dois modelos para testar o processo de geração da rendibilidade: um modelo com um único factor e outro com quatro factores.

outras propriedades da amostra. Segundo estes autores, os descontos não seriam a *proxy* adequada para o sentimento do investidor de modo a explicar o efeito das pequenas empresas pois não encontraram evidência de que houvesse diferença significativa entre as pequenas empresas onde a presença de investidores institucionais é mais preponderante e aquelas em que estes não são significativos.

Outra das vozes discordantes desta corrente são Abraham, Elan e Marcus (1993), que não encontraram evidência de que a teoria do sentimento do investidor poderia explicar a existência e persistência de descontos, uma vez que, através da regressão linear simples entre a variação no desconto e a rendibilidade do mercado, o beta dos fundos de obrigações era negativo²¹ tal como o dos fundos de acções, mas não significativamente inferior.

Porém, há outros autores que, à semelhança de Lee, Shleifer & Thaler (1990 e 1991), encontraram evidência empírica de que o sentimento do investidor poderá ser a justificação para a existência e comportamento dos descontos, embora nem sempre considerassem que pudesse ser o único factor explicativo (v.g.: De Long & Shleifer, 1992; Brauer, 1993; Chopra, Lee, Shleifer & Thaler, 1993; Hardouvelis, LaPorta & Wizman, 1993; Bordutha, Kim & Lee, 1995; Cheung, Kwan & Lee, 1997; e Brown, 1999). Por exemplo, Brauer (1993), utilizando uma metodologia baseada no modelo de De Long, Shleifer, Summers e Waldmann (1990) e na técnica de extracção do sinal de French e Roll (1986), constatou que apenas 7% da variação nos descontos/prémios ao longo do tempo é explicada pela teoria do sentimento do investidor, sendo que só 5,3% da variância semanal da rendibilidade das acções é devida ao *noise trading*. Hardouvelis, LaPorta e Wizman (1993), assim como Bordutha, Kim e Lee (1995) testaram as implicações empíricas da teoria do sentimento do investidor²² como factor explicativo dos descontos dos fundos fechados, aplicando a uma amostra de *country funds*. Cheung, Kwan e Lee (1997), embora tenham encontrado evidência acerca de alguns pressupostos da teoria do sentimento do investidor sobre a existência e comportamento dos descontos, factos como evidência sobre o efeito de Janeiro (*January effect*) e o comportamento – não usual - do preço em torno da data de pagamento dos dividendos (*unusual ex-date behaviour in prices*), permitem induzir que a explicação dos descontos é ainda mais complexa do que a que é fornecida pela teoria do sentimento do investidor.

Muito recentemente, Brown (1999), utilizando uma metodologia que tinha em conta o número de transacções dos fundos, o volume médio de transacções, um índice do sentimento do investidor construído com base no Observatório do Sentimento da AAI²³ e a volatilidade do mercado total²⁴, e usando os dados em painel, constatou que a volatilidade no preço dos fundos de investimento fechados está positivamente relacionada com o nível não usual do sentimento do investidor, dado que verificou um coeficiente positivo e estatisticamente significativo para a variável desvio em relação à média do sentimento do investidor. Também constatou que a relação entre o sentimento do investidor e a volatilidade do preço é mais forte durante o período de expediente e virtualmente inexistente durante o restante período. Segundo este estudo, a volatilidade do S&P500 não é relevante, do ponto de vista estatístico, como factor explicativo da volatilidade dos fundos. O desvio em relação à média do sentimento apresentava uma relação positiva e significativa com o volume de transacções, o que implica que provavelmente os pequenos investidores negociam mais quando o sentimento é extremo. Porém, parece-nos que também este estudo não apresenta uma justificação clara para a existência e persistência dos descontos, apenas procura identificar a presença de *noise traders* no mercado dos fundos de investimento fechados.

Esta abordagem aos descontos/prémios dos fundos de investimento fechados, apesar de parecer enquadrar quase todos os aspectos relativos à sua problemática, é criticável pelo facto de considerar que o risco de *noise traders* é sistemático e que este resulta dos fundos fechados serem detidos maioritariamente por investidores individuais, o que, se tivermos em consideração o caso dos fundos ingleses, não é totalmente verdadeiro (Dimson & Minio-Kozerski, 1998 e Brown, 1999), podendo desvalorizar este argumento.

Uma das razões que têm sido apontadas para a persistência dos descontos está relacionada com as limitações à arbitragem, nomeadamente que esta tem custos e nem sempre é lucrativa como seria de esperar. Alguns estudos (Pontiff, 1996 e Dimson & Minio-Kozerski, 1998) indicam que os arbitragistas têm alguma dificuldade em implementar estratégias de arbitragem com sucesso. Isso dever-se-ia ao facto de que para implementar estas estratégias teriam que vender a descoberto a carteira do fundo e deter as acções deste (ou outro método de arbitragem), mas como a composição do fundo não está disponível com regularidade, não sendo possível replicar com exactidão a carteira do deste²⁵, fazendo com que a estratégia não resulte totalmente e seja potencialmente dispendiosa. Por outro lado, o horizonte de investimento do arbitragista é finito, podendo acontecer que os descontos se mantenham relativamente estáveis durante esse período, pelo que a estratégia não resultará

²¹ Efectivamente, o beta dos fundos de obrigações apresentava mesmo maior relevância estatística que o das acções.

²² Nomeadamente, a deterioração do prémio após a colocação no mercado de novos fundos, a reversão para a média dos descontos e o poder previsional dos descontos sobre a rendibilidade do fundo e do seu VPL.

²³ O Observatório do Sentimento da Associação Americana de Investidores Individuais (*The American Association of Individual Investors Sentiment Survey*) é publicado semanalmente na *Barron's*.

²⁴ O qual utilizou, como *proxie* do efeito da volatilidade total do mercado, o índice S&P500 médio das acções norte-americanas de maior capitalização - *S&P500 Index Average of Large-cap US stocks*.

²⁵ Adiante-se ainda que os custos de gestão e as restantes obrigações financeiras não são passíveis de vender a descoberto, pelo que os arbitragistas receberão apenas uma parte dos proveitos da venda a descoberto dos activos subjacentes ao fundo.

lucrativa. Pontiff (1996) identificou ainda factores que poderão influenciar o lucro resultante de uma estratégia de arbitragem, onde o sentimento do investidor era um desses factores, contribuindo assim para explicar a variabilidade dos descontos/prémios dos fundos de investimento fechados.

Em suma, e apesar de haver alguma evidência empírica que suporte a teoria do sentimento do investidor como factor explicativo da existência e comportamento dos descontos/prémios nos fundos fechados, esta não reúne também consenso e/ou apresenta factos irrefutáveis para que se possa considerar o único factor explicativo.

3 – CONSIDERAÇÕES FINAIS.

Depois de apresentadas as diversas teorias (e suas variantes), as quais tentam explicar a existência dos descontos/prémios dos fundos de investimento fechados e também de alguns estudos empíricos efectuados até à data neste sentido, constata-se que as teorias baseadas em factores racionais, embora possam ter alguma lógica e algum suporte empírico, apresentam diversas limitações. Em geral, preocupam-se em explicar os descontos, esquecendo, por vezes, que os fundos de investimento fechados também são transaccionados a prémio. Também não conseguem enquadrar algumas regularidades verificadas e demonstradas no comportamento dos descontos/prémios, nomeadamente a forte variabilidade nos descontos e a diminuição dos descontos quando o fundo inicia um processo de reestruturação ou liquidação. Apesar destas limitações, há alguns factores racionais que parecem ter alguma relevância económica e estatística na explicação do seu comportamento *cross-sectional*. Esses factores são: as características da composição da carteira dos fundos (a existência de activos restritos, ilíquidos ou estrangeiros); a política de distribuição de resultados e as mais-valias não realizadas; e os custos de agência. Alguns dos trabalhos sobre os descontos, e que tinham por base a corrente dos factores racionais, pareciam por em causa a eficiência dos mercados, em particular dos fundos fechados mas, em geral, os diversos autores não encontraram evidência empírica que sustentasse essa hipótese, e que essa seria a justificação para a existência dos descontos (mesmo assim, esta hipótese não conseguia explicar porque é que os descontos se moviam em conjunto). Uma leitura mais atenta destes estudos sugere que alguns autores (v. g.: Malkiel, 1977; Thompson, 1978; Anderson & Born, 1987, entre outros), embora não defendendo abertamente, vão indiciando que parte do *puzzle* poderá ter a ver com factores comportamentais. A teoria do sentimento do investidor, tem sido aquela que mais recentemente tem merecido a atenção dos estudiosos do assunto pois parece conseguir “encaixar” todas as vertentes do comportamento dos descontos e, sobretudo, parece ser capaz de explicar mais consistente e objectivamente a existência de prémios e descontos. As principais críticas que lhe são apontadas têm a ver com a questão de considerar a variação dos descontos nos fundos de investimento fechados como um índice do sentimento do investidor bem como considerar este índice um factor de risco sistemático avaliado pelos investidores e que possa ser incorporado nos modelos de geração de rendibilidade e de avaliação dos activos.

Um aspecto que nos pareceu um pouco descuidado e explorado é, se o sentimento do investidor afecta e explica o comportamento dos descontos nos fundos de investimento fechados, qual a importância económica desse factor? Quanto da variabilidade dos descontos/prémios é explicada pelo sentimento do investidor? Apenas um estudo, o de Brauer (1993), procurou responder a estas dúvidas (se bem que o de Brown (1999) procure identificar a presença de *noise traders* no mercado dos fundos fechados, não apresenta ainda um método para quantificar a importância económica destes para a explicação dos descontos). Uma crítica apontada para esta metodologia é ter que se servir de *proxies*, isto é, métodos indirectos para quantificar a relevância do fenómeno, nomeadamente o procedimento de extracção do sinal de French e Roll (1986).

Outro aspecto a merecer mais discussão é se as expectativas formadas pelos investidores (inclusive pelos *noise traders*) são ou não racionais. Os teóricos e defensores da teoria do sentimento do investidor definem *noise traders* como investidores que actuam no mercado, agindo de modo quase irracional, induzindo um risco adicional aos restantes investidores e dificultando a actuação dos arbitragistas no sentido de corrigirem os preços. Outro grupo de investidores que actua no mercado (no qual se incluem os arbitragistas) são, segundo estes autores, investidores que têm amplo acesso à informação, e actuam com base em factores racionais, formando expectativas (não enviesadas, ao contrário dos *noise traders*) sobre o valor dos activos. Questiona-se pois a racionalidade da tomada de decisão pelos investidores, se têm em consideração outros factores que não apenas razões económicas associadas à evolução dos factores intrínsecos dos activos, ou se também existem factores psicológicos, comportamentais que afectem o seu comportamento. Estas serão algumas “dicas” que poderão ser estudadas mais profundamente de modo a identificar os reais factores que afectam e explicam os descontos e mesmo a formação dos preços de outros activos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

Abraham, Abraham; Elan, Don; Marcus, Alan J.; 1993; "Does Sentiment Explain Closed-end Fund Discounts? Evidence From Bond Funds"; *Financial Review*; 28(4); November 1993; pp. 607-616.
Anderson, Seth C.; Born, Jeffery; 1987; "Market Imperfections and Asset Pricing"; *Review of Business and Economic Research*; 23(1); Winter 1987; pp. 14-25.

- Arak**, Marcelle; **Taylor**, Dean; **1996**; "Optimal Trading With Mean-Reverting Prices: Switching Between Foreign Stocks and Closed-end Country Funds"; *Applied Economics*; 28(9); September 1996; pp. 1067-1074.
- Bailey**, Warren; **Lim**, Joseph; **1992**; "Evaluating the Diversification Benefits of the New Country Funds"; *The Journal of Portfolio Management*; Spring 1992; pp. 74-80.
- Barclay**, Michael J.; **Holderness**, Clifford G.; **Pontiff**, Jeffrey; **1993**; "Private Benefits from Block Ownership and Discounts on Closed-end Funds"; *Journal of Financial Economics*; 33; pp. 263-291.
- Bonser-Neal**, Catherine; **Brauer**, Gregory; **Neal** Robert; **Wheatley**, Simon; **1990**; "International Investment Restrictions and Closed-end Country Fund Prices"; *The Journal of Finance*; 45(2); June 1990; pp. 523-547.
- Bordurtha**, J. N.; **Kim**, D.; **Lee**, Charles M. C.; **1995**; "Closed-end Country Funds and U.S. Market Sentiment"; *Review of Financial Studies*; 8; pp. 879-918.
- Boudreaux**, Kenneth J.; **1973**; "Discounts and Premiums on Closed-end Mutual Funds: a Study in Valuation"; *The Journal of Finance*; pp. 515-523.
- Brauer**, Gregory A.; **1984**; "Open-ending Closed-end Funds"; *Journal of Financial Economics*; 13; pp. 491-507.
- Brauer**, Gregory A.; **1988**; "Closed-end Fund Shares' Abnormal Returns and the Information Content of Discounts and Premiums"; *The Journal of Finance*; 43(1); March 1988; pp. 113-127.
- Brauer**, Gregory A.; **1993**; "Investor Sentiment and the Closed-end Fund Puzzle: a 7 Percent Solution"; *Journal of Financial Services Research*; 7(3); September 1993; pp. 199-216.
- Brickley**, A. James; **Manaster**, Steven; **Schallheim**, James S.; **1991**; "The Tax-timing Option and the Discounts on Closed-end Investment Companies"; *Journal of Business*; 64(3); pp. 287-312.
- Brickley**, A. James; **Schallheim**, James S.; **1985**; "Lifting the Lid on Closed-end Investment Companies: A Case of Abnormal Returns"; *Journal of Financial and Quantitative Analysis*; 20(1); March 1985; pp. 107-117.
- Brown**, Gregory W.; **1999**; "Volatility, Sentiment, and Noise Traders"; *Financial Analysts Journal*; 55 (2); March/April 1999; pp. 82-90.
- Chan**, Eric; **Eun**, Cheol S.; **Kolodny**, Richard; **1995**; "International Diversification Through Closed-end Country Funds"; *Journal of Banking & Finance*; 19(7); October 1995; pp. 1237-1263.
- Chen**, Nai-Fu; **Kan**, Raymond; **Miller**, Merton H.; **1993**; "Are the Discounts on Closed-end Funds a Sentiment Index?"; *The Journal of Finance*; 48(2); June 1993; pp. 795-800.
- Chen**, Nai-Fu; **Roll**, Richard; **Ross**, Stephen A.; **1986**; "Economic Forces and the Stock Market"; *Journal of Business*; 59(3); 1986; pp. 383 – 403.
- Cheng**, A.; **Copeland**, L.; **O'Hanlon**, J.; **1994**; "Investments Trust Discounts and Abnormal Returns: UK Evidence"; *Journal of Business Finance & Accounting*; 21(6); September 1994; pp. 813–831.
- Cheung**, C. Sherman; **Kwan**, Clarence C. Y.; **Lee**, Jason; **1997**; "The Noise Trader Hypothesis: The Case of Closed - End Country Funds"; *Reserch in Finance (Edited by Andrew H. Chen) vol. 15*; pp. 115-136.
- Chopra**, Navin; **Lee**, Charles M.C.; **Shleifer**, Andrei; **Thaler**, Richard H.; **1993**; "Yes, Discounts on Closed-end Funds Are a Sentiment Index"; *The Journal of Finance*; 48(2); June 1993; pp. 801-808.
- De Long**, J. Bradford; **Shleifer**, Andrei; **1992**; "Closed-end Fund Discounts"; *The Journal of Portfolio Management*; Winter 1992; pp. 46-53.
- De Long**, Bradford; **Shleifer**, Andrei; **Summers**, Lawrence; **Waldmann**, Robert; **1990**; "Noise Trader Risk in Financial Markets"; *Journal of Political Economy*; 98; August 1990, pp. 703-738.
- Deaves**, Richard; **Krinsky**, Itzhak; **1994**; "A Possible Reconciliation of Some of the Conflicting Findings on Closed-end Discounts: A Note" *Journal of Business Finance & Accounting*; 21(7); October 1994; pp. 1047-1057.
- Dimson**, Elroy; **Minio-Kozerski**, Carolina; **1998**; "Closed-end Funds: A Survey"; *LBS*, forthcoming in *Financial Markets, Institutions & Instruments*; September 1998; p. 79.
- Draper**, Paul; **Paudyal**, Krishna; **1991**; "The Investment Trust Discounts Revisited"; *Journal of Business Finance & Accounting*; 18(6); November 1991; pp. 791-805.
- Elton**, Edwin J.; **Gruber**, Martin J.; **Busse**, Jeffrey A.; **1998**; "Do Investors Care About Sentiment"; *The Journal of Business*; 71(4); October 1998; pp. 477-500.
- French**, Kenneth; **Roll**, Richard; **1986**; "Stock Return Variances – The Arrival of Information and Reaction of Traders"; *Journal of Financial Economics*; 17; North-Holland; 1986; pp. 5–26.
- Hardouvelis**, Gikas A.; **La Porta**, Rafael; **Wizman**, Thierry A.; **1993**; "What Moves the Discounts on Country Equity Funds?"; *NBER Working Paper n° 4571*; December 1993; p. 76.
- Kim**, Chang-Soo; **1994**; "Investor Tax-Trading Opportunities and Discounts on Closed-end Mutual Funds" *Journal of Financial Research*; 17(1); Spring 1994; pp. 65-75.
- Kumar**, Raman; **Noronha**, Gregory M.; **1992**; "A Re-Examination of the Relationship Between for Closed-end Discounts and Expenses"; *Journal of Financial Research*; 15(2); Summer 1992; pp. 139-147.
- Lee**, Charles M. C.; **Shleifer**, Andrei; **Thaler**, Richard H.; **1990**; "Closed-end Mutual Funds"; *Journal of Economic Perspectives*; 4(4); Fall 1990; pp. 153-164.
- Lee**, Charles M. C.; **Shleifer**, Andrei; **Thaler**, Richard H.; **1991**; "Investor Sentiment and the Closed-end Fund Puzzle"; *The Journal of Finance*; 46(1); March 1991; pp. 75-109.
- Levis**, Mario; **Thomas**, Dylan C.; **1995**; "Investments Trust IPO's: Issuing Behavior and Price Performance Evidence From London Stock Exchange"; *Journal of Banking & Finance*; 19(8); November 1995; pp. 1437-1458.
- Malhotra**, D. K.; **McLeod**, Robert W.; **2000**; "Closed-End Funds Expenses and Investment Selection"; *The Financial Review*; 35(1); February 2000;
- Malkiel**, Burton G.; **1977**; "The Valuation of Closed-end Investment-company Shares"; *The Journal of Finance*; 32(3); June 1977; pp. 847-859.
- Malkiel**, Burton G.; **1995**; "The Structure of Closed-end Fund Discounts Revisited"; *The Journal of Portfolio Management*; Summer 1995; pp.32-38.
- Neal**, Robert; **Wheatley**, Simon M.; **1998**; "Do Measures of Investor Sentiment Predict Returns?"; *Journal of Financial and Quantitative Analysis*; 33(4); December 1998; pp. 523-547.
- Pontiff**, Jeffrey; **1995**; "Closed-end Premia and Returns Implications for Financial Market Equilibrium"; *Journal of Financial Economics*; 37; pp. 341-370.
- Pontiff**, Jeffrey; **1996**; "Costly Arbitrage: Evidence From Closed-end Funds"; *The Quarterly Journal of Economics*; November 1996; pp. 1135-1151.
- Roefeldt**, Rodney L.; **Tuttle**, Donald L.; **1973**; "An Examination of the Discounts and Premiums of Closed – end Investment Companies"; *The Journal of Business Research*; Fall 1973; pp. 129–140.
- Sias**, Richard W.; **1997**; "The Sensitivity of Individual and Institutional Investors Expectations To Changing Market Conditions: Evidence from Closed-End Funds"; *Review of Quantitative Finance and Accounting*; 8; 1997; pp. 245–269.

Thompson, Rex; 1978; "The Information Content of Discounts and premiums on Closed - End Fund Shares"; *Journal of Financial Economics*; 6; June - September 1978; pp. 151-186.

Weiss, Kathleen; 1989; "The Post-Offering Price Performance of Closed-end Funds"; *Financial Management*; Autumn 1989; pp. 57-65.

Zweig, Martin E.; 1973; "An Investor Expectations Stock Price Predictive Model Using Closed - End Fund Premiums"; *The Journal of Finance*; pp. 67-78.