

## 6 Conclusões

Com base nos resultados apresentados anteriormente, não é possível identificar o efeito disposição nos fundos de investimento em ações, quando são considerados os volumes transacionados, o que mostra um comportamento distinto daquele verificado no mercado americano, conforme relatam os estudos apresentados no referencial teórico.

Quando é considerado apenas o número de transações realizadas pelos fundos de investimentos para o cálculo do percentual de ganhos e perdas realizadas, a hipótese nula de que o percentual de ganhos realizados é maior ou igual ao percentual de perdas realizadas é rejeitada, porém com baixa significância estatística quando comparada com estudos realizados no mercado americano.

Isso quer dizer que os fundos de investimento em ações transacionam mais os seus ganhos, porém em volume muito inferior que aquele verificado nas transações com ações perdedoras.

Quando a base de dados é dividida em duas categorias de fundos denominadas fundos de varejo e fundos destinados a investidores qualificados, ainda assim não é possível verificar o efeito disposição em qualquer das categorias, quando considerado o volume transacionado. Embora não haja rejeição da hipótese nula nas duas categorias, os fundos de varejo mostram-se muito menos sujeitos ao efeito disposição já que apresentam uma diferença entre PGR e PPR de 6,03 pontos percentuais, quando considerado o volume agregado no período analisado, enquanto os testes com fundos destinados a investidores qualificados revelam uma diferença de apenas 1,64 pontos percentuais.

Em outras palavras, pode-se dizer que os testes realizados com as carteiras dos fundos de investimento em ações mostram que esses investidores tenderam a liquidar mais rapidamente suas posições quando elas eram perdedoras do que quando eram vencedoras, ou seja, apresentaram aversão ao risco no campo das

perdas e propensão ao risco do campo dos ganhos, justamente o oposto do que reza o efeito disposição.

Se há uma crença de que o mercado segue uma direção e não tende a reverter a uma média de curto, médio ou longo prazo, os fundos analisados revelam certa racionalidade, já que as movimentações dos ativos que compõem as carteiras dos fundos de varejo mostram que tais fundos mantêm as ações ganhadoras em magnitude muito maior que as perdas.

### **6.1. Discussões e Recomendações**

Conforme visto nas conclusões anteriores, os testes estatísticos realizados neste trabalho mostram que os fundos de investimento em Ações realizam um maior número de transações com ganhos, porém em volume financeiro muito menor que as transações realizadas com ações perdedoras. A partir desses resultados pode-se supor que os fundos de investimento em ações gerem suas carteiras com base numa expectativa de que o mercado acionário brasileiro esteja sujeito ao efeito “*momentum*”.

Este fato pode estar relacionado a uma tendência dos fundos de investimento em Ações em venderem seus ganhos para quitar despesas recorrentes de administração e gestão do fundo e, por outro lado, venderem suas perdas em momentos de mudanças nas tendências de mercado (aumento da taxa básica de juros, por exemplo) onde haja grande saída de recursos dos fundos para outros investimentos.

O maior número de transações com ativos ganhadores observado neste estudo também pode estar relacionado a uma necessidade dos fundos em rebalancearem as suas carteiras. Muitos fundos têm como *benchmark*<sup>29</sup> algum índice cuja composição é alterada com prazos determinados, como o Ibovespa ou IBRX-50 por exemplo. Assim, para que o fundo acompanhe essas referências, deve manter os ativos em suas carteiras nas mesmas proporções em que as mesmas integram tais indicadores. Desta forma, se um ativo qualquer sofre uma alta muito maior que o esperado, o seu percentual na carteira do fundo também se eleva, sendo necessária uma venda parcial deste ativo para rebalancear a carteira.

---

<sup>29</sup> O *benchmark* é a referência em relação à qual os resultados dos fundos de investimento são avaliados.

De forma similar, se um ativo se deprecia muito, deve ser recomprado para rebalancear a carteira ou, caso não haja recursos suficientes, ativos com ganhos serão vendidos, contribuindo para um aumento na contagem de transações com ganhos.

De qualquer forma, se os fundos de investimentos não estão sujeitos ao efeito disposição e o mercado acionário brasileiro for de momento e não tender a uma reversão à média no curto prazo, então pode ser que uma carteira formada pela compra dos ativos com ganhos e venda dos ativos com perdas que são detidas pelos fundos de investimento em Ações apresente retornos anormais de curto prazo. Esta é uma das recomendações para trabalhos futuros.

O presente estudo considerou a divisão da base entre duas categorias de fundos de investimento em Ações: os de varejo e os destinados a investidores qualificados. Estudos futuros podem segmentar a mesma base utilizada pelos administradores dos fundos, que podem apresentar comportamentos distintos entre si. Assim, seria possível identificar aqueles fundos que estão mais ou menos sujeitos ao efeito disposição. Esse resultado analisado em conjunto com a *performance* dos administradores pode ser bastante útil na criação de carteiras hipotéticas que busquem retornos anormais.

A base de dados também poderia ser segmentada entre os fundos de gestão ativa e aqueles de gestão passiva, ou seja, os que apenas acompanham certo indicador. Esses resultados segmentados podem mostrar se a realização de perdas é fruto de estratégia do gestor ou são “forçadas” pelo regulamento do fundo quando o mesmo precisa acompanhar o indicador estabelecido.

Embora não haja base de dados disponível para replicar o presente estudo num período de queda do mercado acionário, um estudo comparativo poderia trazer informações relevantes acerca da aptidão dos gestores para admitir melhor as perdas quando o mercado é de alta.

Estudos futuros também poderiam contemplar ativos de menor liquidez no intuito de se avaliar se os fundos de investimento se comportam de forma distinta para tais ativos. Essa análise ganha mais importância a partir do momento em que o país atingiu o grau de investimento, o que pode provocar uma maior procura por

ações menos líquidas, especialmente se houver uma procura abundante que promova saturação das *blue chips*<sup>30</sup>.

---

<sup>30</sup> Também chamadas de primeira linha, são ações de empresas tradicionais, negociadas com frequência nos pregões e que mantêm uma valorização no longo prazo. É um jargão do pôquer, que chama dessa forma as fichas mais valiosas do jogo.