

Competição na indústria de gestão de ativos financeiros – análise em diferentes cenários¹

Competition in the industry of asset management – analysis on different settings

João Carlos Parente Romacho

Resumo

Este estudo analisa o comportamento de competição/estratégico entre fundos de investimento mobiliário de vários países da União Europeia (UE). Para o efeito é utilizada a metodologia de Brown, Harlow e Starks (1996) aplicada em diferentes cenários. Assim, é analisado o comportamento de competição/estratégico em subperíodos de igual duração e em subperíodos que correspondem a diferentes ciclos de mercado, são consideradas as características dos fundos (a dimensão das suas carteiras e o seu período de atividade), assim como o possível efeito do *survivorship bias*.

Os resultados obtidos evidenciam a existência de comportamento estratégico entre os fundos de investimento mobiliário na UE, sendo o mesmo mais intenso entre os fundos da Bélgica, Espanha e Reino Unido. Este comportamento, com exceção do Reino Unido, mostra-se mais intenso entre os fundos com menor período de atividade e no período mais recente. Desta forma, parece que, por um lado, a maior interação estratégica entre os fundos com menor período de atividade pode advir da sua maior audácia, por contraposição aos fundos mais experientes que tendem a revelar maior cautela. Por outro, o crescimento dos mercados da UE em termos do número de fundos parece contribuir para o aumento do comportamento estratégico.

Palavras-chave: Competição; Gestão de ativos; Fundos de investimento.

Abstract

This study analyses the competition/strategic behaviour among the mutual funds of several countries from the European Union (EU). To achieve this aim, it is used the Brown, Harlow and Starks (1996) methodology applied in different settings. Thus, the competition/strategic behaviour is analysed in subperiods with the same duration and in subperiods that correspond to different market cycles, the characteristics of the funds are also contemplated (the dimension of their portfolio and its period of activity), as well as the possible effect of the survivorship bias.

The outcomes obtained show the existence of strategic behaviour among the mutual funds from the EU, this is stronger among the funds from Belgium, Spain and United Kingdom. Furthermore, with the exception of the United Kingdom, this behaviour is stronger among the funds with a smaller period of activity and in the most recent period. So, it seems that, on the one hand, the greatest strategic interaction among funds with smaller period of activity can occur from its greatest audacity, unlike the most experienced funds that tend to reveal higher caution. On the other hand, the growth of the markets from the EU concerning the number of funds seems to contribute to the increase of the strategic behaviour.

Keywords: Competition; Asset management; Mutual funds.

¹ Trabalho apresentado no III Seminário de I&DT, organizado pelo C3i – Centro Interdisciplinar de Investigação e Inovação do Instituto Politécnico de Portalegre, realizado nos dias 6 e 7 de dezembro de 2012.

1 - Introdução

A indústria de gestão de ativos é um setor essencial para o crescimento económico. Ela permite a ligação entre os investidores que procuram um meio de poupança apropriado e as necessidades financeiras da economia real. Este setor tem assumido, nas duas últimas décadas, nos Estados Unidos da América (EUA) e na Europa, uma importância crescente.

Considerando o crescimento deste setor, será natural questionar-se sobre o seu nível de competição. Na realidade, o estudo da *“competition in the mutual fund industry is of paramount importance for several reasons”* (Ferreira e Ramos, 2009, pp. 3). Desde logo para a qualidade, variedade e custos dos produtos, passando pela compreensão da alteração da volatilidade das carteiras em resposta à competição existente no setor, pelo que *“the competition in the mutual fund industry may therefore have far ranging and long lasting implications for the wealth of investors”* (Ramos, 2009, pp. 176).

Neste contexto, pretende-se, com o presente trabalho, contribuir para um conhecimento acrescido do comportamento da indústria de Fundos de Investimento Mobiliário (FIM), particularmente na União Europeia (UE). Assim, o objetivo global do mesmo é investigar o comportamento de competição/estratégico entre os fundos de investimento na UE, usando-se para o efeito uma amostra de FIM de ações globais de sete países. Como objetivo específico, visa-se, através da utilização de diferentes cenários (análise do efeito de *survivorship bias*², utilização de diferentes períodos temporais e separação dos fundos em função das suas características - idade e dimensão das carteiras), identificar os que serão mais favoráveis ao desenvolvimento daqueles comportamentos.

Face à amostra selecionada e aos objetivos estabelecidos, esta investigação contribuirá a diferentes níveis para a literatura. Assim, será o primeiro trabalho, a nível mundial, a estudar o comportamento de competição/estratégico para indústrias de fundos de diferentes países e para FIM de ações globais. Excetuando o Reino Unido, será também o primeiro estudo a analisar este comportamento em cada um dos países da amostra, utilizando-se para o efeito a metodologia de Brown, Harlow e Starks (1996) (BHS).

Este trabalho está organizado em cinco secções. Na secção 2 será efetuada uma breve revisão da literatura no âmbito da competição entre os fundos de investimento, sendo apresentados os principais resultados alcançados. Na secção 3 é apresentada a metodologia que visa identificar e avaliar o comportamento de competição/estratégico. Na secção 4 é descrito o processo de constituição da amostra, assim como são apresentados e analisados os resultados obtidos. Finalmente, na secção 5, são expostas as principais conclusões do estudo realizado.

2 - Revisão da literatura

Dentro da indústria de gestão de ativos financeiros as relações entre as características dos fundos e o seu desempenho obtido tem sido, nos últimos anos, um aspeto muito analisado, particularmente as comissões³ e os fluxos monetários⁴. De facto, ambos são relevantes quando se analisa a competição nesta indústria, dado que o interesse das sociedades gestoras será a obtenção de rendimentos superiores, os quais estão relacionados com as duas variáveis. Na realidade, os gestores além de poderem usar as comissões como fator de competição podem, ainda, atrair fluxos monetários adicionais para as suas carteiras, através da obtenção de um desempenho superior.

A investigação desenvolvida tem mostrado, por um lado, um peso elevado das comissões praticadas comparativamente ao desempenho alcançado pelos gestores, como apontado por Gil-Bazo e Ruiz-Verdú (2009) e Khorana, Servaes e Tufano (2009). Por outro lado, vários autores, como é o caso de Ferruz, Nievas e Vargas (2008) e Gil-Bazo e Ruiz-Verdú (2009), identificam uma relação negativa predominante entre estas duas variáveis.

Em termos do estudo da relação entre os fluxos monetários e o desempenho, diferentes autores verificam que os investidores tendem a aplicar o seu capital nos fundos com melhor desempenho e a não penalizar de forma proporcional aqueles que apresentam fraco desempenho, ou seja, parece identificar-se uma relação positiva e convexa entre as duas variáveis. Vejam-se, neste âmbito os trabalhos de Sirri e Tufano (1998), Ferruz, Ortiz e Sarto (2009) e Ferreira, Keswani, Miguel e Ramos (2010). Neste contexto, e dado que o rendimento dos fundos depende bastante do valor das carteiras, existirá um incentivo para os gestores aumentarem os riscos dessas carteiras de forma a obterem no

futuro fluxos monetários adicionais e, em consequência, a assistir-se a um incremento da competição.

Apesar da constatação anterior, o grau de competição na indústria de gestão de ativos não havia sido ainda claramente avaliado. Brown, Harlow e Starks (1996) são os primeiros a darem um contributo neste sentido. Baseados na relação positiva e convexa entre fluxos monetários e desempenho, os autores definem a hipótese de competição como aquela em que os fundos com pior desempenho a meio do ano tendem a aumentar mais o risco das suas carteiras na última parte do ano, tendo como objetivo alcançarem melhor desempenho no final do mesmo. Usando testes não paramétricos sobre uma amostra de fundos de ações americanos, os autores confirmam a sua hipótese de competição. Esta hipótese de competição volta a ser confirmada por Koski e Pontiff (1999), mas com o uso de testes paramétricos (análise de regressão), os quais incidem também sobre fundos americanos.

Busse (2001), ao aplicar a metodologia de BHS e a análise de regressão a uma amostra de fundos de ações americanos, também identifica comportamento de competição, mas apenas para rendibilidades mensais dos fundos, dado que para rendibilidades diárias tal não se confirma. Mais tarde, Gorjaev, Nijman e Wermers (2005) analisam os resultados de Busse (2001), verificando pouca evidência da hipótese de competição. Posteriormente, Schwarz (2008), usando uma metodologia alternativa baseada na composição das carteiras, ainda para o mercado americano, volta a encontrar resultados consistentes com Brown, Harlow e Starks (1996), embora com menor evidência.

Contrariamente à generalidade dos estudos anteriores, e ainda para o mercado de ações americano, Qiu (2003), baseado na metodologia de BHS, e Taylor (2003), através da aplicação de um modelo alternativo, verificam que são os fundos com desempenhos superiores os que têm mais incentivos para incrementarem o risco, sendo este fenómeno designado de comportamento estratégico. Posteriormente, Makarov (2008) critica a hipótese de competição de Brown, Harlow e Starks (1996), defendendo que, em equilíbrio, os fundos com melhor desempenho tendem a aumentar mais a volatilidade das suas carteiras do que os fundos com pior desempenho.

Outros estudos mais recentes mostram-se consistentes com estes últimos trabalhos, ou seja, os fundos parecem mostrar evidência de comportamento estratégico. Tal verifica-se, por um lado, com a aplicação da metodologia de BHS, como é o caso dos estudos de Hallahan, Faff e Benson (2008) e Hallahan e Faff (2009), sobre fundos de pensões australianos, e do trabalho de Elton, Gruber, Blake, Krasny e Ozelge (2010), sobre fundos de ações americanos. Por outro, com a aplicação de metodologias baseadas em matrizes de transição, como o trabalho de Ammann e Verhofen (2009), o qual incide sobre fundos de ações americanos.

Acker e Duck (2006) desenvolvem, pela primeira vez, um estudo para o mercado europeu (Reino Unido), obtendo resultados consistentes com a existência de comportamento de competição. Contudo, para uma amostra diferente deste mesmo mercado, e através da aplicação da metodologia de BHS, Jans e Otten (2008) não encontram comportamento de competição para o período global analisado. Utilizando a mesma metodologia, Romacho (2010), baseado em fundos de ações portuguesas, identifica comportamento de competição para os fundos que investem no próprio país, mas ausência do mesmo para os que investem na UE e a nível mundial.

Muito recentemente, Cullen, Gasbarro, Monroe e Zumwalt (2012) analisam as transações nas carteiras com vista à distinção entre a alteração intencional e não intencional do risco das mesmas pelos gestores, resultante da reação ao seu desempenho relativo. Os resultados globais de uma amostra de fundos de ações americanos não evidenciam relação entre as rendibilidades passadas e a alteração do risco nas carteiras, pelo que tal é consistente com a inexistência de comportamento de competição.

Face à controvérsia em torno da hipótese de competição, à tendência mista dos resultados obtidos e à escassez de estudos na UE, parece existir claramente necessidade de investigação adicional, particularmente neste mercado.

3 - Metodologia

Brown, Harlow e Starks (1996) mostram que a natureza competitiva da indústria de gestão de ativos financeiros pode influenciar o comportamento dos gestores, sendo que o mesmo pode revelar certas tendências e ser, assim, identificado.

Através da análise das alterações do risco efetuadas pelos gestores nas suas carteiras, Brown, Harlow e Starks (1996) testam a hipótese de competição durante o período de um ano. Segundo esta hipótese, os fundos que obtêm fraca rendibilidade na primeira parte do ano (perdedores intermédios - com rendibilidade inferior à mediana) têm um incentivo superior para aumentarem o seu nível de risco na segunda parte do ano, quando comparados com os que obtêm melhor rendibilidade na primeira parte do ano (vencedores intermédios - com rendibilidade superior à mediana). Esta intuição leva a que a hipótese de competição possa ser apresentada da seguinte forma:

$$\frac{\sigma_{P2}}{\sigma_{P1}} > \frac{\sigma_{V2}}{\sigma_{V1}} \quad (1)$$

onde, σ_{P1} (σ_{P2}) é o desvio-padrão das rendibilidades do fundo perdedor na primeira (segunda) parte do ano e σ_{V1} (σ_{V2}) é o desvio-padrão das rendibilidades do fundo vencedor na primeira (segunda) parte do ano.

Para testar, através da expressão anterior, se os fundos perdedores aumentam o seu nível de risco numa maior magnitude do que os fundos vencedores a partir de determinado momento do ano é necessário definir duas variáveis.

A primeira variável deve permitir dividir os fundos em dois grupos: os vencedores e os perdedores na primeira parte do ano, ou seja, de acordo com o desempenho relativo dos mesmos entre janeiro e o mês M^5 . A Rendibilidade Acumulada (RA) até ao mês M é calculada através da seguinte expressão:

$$RA_{jMy} = [(1 + r_{j1y})(1 + r_{j2y}) \dots (1 + r_{jMy})] - 1 \quad (2)$$

onde, r_{jMy} é a rendibilidade do fundo j, no mês M, do ano y. Depois de calculada a RA para cada ano, os fundos são ordenados do valor mais alto para o mais baixo, sendo considerados vencedores e perdedores os que se situam, respetivamente, acima e abaixo da mediana.

A segunda variável é construída a partir da equação 1, e deve permitir comparar a volatilidade de cada fundo antes e depois do mês M, ou seja, será a relação entre o desvio-padrão da segunda e da primeira parte do ano. O Rácio de Ajustamento do Risco (RAR) do fundo j, no ano y, é então calculado da seguinte forma:

$$RAR_{jy} = \sqrt{\frac{\sum_{m=M+1}^{12} (r_{jmy} - \overline{r_{j(12-M)y}})^2}{(12-M)-1}} / \sqrt{\frac{\sum_{m=1}^M (r_{jmy} - \overline{r_{jMy}})^2}{M-1}} \quad (3)$$

Se $RAR > 1$ ($RAR < 1$) tal significa que há um(a) aumento (diminuição) do risco da carteira na segunda parte do ano relativamente à primeira. Note-se que, segundo a hipótese de competição, é esperado que esta variável seja superior para os fundos perdedores intermédios relativamente aos fundos vencedores intermédios.

Com base nas duas equações anteriores é possível criar, para cada fundo, um par (RA, RAR) para cada ano, o que permite construir uma tabela de contingência 2X2, em que cada par é colocado numa das quatro células: (Alta RA, Alto RAR); (Alta RA, Baixo RAR); (Baixa RA, Alto RAR); e, (Baixa RA, Baixo RAR). Desta forma, na hipótese nula de não existência de comportamento de competição, cada uma destas quatro células deve conter 25% das frequências. Na hipótese alternativa as células (Alta RA, Baixo RAR) e (Baixa RA, Alto RAR) devem conter um número mais significativo de frequências que as outras duas, evidenciando assim comportamento de competição. A significância estatística é avaliada através do teste χ^2 , com um grau de liberdade.

4 - Análise empírica do comportamento de competição/estratégico

4.1 – Constituição da amostra

O mercado europeu de FIM apresenta um forte crescimento na primeira década do século XXI face ao mercado de referência, a América (influenciada claramente pelos EUA). Enquanto durante este período a Europa cresce 65% em termos dos ativos geridos, os EUA registam apenas um crescimento de 14%. Em termos de valores geridos por categorias, os fundos de ações dominam tanto a nível mundial como europeu, com respetivamente, 40% e 30% no final da década⁶.

A amostra selecionada para o presente estudo reflete as circunstâncias anteriores. Assim, a mesma é constituída por 1485 FIM de ações globais, incluindo os fundos sobreviventes e os extintos, de sete países da UE (Alemanha, Bélgica, Espanha, França, Itália, Reino Unido e Suécia)⁷, para o período compreendido entre janeiro/1994 a

dezembro/2009. A escolha de fundos que investem globalmente justifica-se pela maior globalização e integração das economias e mercados financeiros mundiais nas duas últimas décadas, assim como pelo facto de todos os fundos da amostra terem o mesmo universo de investimento, permitindo comparações mais fiáveis entre os países. O valor mensal das unidades de participação dos fundos são adquiridos à *Thomson Reuters*, através da base de dados *Lipper*.

4.2 – Resultados

O estudo do comportamento de competição/estratégico é efetuado através da metodologia proposta por Brown, Harlow e Starks (1996) descrita na secção 3. Neste estudo são efetuadas cinco diferentes análises, com a construção de dois cenários em cada uma delas. Desta forma, é possível, por um lado, testar a robustez dos resultados obtidos e, por outro, uma melhor compreensão deste fenómeno dentro da UE, em geral, e para cada um dos sete países em particular. A apresentação das análises assim como a construção destes cenários é indicada de seguida.

Na primeira análise, a qual incide sobre o período global (janeiro/1994 a dezembro/2009), é estudado o possível efeito de *survivorship bias* na identificação do comportamento de competição/estratégico. Assim, no primeiro cenário, são incluídos os dados dos 1485 fundos tanto sobreviventes como extintos. No segundo, são incluídos apenas os fundos sobreviventes (1201), ou seja, os que têm cotação em dezembro/2009. Após análise do período global, interessará analisar a consistência dos resultados ao longo do mesmo. Neste sentido, na segunda análise, a amostra é dividida em dois subperíodos de igual duração: o subperíodo 1 (janeiro/1994 a dezembro/2001) e o subperíodo 2 (janeiro/2002 a dezembro/2009). Na terceira análise, é estudado o comportamento dos fundos mais novos comparativamente ao dos fundos mais antigos. A divisão dos fundos nos dois grupos é efetuada, para cada país, tendo como referência a respetiva mediana do número de meses de cotação de cada fundo desde a sua criação até à sua extinção ou até dezembro/2009. Na quarta análise, os fundos são divididos em função da sua dimensão, ou seja, do seu valor líquido global. Dado que este valor apenas é fornecido para 1000 dos 1201 fundos sobreviventes, aqueles 1000 fundos são separados em fundos pequenos e fundos grandes, tendo como referência a mediana do valor líquido global da carteira dos fundos para cada país. Na última análise, pretende-

se identificar diferenças de comportamento em fases de subida do mercado (“*bull market*”) e em fases de descida do mesmo (“*bear market*”). Neste sentido, com base em Merton (1981), é identificada uma subida do mercado quando a rendibilidade do mesmo é superior à taxa dos ativos isentos de risco e uma descida quando acontece o inverso. Neste sentido, um determinado ano é classificado como de “*bull market*” (“*bear market*”) se a rendibilidade média do índice *MSCI World* é superior (inferior) à taxa média da *one-month eurodollar deposit rate* para esse mesmo ano. Esta metodologia conduz a que os anos de 1994 a 1999, de 2003 a 2007 e o ano de 2009 sejam classificados como de “*bull market*”, e que os anos de 2000 a 2002 e o ano de 2008 sejam classificados como de “*bear market*”.

No quadro de aplicação da metodologia de BHS, a primeira e segunda parte do ano não têm que ter a mesma duração. De facto, os gestores não têm necessariamente que usar os seis primeiros meses do ano para compararem as rendibilidades das suas carteiras com as dos seus pares e ajustarem as respetivas carteiras para os seis últimos meses do ano. Considerando este facto, é determinado o comportamento de competição/estratégico para diferentes períodos de avaliação. Assim, os primeiros quatro, cinco, seis, sete e oito meses são usados como a primeira parte do ano, constituindo os restantes meses a segunda parte do ano. Os resultados são apresentados na tabela 1.

Os resultados da coluna (1) da tabela 1 mostram que não haverá comportamento de competição entre os fundos, nem a nível da amostra total nem para cada um dos sete países. Ao nível da amostra total, existirá comportamento estratégico, com um nível de significância de 1%, relativamente aos períodos de avaliação (7,5) e (8,4). Assim, parece que os gestores usam sete a oito meses do ano para compararem as rendibilidades das suas carteiras com as dos seus pares, ajustando o risco das suas carteiras para os restantes meses do ano. A nível dos países individualmente, apenas em três este comportamento é realmente forte. Só na Bélgica, Espanha e Reino Unido é evidenciado um comportamento estratégico significativo a um nível de significância de 1%, e em mais do que um período de avaliação. Estes resultados são, assim, opostos à hipótese de competição inicialmente formulada por Brown, Harlow e Starks (1996).

Tabela 1. Comportamento de competição/estratégico por cenário

Esta tabela apresenta, para cada país e para a amostra total, os resultados da aplicação da metodologia de Brown, Harlow e Starks (1996) para identificação de comportamento de competição/estratégico em dez cenários. Cada cenário é constituído da forma seguinte: são incluídos os fundos sobreviventes e extintos (1) durante todo o período amostral, janeiro/1994 a dezembro/2009, e apenas os fundos sobreviventes (2); é considerado o subperíodo 1 (3), de janeiro/1994 a dezembro/2001, e o subperíodo 2 (4), de janeiro/2002 a dezembro/2009; os fundos são divididos naqueles que apresentam menor (5) e maior (6) número de meses de cotação durante todo o período amostral; os fundos são divididos naqueles que apresentam menor (7) e maior (8) dimensão das carteiras; e, são identificados períodos de subida (9) e descida (10) do mercado (10). É indicado o número de fundos incluídos em cada cenário.

C (CC): Período com comportamento de competição estatisticamente significativo a um nível de significância de 5% (1%)

E (EE): Período com comportamento estratégico estatisticamente significativo a um nível de significância de 5% (1%)

Países	Período avaliação	Cenários / Comportamento									
		Survivorship bias		Subperíodos		Idade		Dimensão		Fases mercado	
		Sobr.Ext. (1)	Sobrev. (2)	SP1 (3)	SP2 (4)	Novos (5)	Antigos (6)	Pequenos (7)	Grandes (8)	"Bull" (9)	"Bear" (10)
Alemanha	(4,8)	-	E	-	-	E	-	-	E	-	E
	(5,7)	-	-	-	-	E	-	-	-	-	E
	(6,6)	-	-	-	E	EE	-	-	-	-	-
	(7,5)	E	-	-	-	EE	-	-	-	E	-
	(8,4)	E	-	-	-	-	-	E	-	EE	-
	[N.º fundos]	[212]	[175]	[110]	[212]	[106]	[106]	[85]	[85]	[211]	[212]
Bélgica	(4,8)	EE	E	-	EE	-	-	-	EE	-	EE
	(5,7)	-	-	-	-	-	-	-	-	C	EE
	(6,6)	EE	E	-	EE	-	EE	-	-	-	EE
	(7,5)	EE	EE	-	EE	EE	-	EE	-	-	EE
	(8,4)	E	EE	-	E	-	E	-	E	-	EE
	[N.º fundos]	[202]	[184]	[55]	[202]	[101]	[101]	[87]	[88]	[198]	[196]
Espanha	(4,8)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	(5,7)	EE	EE	-	EE	E	-	E	-	EE	-
	(6,6)	EE	EE	-	EE	EE	E	EE	-	EE	EE
	(7,5)	EE	E	-	EE	EE	E	EE	-	E	-
	(8,4)	E	E	-	E	-	-	-	-	E	-
	[N.º fundos]	[83]	[53]	[57]	[83]	[42]	[41]	[27]	[26]	[82]	[83]
França	(4,8)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	(5,7)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	EE
	(6,6)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	EE
	(7,5)	-	-	-	E	EE	-	-	-	-	-
	(8,4)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	[N.º fundos]	[318]	[252]	[138]	[318]	[159]	[159]	[125]	[125]	[317]	[305]
Itália	(4,8)	-	-	-	-	E	-	-	-	-	-
	(5,7)	-	-	-	-	E	-	-	-	-	-
	(6,6)	-	-	-	-	EE	-	-	-	-	-
	(7,5)	-	-	-	-	EE	-	-	-	-	-
	(8,4)	E	-	-	E	-	-	-	-	-	E
	[N.º fundos]	[95]	[45]	[48]	[95]	[48]	[47]	[19]	[19]	[95]	[87]
Reino Unido	(4,8)	-	-	-	-	-	-	-	-	CC	EE
	(5,7)	-	-	EE	-	-	-	-	-	-	EE
	(6,6)	-	-	EE	-	-	-	-	-	-	-
	(7,5)	EE	EE	EE	EE	E	EE	EE	EE	EE	-
	(8,4)	EE	EE	EE	E	-	EE	-	E	EE	-
	[N.º fundos]	[507]	[433]	[231]	[507]	[253]	[254]	[128]	[129]	[506]	[489]
Suécia	(4,8)	-	-	-	-	-	-	-	-	C	E
	(5,7)	-	-	-	EE	-	-	-	-	-	EE
	(6,6)	-	-	CC	-	-	-	-	-	-	-
	(7,5)	-	-	C	E	-	-	-	-	-	-
	(8,4)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	[N.º fundos]	[68]	[59]	[44]	[68]	[34]	[34]	[29]	[28]	[68]	[67]
AMOSTRA TOTAL	(4,8)	-	-	E	-	E	-	-	-	CC	EE
	(5,7)	-	-	E	-	-	-	-	-	CC	EE
	(6,6)	-	-	-	-	E	-	-	-	CC	EE
	(7,5)	EE	EE	EE	EE	EE	EE	EE	EE	EE	-
	(8,4)	EE	E	-	EE	E	E	-	-	EE	-
[N.º fundos]	[1485]	[1201]	[683]	[1485]	[743]	[742]	[500]	[500]	[1477]	[1439]	

A comparação dos resultados da coluna (2) com os da coluna (1) mostra que os mesmos não diferem substancialmente, verificando-se apenas uma ligeira menor evidência de comportamento estratégico entre os fundos sobreviventes. Assim, parece que o *survivorship bias* não afeta significativamente os resultados do teste do comportamento de competição/estratégico na UE, resultado este que é consistente com o obtido por Jans e Otten (2008) relativamente ao mercado do Reino Unido.

A comparação entre os resultados obtidos nos dois subperíodos [colunas (3) e (4)], ao nível da amostra total, mostra evidência de comportamento estratégico em ambos os subperíodos, mas uma tendência para os gestores usarem um maior número de meses (sete) para compararem as suas rendibilidades com as dos seus pares no subperíodo mais recente. Também a nível dos países se notam alterações de comportamento entre os dois subperíodos. De facto, no subperíodo 1 apenas o Reino Unido e a Suécia evidenciam, respetivamente, comportamento estratégico e de competição. No subperíodo 2, onde o número de fundos na indústria (e da amostra) é maior, todos os países exibem comportamento estratégico significativo a 5% ou 1%, embora sendo o mesmo mais evidente nuns países do que noutros. Neste contexto, o desenvolvimento dos mercados em termos do número de fundos parece contribuir para a existência de comportamento estratégico nesta indústria.

A comparação entre as colunas (5) e (6) mostra que, para a amostra total, os fundos novos desenvolvem um comportamento estratégico mais intenso comparativamente aos fundos antigos, pelo menos num maior número de períodos de avaliação. Ao nível dos países, a exceção mais evidente desta tendência geral será no Reino Unido, onde serão os fundos antigos a evidenciar maior comportamento estratégico. Estes resultados podem ser justificados, por um lado, como o faz Hallahan, Faff e Benson (2008), pelo maior “atrevimento” dos fundos novos, por outro, pela maior experiência e cautela dos fundos antigos. Relativamente ao Reino Unido, a explicação pode ser oposta. Dado que este mercado é o maior e mais dinâmico, os fundos com maior experiência podem sentir-se com maior capacidade em interagir com os seus pares do que os fundos novos, os quais podem ter subjacente algum receio em entrarem em competição num mercado com estas características.

De acordo com Brown, Harlow e Starks (1996), seria de esperar que os fundos pequenos, pelo facto de possuírem carteiras de menor dimensão e por isso com maior facilidade de ajustamento das mesmas, tivessem mais apetência e flexibilidade para alterarem o risco face aos fundos grandes. Contudo, as colunas (7) e (8) revelam, globalmente, comportamentos semelhantes em ambos os grupos. A Espanha será o país onde haverá maior diferença entre os dois grupos de fundos, havendo apenas evidência de comportamento estratégico entre os fundos pequenos.

Na última análise do comportamento de competição/estratégico dos gestores de fundos, as colunas (9) e (10) da tabela 1 parecem mostrar que, se em “*bear market*” haverá evidência de comportamento estratégico, em “*bull market*” a evidência de comportamento de competição ou estratégico depende do período de avaliação considerado. Estes resultados obtidos em “*bull market*” refletem o facto de alguns países (Bélgica, Reino Unido e Suécia) revelarem comportamento de competição em certos períodos de avaliação, contrariamente a fases de “*bear market*” em que este comportamento nunca é identificado.

A comparação destes últimos resultados com os obtidos aquando da análise do período global [coluna (1)] mostra ainda que os países com maior evidência de comportamento estratégico (Bélgica, Espanha e Reino Unido) são aqueles que mais alteram o seu comportamento de “*bull market*” para “*bear market*”, ou vice-versa, apresentando comportamentos quase opostos em cada um dos cenários. A Bélgica é talvez o caso mais evidente, onde os fundos em “*bull market*” mostram comportamento de competição significativo a 5% relativamente ao período de avaliação (5,7), ao passo que em “*bear market*” é evidenciado comportamento estratégico significativo a 1% em todos os períodos de avaliação. Note-se ainda que, nos cenários anteriormente analisados, os fundos da Bélgica e da Espanha têm demonstrado um comportamento estratégico semelhante. No entanto, parece agora haver diferenças em função da fase do mercado! Enquanto os fundos belgas desenvolvem este comportamento em “*bear market*”, os fundos espanhóis fazem-no, essencialmente, em “*bull market*”!

5 - Conclusões

O presente trabalho aplica a metodologia de BHS para estudar o comportamento de competição/estratégico em sete países da UE. Face aos vários cenários analisados, parece que haverá comportamento estratégico entre os fundos da UE, com maior intensidade na Bélgica, Espanha e Reino Unido. Este comportamento será, excetuando o Reino Unido, mais evidente nos fundos com menor período de atividade e no período mais recente. A nível individual daqueles três países, os cenários mais favoráveis ao desenvolvimento deste comportamento será: para a Bélgica, no subperíodo 2 e em “*bear market*”; para a Espanha, no subperíodo 2 e em “*bull market*”, assim como para os fundos mais novos e com carteiras de menor dimensão; e, finalmente, para o Reino Unido, no subperíodo 1 e para os fundos mais antigos.

Estes resultados mostram que, por um lado, a maior interação estratégica entre os fundos novos pode advir da sua maior audácia, por contraposição aos fundos mais experientes que tendem a revelar maior cautela. Por outro, o crescimento dos mercados da UE em termos do número de fundos (2002 a 2009) parece contribuir para o aumento do comportamento estratégico. Note-se que o comportamento, de certa forma oposto, do mercado do Reino Unido, poderá justificar-se pela maior maturidade, dinamismo e dimensão do mesmo.

Refira-se que a aplicação da metodologia de BHS poderá ser questionada, tanto pelo facto de ser aplicada a subamostras do mercado global, como pelo facto de considerar que toda a alteração do risco das carteiras provém da reação dos gestores ao seu desempenho relativo. Assim, uma das formas de tornar os resultados mais robustos pode passar pela utilização e comparação dos resultados obtidos por outras metodologias. É o caso, por um lado, da metodologia de Acker e Duck (2006) e da de Schwarz (2008) e, ainda, da proposta por Ammann e Verhofen (2009). Por outro, da metodologia de Cullen, Gasbarro, Monroe e Zumwalt (2012), que visa identificar (e apenas quantificar) as alterações intencionais no risco da carteira provenientes da reação dos gestores ao desempenho dos seus pares.

Notas de texto:

² Este efeito ocorre quando apenas são selecionados para a amostra os fundos de investimento sobreviventes, os quais podem ter desempenho superior aos extintos. Na presença deste enviesamento, o desempenho dos fundos tende a ser sobrestimado (Brown, Goetzmann, Ibbotson e Ross, 1992).

³ Geralmente, as comissões suportadas pelos investidores incluem: comissões de subscrição, de resgate, de gestão e de depósito.

⁴ Referentes às entradas e saídas de capital das carteiras dos fundos de investimento.

⁵ Refira-se que este momento não tem que ser, necessariamente, o meio do ano, pelo que o espaço temporal da primeira e da segunda parte do ano podem não coincidir.

⁶ Cálculos com base em *Investment Company Institute (ICI)* e *European Fund and Asset Management Association (EFAMA)*.

⁷ Note-se que a UE é claramente representativa do mercado europeu, representado 96% do total de FIM de ações da Europa (dezembro/2009). Por sua vez, os sete países selecionados representam 62 % do valor gerido pelos FIM de ações na UE (dezembro/2009).

Referências bibliográficas

Acker, D. & Duck, N. (2006). A tournament model of fund management. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(9-10), 1460-1483.

Ammann, M. & Verhofen, M. (2009). The impact of prior performance on the risk-taking of mutual fund managers. *Annals of Finance*, 5(1), 69-90.

Brown, K., Harlow, W. & Starks, L. (1996). On tournament and temptations: an analysis of managerial incentives in the mutual fund industry. *Journal of Finance*, 51(1), 85-110.

Busse, J. (2001). Another look at mutual fund tournaments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 53-73

Cullen, G., Gasbarro, D., Monroe, G. & Zumwalt, J. (2012). Changes to mutual fund risk: intentional or mean reverting? *Journal of Banking & Finance*, 36(1), 112-120.

Elton, E., Gruber, M., Blake, C., Krasny, Y. & Ozelge, S. (2010). The effect of holdings data frequency on conclusions about mutual fund behavior. *Journal of Banking & Finance*, 34(5), 912-922.

Ferreira, M., Keswani, A., Miguel, A. & Ramos, S. (2010). *The flow-performance relationship around the world*. Working Paper, Universidade Nova de Lisboa, Cass Business School and ISCTE Business School.

Ferreira, M. & Ramos, S. (2009). *Mutual fund industry competition and concentration: international evidence*. Working Paper, Universidade Nova de Lisboa and ISCTE Business School.

Ferruz, L., Nievas, J. & Vargas, M. (2008). Do Spanish mutual fund managers use public and private information correctly? Use of information in mutual fund management. *Applied Financial Economics*, 18(16), 1319-1331.

Ferruz, L., Ortiz, C. & Sarto, J. (2009). Decisions of domestic equity fund investors: determinants and search costs. *Applied Financial Economics*, 19(16), 1295-1304.

Gil-Bazo, J. & Ruiz-Verdú, P. (2009). The relation between price and performance in the mutual fund industry. *Journal of Finance*, 64(5), 2153-2183.

Goriaev, A., Nijman, T. & Werker, B. (2005). Yet another look at mutual fund tournaments. *Journal of Empirical Finance*, 12(1), 127-137.

Hallahan, T. & Faff, R. (2009). Tournament behavior in Australian superannuation funds: a non-parametric analysis. *Global Finance Journal*, 19(3), 307-322.

Hallahan, T., Faff, R. & Benson, K. (2008). Fortune favours the bold? Exploring tournament behavior among Australian superannuation funds. *Journal of Financial Services Research*, 33(3), 205-220.

Jans, R. & Otten, R. (2008). Tournaments in the UK mutual fund industry. *Managerial Finance*, 34(11), 786-798.

Khorana, A., Servaes, H. & Tufano, P. (2009). Mutual fund fees around the world. *Review of Financial Studies*, 22(3), 1279-1310.

Koski, J. & Pontiff, J. (1999). How are derivatives used? Evidence from the mutual fund industry. *Journal of Finance*, 54(2), 791-816.

Makarov, D. (2008). *Difference in interim performance and risk taking*. Working Paper, New Economics Schools in Moscow.

Merton, R. (1981). On market timing and investment performance. I. An equilibrium theory of value for market forecasts. *Journal of Business*, 54(3), 363-406.

Qiu, J. (2003). Termination risk, multiple managers and mutual fund tournaments. *European Finance Review*, 7(2), 161-190.

Ramos, S. (2009). The size and structure of the world mutual fund industry. *European Financial Management*, 15(1), 145-180.

Romacho, J. (2010). Competição e desempenho na gestão de fundos de acções – O caso português (1996-2006). *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 9(1-2), 39-48.

Schwarz, C. (2008). *Mutual fund tournaments: the sorting bias and new evidence*. Working Paper, University of California at Irvine.

Sirri, E. & Tufano, P. (1998). Costly search and mutual fund flows. *Journal of Finance*, 53(5), 1589-1622.

Taylor, J. (2003). Risk-taking behavior in mutual fund tournaments. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 50(3), 373-383.

Notas sobre o autor:

E-mail: jromacho@gmail.com

Afiliação institucional: Instituto Politécnico de Portalegre - Escola Superior de Tecnologia e Gestão

Breve nota biográfica: O autor é docente do Departamento de Ciências Empresariais, Sociais e Humanas, possuindo a Licenciatura em Gestão de Empresas e o Mestrado em Gestão de Empresas - Ramo de Finanças Empresariais, pela Universidade de Évora, e o Doutoramento em Ciências Empresariais – Especialidade de Finanças Empresariais, pela Universidade do Minho.