

## **PROTECÇÃO FISCAL AOS RESGATES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO: FONTE DE PERFORMANCE OU DE CUSTOS DE AGÊNCIA?**

Carlos Alves, Universidade do Porto

Helena Mouta, Escola Superior de Tecnologia e Gestão de Bragança

### **RESUMO**

Neste estudo, usando uma base de dados única, comparamos a performance de um grupo de fundos de investimento em acções, com a performance de um grupo de fundos de poupança em acções, sendo estes semelhantes aos primeiros em tudo excepto numa característica: o seu regime fiscal penaliza fortemente os resgates. Os resultados obtidos são consistentes com a hipótese de que fundos menos sujeitos a choques de liquidez obtêm performances superiores.

**PALAVRAS-CHAVE:** Performance de Fundos de Investimento, Resgates, Choques de Liquidez, Políticas Fiscais de Incentivo à Poupança.

### **1. INTRODUÇÃO**

Nas últimas décadas, a performance de fundos de investimento esteve sob o constante escrutínio, tanto de académicos, como de profissionais. Tem havido ampla discussão sobre se os fundos de investimento obtêm consistentemente uma performance que justifique os custos da sua gestão activa. Vários estudos empíricos rejeitam a hipótese de performance superior (e.g. Elton et al., 1996; Fletcher e Forbes, 2002), enquanto muitos outros suportam a sua existência (e.g. Grinblatt e Titmann, 1993; Otten e Bams, 2002).

No entanto, é escassa a literatura sobre as causas da performance, designadamente no que respeita ao efeito das subscrições e dos resgates na rentabilidade dos fundos de investimento. Existe consenso entre investigadores quanto à sensibilidade dos fluxos de capital dos fundos de investimento a performances passadas (Goetzmann e Peles, 1997; Sirri e Tufano, 1998; e Christoffersen, 2001). Existe também evidência de que as comissões de subscrição e resgate são um obstáculo à reacção à performance (Alves e Mendes, 2006). Apesar disso, a pesquisa sobre a relação entre os fluxos de capital e a performance é muito limitada. Nanda et al. (2000) desenvolveram um modelo que sustenta que os gestores de fundos de investimento menos sujeitos a choques de liquidez conseguem melhores performances. No entanto, esta proposição teórica ainda não foi empiricamente testada.

Trabalhando, tanto quanto é do nosso conhecimento, com uma base de dados única, que inclui um grupo de fundos de investimento sujeitos a resgates e outro grupo de fundos de investimento fiscalmente protegidos de resgates, podemos avaliar directamente o efeito de potenciais choques de liquidez na performance dos fundos de investimento.

A nossa base de dados inclui todos os fundos de investimento em acções (EF) que investem maioritariamente em acções Portuguesas, e todos os fundos de poupança em acções (ESF). Estes dois tipos de fundos de investimento são iguais excepto por uma característica: o regime fiscal que penaliza fortemente os resgates dos ESF. O enquadramento legal que suporta os ESF foi criado como um incentivo ao investimento em acções durante o “boom” de privatizações nos anos 1990, quando muitas empresas detidas pelo Estado português foram total ou parcialmente vendidas e cotadas em bolsa. Estes ESF tinham importantes benefícios fiscais que eram otimizados para períodos de investimento de 5 a 8 anos, e desincentivavam totalmente o cancelamento do investimento em períodos antecedentes.

De notar que: *i)* este benefício fiscal é directamente apropriado pelo investidor (não pelo fundo); *ii)* não há restrições ao investimento, quer para os EF, quer para os ESF, a não ser (para ambos) o compromisso de investir maioritariamente em acções Portuguesas; *iii)* dada a pequena dimensão da indústria de fundos portuguesa, não há diferenças de estilo (e.g. “growth” versus “value”) entre estes fundos; *iv)* EF e ESF são geridos pelas mesmas sociedades gestoras e, dada a pequena dimensão do mercado, dentro de cada sociedade gestora (presumivelmente) pelos mesmos gestores. Isto permite-nos avaliar o efeito de potenciais levantamentos, através da comparação da performance dos dois grupos.

A questão fulcral é, então, qual é o comportamento dos ESF, em comparação com o dos EF? As particularidades dos ESF podem levar a diferentes expectativas no que diz respeito à sua performance em comparação com os EF. Dada a natureza dos benefícios fiscais dos ESF, os investidores, normalmente, não retiram o seu dinheiro desses fundos de investimento, uma vez que isso levaria à perda daqueles benefícios. Assim sendo, os ESF têm menores necessidades de liquidez. Isto significa que os gestores dos ESF têm mais recursos à sua disposição do que os gestores dos EF para investir em activos com retorno potencial mais elevado, o que nos leva a esperar uma melhor performance dos ESF (“hipótese de liquidez”). No entanto, esta protecção face a resgates pode ter um efeito perverso. De facto, os investidores em ESF são desencorajados de retirarem o seu dinheiro dos fundos com piores desempenhos, dada a perda dos benefícios fiscais, o que leva a que os gestores não sejam penalizados por más performances. Isto pode induzir os gestores a agir em interesse próprio ou no interesse da sociedade gestora. Se este efeito for dominante, então esperamos piores performances nos ESF do que nos EF (“hipótese dos custos de agência”).

## 2. BASE DE DADOS E METODOLOGIA

O estudo incidiu sobre um total de 30 EF – todos os fundos de investimento em acções classificados como “fundos de acções nacionais” pela APFIPP<sup>1</sup> – e 17 ESF – todos os “fundos de poupança em acções” existentes –, entre 31 de Dezembro de 1993 e 31 de Dezembro de 2004.<sup>2</sup> Os dados diários de cada fundo foram obtidos através do DATHIS.<sup>3</sup> Todos os fundos existentes durante todo ou parte do período considerado foram incluídos na base de dados, evitando assim o viés de sobrevivência.

<sup>1</sup> APFIPP – Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios.

<sup>2</sup> O regime fiscal especial para ESF terminou em 31 de Dezembro de 2004. Assim, a base de dados cobre a totalidade do período durante o qual este regime esteve em vigor.

<sup>3</sup> Serviço de divulgação de informação financeira da Euronext Lisboa.

Usamos três diferentes medidas de performance: Retornos anormais acumulados (ACR), retornos anormais ajustados pelo risco (alfa) usando o CAPM e retornos anormais ajustados pelo risco usando o modelo de quatro factores de Carhart (1997). A análise é realizada para ambos os grupos de fundos de investimento, sendo ulteriormente comparados os dois grupos para determinar se existem diferenças entre as respectivas performances.

### 3. ANÁLISE E RESULTADOS

#### i) Análise dos Betas

Os betas médios dos EF são mais baixos, tanto em anos de conjuntura favorável (*bull*) como em anos de conjuntura desfavorável (*bear*) (ver Tabela 1). Este resultado poderá ser explicado pelo facto de os ESF não estarem sujeitos a resgates frequentes, pelo que as suas carteiras estão protegidas de choques de liquidez. Dessa forma, os gestores podem aplicar uma maior proporção dos seus *portfolios* em acções. Os EF, por outro lado, necessitam de aplicar uma maior parte dos seus recursos em activos líquidos, cujos betas são próximos de zero, em ordem a garantir as disponibilidades necessárias para aceder aos pedidos de resgate dos titulares das unidades de participação.

Tabela 1 – Betas Médios

|                       | CAPM |      |           | Carhart |      |          |
|-----------------------|------|------|-----------|---------|------|----------|
|                       | EF   | ESF  | ESF-EF    | EF      | ESF  | ESF-EF   |
| <b>Anos Bull</b>      |      |      |           |         |      |          |
| <i>Média</i>          | 0,6  | 0,74 | 0,14***   | 0,59    | 0,74 | 0,14***  |
| <i>Desvio Padrão</i>  | 0,21 | 0,07 | -0,14***  | 0,22    | 0,07 | -0,14*** |
| <b>Anos Bear</b>      |      |      |           |         |      |          |
| <i>Média</i>          | 0,45 | 0,78 | 0,33***   | 0,38    | 0,75 | 0,33***  |
| <i>Desvio Padrão</i>  | 0,23 | 0,04 | -0,20***  | 0,22    | 0,05 | -0,20*** |
| <b>Todo o Período</b> |      |      |           |         |      |          |
| <i>Média</i>          | 0,54 | 0,75 | 0,21***   | 0,51    | 0,74 | 0,21***  |
| <i>Desvio Padrão</i>  | 0,22 | 0,06 | -0,016*** | 0,24    | 0,06 | -0,16*** |

Obs.: (i) Nesta tabela apresentamos os betas médios dos EF e ESF (i.e. o coeficiente do retorno em excesso do mercado) calculado com um ano de retornos, com o CAPM e o modelo de Carhart; (ii) o *proxy* para o retorno de mercado foi o índice PSI Geral (o índice geral da Euronext Lisboa); (iii) Os anos *Bull* foram definidos como sendo os anos em que o valor do índice PSI Geral no final do ano foi superior ao seu valor no início do ano, enquanto os anos *Bear* foram definidos como sendo os anos em que o valor do índice PSI Geral no final do ano foi inferior ao seu valor no início do ano; (iv) O símbolo \*\*\* evidencia significância estatística ao nível de 1% para o teste t para médias iguais (não assumindo variâncias iguais) e o teste de homogeneidade de variâncias (estatística de Levene) baseado na média.

Os betas dos ESF exibem uma menor variabilidade, facto confirmado pelo teste de Levene para a homogeneidade de variâncias. Assim, os gestores dos ESF parecem ter betas-alvo e mantê-los, em vez de fazer alterações significativas ao nível de risco dos seus *portfolios* de acordo com as flutuações do mercado. O teste t para a igualdade das médias leva a conclusões semelhantes: os betas médios são mais elevados para os ESF do que para os EF (nível de significância de um por cento).

## ii) Análise da Performance

Para cada tipo de fundo foi apurada a performance através de carteiras construídas de duas formas distintas. Numa primeira, construíram-se carteiras em que a cada fundo em cada categoria é atribuído um peso igual (EW). Numa segunda via, faz-se corresponder o peso de cada fundo ao peso do valor activo líquido desse fundo no total da sua categoria (NAVW). Em ambos os casos, as carteiras foram rebalanceadas trimestralmente. Para cada uma das duas formas de construção das carteiras (EW e NAVW), para cada um dos grupos de fundos (EF e ESF) e para cada trimestre, calculamos então a performance anual, recorrendo aos diversos métodos antes referidos. A média dos retornos anormais obtidos consta da Tabela 2.<sup>4</sup>

Tabela 2 – Performance das Carteiras de EF e ESF

| Performance<br>Média | EF       |        | ESF      |         | ESF - EF |       |
|----------------------|----------|--------|----------|---------|----------|-------|
|                      | EW       | NAVW   | EW       | NAVW    | EW       | NAVW  |
| <b>ACR</b>           | -1,04%** | -0,18% | 0,70%    | 0,82%*  | 1,74%**  | 1,00% |
| <i>teste t</i>       | -1,69    | -0,26  | 1,05     | 1,36    | 1,92     | 1,09  |
| <b>CAPM</b>          | 1,06%    | 2,79%  | 4,86%*** | 4,29%** | 3,81%    | 1,50% |
| <i>teste t</i>       | 0,4      | 1,17   | 2,49     | 1,95    | 1,17     | 0,47  |
| <b>Carhart</b>       | 0,75%    | 2,70%  | 4,98%*** | 4,07%** | 4,23%*   | 1,37% |
| <i>teste t</i>       | 0,28     | 1,11   | 2,59     | 1,82    | 1,29     | 1,42  |

Obs.: (i) Nesta tabela apresentamos a performance média anual das carteiras de EF e ESF; (ii) EW é a performance média anual de uma carteira constituída por todos os EF/ESF com pesos iguais, recalculado trimestralmente; (iii) NAVW é a performance média anual de uma carteira de todos os EF/ESF em que cada fundo tem um peso igual ao peso do seu valor activo líquido no total dos fundos da sua categoria; (iv) Os valores da performance estão anualizados; (v) A estatística t nas colunas EF e ESF refere-se à hipótese nula de performance média igual a zero, e a estatística t nas colunas ESF - EF refere-se à hipótese nula de médias iguais para EF e ESF; (vi) Os símbolos \*\*\*, \*\* e \* representam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente; (vii) Os testes são sempre unicaudais.

A performance média anual das carteiras de EF apenas é estatisticamente diferente de zero no caso da carteira de pesos iguais e com a medida de performance ACR. Assim, conclui-se que existe evidência de que, em média, os EF não acrescentam valor, mas também o não destroem. Dado que estes valores de performance são líquidos de despesas operacionais (mas não incluem comissões de subscrição, de resgate e de gestão), concluímos que estes fundos de investimento criam valor suficiente para compensar, as comissões de depósito, de gestão, os custos de transacção e as demais despesas de funcionamento.

Quanto aos ESF, a performance média é sempre positiva e estatisticamente significativa, excepto num dos casos. De facto, apenas com ACR e a carteira de pesos iguais a performance apurada não exhibe significância estatística.

Para investigar se as diferenças entre EF e ESF têm algum impacto nos recursos financeiros dos investidores, comparamos um investimento em EF com um investimento em ESF. Em cada trimestre, calculamos uma carteira de pesos iguais com todos os EF existentes e outra com todos os ESF. Assumimos um investimento de um EUR em cada uma das carteiras na data em que os ESF se estabeleceram definitivamente no mercado (Janeiro de 1996) até ao final de 2004. Estas carteiras foram recalculadas trimestralmente. Ao longo deste período, os ESF

<sup>4</sup> A performance trimestral foi também calculada, mas não é apresentada. As conclusões são semelhantes.

proporcionaram um retorno cerca de 18% superior ao dos EF (EUR 3,70 versus EUR 3,12). Isto significa que o investimento em ESF proporcionou retornos superiores aos apurados para o investimento em EF.

#### 4. CONCLUSÃO

Este estudo proporciona evidência de que as carteiras dos EF, no período em análise, exibiram betas inferiores aos dos ESF. Este resultado é consistente com a hipótese de que os EF detêm mais activos líquidos, uma vez que estão mais sujeitos a resgates dado não beneficiarem da protecção fiscal que caracteriza os ESF.

A comparação da performance das duas categorias de fundos estudadas sugere que os ESF obtiveram uma performance superior à dos EF. Estes resultados sustentam a hipótese de liquidez e não a hipótese dos custos de agência. De igual modo, tais resultados podem ser lidos como sustentação do modelo de Nanda et al. (2000), dado que os fundos menos sujeitos a choques de liquidez obtiveram melhores desempenhos.

Os resultados obtidos com este estudo suportam políticas fiscais do género das que caracterizam os ESF, nas quais se requer horizontes de investimento longos.

#### REFERÊNCIAS:

- Alves, C. e Mendes, V. (2006) Are Mutual Funds Investors in Jail?, *Applied Financial Economics*, Forthcoming.
- Carhart, M. (1997) On Persistence in Mutual Fund Performance, *Journal of Finance*, **52**, 57-82.
- Christoffersen, S. (2001) Why Do Money Fund Managers Voluntarily Waive Their Fees?, *Journal of Finance*, **56**, 1117-40.
- Elton, E., Gruber, M. e Blake, C. (1996) The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance, *Journal of Business*, **69**, 133-57.
- Fletcher, J. e Forbes, D. (2002) UK Unit Trust Performance: Does it Matter Which Benchmark or Measure Is Used?, *Journal of Financial Services Research*, **21**, 195-218.
- Goetzmann, W. e Peles, N. (1997) Cognitive Dissonance and Mutual Fund Investors, *Journal of Financial Research*, **20**, 145-58.
- Grinblatt, M. e Titmann, S. (1993) Performance Measurement without Benchmarks: An Examination of Mutual Fund Returns, *Journal of Business*, **66**, 47-68.
- Nanda, V., Narayanan, M. e Warther, V. (2000) Liquidity, Investment Ability, and Mutual Fund Structure, *Journal of Financial Economics*, **57**, 417-43.
- Otten, R. e Bams, D. (2002) European Mutual Fund Performance, *European Financial Management*, **8**, 75-101.
- Sirri, E. e Tufano, P. (1998) Costly Search and Mutual Fund Flows, *Journal of Finance*, **53**, 1589-622.