

Administradoras Focadas Proporcionam Maior Retorno? Uma Análise dos Fundos de Investimento em 2007

Autoria: Robert Aldo Iquiapaza, Hudson Fernandes Amaral, Aureliano Angel Bressan

Resumo: Recentemente, os pesquisadores têm concentrado sua atenção para o estudo dos intermediários financeiros reconhecendo que eles pertencem a grandes complexos ou “famílias” subordinadas a uma matriz. As famílias de fundos, como qualquer outro negócio com fins lucrativos, estabelecem suas estratégias procurando serem mais rentáveis para seus acionistas. A questão é se tais estratégias em relação aos fundos de investimento administrados proporcionam uma melhor performance para os cotistas dos fundos. Utilizaram-se informações de 2007 sobre as famílias de fundos de investimento no Brasil para estudar o impacto da estratégia de foco na performance proporcionada aos cotistas. Em geral, a estratégia de foco está relacionada com uma menor presença da família de fundos nas categorias de investimento, mas essa especialização não permitiu obter uma melhor performance para o cotista, em relação às famílias presentes em uma maior variedade de objetivos de investimento. A análise de regressão não permitiu estabelecer uma relação significativa entre retorno anormal da família de fundos e sua especialização. Logo, investidores que escolhem uma só família entre as mais focadas, poderiam ter realizado uma escolha que não necessariamente proporcionará uma melhor performance.

Palavras-chave: Famílias de fundos; Fundos de investimento; Performance; Administradoras de fundos; Estratégia de foco.

1. Introdução

A indústria de fundos de investimento, em países desenvolvidos e em desenvolvimento, é cada vez mais significativa tanto em termos do volume de recursos administrados como do número de fundos e de investidores que utilizam desse produto financeiro para alocação de seus recursos.

Com a evolução dos sistemas financeiros nas últimas décadas e o fenômeno de formação de conglomerados financeiros, esta indústria se apresenta cada vez mais concentrada, onde poucas empresas administradoras têm uma participação significativa de mercado.

Usualmente, os estudos, realizados desde a década de 1960 em diante, analisam o serviço de gestão de portfólio ao nível de fundos individuais. Apesar de tamanha importância da indústria para a economia e para o investidor em especial, poucos estudos têm focado sua atenção ao estudo da geração de valor das empresas administradoras e das estratégias por elas utilizadas para se desenvolver no negócio. Este artigo contribui à literatura crescente sobre a organização dos fundos de investimento e a análise empírica das *famílias de fundos* (grupo de fundos administrados por uma única entidade ou complexo de fundos). As famílias de fundos como outra empresa qualquer poderiam, por exemplo, definir diferentes estratégias de custo mínimo, diferenciação ou customização de produtos oferecidos ou de foco.

Especificamente, neste artigo o objetivo foi analisar o impacto da estratégia de especialização ou não das famílias na geração subsequente de valor para os cotistas dos fundos. Essa estratégia pode ou não estar relacionada com a presença de economias de escala ou eficiência por causa do tamanho. Para tanto, utilizou-se para a análise as famílias de fundos correspondentes ao universo de fundos de investimento que reportaram suas informações de 2007 a Associação Nacional dos Bancos de Investimento - ANBID.

O artigo está estruturado da seguinte forma: Na seção 2 se apresenta a literatura relacionada com o tema; na seção 3 se especifica a metodologia e na seção 4 os resultados da pesquisa. Finalmente, na última seção se tecem algumas conclusões.

2. Revisão bibliográfica

Até pouco tempo, geralmente os pesquisadores analisavam os fundos de investimento como se esses fossem unidades independentes em um mercado atomístico. Recentemente, alguns pesquisadores têm focado sua atenção para o estudo destes intermediários financeiros reconhecendo que eles pertencem a grandes complexos ou famílias subordinadas a uma matriz (usualmente bancos, seguradoras ou empresas de grande porte), na forma de oligopólios, sendo, porém, similares às grandes corporações e suas divisões ou unidades de negócios, que neste caso seriam os fundos específicos.

Pode-se pensar nos fundos de investimento como os produtos oferecidos por companhias de administração de carteiras ou portfólios de investimentos. Cada fundo está constituído pela comunhão de recursos (dinheiro) dos cotistas (partícipes) do fundo, constituído sob a forma de condomínio, aberto ou fechado. Tais recursos são destinados à aplicação em títulos e valores mobiliários e de outros ativos disponíveis no mercado financeiro e de capitais. No Brasil, segundo a Instrução nº 409 da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, (do 18 de agosto de 2004, que regulamenta a constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimento) o órgão máximo do fundo é a assembléia geral de cotistas, já em outras realidades, como no caso dos Estados Unidos, existe o conselho de diretores que cumprem funções similares, sendo uma delas a contratação da administradora. Podem ser administradoras do fundo as pessoas jurídicas autorizadas (pela CVM) para o exercício profissional de administração de carteira.

Segundo Siggelkow (2003) uma família de fundos tem semelhança com uma corporação, onde os gestores de cada fundo podem ser considerados os diretores das diferentes unidades de negócios e as cotas dos fundos individuais corresponderiam aos produtos que a corporação oferece. Assim, pode-se perceber que os interesses dos proprietários da companhia administradora serão geralmente distintos aos dos cotistas dos fundos. De tal modo, enquanto os cotistas dos fundos se beneficiam dos maiores retornos, os proprietários da administradora estarão preocupados com a maximização dos lucros gerados, que na sua vez poderia estar relacionada com aumentar o patrimônio total administrado.

Sirri e Tufano (1998), Lynch e Musto (2003) outros autores mostraram que os investidores são influenciados pelas posições nos rankings das revistas especializadas e que a reação dos fluxos de recursos é qualitativamente diferente para retornos históricos baixos e altos. O fluxo de novo dinheiro dos investidores aos fundos está relacionada ao desempenho do portfólio, usualmente a informações passadas, mas essa relação não é simétrica. Os fundos com maior desempenho relativo captam uma parte maior de influxos de investimento novos em períodos subsequentes. Já os investidores de fundos com desempenho relativo inferior não respondem significativamente a essas posições. Seria como se todos os retornos abaixo de certo nível enviassem o mesmo sinal para os investidores sobre as perspectivas futuras dos fundos.

Nesse sentido, Shu, Yeh e Yamada (2002) reconhecem explicitamente a presença de clientelas de investidores nos fundos de investimento. Analisando a indústria de fundos de ações em Taiwan estes autores concluem que os pequenos investidores geralmente compram cotas dos fundos maiores e de uma gestora reconhecida, e consideram nas suas decisões resultados históricos no curto prazo. Por outro lado, os investidores com maiores montantes de recursos para investir, geralmente preferem fundos pequenos com maiores taxas de administração, são mais sofisticados em relação à performance histórica de curto prazo e procuram manter fundos vencedores e sair dos fundos perdedores. Siggelkow (2003) acrescenta que aqueles investidores com maior incerteza em relação às suas futuras necessidades financeiras, provavelmente, optarão pelas famílias que oferecem uma maior gama de produtos.

Assim, as famílias de fundos podem definir diversas estratégias aproveitando essas e outras características dos investidores. Por exemplo, se um fundo está tendo perdas consecutivas podem decidir liquidá-lo ou fusioná-lo com outro de melhor desempenho e criar um novo fundo (desconectando o histórico); realizar campanhas de marketing para os fundos vencedores para aumentar participação de mercado; oferecer outras vantagens diferentes das relacionadas diretamente à performance; ter uma ampla gama de produtos, etc.

Em se tratando da estratégia de dispersão ou foco (na linguagem da administração estratégica corresponderia a estratégia de posicionamento), as famílias de fundos que oferecem uma ampla variedade de produtos poderiam estar se direcionando estrategicamente para investidores com altos custos administrativos e de pesquisa (SIRRI e TUFANO, 1998; MASSA, 2003; SIGGELKOW, 2003). Para Ciccotello, Miles e Walsh (2006) ao proporcionar uma ampla variedade de fundos, as famílias não focadas podem oferecer "tudo em uma parada só" aos investidores e assim reduzir o custo de pesquisa e os custos administrativos nas contas dos investidores. Adicionalmente, se as despesas de marketing e distribuição e os custos de pesquisa do investidor são substitutos, os investidores com baixos custos de pesquisa poderão selecionar eficientemente famílias (focadas) com baixos custos de marketing e distribuição, enquanto investidores com altos custos de pesquisa estariam mais satisfeitos escolhendo famílias com uma ampla variedade de ofertas. Assim, provavelmente as familiares não focadas terão menores taxas de administração e taxa de performance para atrair os investidores.

Para os investidores com baixos custos de pesquisa a escolha de famílias focadas será eficiente somente se estas têm a habilidade de oferecer maiores retornos que aqueles oferecidos pelas famílias não focadas.

Por outro lado, uma das explicações mais comuns fornecida para o aumento de tamanho através de fusões de fundos é o desejo de alcançar economias de escala, ou seja, uma situação onde o custo médio por unidade de capacidade seja decrescente. Já a presença em uma variedade de objetivos de investimento pode originar economias de escopo se permite uma redução do custo médio. As pesquisas prévias de economias de escala e escopo proporcionam algum insight em relação a como as famílias focadas poderiam ter habilidade de oferecer maiores retornos.

Por exemplo, Collins e Mack (1997) analisaram a relação entre despesas de uma família e ativos subjacentes, em fundos norte-americanos em 1994, procurando determinar o tamanho ótimo de complexo de fundos, que foi definido em US\$ 4 bilhões para complexos de fundos de renda fixa e US\$ 600 milhões em renda variável. Segundo estes autores, abaixo dos níveis assim definidos as famílias poderiam se beneficiar de economias de escala, e indicam que complexos de fundos muito grandes tendem a exibir deseconomias de escala. Em um estudo de fundos franceses, Dermine e Röller (1992) encontraram que economias de escala e escopo

existem para instituições menores, considerando que deseconomias existem para as maiores. Da mesma forma, Perold e Salomon (1991) sugerem que aumentando a quantia de ativos sob administração podem resultar em economias de escala relacionadas aos custos fixos, associados a operar um fundo, mas fundos muito grandes podem exibir deseconomias de escala devido a custos de transação maiores, basicamente por restrições de liquidez. Neste caso, os custos de transação mais altos resultam de um maior impacto no preço de mercado em transações de grande volume de compra/venda de títulos, ou de aumento nos custos de oportunidade devido a esquemas demorados de transações, que são necessários para mitigar maiores impactos no preço.

As famílias não focadas também poderiam sofrer deseconomias de escala na implementação de seus objetivos de investimento. Sirri e Tufano (1998) demonstraram que as famílias que fazem propaganda experimentam entradas anormais de dinheiro. Logo, fundos que reduzem os custos de pesquisa para o investidor, através de anúncios ou incentivos aos corretores, crescem mais rápido e, permanecendo todo o demais constante, são de maior tamanho que outros fundos. Assim, podem ser beneficiar de economias de escala nas despesas operacionais. Mas também os fundos maiores podem ter deseconomias de escala. Segundo Chen *et al.* (2004) tais deseconomias também podem ser produto da interação entre idéias para investimento e liquidez. Os fundos maiores precisam ainda mais de idéias de investimento, ou idéias de investimento em títulos mais líquidos do que os fundos pequenos.

De forma análoga aos modos de produção mais tradicionais, a indústria de fundos pode experimentar deseconomias de escopo na pesquisa e operações. A falta de especialização de uma família poderia afetar os custos tanto para seu negócio como para os cotistas de seus fundos. Deste modo, famílias que se especializam dentro de uma pequena linha de produtos poderiam proporcionar maiores retornos líquidos que as famílias diversificadas por causa das deseconomias de escopo.

Assim, segundo Ciccotello, Miles e Walsh (2006) se os fundos de famílias não focadas são de fato, maiores que as das famílias focadas, as deseconomias de escala e escopo podem minar a performance para retornos líquidos menores, proporcionando um incentivo para que os investidores com baixos custos de pesquisa procurem fundos em famílias focadas.

Contudo, nós não sabemos se uma família mais diversificada possui uma maior habilidade para atingir participação de mercado relativa do que uma família de fundos mais focada. Mamaysky e Spiegel (2002) desenvolvem uma teoria do design dos fundos de investimento que sugere que as famílias de fundos deveriam diversificar por estilos de investimento para aumentar o bem-estar do investidor. O objetivo de uma estratégia como essa é impor poucas restrições aos investidores em termos de sua habilidade para ajustar a distribuição de seus recursos com o passar do tempo.

Alternativamente, famílias mais focadas podem possuir uma maior habilidade para desenvolver perícias, e economias de escala em um objetivo de investimento particular ou classe de ativos, e conseqüentemente atingir uma participação de mercado mais alta por um desempenho superior, atual ou percebido. Siggelkow (2003) provê evidência para apoiar esta noção: fundos que são parte de famílias mais focalizadas podem oferecer retornos mais altos. Massa (2003) avalia o *trade-off* entre diversificação (proliferação de categorias) e foco, indicando que a proliferação de categorias melhora a cobertura do risco porque faz o portfólio de títulos da família de fundos mais diversificada. Por outro lado, o foco permite a companhia obter economias de escala por meio do “aprendizado-ao-fazer”.

Conseqüentemente, muitos investidores restringem suas participações a uma família de fundos, seja por simplicidade, facilidade de coleta de informações e declaração de impostos, restrições nos planos de investimento ou aposentadoria, facilidades para a troca entre os

fundos da família. Todas estas vantagens constituem um conjunto de opções que podem ser exercidas a um custo relativamente baixo ou nulo (SIGGELKOW, 2003; MASSA, 2003).

Por outro lado, Elton, Gruber e Green (2007) ponderam que os retornos dos fundos dentro da família são mais correlacionados do que entre as famílias, ou seja, restringir o investimento a uma só família de fundos conduz a maior risco total do portfólio do investidor quando comparado com o que seria obtido diversificando entre famílias. Essa maior correlação deve-se a que os fundos das famílias em cada segmento (por exemplo, renda variável, renda fixa, etc.) possuem os mesmos ativos, mas, segundo estes autores, deve-se principalmente a que as famílias adotam posturas diferenciadas a determinados setores ou indústrias. Siggelkow (2003) acrescenta que este foco aparece porque as famílias que se especializam estão em melhores condições de atrair e avaliar os gestores de fundos, nesse segmento particular. Isto significa, que para um investidor que está avaliando a compra de participações adicionais ao interior da família necessitará acreditar que o fundo escolhido dentro da família oferecerá um retorno adicional para alcançar o mesmo retorno por unidade de risco.

Na análise da participação dentro de cada objetivo de investimento, o foco pode tornar-se mais importante. Segundo Khorana e Servaes (2005) uma família pode ter uma participação de mercado global alta porque opera em muitos objetivos ou categorias de investimento diferentes, mas esta falta de foco pode ter um impacto negativo na participação de mercado dentro cada objetivo no qual a família opera.

3. Metodologia

3.1. Amostra

Utilizou-se como fonte de dados a Tabela de Fundos de dezembro de 2007 publicada pela Associação Nacional dos Bancos de Investimento - ANBID (2007). Considerou-se 28 categorias de investimento, incluindo na análise somente os fundos abertos à captação e que proporcionam liquidez imediata aos seus cotistas. Porém, excluindo-se os fundos que apresentam quaisquer das seguintes características: fechados, capital estrangeiro, *off shore*, de previdência, imobiliários e de direitos creditórios, negociados em bolsa e fundos de cotas em fundos de investimento (FAC). Dessa forma, as classes de fundos de investimento analisadas foram: de ações; de taxa de câmbio ou cambiais; depósito interfinanceiro e curto prazo; mistos ou balanceados; e renda fixa. Tratando-se da análise da estratégia das companhias administradoras ou famílias de fundos, excluiu-se àquelas com menos de 5 fundos administrados. Assim sendo, em relação aos fundos considerados para análise, a amostra esteve constituída por 45 famílias, com 2.621 fundos e representam o 97,4% do número de fundos e 99,4% do total do patrimônio, em dezembro de 2007.

3.2. Medindo a especialização ou foco

As famílias foram classificadas por especialização utilizando o índice Herfindahl, desenvolvido na literatura de economia industrial e no contexto corporativo, mas também já aplicado em outros campos (ver, por exemplo, Gyourko e Nelling, 1996; Mínguez-Vera e Martín-Ugedo, 2007). Foi calculado para cada família considerando o patrimônio total administrado e o número de fundos dentro de cada categoria de investimento. O índice de Herfindahl é definido como:

$$H_i = \sum_{j=1}^n x_{ij}^2$$

Onde: H_i é o índice Herfindahl para a família i ; n é o número de categorias de investimento onde a família i tem fundos; x_{ij} é a participação do patrimônio líquido (ou o número de fundos) na categoria de investimento j em relação ao total do patrimônio (um número de fundos) da família i . Considerou-se 28 categorias de investimento correspondentes aos fundos considerados na análise, sendo que as administradoras registraram participação desde uma até vinte e quatro categorias.

Ciccotello, Miles e Walsh (2006) indicam que a especialização também poderia ser mensurada através de uma medida de entropia ao longo das categorias de investimento, utilizando a proposta de Jacquemin e Berry (1979):

$$EN_i = \sum_{j=1}^n x_{ij} \ln(1/x_{ij})$$

Onde: EN_i mede a entropia da família i nas n categorias de investimento onde ela participa; x_{ij} como definido acima.

EN tem um valor mínimo de zero quando a família tem fundos só em uma categoria de investimento; e tem um valor máximo igual ao logaritmo natural do número de categorias de investimento, quando a família tem patrimônio administrado, ou número de fundos, distribuídos igualmente ($1/n$) em cada categoria de investimento. Assim, a especialização da família aumenta quando a entropia diminui, diferentemente do índice Herfindahl, o qual aumenta com o maior nível de especialização da família. Segundo Ciccotello, Miles e Walsh (2006) a entropia tem uma vantagem em relação ao índice Herfindahl porque a inversa de x_{ij} aumenta à medida que x_{ij} diminui, sendo assim, mais sensível à presença de fundos pequenos, que em geral requerem uma atenção proporcionalmente maior da administração em relação a seu tamanho relativo.

3.3. Medidas de performance das famílias de fundos

Utilizaram-se três medidas de performance para as famílias de fundos, as duas primeiras considerando a comparação com os outros fundos na mesma categoria de investimento e uma terceira definida como a média do excesso do retorno ajustado pelo risco de cada categoria de investimento.

A primeira corresponde ao percentual de fundos ganhadores GAN. Brown, Harlow e Starks (1996) e Ciccotello, Miles e Walsh (2006) consideram que a performance da família depende da performance de seus fundos individuais. Eles classificam os fundos em ganhadores e perdedores, fundamentados na sua comparação anual ou torneio com os outros fundos dentro da mesma categoria de investimento. Se a performance do fundo i está acima da mediana para a categoria de investimento, por exemplo “renda fixa” ou “multimercados com RV”, a variável GAN toma o valor um para esse fundo e zero em caso contrário. Neste caso, interessa o resultado no final do ano e ignoram-se resultados parciais no transcorrer do ano. Logo a performance da família é a proporção de seus fundos ganhadores no final do ano.

As revistas especializadas publicam um ranking do desempenho dos fundos para determinado período de tempo, usualmente um ano. De forma similar ao caso anterior, estabeleceu-se um ranking percentil dentro de cada categoria de investimento variando de 100 (o melhor) a 1 (o pior). Logo, a variável RANK foi calculada para cada família como sendo a média do ranking de seus fundos administrados.

Para se ter uma medida mais aproximada das operações da família de fundos considerou-se uma medida de performance em função do retorno líquido dos fundos, depois de despesas,

mas antes de taxas de entrada e saída e de impostos. Isto último pela falta de uma fonte de informação confiável, já que não estão disponíveis nos relatórios publicados pela ANBID. Como em Khorana e Servaes (2005) calculou-se o excesso de retorno, ou retorno anormal, de um fundo subtraindo do retorno dele a média dos retornos na mesma categoria ou objetivo de investimento. O excesso de retorno de um fundo individual foi padronizado dividindo o retorno anormal pelo desvio padrão de seção cruzada na categoria de investimento. Segundo Ciccotello, Miles e Walsh (2006) isto permite comparar o retorno anormal de famílias concentradas em fundos de renda variável (ações, ou moedas) àquelas que são principalmente de fundos de renda fixa. O retorno anormal da família de fundos foi calculado como segue:

$$RAF_i = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \frac{(r_{ij} - rm_{ijk})}{\sigma_k}$$

Onde: RAF_i é o retorno anormal da família i ; N é o número de fundos da família; r_{ij} é o retorno anormal do fundo j ; rm_{ijk} é o retorno médio dos k fundos na mesma categoria que o fundo j ; σ_k é o desvio-padrão de seção cruzada dos retornos dos k fundos na mesma categoria de investimento que o fundo j . O retorno médio pode ser ou não ponderado pelo tamanho do fundo.

4. Resultados

4.1. Análise descritiva

Na TAB. 1 apresentam-se as estatísticas descritivas da rentabilidade líquida, o patrimônio administrado e o número de fundos por categoria ou objetivo de investimento para o ano de 2007. Percebe-se que, em geral, as categorias correspondentes a renda variável tiveram um maior retorno médio, mas ao mesmo tempo um maior risco, medido pelo desvio-padrão e os máximos e mínimos registrados, em relação aos fundos de renda fixa, de curto prazo e multimercados sem renda variável. As categorias com os menores retornos ou até perdas foram as relacionadas com os fundos cambiais, especialmente de dólar. Em 2007, o maior retorno médio e também a perda média mais significativa registraram-se na categoria *ações outros*.

Com relação à distribuição do patrimônio administrado, percebe-se uma clara concentração nos fundos de renda fixa (35,7%), seguido pelas categorias de fundos multimercado (31,2%), renda variável (15,0%), e referenciados (14,6%) entre os principais. Já o número de fundos se distribuiu de forma ligeiramente diferente, com uma maior concentração nos fundos multimercado (39,6%), renda variável (26,7%), renda fixa (25,0%) e referenciados (6,3%) entre as categorias mais representativas. Isto significa que, em geral, os fundos de renda fixa são de maior tamanho quando comparados com as outras categorias, especialmente os de renda variável. Essas diferenças foram consideradas quando da análise da performance das famílias de fundos, que dependendo da estratégia adotada poderiam estar mais concentradas em renda fixa, em renda variável, ou em outras categorias de investimento-risco.

Com base nos critérios definidos na seção de metodologia, consideraram-se famílias de fundos aquelas com ao menos 5 fundos operativos em dezembro de 2007. Assim, um total de 45 famílias foram incluídas na análise (TAB. 2), com um mínimo de 5 até 405 fundos de investimento por família, sendo a média de 58 fundos e a mediana de 26 fundos. Portanto, na amostra selecionada existem poucas famílias com um número expressivo de fundos. O patrimônio administrado por família de fundos variou entre R\$ 50 milhões e R\$ 145 bilhões, sendo a média de \$R 16 bilhões e a mediana de somente \$4 bilhões. Isto também revela que existem umas poucas famílias que concentram a maior participação de mercado de

administração de recursos (as duas maiores mais de 30%, as cinco maiores mais de 50% e as doze primeiras mais de 70%), essas, em geral, participam de uma maior variedade de categorias de investimento.

Tabela 1 – Rentabilidade, patrimônio líquido e número de fundos segundo o objetivo de investimento, 2007

Objetivo de investimento	Rentabilidade anual (%)					Patrimônio Líquido Milhões R\$	Número de fundos
	Média aritmética	Média * ponderada	Desvio padrão	Mínimo	Máximo		
Ações IBOV. Ativo	39,10	46,11	23,75	-16,06	169,84	8.765	86
Ações IBOV. Ativo AL	35,20	45,09	21,89	-21,55	90,30	8.202	65
Ações IBOV. Indexado	39,39	35,00	7,94	15,06	44,75	1.452	12
Ações IBX Ativo	44,62	47,00	13,63	1,52	68,82	9.968	83
Ações IBX Ativo AL	60,90	63,04	4,11	56,16	63,49	200	3
Ações IBX Indexado	43,49	32,77	13,58	17,23	53,32	901	6
Ações Outros	30,60	45,12	30,41	-93,34	283,99	31.439	220
Ações Outros AL	23,48	25,37	18,92	-7,27	78,40	3.677	58
Ações Set. Energia	37,96	59,44	14,74	19,56	64,40	2.764	6
Ações Set. Telecomun.	16,07	14,34	11,89	4,15	28,77	38	4
Privat. CVRD	85,96	85,41	1,70	80,09	90,76	16.845	48
Privat. Petrobras	92,86	92,00	2,07	87,03	97,22	17.189	52
Privat. FGTS CL	47,01	74,71	22,61	27,48	88,13	54	7
Balanceados	15,11	17,54	14,33	-31,80	38,10	3.220	17
Long & Short RV	9,98	12,72	5,65	-2,50	28,74	8.124	50
Cambial Dólar sem AL	-12,31	-11,14	1,61	-15,49	-9,70	542	25
Cambial Euro sem AL	-2,72	-1,28	1,90	-4,63	-0,22	50	4
Multimer. com RV	12,45	12,59	9,64	-32,85	132,01	78.933	276
Multimer. com RV AL	11,17	13,12	18,10	-87,76	244,94	91.493	545
Multimer. sem RV	11,15	12,29	4,47	-3,77	32,64	44.833	142
Multimer. sem RV AL	7,50	9,11	11,55	-27,49	44,75	8.800	33
Referenciado DI	10,00	11,58	5,90	-40,03	34,08	105.828	162
Referenciados Outros	16,71	15,49	3,09	12,20	18,90	813	4
Capital Protegido	8,60	8,26	6,37	-1,72	21,00	1.395	26
Curto Prazo	9,20	11,72	3,17	3,11	11,88	25.024	32
Renda Fixa	11,58	11,80	5,27	0,04	101,16	249.051	589
Renda Fixa AL	8,99	9,79	4,07	2,19	14,92	2.231	16
Renda Fixa Crédito	11,41	11,77	2,93	1,92	19,81	10.268	50
Total						732.100	2.621

Notas: IBOV.= Ibovespa; AL = com alavancagem; RV = renda variável; DI = depósito interfinanceiro; Privat. = privatização; Telecomun. = telecomunicações; Multimer.=multimercados; * = ponderada pelo patrimônio administrado.

Fonte: Elaboração própria com dados da pesquisa

Em relação à taxa de administração cobrada pela família de fundos estabeleceram-se duas variáveis, sendo uma a taxa mínima e outra a taxa máxima estabelecidas por cada família entre seus fundos administrados, para logo calcular as estatísticas descritivas dessas variáveis que são reportadas na TAB. 2. Existem famílias que reportam uma taxa de administração mínima de zero por cento até aquela com o mínimo de 2%; assim como também houve famílias de fundos nos quais a taxa de administração máxima definida foi 0,5% e em outras de até 21,0%. Revelando assim uma grande dispersão nessa medida do custo de administração dos ativos.

Também calculou-se o percentual de fundos com taxa de performance ao nível das famílias de fundos. Essa taxa normalmente é um percentual sobre o retorno gerado acima de algum *benchmark* predeterminado. Nesse caso, houve famílias onde não utilizam dessa forma de

retribuição até aquelas famílias onde todos seus fundos cobram taxa de performance, com uma média de 28% e mediana de 27%.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas de variáveis selecionadas das famílias de fundos, 2007

Variável	Mediana	Média	Máximo	Mínimo	Desvio-padrão
Nº Fundos	26	58	405	5	78,07
PL (R\$ bilhões)	3,51	16,27	145,24	0,05	27,20
Participação Mercado	0,5%	2,2%	19,8%	0,0%	3,7%
Min Tx Administração %	0,0	0,2	2,0	0,0	0,40
Max Tx Administração %	4,0	4,9	20,9	0,5	3,88
% Fundos c/Tx Perf	26,9%	28,0%	100,0%	0,0%	23,0%
Nº Obj Investimento	7,0	10,0	26,0	1,0	6,8
Nº Fund/Obj Investimento	3,6	4,6	22,5	1,2	3,8
HP	0,31	0,38	1,00	0,15	0,21
ENP	1,38	1,32	2,12	0,00	0,56
HN	0,26	0,30	1,00	0,11	0,19
ENN	1,65	1,64	2,54	0,00	0,64
GAN	47,3%	47,8%	100,0%	9,1%	20,4%
RANK	48,1%	48,7%	79,8%	26,9%	11,4%
RAFA	-0,04%	-0,03%	0,87%	-0,50%	0,23%
RAFP	-0,19%	-0,18%	0,60%	-0,56%	0,24%
Total (45 famílias)					

Notas: HP, ENP, HN e ENN, índices de Herfindahl e de Entropia calculados considerando a participação no patrimônio administrado (P) e no número de fundos, respectivamente; GAN, RANK, RAFA e RAFP são medidas de performance das famílias considerando a proporção de fundos ganhadores (acima da média), o ranking médio na categoria, e o retorno anormal ajustado pela média aritmética (A) ou ponderada pelo patrimônio (P) ao nível de cada categoria de investimento.

Fonte: Elaboração própria com dados da pesquisa

Em relação à presença das famílias nas categorias de investimento, existem aquelas que, em dezembro de 2007, estavam atuando somente em uma categoria, até aquelas menos especializadas, presentes em até 26 das 28 categorias incluídas na análise. De forma similar, as famílias possuíam desde 1 fundo por categoria de investimento até 23 fundos, com uma média de 4 a 5 fundos em cada categoria.

Considerando-se às medidas de especialização ou foco das famílias nas categorias de investimentos, na TAB. 2 incluem-se dois indicadores, o índice Herfindahl e o de Entropia, ambos foram calculados considerando a participação dos fundos no patrimônio líquido administrado (HP e ENP, respectivamente) ou a participação no número de fundos presentes na categoria de investimento (HN e ENN, respectivamente). As famílias apresentaram uma ampla variedade de estratégias de especialização. O valor médio de ENP é aproximadamente 62% de seu valor máximo e um coeficiente de variação de 42%, com uma família altamente focada e presente em somente um objetivo de investimento (ENP= 0,00) e no outro extremo, outra família presente em 93% das categorias de investimento disponíveis (ENP= 2,12). As estatísticas apresentadas indicam que utilizar o patrimônio líquido ou o número de fundos para mensurar os indicadores de especialização ou foco das famílias de fundos produz resultados similares, além de H e EN serem significativamente correlacionadas (0,94 a 0,95 dependendo se considera-se o número de fundos ou o patrimônio líquido). Diante disso, a análise a seguir foi baseada somente nos índices HP e ENP.

Foi determinado que ENP é pouco correlacionada (0,4) com o patrimônio líquido administrado ao nível das famílias, assim as famílias não necessariamente se dispersam nos objetivos de investimento enquanto estão aumentando de tamanho. Algumas famílias grandes permanecem especializadas em um pequeno grupo de objetivos de investimento. Já algumas

famílias de menor tamanho enfatizam sua presença em vários objetivos de investimento tentando oferecer uma espécie de *supermercado* de fundos. Da mesma forma, as famílias aparentemente não concentram o risco total conforme vão sendo mais especializadas, a correlação entre ENP e o desvio padrão do retorno ao nível de famílias foi 0,4. De acordo com Ciccotello, Miles e Walsh (2006) se o risco estiver significativamente correlacionado com a medida de entropia, as medidas de performance das famílias, considerando fundos ganhadores (GAN), ranking médio (RANK) ou retorno anormal (ajustado por categoria de investimento) poderiam gerar viés associado ao risco.

As três medidas de performance das famílias de fundos foram definidas em função do retorno líquido dos fundos individuais. A primeira corresponde à proporção de fundos vencedores GAN (retorno acima da mediana dentro da mesma categoria de investimento) da família de fundos. Nesse caso, na amostra teve-se famílias com performance de 9% até 100%, sendo a média de 47% de fundos vencedores. A segunda medida de performance das famílias de fundos corresponde à média do ranking RANK dos fundos em cada categoria de investimento (100 para o melhor e 1 o pior). Para essa variável o valor mais baixo foi 27% e o máximo de 80%, já na média dessa variável foi 49%.

O retorno anormal de cada família de fundos foi calculado como uma média do excesso de retorno de seus fundos individuais, em relação à média dos retornos na mesma categoria de investimento, e padronizado pelo desvio padrão de seção cruzada na categoria de investimento. Como a média de cada categoria de investimento pode ser definida em termos aritméticos simples ou ponderada pelo tamanho do fundo, originaram-se duas medidas de retorno anormal, RAFA e RAFP respectivamente. Ambas as medidas têm aproximadamente o mesmo desvio-padrão, mas coeficientes de variação diferentes, 13% e 75% respectivamente. Considerando o RAFP, em 2007 houve famílias com retorno anormal negativo de até 0,6% e retorno anormal positivo de até 0,6%, sendo que na média as famílias registraram um retorno anormal de -0,2%.

Nas TABs. 3 e 4 apresentam-se algumas das estatísticas definidas na TAB. 2 estratificadas em três grupos definidos em função da distribuição do número de fundos e do logaritmo do patrimônio administrado (TAB. 3) e das medidas de especialização Entropia e índice Herfindahl (TAB. 4). Em geral, percebe-se que o tamanho (PL) aumenta com o número de fundos, assim como a presença em um maior número de categorias de investimento. Mas não se pode inferir o mesmo quanto às medidas de especialização das famílias.

As medidas de performance, em geral, apresentaram menores valores para famílias com um menor número de fundos e menor tamanho, o que poderia ser consistente com a presença de economias de escala associadas ao tamanho e deveria ser analisado em estudos posteriores. A relação da performance das famílias de fundos com sua especialização não foi clara, a correlação teve um valor absoluto máximo de 0,2 entre ENP e RAFP. Lembrando que a especialização da família aumenta quando a Entropia diminui, e o índice Herfindahl aumenta. Isto possivelmente indicaria a existência de uma relação não linear entre essas variáveis, o que será abordado na seção a seguir.

Tabela 3 – Estatísticas descritivas de variáveis selecionadas das famílias de fundos agrupadas segundo o número de fundos e o patrimônio administrado, 2007

	Média	Máx.	Mín.	Média	Máx.	Mín.	Média	Máx.	Mín.
Painel A:	Entre 5 e 20 fundos			De 21 e 60 fundos			Mais de 60 fundos		
Número Fundos	(20 famílias)			(11 famílias)			(14 famílias)		
PL R\$ bilhões	2,1	14,0	0,05	9,2	22,9	1,0	42,1	145,2	9,3
HP	0,53	1,00	0,25	0,29	0,56	0,15	0,25	0,43	0,17
ENP	0,85	1,55	0,00	1,55	2,04	0,89	1,81	2,12	1,33
GAN	47,3%	100%	9,1%	46,1%	63,6%	27,9%	49,9%	61,3%	39,2%
RANK	47,4%	79,8%	26,9%	48,9%	60,2%	41,4%	50,5%	58,7%	44,4%
RAFA	-0,05%	0,87%	-0,50%	0,00%	0,33%	-0,27%	-0,01%	0,23%	-0,17%
RAFP	-0,22%	0,60%	-0,56%	-0,15%	0,14%	-0,42%	-0,15%	0,12%	-0,33%
Painel B:	Menos de 0,6 \$R bilhões			De 0,6 a 7,2 \$R bilhões			Mais de 7,2 \$R bilhões		
Patrimônio Liq.	(9 famílias)			(14 famílias)			(22 famílias)		
No Fundos	8	12	5	16	43	5	106	403	13
HP	0,42	0,67	0,25	0,50	0,96	0,15	0,30	1,00	0,16
ENP	1,07	1,55	0,58	1,01	2,04	0,11	1,62	2,12	0,00
GAN	47,6%	87,5%	9,1%	46,3%	100%	12,5%	48,8%	77,8%	15,4%
RANK	46,8%	65,5%	26,9%	46,5%	79,8%	27,0%	50,9%	70,9%	30,6%
RAFA	-0,08%	0,33%	-0,50%	-0,10%	0,27%	-0,48%	0,04%	0,87%	-0,23%
RAFP	-0,22%	0,28%	-0,56%	-0,28%	0,14%	-0,56%	-0,10%	0,60%	-0,33%

Notas: HP, ENP, HN e ENN, índices de Herfindahl e de Entropia calculados considerando a participação no patrimônio administrado (P) e no número de fundos, respectivamente; GAN, RANK, RAFA e RAFP são medidas de performance das famílias considerando a proporção de fundos ganhadores (acima da média), o ranking médio na categoria, e o retorno anormal ajustado pela média aritmética (A) ou ponderada pelo patrimônio (P) ao nível de cada categoria de investimento.

Fonte: Elaboração própria com dados da pesquisa

Tabela 4 – Estatísticas descritivas de variáveis selecionadas das famílias de fundos agrupadas segundo a medida de Entropia (ENP) e o índice Herfindahl (HP), 2007

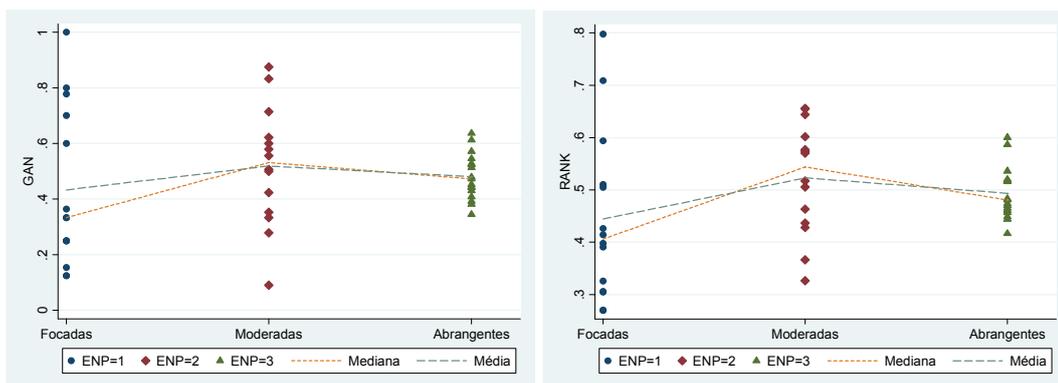
	Média	Máx.	Mín.	Média	Máx.	Mín.	Média	Máx.	Mín.
Painel A:	ENP: 0 a 1,1			ENP: 1,1 a 1,6			ENP: maior de 1,6		
Entropia	(14 famílias)			(14 famílias)			(17 famílias)		
No Fundos	10	22	5	32	98	6	119	405	21
PL R\$ bilhões	2,63	13,98	0,13	7,87	22,93	0,05	34,42	145,24	2,75
HP	0,64	1,00	0,43	0,33	0,43	0,25	0,22	0,33	0,15
ENP	0,64	1,01	0,00	1,33	1,55	1,11	1,87	2,12	1,62
GAN	43,3%	100,0%	12,5%	51,9%	87,5%	9,1%	48,1%	63,6%	34,5%
RANK	44,4%	79,8%	26,9%	52,3%	65,5%	32,6%	49,4%	60,0%	41,7%
RAFA	-0,11%	0,87%	-0,50%	0,05%	0,33%	-0,17%	-0,02%	0,33%	-0,16%
RAFP	-0,28%	0,60%	-0,56%	-0,09%	0,28%	-0,45%	-0,18%	0,10%	-0,36%
Painel B: Ind.	HP: maior 0,45			HP: 0,30 a 0,44			HP: 0,14 a 0,29		
Herfindahl	(13 famílias)			(13 famílias)			(19 famílias)		
No Fundos	10	22	5	45	210	6	100	405	7
PL R\$ bilhões	2,77	13,98	0,13	12,22	64,00	0,05	28,28	145,24	0,10
HP	0,65	1,00	0,45	0,35	0,43	0,30	0,22	0,29	0,15
ENP	0,62	1,01	0,00	1,29	1,66	0,97	1,82	2,12	1,42
GAN	44,7%	100,0%	12,5%	51,7%	87,5%	25,0%	47,2%	71,4%	9,1%
RANK	45,5%	79,8%	26,9%	51,2%	65,5%	30,4%	49,3%	64,4%	32,6%
RAFA	-0,10%	0,87%	-0,50%	0,02%	0,23%	-0,23%	-0,01%	0,33%	-0,16%
RAFP	-0,27%	0,60%	-0,56%	-0,13%	0,14%	-0,45%	-0,16%	0,28%	-0,36%

Notas: HP, ENP, HN e ENN, índices de Herfindahl e de Entropia calculados considerando a participação no patrimônio administrado (P) e no número de fundos, respectivamente; GAN, RANK, RAFA e RAFP são medidas de performance das famílias considerando a proporção de fundos ganhadores (acima da média), o ranking médio na categoria, e o retorno anormal ajustado pela média aritmética (A) ou ponderada pelo patrimônio (P) ao nível de cada categoria de investimento.

Fonte: Elaboração própria com dados da pesquisa

4.2. A relação entre especialização das famílias e a performance de seus fundos

As medidas de performance das famílias de fundos GAN e RANK consideram o desempenho dos fundos de cada família em relação a seus pares, na mesma categoria de investimento. Não existe uma relação bem definida entre as medidas de especialização e a performance quando mensurada como a proporção de fundos vencedores (GAN) o melhor rankeados nas suas categorias de investimento (RANK). A dificuldade em estabelecer alguma relação se dá porque as famílias mais especializadas em geral têm uma distribuição ampla, desde aquelas com nenhum fundo ganhador até outras com mais de 80% de fundos vencedores. Na FIG. 1 se apresentam essas medidas de performance em função das categorias estabelecidas para ENP da TAB. 4, Painel A, (sendo essa especialização para propósito da análise: 1 = “focadas”; 2 = “moderadas”; e 3 = “abrangentes”). De forma geral, percebe-se que as famílias menos especializadas (abrangentes) têm fundos vencedores e rankeados ligeiramente acima das mais especializadas, ou seja, a média e a mediana das duas medidas de performance relativa aumentam com a menor especialização, embora os testes de significância estatística sejam não significativos ao nível de 10%; mas sim há diferença na dispersão das duas medidas de performance relativa, de acordo com o teste F as famílias menos especializadas possuem um menor desvio-padrão do retorno anual (resultados disponíveis sob solicitação).



a) % fundos acima da mediana - GAN

b) Ranking médio dos fundos – RANK

Figura 1 – Dispersão da performance das famílias de fundos e a estratégia de especialização

As medidas de performance relativa GAN e RANK não permitem responder porque as famílias mais especializadas têm uma maior dispersão do retorno de seus fundos quando comparados com seus pares da mesma categoria de investimento. Quando se utiliza como medida de performance o retorno anormal, baseado na média aritmética ou ponderada pelo tamanho do fundo, observa-se que não há uma relação clara entre a especialização e a performance (FIG. 2). Isto significaria que não necessariamente a especialização permitiria obter um maior retorno.

A análise da variância para o retorno anormal em função das categorias estabelecidas para ENP da TAB. 4, Painel A, (sendo 1 as mais focadas e 3 as menos focadas) evidenciam que não existem diferenças nessas medidas de performance das famílias de fundos de acordo com sua estratégia de especialização (ou foco) nas categorias de investimento (TAB. 5). Utilizando os dois indicadores de retorno anormal para as famílias de fundos (RAFA e RAFF), o teste F não rejeita a hipótese nula da igualdade das médias (valor-p > 5%). Especificamente, o teste de Bonferroni confirma que não há diferenças estatísticas significativas entre as médias de performance das famílias de fundos. Mas, as famílias de fundos apresentam uma maior dispersão do seu retorno anormal quando elas são mais focadas, o que determina que as mesmas tenham uma pior performance em termos de retorno anormal médio por unidade de

desvio-padrão (risco). A FIG. 3 permite visualizar graficamente a dispersão do retorno anormal diferenciando cada uma das estratégias de especialização das famílias de fundos.

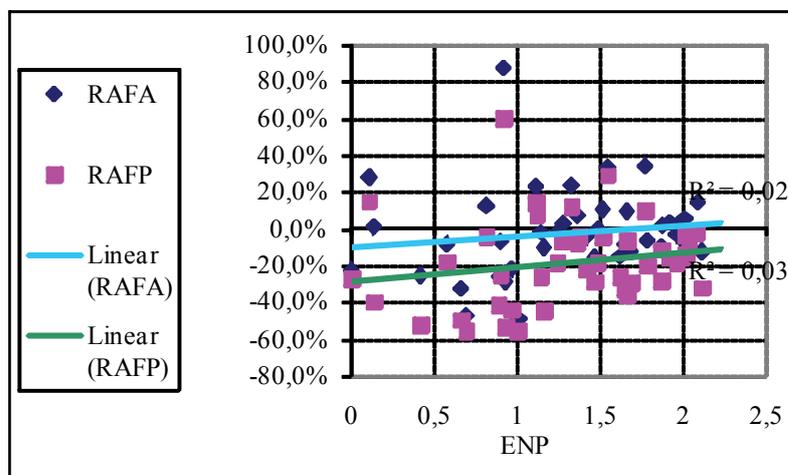


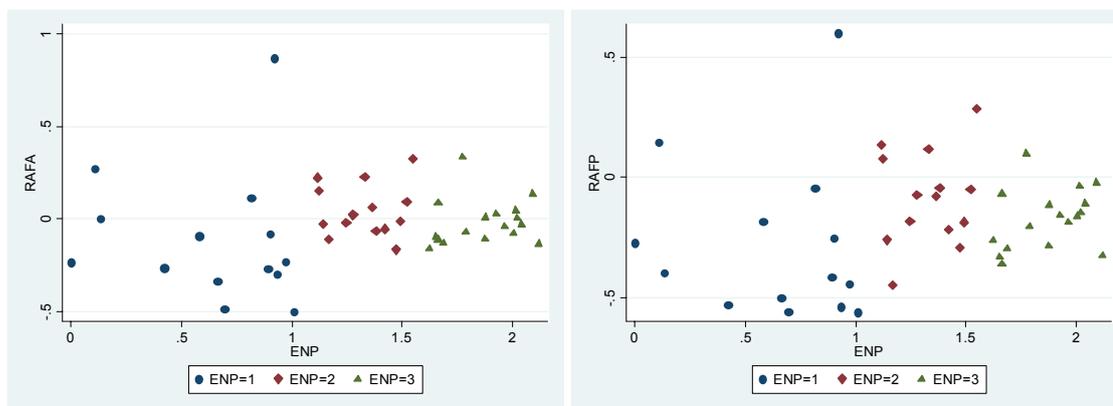
Figura 2 – Relação entre o retorno anormal das famílias de fundos e o índice de especialização (Entropia)

Tabela 5 – Estratégia de foco (Entropia) e retorno anormal das famílias de fundos, 2007

Entropia (ENP)	Indicador	Performance			Teste F (valor-p)	Teste Bonferroni #
		Mediana	Média	Desvio-padrão		
1	RAFA	-0,23%	-0,11%	0,35%	1,68 (0,199)	a
2		0,01%	0,05%	0,14%		a
3		-0,04%	-0,02%	0,12%		a
1	RAFP	-0,41%	-0,28%	0,33%	2,59 (0,087)	a
2		-0,08%	-0,09%	0,20%		a
3		-0,16%	-0,18%	0,13%		a

Notas: Nas categorias de estratégia de especialização ENP: 1 – Focadas, 2 – Moderadas, 3 - Abrangentes; (#) letras iguais representam a não rejeição da H0, de igualdade das médias, ao nível de 5%.

Fonte: Elaboração própria com dados da pesquisa



a) RAFA vs ENP

b) RAFP vs ENP

Figura 3 – Dispersão do retorno anormal das famílias de fundos e a estratégia de especialização (ENP: 1 – Focadas, 2 – Moderadas, 3 - Abrangentes)

Utilizando o índice Herfindahl como variável de classificação das famílias de fundos se obteve resultados similares em termos de média e desvio-padrão. Uma desvantagem desse

índice é que a ponderação utilizada desconsidera o maior esforço administrativo exigido da família de fundos na gestão dos fundos pequenos, proporcionalmente ao seu tamanho. Já o índice de entropia não apresenta essa desvantagem e como, na amostra de estudo, existe uma presença marcada dos fundos pequenos, a média do patrimônio líquido por fundo é 4,6 vezes maior do que a mediana, acredita-se ser a entropia um indicador mais relevante para a análise do foco das famílias de fundos.

Quando se estabelece uma classificação em função do número de categorias de investimento nas quais as famílias de fundos estão atuando os resultados também são similares aos mostrados na TAB. 5. Isto é, não verificam-se diferenças estatísticas significativas com o teste F para RAFA e para RAFP considerando três estratégias de especialização das famílias de fundos, alta (até 5 objetivos de investimento), média (até 14 objetivos de investimento) e baixa (mais de 14).

Na TAB. 6 apresentam-se os resultados de uma regressão multivariada que utiliza o retorno anormal das famílias de fundos como variável dependente RAFP (o resultado foi similar utilizando RAFA, GAN e RANK), e como variáveis independentes foram testadas ENP, porcentagem de fundos com taxa de performance (%FCTxPerf), logaritmo natural do patrimônio líquido (Ln_PL), número de objetivos de investimento, idade (fundo mais antigo registrado na Comissão de Valores Mobiliários – CVM para cada administradora) e taxa de administração. Como foi detectada a presença de heteroscedasticidade foram computados erros padrões robustos.

Tabela 6 – Análise de regressão para o retorno anormal das famílias de fundos, 2007

Variável	Coefficiente	Erro-padrão #	Valor-p
ENP	0,11	0,128	0,39
Ln_PL	0,02	0,038	0,53
Nº Obj Investimento	-0,01	0,015	0,63
%FCTxPerf	0,08	0,142	0,56
Constante	-0,31	0,116	0,01
R ²	0,05		
F (4,40)	0,67		0,062

Nota: # robustos para heteroscedasticidade

Fonte: Elaboração própria com dados da pesquisa

Nesse resultado, a medida de entropia permanece não significativa na forma linear e quadrática. Nenhuma das variáveis de controle foi significativa, mesmo após eliminar os valores extremos. Isto significa que em 2007 a especialização não esteve associada significativamente a um maior retorno anormal das famílias de fundos.

Finalmente, o tamanho da família medido pelo logaritmo do patrimônio administrado e a porcentagem de fundos com taxa de performance na família tiveram com o sinal esperado, influenciando positivamente o retorno anormal.

5. Conclusões

O artigo aborda o estudo dos intermediários financeiros reconhecendo que eles pertencem a grandes complexos ou “famílias” subordinadas a uma matriz. Na indústria de fundos de investimento há uma tendência a formar famílias de fundos administrados por uma mesma empresa. As famílias de fundos, como qualquer outro negócio com fins lucrativos, estabelecem suas estratégias procurando serem mais rentáveis para seus acionistas. A questão

estudada aqui é se tais estratégias em relação aos fundos de investimento administrados proporcionam também uma melhor performance para os investidores ou cotistas dos fundos.

O artigo trata especificamente do efeito da especialização das famílias de fundos no Brasil sobre a performance para os cotistas dos fundos. Uma forma de se abordar o tema é estabelecendo variáveis *proxy* para a performance das famílias, tomando como base os indicadores usuais utilizados para os fundos individuais. Utilizaram-se duas medidas de performance relativas, comparando o retorno líquido anual de 2007 com os outros fundos dentro da mesma categoria de investimento. A proporção de fundos ganhadores GAN com retorno acima da mediana da categoria e a média do Ranking na categoria RANK, considerando 100 para o melhor e 1 para o pior resultado. E finalmente uma medida absoluta de retorno anormal da família de fundos RAF, descontando do retorno anual do fundo a média do retorno da categoria e dividindo esse resultado pelo desvio-padrão da mesma categoria de investimento.

As duas medidas de especialização ou foco utilizadas, índice de Herfindahl e indicador de Entropia permitiram estabelecer que não existe uma associação forte entre especialização e o tamanho, ou seja, existem famílias de tamanho significativo que têm fundos em poucas categorias de investimento, por exemplo, somente em renda fixa; e vice-versa. Não há uma relação clara entre as medidas de performance relativa e os indicadores de especialização, na média as famílias menos especializadas têm um maior proporção de fundos vencedores nas suas respectivas categorias de investimento.

Também não há evidências de uma relação não linear ou quadrática entre a entropia e a medida de performance absoluta, o retorno anormal das famílias. Através da análise de regressão multivariada não foi possível determinar as variáveis que influenciam significativamente o retorno anormal das famílias de fundos. Em média as famílias com especialização extrema (“focadas”) e as menos especializadas (“abrangentes”) têm menores retornos. Assim mesmo, as famílias mais especializadas têm um maior desvio-padrão do retorno anormal indicando que têm ainda um pior resultado em termos de retorno anormal por unidade de desvio-padrão (uma espécie de índice de Sharpe utilizado em fundos individuais). As famílias menos especializadas em geral são de maior tamanho e possivelmente se beneficiam de economias de escala, determinando um menor desvio padrão de seu retorno anormal.

Esta abordagem inicial deverá ser complementada com outros estudos, por exemplo, estender a amostra para incluir uma série temporal e dados em painel. Utilizar outras variáveis para medir a especialização, e para explicar o retorno anormal das famílias de fundos, assim como estudar a presença de economias de escala nas famílias de fundos no Brasil.

6. Referências

ANBID. Associação Nacional dos Bancos de Investimento. **Informação histórica dos fundos de investimento** (relatório mensal de dezembro de 2007). Disponível em: <<http://www.anbid.com.br>>. Acesso em: 10 fev. 2008.

BROWN, Keith C.; HARLOW, W. V.; STARKS, Laura T. Of Tournaments and Temptations: An Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Fund Industry. **The Journal of Finance**, v. 51, n. 1, p. 85-110, March 1996.

CHEN, Joseph; HONG, Harrison; HUANG, Ming; KUBIK, Jeffrey D. Does Fund Size Erode Mutual Fund Performance? The Role of Liquidity and Organization. **The American Economic Review**, v. 94, n. 5, Dec 2004, p. 1276-1302.

- CICCOTELLO, Conrad S.; MILES, James A.; WALSH, Lori S. Should investors choose funds from focused families? **Financial Services Review**, v. 15, n. 3, p. 247-264, Fall 2006.
- ELTON, E. J.; GRUBER, M. J.; GREEN, T. C. The impact of mutual fund family membership on investor risk. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 42, n. 2, p. 257-278, Jun 2007.
- GYOURKO, J.; NELLING, E. Systematic risk and diversification in the equity REIT market. **Real Estate Economics**, v. 24, p. 493-515, 1996.
- JACQUEMIN, A.; BERRY, C. Entropy measure of diversification and corporate growth. **Journal of Industrial Economics**, v. 27, p. 359-369, 1979.
- KHORANA, Ajay; SERVAES, Henri. Conflicts of Interest and Competition in the Mutual Fund Industry. **Social Research Network Paper** n. 240596, Mar 2005. Disponível na internet: <<http://ssrn.com/abstract=240596>>. Com acesso em: 5 jan 2006.
- LYNCH, Anthony W.; MUSTO, David K. How investors interpret past fund returns. **The Journal of Finance**, v. 58, n. 5, p. 2033-2058, Oct. 2003.
- MAMAYSKY, H.; SPIEGEL, M. **A theory of mutual funds: optimal fund objectives and industry organizations**. Working Paper Yale University, Jan 2002.
- MASSA, Massimo. How do family strategies affect fund performance? When performance-maximization is not the only game in town. **Journal of Financial Economics**, v. 67, p. 249-304, 2003.
- MÍNGUEZ-VERA, Antonio; MARTÍN-UGEDO, Juan F. Does ownership structure affect value? A panel data analysis for the Spanish market. **International Review of Financial Analysis**, v. 16, p. 81-98, 2007.
- SHU, Pei-Gi; YEH, Yin-Hua; YAMADA, Takeshi. The behavior of Taiwan mutual fund investors – performance and fund flows. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 10, p. 583-600, 2002.
- SIGGELKOW, N. Why focus? A study of intra-industry focus effects. **The Journal of Industrial Economics**, v.51, n.2, p.121-150, Jun 2003.
- SIRRI, Erick R.; TUFANO, Peter. Costly search and mutual funds flows. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 5, p. 1589-1622, Oct. 1998.