

***Relação entre desempenho/fluxos
monetários : evidência para fundos
socialmente responsáveis e fundos
convencionais.***



Beatriz Costa nº4 e Margarida Fonseca nº21

Grupo nº10

Conteúdo

1. Introdução	1
1.1 Enquadramento do estudo e objectivos de investigação	1
1.2 Estrutura do estudo.....	4
2. Revisão de Literatura.....	5
2.1 Desempenho dos fundos socialmente responsáveis	5
2.2 Persistência de desempenho dos fundos.....	10
2.3 Relação entre desempenho/fluxos monetários dos fundos	13
2.3.1 Relação entre desempenho/fluxos monetários: fundos convencionais.....	13
2.3.2 Relação entre desempenho/fluxos monetários: fundos socialmente responsáveis	16

1. Introdução

1.1 Enquadramento do estudo e objectivos de investigação

Os investimentos socialmente responsáveis são investimentos efectuados por empresas e investidores preocupados com as questões éticas, sociais e ambientais, constituindo decisões com o intuito duplo de atingir objectivos financeiros e indirectos ou sociais,

como a adequação às políticas sócio ambientais das instituições (SIF, 2010). As preocupações com as questões de responsabilidade social têm-se desenvolvido ao longo dos

anos e têm ganho cada vez mais destaque alargando-se a vários mercados incluindo, nas

últimas décadas o mercado de acções. Nesse sentido, os investimentos socialmente responsáveis têm crescido rapidamente ao longo do tempo em todo o mundo e têm vindo

a crescer a uma taxa mais elevada do que os investimentos convencionais devido a factores como entradas líquidas em produtos socialmente responsáveis já existentes, o desenvolvimento de novos produtos socialmente responsáveis e a adopção de estratégias

de investimento socialmente responsáveis por parte de gestores e instituições que não

estivessem envolvidos ainda neste campo. Desta forma, apesar de a crise de 2007 a

2010 implicar um crescimento global dos activos geridos profissionalmente em 3 por

cento, os activos socialmente responsáveis apresentaram um aumento de 34 por cento

(SIF, 2010). Segundo o mesmo relatório, o número de fundos socialmente responsáveis

transaccionados nos EUA passou de 55 em 1995 para 201 em 2005 e de 260 em 2007

para 493 em 2010 (SIF, 2010). Em 2005, o total dos fundos sob gestão no sector de investimentos socialmente responsáveis nos EUA era de 2,29 triliões de dólares, e em

2010 de 3,07 triliões de dólares, dos quais foram investidos em fundos socialmente responsáveis 179 biliões e 316,1 biliões, respectivamente. De acordo com Cortez et al.

(2009) e com estatísticas recentes, cerca de 11% e 17% dos activos sob gestão profissional na Europa e os EUA estão envolvidos em investimentos socialmente responsáveis.

“Relação entre desempenho/fluxos monetários: evidência para fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais”

- 10 -

Os investidores socialmente responsáveis, como investem com o objectivo não só de

obter rendibilidades financeiras mas também sociais, vêem as suas oportunidades de

investimento mais reduzidas em relação aos investidores convencionais. Na linha de

Markowitz (1952), a utilização de critérios sociais pode restringir a optimização de carteiras e, desta forma, limitar o seu desempenho. Alternativamente, os critérios sociais

podem servir como filtros para a qualidade da gestão e, conseqüentemente, gerar rendibilidades ajustadas ao risco superiores (Bollen, 2007). A questão de saber se é possível

considerar questões sociais, sem sacrificar o desempenho financeiro é, pois, polémica.

Os primeiros estudos sobre fundos socialmente responsáveis têm-se centrado em amostras pequenas, em períodos curtos de tempo e medidas de desempenho tradicionais.

Mais recentemente, têm existido uma explosão de estudos que tentam superar estas deficiências de investigação. Estudos como Rudd (1981), Teper (1992) e Geczy et al.

(2005) indicam que os fundos socialmente responsáveis têm um desempenho inferior aos fundos convencionais. No entanto, a maioria dos estudos, como Hamilton et al.

(1993), Diltz (1995), Guerard (1997), Sauer (1997), Dibartolomeo e Kurtz (1999), Goldreyer et al. (1999) e ainda os mais recentes estudos como Statman (2000), Bauer et al.

(2005), Bauer et al. (2006), Gregory e Whittaker (2007), Bauer et al. (2007) e Cortez et

al. (2009) evidenciam que os fundos socialmente responsáveis têm um desempenho que

não é estatisticamente diferente dos fundos convencionais. Mesmo restringindo a sua

carteira para investir apenas em títulos socialmente responsáveis, o desempenho dos

fundos socialmente responsáveis não é muito diferente do desempenho dos fundos convencionais. Mill (2006) indica que o aumento de actividades de responsabilidade social

empresarial pode ter um impacto (positivo) no desempenho financeiro dos fundos socialmente responsáveis aumentando as oportunidades de investimento disponíveis. Além

disso, uma alteração ao longo do tempo do número de empresas socialmente responsáveis relativamente às empresas convencionais pode produzir efeitos no desempenho dos

fundos socialmente responsáveis, desde que afecte directamente as oportunidades de

investimento disponíveis relativamente aos fundos convencionais. O facto de uma literatura alargada referir não existir uma diferença significativa no desempenho dos diferentes tipos de fundos leva a que haja mais um motivo para o crescimento de fundos

socialmente responsáveis.

“Relação entre desempenho/fluxos monetários: evidência para fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais”

- 11 -

Uma questão menos explorada na literatura tem a ver com a sensibilidade dos investidores ao desempenho dos fundos socialmente responsáveis. Esta questão tem sido analisada sobretudo para fundos convencionais.

De acordo com Capon et al. (1996) o desempenho passado é uma das mais importantes fontes de informação para os investidores individuais. Estes usam essa informação

passada para tomarem as suas decisões de investimento (Berk e Green, 2004), mas num

mercado tão competitivo, esse desempenho passado não vai persistir. Do ponto de vista

dos gestores, existem incentivos para ter um bom desempenho de forma consistente pois

estes são recompensados pelo aumento das subscrições para o seu fundo (Sirri e Tufano, 1998). No entanto, os estudos empíricos têm mostrado que a relação entre o desempenho e os fluxos monetários não é simétrica (Sirri e Tufano, 1998), na medida em que os investidores são mais sensíveis a um bom desempenho passado do que a um mau desempenho passado.

É de esperar que os investidores que querem objectivos não financeiros não sejam tão sensíveis ao desempenho financeiro dos fundos como os investidores convencionais.

No entanto, a literatura (Bollen, 2007; Benson e Humphrey, 2008, Renneboog et al., 2010, forthcoming) mostra que os investidores socialmente responsáveis estão interessados no bom desempenho de um fundo e que este seja persistente.

Os investidores têm poucas oportunidades de investimento e poucas alternativas no caso de pretenderem investir num fundo que satisfaça exactamente os seus objectivos não financeiros. Os investidores que escolhem fundos socialmente responsáveis podem, assim, sentir-se comprometidos com o seu investimento e reagirem menos ao desempenho passado, resultando numa menor volatilidade dos fluxos de caixa dos investidores (Bollen, 2007). Geczy et al. (2005) verificam que os investidores socialmente responsáveis são mais fiéis que os investidores convencionais. Como os fundos socialmente responsáveis apresentam menos oportunidades de investimento e são, no geral, menos competitivos, espera-se que a relação entre desempenho/fluxos monetários e a persistência do desempenho seja diferente do que no caso dos fundos convencionais. No entanto, a questão está ainda pouco explorada e os estudos empíricos a este nível ainda são escassos.

“Relação entre desempenho/fluxos monetários: evidência para fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais”

- 12 -

Com este estudo pretende-se investigar a relação desempenho/fluxos monetários para fundos socialmente responsáveis. Em particular, pretende-se saber se de facto existe um comportamento diferente entre o desempenho/fluxos monetários dos fundos convencionais e os fundos socialmente responsáveis. Consideramos este tema importante também pelo facto de conter informação bastante útil aos gestores de carteiras, uma vez que lhes permite avaliar a sensibilidade dos investidores ao desempenho passado do fundo, assim como as diferenças de sensibilidade para os dois tipos de fundos. O estudo será efectuado durante o período de 1992 a 2009, para o mercado dos EUA uma vez que este é o mercado mais desenvolvido a nível de investimentos socialmente responsáveis.

A análise da relação entre o desempenho e os fluxos monetários de fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais é baseada na metodologia de Benson e

Humphrey (2008), tendo sido considerado pertinente adicionar a variável risco no modelo.

Numa segunda fase do trabalho, com o objectivo de avaliarmos a persistência do desempenho, criamos duas carteiras para cada um dos dois tipos de fundos: a carteira constituída por fundos com melhor desempenho e a carteira constituída por fundos com pior desempenho. Foi ainda criada a carteira da diferença de rendibilidades entre as duas anteriores. A metodologia de análise da persistência do desempenho é baseada em Carhart (1997).

Os resultados obtidos evidenciam que os investidores socialmente responsáveis perseguem desempenhos passados. No entanto, verificamos que existe uma relação assimétrica entre o desempenho e o fluxo monetário dos fundos, sendo que os investidores perseguem as rendibilidades dos fundos com bons desempenho mas, quanto aos fundos com piores desempenhos, os investidores são menos sensíveis ao desempenho passado do que os fundos convencionais. Relativamente à persistência de desempenho, os nossos resultados evidenciam persistência dos fundos socialmente responsáveis com piores desempenhos mensais, embora os fundos convencionais com pior desempenho não se mostrem igualmente persistentes. Evidenciamos ainda que existe persistência nos fundos com melhor desempenho, tanto no caso de fundos socialmente responsáveis como de fundos convencionais.

“Relação entre desempenho/fluxos monetários: evidência para fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais”

- 13 -

1.2 Estrutura do estudo

A dissertação encontra-se dividida em seis capítulos. No segundo capítulo, começa-se por rever a literatura referente ao desempenho dos fundos. Posteriormente, discute-se a questão da persistência do desempenho dos fundos. Por fim, é abordada a relação entre desempenho/fluxos monetários, tanto para fundos socialmente responsáveis como fundos convencionais. No terceiro capítulo, procede-se à identificação das hipóteses colocadas bem como da metodologia utilizada, sendo apresentada a forma de avaliação da relação entre desempenho/fluxos monetários dos fundos assim como da avaliação da persistência do desempenho dos mesmos. No quarto capítulo, são descritos os dados utilizados no nosso estudo e no quinto capítulo são apresentados e analisados os nossos resultados empíricos. Por último, no capítulo seis, serão expostas as principais conclusões, limitações e sugeridas linhas de futura investigação.

“Relação entre desempenho/fluxos monetários: evidência para fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais”

- 14 -

2. Revisão de Literatura

O crescimento dos fundos socialmente responsáveis e o crescente interesse nesta área impulsionou uma série de estudos académicos sobre os mesmos. Com este estudo, pretendemos analisar a sensibilidade dos investidores ao desempenho dos fundos socialmente responsáveis e convencionais. Para tal, iremos discutir a literatura existente acerca do desempenho dos fundos, a persistência do desempenho dos mesmos e, por fim, a relação desempenho/fluxos monetários dos fundos socialmente responsáveis e convencionais.

2.1 Desempenho dos fundos socialmente responsáveis

Os fundos socialmente responsáveis sustentam-se num factor chave que é o facto de se venderem com um padrão de valores éticos mais elevado do que os fundos convencionais. Os investidores socialmente responsáveis tendem a escolher fundos com critérios sociais que reflectam os seus valores pessoais, fazendo uma escolha deliberada para se concentrarem num subconjunto de bens de investimento, não investindo, por exemplo, em empresas envolvidas na produção de álcool; tabaco e jogos de azar, apesar de estes apresentarem um desempenho acima do mercado (Hong e Kacperczyk, 2009).

Saber se investir em fundos socialmente responsáveis vai ou não implicar uma redução de desempenho financeiro é uma questão essencial para os investidores uma vez que, além de estarem preocupados com as consequências sociais dos seus investimentos éticos, estes desejam obter um rendimento financeiro dos investimentos adequado, o que quer dizer que não esperam que a rentabilidade seja muito diferente de um investimento em fundos convencionais (Gil-Bazo et al., 2010).

Existem vários estudos académicos acerca do desempenho dos fundos socialmente responsáveis e convencionais. Alguns autores concluem que os investidores socialmente responsáveis pagam um preço por investirem em carteiras com critérios sociais. Outros sustentam que os fundos socialmente responsáveis apresentam melhores desempenhos do que os fundos convencionais. No entanto, existe uma literatura alargada que refere que não existem diferenças significativas entre ambos os tipos de fundos.

“Relação entre desempenho/fluxos monetários: evidência para fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais”

- 15 -

Os opositores dos investimentos socialmente responsáveis referem que existem potenciais efeitos secundários que resultam da utilização de critérios sociais, entre os quais o aumento da volatilidade, aumento do risco não sistemático (DiBartolomeo e Kurtz, 1996), rendibilidades mais baixas, maiores custos operacionais (Aupperle et al. 1985, Ullmann, 1985 e McGuire et al., 1988) e de monitorização além da diminuição da diversificação (Temper, 1991 e Currier, 1993). De acordo com Markowitz (1992), ao limitarmos o leque de investimentos disponíveis, não iremos obter uma fronteira eficiente que ofereceria uma maior relação entre risco/recompensa relativamente à carteira de mercado. Rudd (1981) verifica que o facto de se escolher uma carteira restrita (não diversificada), cuja base de construção são objectivos socialmente responsáveis, faz aumentar a co-variância da carteira e desta forma torna improvável a compensação por via de um aumento das rendibilidades. Como os fundos socialmente responsáveis são uma carteira restrita, isto implica que sofrerão um pior desempenho em relação aos fundos convencionais.

Chang e Witte (2010) comparam as características operacionais de fundos socialmente responsáveis e convencionais, assim como as medidas de risco e desempenho dos últimos 15 anos. Os autores constataam que os fundos socialmente responsáveis apresentam rácios de custo mais baixos; menores taxas de volume de negócios anuais; um menor volume de custos fiscais e menor risco em relação aos fundos convencionais. Além disso, ao utilizarem duas medidas de rentabilidade ajustadas ao risco, os autores verificam que os investimentos socialmente responsáveis apresentam uma recompensa para o risco do desempenho inferior.

Apesar de haver literatura que observa que o desempenho de fundos socialmente responsáveis é inferior ao desempenho de fundos convencionais, existem também vários autores que concluem que o desempenho destes pode ser superior ao dos convencionais. Kurtz (1997) indica que existem benefícios de fazer investimentos que usam como base critérios sociais. Os benefícios podem traduzir-se numa forma de gestão mais competente, representando o exercício de uma melhor cidadania; melhores registos ambientais e empresariais e melhores relações com os funcionários. O autor indica que o investimento socialmente responsável pode ser encarado como uma troca entre os benefícios do desempenho e os custos da diversificação.

“Relação entre desempenho/fluxos monetários: evidência para fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais”

- 16 -

Diltz (1995) analisa as várias dimensões dos investimentos socialmente responsáveis para o mercado de acções. Este considera que a utilização de critérios ambientais faz

com que os investimentos socialmente responsáveis apresentem um desempenho bastante positivo, enquanto que todos os outros cenários não têm um impacto significativo no desempenho dos fundos. Platinga e Scholtens (2001) efectuam uma pesquisa com mais de 800 fundos Europeus, durante o período de 1994 a 1999, avaliando-os com base no índice de Sharpe (1966). Os autores concluem que os fundos socialmente responsáveis tendem a obter um melhor desempenho (melhor relação rentabilidade/risco) do que os fundos convencionais. Gil-Bazo et al. (2010) analisam se os fundos socialmente responsáveis e convencionais têm desempenhos diferentes. Os autores investigam também as contribuições das fees para o desempenho financeiro dos fundos. Os resultados indicam que apesar de existir uma restrição imposta pelos critérios sociais, o desempenho dos fundos socialmente responsáveis, antes de aplicadas as comissões (fees), não fica reduzido. Gil-Bazo et al.(2010) chegam ainda à conclusão de que os investidores ganham um prémio, em termos de desempenho ajustado ao risco, superior aos fundos convencionais, antes e depois de consideradas as taxas (fees).

Apesar de nos depararmos com evidência empírica mista relativamente às diferenças de desempenho entre os fundos socialmente responsáveis e convencionais, existe uma literatura mais alargada que documenta não existirem diferenças estatisticamente significativas entre ambos os tipos de fundos.

Luther et al. (1992) examinam o impacto dos critérios não financeiros no desempenho de fundos éticos no Reino Unido. Os resultados dos autores indicam que a diferença de desempenho entre fundos socialmente responsáveis e convencionais não é estatisticamente diferente de zero. Luther et al. (1992) encontram ainda fracas evidências de que os fundos socialmente responsáveis superam os convencionais. Mallin et al. (1995) estudam os fundos éticos e não éticos, no Reino Unido. Quando o desempenho é controlado pelo factor dimensão, os autores verificam que ambos os grupos de fundos tendem a obter desempenhos inferiores ao do mercado. Os autores concluem também que a diferença de desempenho entre fundos socialmente responsáveis e convencionais não é estatisticamente diferente de zero.

“Relação entre desempenho/fluxos monetários: evidência para fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais”

- 17 -

Gregory e Whittaker (2007) investigam o desempenho e a consistência do desempenho de fundos éticos do Reino Unido numa base ajustada ao risco/estilo, concluindo que os fundos socialmente responsáveis e convencionais não apresentam desempenhos significativos. Hamilton et al. (1993) e Goldreyer e Diltz (1999), para os EUA, comparam a medida

de desempenho (alfa) de fundos socialmente responsáveis e convencionais. Hamilton et al. (1993) concluem que os alfas dos fundos socialmente responsáveis e convencionais não são diferentes em termos estatísticos. Goldreyer e Diltz (1999) utilizam as medidas de Jensen (1968), Sharpe (1966) e Treynor (1965) e verificam que a utilização de critérios sociais não afecta o desempenho de investimentos socialmente responsáveis de forma sistemática. Statman (2000), além de avaliar as rendibilidades ajustadas ao risco dos fundos socialmente responsáveis, compara-as com um grupo de controlo de fundos convencionais de tamanho similar. Os seus resultados mostram que a média do alfa de Jensen (1968) dos fundos socialmente responsáveis é superior ao grupo de controlo, no período de 1990 a 1998, embora a diferença não seja estatisticamente significativa. Os resultados do autor são consistentes com os de Reyes e Grieb (1998). Estes verificam que não há uma diferença significativa a nível do desempenho dos fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais.

Bello (2005) estuda o efeito dos critérios sociais sobre a capacidade de formar uma carteira diversificada. Os resultados mostram que não há uma diferença significativa entre os fundos socialmente responsáveis e convencionais em termos de concentração da carteira e tamanho das empresas incluídas na mesma.

Benson, Brailsford e Humphrey (2006) analisam se a alocação de carteiras nos EUA, em todos os sectores da indústria assim como as capacidades de selectividade dos gestores socialmente responsáveis são diferentes dos gestores de fundos convencionais. Os resultados mostram que o desempenho dos fundos socialmente responsáveis não é distinguível dos fundos convencionais ao longo do período de 1994 a 2003. Usando um modelo de regressão, este estudo evidencia que os betas da indústria são significativos e variam de fundo para fundo.

“Relação entre desempenho/fluxos monetários: evidência para fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais”

- 18 -

Bauer et al. (2005) aplicam o modelo de quatro factores de Carhart (1997) e o modelo condicional de Ferson e Schadt (1996) para avaliar os fundos socialmente responsáveis da Alemanha, Reino Unido e Estados Unidos, não tendo detectado diferenças significativas nas rendibilidades ajustadas ao risco no período de 1990 a 2001. Bauer et al. (2005) verificam ainda que apesar de não existirem diferenças significativas nos alfas entre fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais, para o período de 1998 a 2001 as rendibilidades ajustadas ao risco dos fundos socialmente responsáveis

tornam-se superiores ao dos fundos convencionais, sendo que a diferença entre ambos é estatisticamente significativa.

Bauer et al. (2007) estudam o mercado do Canadá usando a mesma metodologia de Bauer et al. (2005). Bauer et al. (2006) estudam o mercado da Austrália utilizando também a mesma metodologia de Bauer et al. (2005). Os estudos referentes a ambos os mercados concluem que a diferença de desempenho entre fundos socialmente responsáveis e convencionais não é estatisticamente diferente de zero, não havendo diferenças substanciais no seu desempenho.

Renneboog et al. (2008) utiliza também o modelo de quatro factores de Carhart (1997) para medir o desempenho dos fundos socialmente responsáveis em todo o mundo. Os seus resultados mostram não haver diferenças significativas nos alfas no período de 1991 a 2003. No entanto, os autores verificam que os fundos socialmente responsáveis ficam aquém dos fundos convencionais no subperíodo de 1991 a 1995, mas superam os fundos convencionais no subperíodo de 2000 a 2003.

Cortez et al. (2009) utilizam medidas de desempenho tradicionais e condicionais (nomeadamente o modelo condicional de Ferson e Schadt, 1996) para avaliar o desempenho de 88 fundos socialmente responsáveis Europeus de 7 países, que investem globalmente ou em mercados europeus, em relação a benchmarks convencionais e benchmarks socialmente responsáveis. Os resultados apoiam a ideia de que o desempenho dos fundos socialmente responsáveis é comparável ao desempenho de carteiras convencionais.

“Relação entre desempenho/fluxos monetários: evidência para fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais”

- 19 -

Geczy et al. (2005) usam uma abordagem diferente para avaliar o desempenho: o enfoque bayesiano de Pástor e Stambaugh (2002). Estes partem do pressuposto de que os investidores no geral possuem uma crença prévia sobre a capacidade de gestão e utilização do Capital Asset Pricing Model para seleccionar fundos. Os resultados mostram que o desempenho dos fundos socialmente responsáveis e convencionais não são significativamente diferentes.

Schröder (2004) estuda fundos Alemães e Suíços usando modelos multi-factoriais, que controlam o estilo de investimento, bem como modelos condicionais de avaliação de desempenho. O autor concluiu que os fundos socialmente responsáveis não apresentam um desempenho inferior aos convencionais, apresentando um desempenho similar ao dos seus benchmarks. Kreander et al. (2005) consideram fundos socialmente responsáveis e convencionais de sete países Europeus e verificam que o desempenho de fundos socialmente responsáveis e convencionais são semelhantes.

Derwall e Koedijk (2009) comparam o desempenho de fundos de obrigações socialmente responsáveis e convencionais e documentam que a média do desempenho dos

fundos socialmente responsáveis é semelhante aos fundos convencionais.

Como se pode verificar, existe uma vasta gama de estudos que indicam que o desempenho dos fundos socialmente responsáveis não é significativamente diferente do desempenho dos fundos convencionais. Desta forma, do ponto de vista de um investidor,

não há vantagens ou desvantagens, ao nível do desempenho, na selecção de fundos socialmente responsáveis. Os investidores que pretendem investir, tendo em conta critérios sociais, poderão obter um desempenho semelhante ao desempenho dos fundos convencionais.

2.2 Persistência de desempenho dos fundos

Existe alguma evidência empírica de que os investidores tomam decisões de compra de fundos com base no seu desempenho passado. O desempenho do fundo é um dos aspectos mais importantes que os investidores ponderam na escolha dos seus investimentos (Capon et al., 1996; Wilcox, 2003). Além disso, os investidores consideram a persistência de desempenho importante uma vez que pretendem investir num longo prazo, ou seja, estes tendem a não alterar os seus investimentos depois de terem comprado um fundo (Harless e Peterson, 1998).

“Relação entre desempenho/fluxos monetários: evidência para fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais”

- 20 -

Apesar de a persistência de desempenho do fundo ser importante para o investidor, a literatura documenta evidência mista a este respeito. Assim, existem autores que encontram persistência no desempenho dos fundos, ao passo que outros concluem que não existe persistência no desempenho.

As primeiras pesquisas sobre este tema foram feitas por Grinblatt e Titman (1992).

Estes autores detectaram persistência nas rendibilidades dos fundos durante cinco anos.

Brown e Goetzmann (1995) verificam persistência de desempenho de um conjunto de fundos com base em dados relativamente livres de enviesamento de sobrevivência. Elton et al. (1996) encontram evidência de persistência no desempenho ajustado ao risco

no curto prazo, de um a três anos, mesmo depois de ajustar para o enviesamento de sobrevivência nos dados. Gruber (1996) verifica que num conjunto de dados não contaminados pelo enviesamento de sobrevivência, despesas, resultados brutos e rendibilidades

ajustadas ao risco, pode prever de forma robusta, o desempenho futuro sobre ambos os

intervalos, de um a três anos. Mais recentemente, Bollen e Busse (2005) encontram persistência em fundos com desempenhos superiores durante períodos de tempo inferiores a um ano.

Bollen (2007) formou carteiras para saber se o desempenho passado é relacionado com a uniformização das acções detidas ou das acções negociadas nas carteiras dos gestores de fundos. Condicionando as competências do gestor do fundo, o autor encontra evidência de previsibilidade após o ajustamento ao risco. Existem ainda outros autores que concluíram também que o desempenho passado, ajustado ao risco do fundo, ajuda a prever o desempenho futuro ajustado ao risco (Ippolito, 1989 e Hendricks et al., 1993).

A literatura empírica tem também documentado persistência nos fundos com piores desempenhos.

Brown e Goetzmann (1995) concluíram que o desempenho persiste, especialmente nos fundos com um desempenho insatisfatório. Carhart (1997) considera que a persistência do desempenho de curto prazo, para os fundos com melhor desempenho, é originada pela variável momentum. No entanto, os fundos com desempenhos intermédios e piores exibem persistência de desempenho, mesmo depois de se ter controlado para a variável momentum.

“Relação entre desempenho/fluxos monetários: evidência para fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais”

- 21 -

Apesar destas conclusões, Brown e Goetzmann (1995) questionam a existência de persistência, apontando duas possíveis explicações: o enviesamento de sobrevivência e a má especificação dos modelos de risco utilizados. Carhart (1997), Brown et al. (1992), Brown e Goetzmann (1995) e Malkiel (1995) argumentam que a má especificação do modelo é a causa provável da aparência de persistência.

Carhart (1997), consistente com Brown e Goetzmann (1995), mostra que os rácios das despesas e o volume de negócios não explicam a persistência. Depois de controlar para os factores de Fama e French (1993) para o factor momentum, com excepção do pior desempenho dos fundos, o autor não encontra evidência de persistência das rendibilidades para além de um ano. Berk e Green (2004) sugerem que os investidores racionais utilizam informações sobre o desempenho passado para identificar os gestores de fundos superiores. No entanto, a natureza competitiva do mercado de fundos vai implicar que os gestores de fundos enfrentam decrescentes rendibilidades de escala, e como tal, o desempenho não pode persistir. Berk e Tonks (2007) testam a hipótese de que a

persistência nas rendibilidades de fundos é uma consequência de uma relação atenuada entre rendibilidades passadas e fluxos monetários, para dentro e fora dos fundos. Consistente com as hipóteses e com os resultados de Berk e Green (2004), estes autores documentam que a persistência observada nas rendibilidades dos fundos com pior desempenho pode ser atribuída a fundos que não têm uma forte relação desempenho/fluxos monetários.

Hendricks et al. (1993) encontram evidências de que, no longo prazo, o desempenho não persiste, no entanto, verificam que, no curto prazo, existe persistência na desempenho dos fundos. Os autores observam que as rendibilidades dos fundos persistem de um a oito trimestres e que com a estratégia de investimento em fundos com hot-hands,

1

Os investidores podem obter rendibilidades anormais estatisticamente significativas.

1

É uma estratégia em o investidor compra o fundo que teve o melhor desempenho durante o ano anterior e guarda-o durante todo o ano seguinte.

“Relação entre desempenho/fluxos monetários: evidência para fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais”

- 22 -

No que refere às diferenças entre a persistência de desempenho de fundos socialmente responsáveis e convencionais, ainda não existe uma literatura muito alargada. Benson e Humphrey (2008) argumentam que ambos os mercados são competitivos, por isso o desempenho não persiste. Os autores encontram pouca evidência de diferenças entre a persistência de desempenho dos fundos socialmente responsáveis e convencionais nos segmentos de desempenho superior e médio. No entanto, encontram alguma evidência, embora fraca, de uma maior persistência no pior desempenho dos fundos socialmente responsáveis do que nos piores fundos convencionais. Os autores referem também que quaisquer restrições sobre os investidores e gestores de fundos socialmente responsáveis não são suficientes para causar um impacto significativo na persistência no desempenho. Como se pode constatar, a evidência empírica obtêm resultados mistos, não sendo, possível concluir se existe persistência no desempenho dos fundos

2.3 Relação entre desempenho/fluxos monetários dos fundos

2.3.1 Relação entre desempenho/fluxos monetários: fundos convencionais

O montante de fluxos monetários direccionados para os fundos está muito ligado à questão da persistência do desempenho. Se um fundo apresentar um bom desempenho de forma persistente, atrairá mais investidores e, conseqüentemente, mais fluxos de capital.

Capon et al. (1996) investigam a maneira pela qual os consumidores tomam decisões de investimento para fundos de investimento, tendo evidenciado que o desempenho passado de um fundo é uma das fontes de informação mais importantes para a tomada de decisão dos investidores. Johnson (2006) analisa se quem monitoriza o gestor dos fundos são os investidores mais recentes ou os mais antigos. O autor investiga se os investidores respondem da mesma forma às rendibilidades depois de já terem efectuado um investimento em fundos. Os resultados mostram que ambos, os investidores antigos e novos, reagem ao desempenho passado.

“Relação entre desempenho/fluxos monetários: evidência para fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais”

- 23 -

Quanto mais investidores forem atraídos para o fundo, mais fluxos monetários este receberá, o que se irá traduzir num maior crescimento do mesmo. Desta forma, pode-se dizer que os fluxos monetários são um factor determinante do crescimento do fundo.

Chevalier e Ellison (1997) analisam o nível de risco dos fundos como resposta aos incentivos do gestor. Os autores referem que a compensação do gestor é normalmente calculada como uma percentagem dos activos sob gestão e, nesse sentido, os gestores têm um incentivo para atrair mais fluxos monetários para os fundos que gerem. Chevalier e Ellison (1997) indicam ainda que pelo facto de a compensação do gestor ser calculada como uma percentagem dos fundos sob gestão, podem-se criar problemas de agência entre estes e investidores actuais e futuros.

A literatura tem demonstrado que os fluxos monetários direccionados para os fundos são uma função do seu desempenho passado. No entanto, esta relação é assimétrica no sentido em que os investidores são mais sensíveis a um bom desempenho passado e menos sensíveis a um mau desempenho passado. Ippolito (1992) estuda a reacção dos consumidores às medidas de qualidade dos fundos. Para tal, mede a captação de fluxos dos fundos em relação ao desempenho do ano anterior, durante o período de 1966 a 1984, utilizando o alfa de Jensen (1968) como medida de desempenho. O autor conclui que os fundos que têm um melhor desempenho conseguem captar uma larga parte dos

fluxos monetários mas os fundos com pior desempenho não se deparam com saídas de dinheiro de uma forma equivalente. O facto de os investidores permanecerem em fundos com um desempenho persistentemente inferior constitui um puzzle para os investidores. Goetzmann e Peles (1997) consideram que este puzzle reflecte uma dissonância cognitiva e procuram explicar este fenómeno para o período de 1976 a 1988. Os autores concluem que os investidores perseguem desempenhos passados favoráveis porque dão muita importância à última informação de desempenho do fundo. Os autores concluem ainda que os investidores não vendem os fundos com maus desempenhos passados porque enviesam positivamente a última informação do desempenho do mesmo.

“Relação entre desempenho/fluxos monetários: evidência para fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais”

- 24 -

Sirri e Tufano (1998) estudam os fluxos monetários de e para os fundos de acções dos EUA, com o objectivo de compreender melhor o comportamento dos investidores face ao desempenho passado dos fundos. Os seus resultados, para o período de 1970 a 1990, evidenciam que os consumidores dos fundos convergem desproporcionalmente para fundos com maior desempenho, mas não saem dos fundos com menor desempenho ao mesmo ritmo. Os autores mostram ainda que os fluxos são sensíveis às comissões (fees), mas a resposta dos investidores às mesmas também é assimétrica. Segundo Sirri e Tufano (1998), os investidores respondem diferentemente a taxas altas e baixas, bem como ao aumento e diminuição destas. Concluindo, os autores verificaram que a entrada de fluxos monetários nos fundos com bom desempenho é muito maior do que a saída de fluxos monetários em fundos que têm um mau desempenho de forma consistente. A principal justificação apresentada por Sirri e Tufano (1998) para este fenómeno tem a ver com os custos associados à pesquisa de fundos. Del Guercio e Tkac (2002) estudam a reacção dos investidores ao desempenho passado de fundos de pensões e fundos de investimento, no período de 1985 a 1994, utilizando a rentabilidade bruta e o alfa de Jensen (justificando que o primeiro seria mais relevante para os investidores individuais e o segundo para os institucionais). Del Guercio e Tkac (2002) também documentam que os investidores investem mais em fundos de investimento que apresentam um bom desempenho, mas não retiram o seu dinheiro dos fundos com mau desempenho de forma proporcional, concluindo assim que a relação entre os fluxos monetários e o desempenho dos fundos é assimétrica.

No último parágrafo foi exposta a revisão de literatura que documenta que a relação entre o desempenho e os fluxos monetários de e para fundos é assimétrica, reflectindo o facto de os investidores investirem em grande escala nos fundos com bons desempenhos, mas não retirarem, na mesma proporção, os seus investimentos dos fundos com mau desempenho. Isto significa que os investidores são mais sensíveis a desempenhos passados positivos do que a desempenhos passados negativos. Apesar de a literatura referir que a relação entre o desempenho e os fluxos monetários dos fundos é assimétrica, existe evidência de que a assimetria não é observada para todos os tipos de fundos.

“Relação entre desempenho/fluxos monetários: evidência para fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais”

- 25 -

Del Guercio e Tkac (2002), no que refere à convexidade da relação entre fluxos monetários e desempenhos passados, encontram diferenças no comportamento de investidores institucionais (fundos de pensões) e investidores individuais (fundos de investimento), sendo que para os investidores individuais é observada uma relação convexa

mas para os investidores institucionais não. De acordo com os autores, os investidores institucionais investem mais em fundos que apresentam um bom desempenho passado, mas também retiram o seu dinheiro dos fundos com mau desempenho de forma proporcional, o que se reflecte numa relação linear entre fluxos monetários e desempenho dos

fundos. De acordo com estes autores, existem explicações para esta diferença de reacção dos investidores institucionais e individuais, uma delas decorrente de razões fiscais:

investidores individuais que preferem não retirar o dinheiro, que já investiram, em fundos que estejam a apresentar maus desempenhos, não perdendo, desta forma, o crédito

fiscal. Os investidores institucionais estão isentos de impostos, não se deparando, por isso com a mesma situação que os investidores de fundos de investimento. Além disso,

os gestores de fundos de pensões têm deveres fiduciários junto dos detentores dos fundos, mostrando-se assim, mais empenhados em retirar o dinheiro dos investidores que

representam dos fundos que apresentam maus desempenhos. Uma outra explicação

prende-se com o facto de os investidores individuais serem responsáveis pelos seus próprios investimentos, enquanto os investidores institucionais têm de responder pelos detentores dos fundos para que não sejam acusados, por estes, de falta de reacção a maus

desempenhos. James e Karceski (2006) estudam a monitorização dos investidores e as

diferenças no desempenho dos fundos. Os autores comparam o desempenho entre os

fundos de retalho e os fundos de investimento que atendem exclusivamente a investidores institucionais, examinando as diferenças transversais no desempenho dos fundos

institucionais. Neste estudo, o desempenho é avaliado com medidas ajustadas ao risco usando um modelo de cinco factores, semelhante ao usado pelo Carhart (1997), com um factor adicional de acções internacionais, durante o período de 1995 a 2001. Os autores encontram evidência de que os investidores institucionais não perseguem as rendibilidades dos fundos da mesma forma que os investidores de retalho o fazem. Segundo estes, não há uma relação significativa entre as entradas de capital nos fundos e o desempenho passado no segmento institucional do mercado. A relação entre o desempenho e os fluxos monetários de e para fundos institucionais com um elevado desempenho é estatisticamente diferente dos fundos de retalho com alto desempenho.

James e Karceski (2006) observam também que a relação entre o desempenho e os fluxos monetários de e para os fundos de pensões não é assimétrica, ou seja, os investidores investem mais em fundos que apresentam um bom desempenho, mas também retiram, de forma proporcional, o seu dinheiro dos fundos com mau desempenho.

De resto, refira-se que a evidência empírica referente ao estudo dos fluxos financeiros de e para os fundos (Gruber, 1996; Chevalier e Ellison, 1997; Sirri e Tufano, 1998; Zheng, 1999 e Del Guercio e Tkac, 2002), sugerem que os investidores usam rendibilidades para escolher os fundos de investimento.

- 26 -

“Relação entre desempenho/fluxos monetários: evidência para fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais”

2.3.2 Relação entre desempenho/fluxos monetários: fundos socialmente responsáveis

Apesar de existirem vários estudos sobre a relação entre o desempenho passado dos fundos convencionais e a subsequente entrada ou saída de fluxos monetários, a questão está menos explorada para fundos socialmente responsáveis. A pergunta que se coloca tem a ver com a reacção deste tipo de investidores ao desempenho passado dos fundos. Dadas as motivações distintas destes dois tipos de investidores, a questão é pertinente.

Renneboog et al. (2010, forthcoming) investigam os determinantes dos fluxos monetários nos fundos socialmente responsáveis num quadro multivariado. Os autores examinam ainda os determinantes da volatilidade dos fluxos monetários dos fundos socialmente responsáveis e analisam se os fluxos monetários podem ou não prever o desempenho futuro do fundo. A fim de efectuar o estudo, os autores construíram uma base de dados que contém fundos de acções socialmente responsáveis de 17 países e 4 jurisdições offshore e recolheram dados sobre fundos convencionais no Reino Unido para servir como grupo de referência. Neste estudo, é utilizada a metodologia de regressão, durante o período de 1992 a 2003. Os resultados sugerem que os investidores socialmente responsáveis perseguem rendibilidades passadas, rankings de rendibilidades passadas, e

persistência do desempenho, assim como os investidores convencionais. Os autores verificam também que a menos que um fundo tenha um mau desempenho de forma persistente, os investidores socialmente responsáveis preocupam-se mais com rendibilidades

positivas passadas do que rendibilidades negativas passadas.

“Relação entre desempenho/fluxos monetários: evidência para fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais”

- 27 -

Os resultados mostram ainda que os fundos socialmente responsáveis que atraem mais fluxos monetários não estão a gerar rendibilidades mais elevadas. Relativamente ao efeito das comissões, os autores verificam que a decisão de investir em fundos socialmente responsáveis é menos afectada pelas comissões de gestão e pelas load fees do que na decisão de investir em fundos convencionais.

Concluindo, Renneboog et al. (2010,forthcoming) verificam que os investidores socialmente responsáveis perseguem rendibilidades passadas, mas os fundos que recebem um elevado nível de fluxos monetários têm mau desempenho no futuro. Os resultados são consistentes com a premissa de Berk e Green (2004) que os gestores têm rendimentos decrescentes à escala.

Bollen (2007) compara a relação entre os fluxos monetários de fundos e o seu desempenho desfasado para fundos socialmente responsáveis e para uma amostra de fundos convencionais. Para efectuar o estudo, o autor utilizou a metodologia da regressão OLS com 9189 fundos convencionais e 187 fundos socialmente responsáveis, durante o período de 1980 a 2002. Os resultados indicam que a entrada de fluxos monetários nos fundos socialmente responsáveis é maior do que a entrada de fluxos monetários nos fundos convencionais. Bollen (2007) verifica que os investidores socialmente responsáveis exibem uma resposta significativamente maior às rendibilidades positivas do que os investidores convencionais, mas apresentam uma menor resposta a rendibilidades negativas do que os investidores convencionais. Uma explicação que o autor expõe para a relação de assimetria, é que os investidores socialmente responsáveis percebem o atributo de responsabilidade social como um bem de luxo que é mais acessível quando o seu nível de riqueza é suficiente.

“Relação entre desempenho/fluxos monetários: evidência para fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais”

- 28 -

Benson e Humphrey (2008) investigam a persistência do desempenho e os determinantes dos fluxos monetários de e para fundos de investimentos socialmente responsáveis. Os autores investigam a relação entre os fluxos monetários e o desempenho de 144

fundos socialmente responsáveis e 4449 fundos convencionais, no período de 1991 a 2005, utilizando regressões e o modelo de Carhart (1997). Os resultados mostram que os fluxos monetários associados aos fundos socialmente responsáveis são menos sensíveis ao desempenho passado do que no caso dos fundos convencionais. Esta evidência é observada tanto em fundos com bom desempenho como em fundos com mau desempenho. Segundo o autor, os investidores socialmente responsáveis utilizam todas as informações disponíveis, assim como fazem os investidores convencionais, e tomam decisões informadas tornando o mercado em ambos os casos competitivo. Os autores indicam ainda que não há diferença entre investidores socialmente responsáveis e investidores convencionais em termos de sua sensibilidade à idade, dimensão e despesas dos fundos.

Osthoff (2008) estuda a sensibilidade dos investidores socialmente responsáveis ao desempenho ao longo do tempo e compara-a com a dos investidores convencionais. Este autor investiga ainda se os investidores se preocupam com a real responsabilidade social dos fundos socialmente responsáveis ou se simplesmente estes ficam satisfeitos com o facto de os fundos serem rotulados como socialmente responsáveis, examinando também se os investidores socialmente responsáveis são mais propensos a reinvestir no mesmo fundo do que os investidores convencionais. Osthoff (2008) utiliza a metodologia das regressões para o seu estudo, durante o período de 1993 a 2004, em 49 fundos socialmente responsáveis e 2643 fundos convencionais. O autor considera que os investidores socialmente responsáveis, nas fases iniciais de implementação deste mercado, se importavam menos com o desempenho dos fundos, mas hoje em dia perseguem mais as rendibilidades passadas. Este autor refere inclusivamente que pelo facto de os investidores terem cada vez mais alternativas de investimento, escolhem cada vez mais os fundos com os melhores desempenhos.

“Relação entre desempenho/fluxos monetários: evidência para fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais”

- 29 -

Efectivamente, os investidores, para seleccionarem os fundos onde pretendem investir, consideram o perfil risco/rendibilidades do fundo, o seu nível pessoal de aversão ao risco e o período de investimento. Como os investidores são heterogéneos, existem vários fundos direccionados a cada tipo de investidor. Apesar de Osthoff (2008) indicar que os investidores têm um mercado cada vez mais alargado, ainda não o é o suficiente para que os investidores socialmente responsáveis obtenham exactamente os seus objectivos não financeiros. É difícil para os investidores socialmente responsáveis encontrar um fundo alternativo que atenda aos seus critérios não financeiros caso eles se tornem insatisfeitos com os seus fundos actuais.

Benson e Humphrey (2008) indicam que para os investidores socialmente responsáveis, os custos de pesquisa podem ser superiores aos dos investidores convencionais, pois têm a necessidade de investigar aspectos financeiros e não financeiros na escolha dos fundos. Desta forma, os investidores podem estar menos inclinados a retirar dinheiro de um fundo socialmente responsável mesmo quando este apresenta um desempenho inferior.

Em suma, apesar de as conclusões da literatura referentes à persistência do desempenho serem mistas, os investidores utilizam informações de desempenho passado para seleccionar os fundos onde investem.

A literatura tem evidenciado que a relação entre o desempenho e os fluxos monetários de e para os fundos é assimétrica, ou seja, os fundos que têm um melhor desempenho recebem a maior parte dos fluxos monetários, ao passo que os fundos que têm maus desempenhos não apresentam uma diminuição dos seus fluxos monetários na mesma proporção. No entanto, a assimetria não é observada para todos os tipos de fundos.

Existe ainda evidência limitada acerca de como a relação entre o desempenho e os fluxos monetários de e para os fundos difere dos fundos socialmente responsáveis relativamente aos convencionais. A literatura refere que os investidores socialmente responsáveis são mais sensíveis às rendibilidades positivas passadas mas são menos sensíveis às rendibilidades negativas passadas verificando-se, desta forma, uma relação assimétrica entre o desempenho e o fluxo monetário do fundo. Isto acontece porque o mercado de fundos socialmente responsáveis não é tão alargado como o mercado dos fundos convencionais.

“Relação entre desempenho/fluxos monetários: evidência para fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais”

- 30 -

Desta forma, os investidores socialmente responsáveis não encontram facilmente um fundo que satisfaça exactamente os seus objectivos não financeiros. Existe ainda evidência que indica que os investidores tendem a reinvestir no mesmo fundo, tanto pelos custos que uma nova pesquisa acarreta como pelo longo tempo de pesquisa dos mesmos. Este estudo pretende contribuir para a investigação desta questão.

“Relação entre desempenho/fluxos monetários: evidência para fundos socialmente responsáveis e fundos convencionais”

- 31 -