

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISA EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE**

DANIEL DUARTE CARDOSO

HEDGE FUNDS E O RETORNO DE MERCADO

**VITÓRIA
2018**

DANIEL DUARTE CARDOSO

HEDGE FUNDS E O RETORNO DE MERCADO

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Orientador: Profº. Drº. Danilo Monte-Mor.

**VITÓRIA
2018**

DANIEL DUARTE CARDOSO

HEDGE FUNDS E O RETORNO DE MERCADO

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em 15 de agosto de 2018.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr.: DANILO SOARES MONTE-MOR

(Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
– FUCAPE)

Prof. Dr.: ANDRÉ AROLDÓ FREITAS DE MOURA

(Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
– FUCAPE)

Prof. Dr.: TALLES VIANNA BRUGNI

(Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças
– FUCAPE)

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar agradeço a Deus, por me dar forças, discernimento e por estar sempre presente em todos os momentos da minha vida.

À minha família, por todo apoio, atenção, compreensão, companheirismo nos momentos difíceis e alegria nas vitórias. Sem o apoio da minha querida esposa Mariana e o sorriso sem igual do meu filho Miguel, alicerces da minha vida, não seria possível concluir essa jornada.

À minha mãe, Dona Ana Lúcia, por me escutar nos momentos de aflição, pelas orações, joelho no chão e pensamento positivo.

Os amigos Abraão, Marcelo Alves, Reynaldo e Tassiana que, juntamente comigo, vislumbraram a possibilidade do sonho de ser mestre tornar-se realidade. E a todos da FUCAPE engajados na criação da primeira turma de mestrado profissional em Ciências Contábeis em Brasília, em especial, a Amanda, que nos auxiliou a tornar esse projeto viável.

Aos demais colegas e amigos de turma que com total apoio nos momentos difíceis, que não foram raros nesses últimos dois anos, tornaram possível mais essa etapa.

A Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças – FUCAPE, por disponibilizar professores de tão alto gabarito e dispostos a ensinar o ápice da Contabilidade e Finanças.

“Não há covardia mais torpe que a covardia da inteligência, a burrice voluntária, a recusa de juntar os pontos e enxergar o sentido geral dos fatos.”

Olavo de Carvalho

RESUMO

O objetivo desse trabalho foi verificar se participação acionária conjunta dos *hedge funds* gera valor para as empresas-alvo em mercados menos pulverizados como o brasileiro. Utilizou-se dados de 324 empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (B3) entre 2007 e 2016 e que possuíam participação de 555 fundos de investimento classificados como multimercado e que faziam parte do Índice *Hedge Fund* Anbima (IHFA) criado pela Associação de Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA). Para avaliar os dados foram utilizadas regressões de dados em painel com efeito fixo. Os resultados demonstram uma relação positiva e significativa entre a participação acionária dos *hedge funds* e a geração de valor nas empresas investidas (empresas-alvo), apesar do mercado brasileiro ser mais concentrado. Os resultados, também, sugerem que os fundos de investimentos não se restringem apenas as ações subvalorizadas sob a ótica do indicador *book-to-market*, mas também em empresas com maior rentabilidade, liquidez em bolsa e que acompanhem a variação do mercado.

Palavras chaves: *Hedge funds*; Retorno de Mercado; Empresas-alvo.

ABSTRACT

This study aims to verify if hedge funds generates value for the target companies in markets less pulverized like the Brazilian one. Annual data of 324 companies listed in the São Paulo Stock Exchange (B3) were used between 2007 and 2016 and those with participation of 555 investment funds classified as multimarket and belong to Hedge Fund Anbima Index (IHFA) created by the Brazilian Association of Financial and Capital Markets Entities (ANBIMA). In order to evaluate the data, panel data and fixed effect regressions were used. The results demonstrate a positive and significant relationship between the equity participation of hedge funds and the generation of value in the invested companies (target companies), although the Brazilian market is more concentrated. The results also suggest that investment funds are not restricted only to undervalued stocks from the book-to-market ratio, but also to companies with higher profitability, liquidity in the stock market and the ones those follow the market variation.

Keywords: *Hedge funds*; Market Return; Target-Companies.

LISTA DE TABELAS

TABELA 1: NOVA CLASSIFICAÇÃO DE FUNDOS – ANBIMA	14
TABELA 2: CLASSIFICAÇÃO DE FUNDOS MULTIMERCADO	14
TABELA 3: QUANTIDADE TOTAL E MÉDIA ANUAL DE HEDGE FUNDS POR SETOR ECONÔMICO	23
TABELA 4: DETALHAMENTO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS	26
TABELA 5: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS	29
TABELA 6: TESTE DE DIFERENÇA DE MÉDIAS ENTRE EMPRESAS-MÊS COM PARTICIPAÇÃO DE HEDGE FUND EM ALGUM MÊS DO ANO VERSUS EMPRESAS SEM PARTICIPAÇÃO	32
TABELA 7: RESULTADOS DAS REGRESSÕES - RETORNO ANORMAL	35
TABELA 8: RESULTADOS DAS REGRESSÕES ADICIONAIS	37

SUMÁRIO

Capítulo 1.....	9
1 INTRODUÇÃO	9
Capítulo 2.....	13
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	13
2.1 CLASSIFICAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO E A CRIAÇÃO DO ÍNDICE <i>HEDGE FUND</i> ANBIMA	13
2.2 PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA DOS <i>HEDGE FUNDS</i>	16
2.3 A ATUAÇÃO DOS <i>HEDGE FUNDS</i> NO MERCADO INTERNACIONAL.....	18
Capítulo 3.....	22
3 DADOS E METODOLOGIA	22
3.1 COLETA DE DADOS	22
3.2 DETALHAMENTO DAS VARIÁVEIS E ESPECIFICAÇÃO DO MODELO	24
3.2.1 Variável Dependente	28
Capítulo 4.....	29
4 ANÁLISE DE RESULTADOS	29
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA	29
4.2 TESTE DE DIFERENÇA DE MÉDIAS.....	31
4.3 ANÁLISE DE RESULTADOS - REGRESSÃO	33
Capítulo 5.....	39
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS/CONCLUSÃO	39
REFERÊNCIAS.....	41

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

O relatório de revisão de tendências e atividades de fundos de investimento realizada pela *Investment Company Industry* (ICI, 2017) relata que o patrimônio administrado por essa indústria cresceu mundialmente 5,8% em 2016 e atingiu a marca de US\$ 40,4 trilhões. O continente americano detém mais de 50% desses recursos, a Europa US\$ 14 trilhões e a África juntamente com a Ásia aproximadamente US\$ 5 trilhões.

O crescimento sólido e sustentável da indústria de fundos de investimento não é um fenômeno restrito a países mais desenvolvidos (REIS GOMES e CRESTO, 2010; MALAQUIAS e EID, 2014; MATOS, PENNA e SILVA, 2015). No Brasil, mesmo com o cenário econômico e político adverso, a indústria cresceu 17,3% em comparação com 2015 e alcançou a marca de R\$ 3,4 trilhões de patrimônio, ou seja, quase 60% do PIB nominal de 2016 (ANBIMA/FGV, 2017). O mercado brasileiro é o décimo maior do mundo, com aproximadamente 3% do patrimônio mundial e com crescimento médio de 16,6% ao ano e mais de 15.000 fundos sob gestão. A indústria de fundos brasileira se destaca também pela variedade de produtos oferecidos, em especial os *hedge funds*, mais conhecidos no mercado nacional como Fundos Multimercados (REIS GOMES e CRESTO, 2010), que representam quase 20% do patrimônio do mercado (ANBIMA/FGV, 2017).

Mesmo com tantas evidências sobre a relevância dessa indústria, Matos, Penna e Silva (2015) relatam que ainda existe carência de pesquisas destinadas aos fundos de investimento no Brasil. Estudos no cenário doméstico concentram-se na análise do desempenho e da gestão dos fundos (Malaquias; Eid (2014); Matos,

Penna, Silva, 2015), no desempenho de subcategorias de fundos de investimento como *long-short* e multimercado (REIS GOMES e CRESTO, 2010, MALAQUIAS e EID, 2014). Além disso, a literatura brasileira referente aos *hedge funds*, se concentra em capturar a existência do fenômeno de persistência do desempenho (De Carvalho, 2005), os efeitos causados pelos incentivos e experiência na gestão dos fundos (Matos, Penna e Silva, 2015), os problemas de agência envolvendo os investidores e gestores (Roquete et al., 2016), e a relação entre o efeito calendário e a rentabilidade dos fundos (MALAQUIAS e MAMEDE, 2015).

A literatura internacional explora mais as características dos fundos e sua relação no mercado de ações. Pesquisas no mercado norte-americano onde as empresas têm o controle mais pulverizado e os investidores não tem acesso a informações privilegiadas (Ball, Kothari e Robin, 2000) indicam que os *hedge funds* tendem a adquirir participações em empresas que sofrem de fraca governança corporativa e são menos rentáveis do que seus pares correspondentes na indústria (CLIFFORD, 2008; BRAV et al., 2008; GREENWOOD e SCHOR, 2009; GANTCHEV, 2013; BEBCHUK, BRAV e JIANG, 2015). Resultados próximos aos encontrados nessas pesquisas também são apresentados por Bessler, Drobetz e Holler (2015), que relatam aumento do valor das ações para os acionistas das empresas alemãs, tanto no curto quanto no longo prazo. Recentemente, Becht et al., (2017), encontraram, em 23 países, evidências de que o ativismo dos *hedge funds* gera, em média, alfa positivo em grandes empresas.

A maioria dos estudos empíricos internacionais onde os mercados são mais pulverizados que o brasileiro (Lopes e Galdi, 2009) indicam o crescimento da indústria de fundos de investimento e sua relação na criação de valor nas empresas investidas (CLIFFORD, 2008; BRAV et al., 2008), o que a literatura denomina como empresa-

alvo (BESSLER, DROBETZ e HOLLER, 2015). No entanto, não há evidências de que a participação conjunta dos *hedge funds* em mercados mais concentrados, como o brasileiro, resulta em geração de valor para o acionista e, conseqüentemente, aumento nos preços das ações das empresas-alvo.

A motivação dessa pesquisa se baseia (i) no crescimento da indústria de fundos de investimentos no cenário global e nacional; (ii) na participação dos *hedge funds* nesse segmento e suas características; (iii) em pesquisas internacionais onde o mercado é mais pulverizado que demonstram evidências de melhorias no desempenho das empresas-alvo quando da participação mais ativa dos *hedge funds*; (iv) na carência de pesquisas que demonstrem atuação dos *hedge funds* e a geração de valor para as empresas-alvo em mercado mais concentrados com o Brasil. Neste contexto, o objetivo desta pesquisa é verificar se participação acionária conjunta dos *hedge funds* gera valor para as empresas-alvo em mercados menos pulverizados como o brasileiro.

A realização deste estudo visa contribuir para a discussão acadêmica e prática do tema abordado, não apenas sob a ótica da geração de valor para o acionista em função da atuação dos *hedge funds*, mas também entender a relação entre a participação acionária deste segmento no aumento dos preços das ações das empresas alvo. Os testes realizados tomaram como base a pesquisa de Bessler, Drobetz e Holler (2015) para o período de 2007 a 2016 e os coeficientes das variáveis explicativas Participação dos *Hedge funds* (PartHF) e Quantidade de Hedge Fund (QtdHF) mostram que a participação acionária dos *hedge funds* gera maiores retornos para as empresas investidas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (B3).

Essa pesquisa está dividida em cinco capítulos. Este primeiro refere-se à introdução do trabalho. O segundo traz o referencial teórico que subsidia o

entendimento do objetivo dessa pesquisa. O terceiro capítulo detalha a metodologia, os dados e as variáveis utilizadas. O quarto apresenta a análise descritiva e correlação das variáveis, além do resultado da regressão e, por fim, o quinto capítulo apresenta a conclusão e as recomendações finais.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 CLASSIFICAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO E A CRIAÇÃO DO ÍNDICE *HEDGE FUND* ANBIMA

A instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, definiu, dentre outras, a classificação dos fundos de investimento em Renda Fixa, Ações, Cambiais e Multimercado. Em meados de 2015, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA), com o objetivo de facilitar o processo de decisão de investimento, aumentar a transparência e permitir uma adequada comparação entre os fundos de investimento, divulgou cartilha denominada Nova Classificação de Fundos de Investimento. Este documento busca detalhar cada uma das novas classes, os benefícios dessa mudança ao mercado e as etapas do processo decisório.

Dentre a classificação definida na Instrução CVM nº 555, a classe que mais se aproxima com o objetivo da presente pesquisa é a de Fundos Multimercado (JOAQUIM, PASSARELLI e LEITE MOURA, 2011; MALAQUIAS e EID, 2014) que é uma categoria de investimento a qual envolve vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial (ANBIMA, 2017). Além de outras características como a adoção de posições alavancadas, operação com derivativos e pagamento de taxa de performance (MALAQUIAS e EID, 2013).

A Nova Classificação de Fundos de Investimento (ANBIMA, 2017) define três níveis. O primeiro nível destaca a classe de ativos que acompanha a classificação adotada pela CVM na Instrução CVM nº 555. O segundo nível identifica o tipo de

gestão e os riscos associados a essa gestão. Por fim, o terceiro nível detalha as estratégias específicas do fundo.

TABELA 1: NOVA CLASSIFICAÇÃO DE FUNDOS – ANBIMA

Regulação (CVM-Instrução nº 555/14)	Autorregulação (ANBIMA)	
Nível 1	Nível 2	Nível 3
Classe de Ativos	Tipos de Gestão e Riscos	Estratégias
Renda fixa	Indexados	Conforme a Estratégia
Ações	Ativos	
Multimercados	Investimento no Exterior	
Cambial		

Nota: Essa Tabela apresenta o Nível 1 – Classe de Ativos: a classificação dos fundos de investimento, conforme Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014; Nível 2 – Tipos de Gestão e Riscos: os tipos de gestão e os riscos associados a cada uma; Nível 3 – Estratégias: detalhada as estratégias específicas que os fundos podem adotar.

Fonte: Instrução CVM nº 555 adaptada

De forma mais detalhada, a classe de Fundos Multimercado pode ser assim definida.

TABELA 2: CLASSIFICAÇÃO DE FUNDOS MULTIMERCADO

Classe de Ativos	Categoria	Subcategoria
Multimercado	Alocação	Balanceados
		Dinâmicos
	Estratégia	Macro
		Trading
		<i>Long and Short</i> Neutro
		<i>Long and Short</i> Direcional
		Juros e Moedas
		Livre
		Capital Protegido
		Estratégia Específica
	Investimento no Exterior	Investimento no Exterior

Nota: Essa Tabela apresenta as categorias e subcategorias dos fundos multimercado, conforme instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014; a categoria onde estão definidos o tipo de gestão e os riscos associados; e a subcategoria onde estão detalhadas as estratégias específicas que esses fundos podem adotar.

Fonte: Instrução CVM nº 555 adaptada

Além da classificação de fundos de investimento estabelecida pela Instrução CVM nº 555 e do detalhamento oferecido pela entidade de autorregulação do mercado de capitais – ANBIMA, foi criado em 2008 o Índice de *Hedge Funds* ANBIMA (IHFA) com o objetivo de servir de parâmetro para o acompanhamento da evolução desse segmento. O valor desse índice é reflexo da evolução de uma aplicação hipotética em cotas de uma cesta de fundos selecionados a partir de critérios específicos.

Para determinação desse índice, foram utilizados os fundos que integram a classe multimercado, com registro de permanência nesta classe superior a um ano. Além disso, a metodologia empregada pela Anbima (2017) excluiu os fundos:

- constituídos sob a forma de condomínio fechado, exclusivos;
- que não cobram taxa de performance;
- cujo número médio de cotistas no trimestre precedente à data de rebalanceamento do índice seja inferior a dez;
- que não divulgam o valor das cotas atualizadas diariamente;
- em cotas de fundos de investimento – FIC FI – que não tenham, pelo menos, 95% de seu patrimônio líquido investido em um único fundo de investimento;
- cujo patrimônio líquido médio no trimestre precedente à data de rebalanceamento do índice seja inferior ao valor da mediana da amostra;
- cuja volatilidade anualizada – tomando-se por base a variabilidade dos retornos diários observados – no trimestre precedente à data de rebalanceamento do índice seja inferior ao valor do 1º quartil da amostra.

A carteira teórica do IHFA tem balanceamento trimestral e vigência para os períodos de janeiro a março, abril a junho, julho a setembro e outubro a dezembro e é calculado a partir de dados disponibilizados pela CVM.

2.2 PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA DOS *HEDGE FUNDS*

Embora os *hedge funds* possam acumular participações significativas nas empresas-alvo, essas participações ainda tendem a ser pequenas em relação à porcentagem de ações necessárias para controlar a maioria dos votos (BESSLER; DROBETZ e HOLLER, 2015). Bradley e Chen (2011) sugerem que o poder de barganha nas questões de governança corporativa depende da sua capacidade de convencer outros acionistas sobre os méritos de suas propostas. O poder de barganha está relacionado, primeiramente, a capacidade de comunicação de suas intenções de forma eficaz e, em segundo lugar, a credibilidade de suas intervenções (TIROLE, 2006).

Para Becht et al., (2017), os *hedge funds* podem acumular participações acionárias relevantes, sinalizando ao mercado que fez um grande investimento. O efeito dessa sinalização é particularmente forte se o investidor possuir uma grande reputação entre outros participantes do mercado como sendo capaz de identificar empresas com potencial de valorização.

No Brasil, a Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, alterada pela Instrução CVM nº 568, de 17 de setembro de 2015, dispõe sobre a divulgação de informação sobre aquisição e alienação de participação acionária relevante. Este normativo estabelece que as negociações relevantes, quando superiores a 5% do patrimônio, devem ser acompanhadas de comunicado à companhia informando o objetivo da participação e, se for o caso, de declaração de que os negócios não objetivam alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade.

Em outros países não é diferente. Todos os 23 países analisados por Becht et al., (2017), exigem que os acionistas divulguem quando as participações atingem um

limite mínimo. Na grande maioria dos países, esse limite é de 5% do capital. A Alemanha, a Itália, a Suíça e o Reino Unido têm limites mais baixos de 2% ou 3%, enquanto que o Canadá indica limite superior de 10%.

Os Estados Unidos estabelecem algo mais específico que estes países. Segundo Bessler, Drobetz e Holler (2015) e Becht et al., (2017) os *hedge funds* americanos que ultrapassam o limite de propriedade de 5% informam este fato diretamente a *Securities and Exchange Commission* (SEC). Os investidores que têm planos específicos para influenciar a empresa, ou sua administração no futuro, arquivam na SEC o cronograma denominado 13D, o que Clifford (2008) define como bloco de investidores ativo.

Por outro lado, os investidores que atestam que compraram as ações apenas para fins de investimento, sem intenção de afetar a empresa ou a sua administração, são considerados passivos e apresentam a SEC uma forma menos complexa, denominada de cronograma 13G (CLIFFORD, 2008).

Os *hedge funds* têm vantagens importantes em relação a outros tipos de investidores institucionais. Os gestores de *hedge funds* têm maiores incentivos para gerar retornos positivos do que suas contrapartes em outras instituições, em virtude da remuneração baseada no desempenho dos fundos, denominada taxa de performance, além de poderem usar estratégias de alavancagem e derivativos que são proibidas para muitos investidores institucionais (BRAV et al., 2008).

Esses mecanismos segundo Shleifer e Vishny (1997) asseguram os *hedge funds* contra o risco de retiradas antecipadas e reduzem os problemas de agência entre gestores de fundos e investidores, indicando que eles podem participar na reestruturação das empresas no longo prazo (BRAV et al., 2008). Uma questão que complica a visão positiva do papel dos *hedge funds* como investidores ativistas está

relacionada com a regulamentação mais flexível (KLEIN e ZUR, 2011). Dada à possibilidade de usar estratégias de alavancagem, os gestores de *hedge funds* possuem mais incentivos para aumentar o risco de empresas-alvo.

Bessler, Drobetz e Holler (2015) também relatam que os acordos de remuneração dos gestores de *hedge funds* estão diretamente ligados ao seu desempenho, o que cria fortes incentivos para encontrar investimentos lucrativos e monitorar ativamente as empresas-alvo. Além disso, os regulamentos dos fundos podem prever prazos específicos para resgate ou até mesmo bloqueios. Brav et al., (2008), sugerem que a limitação da movimentação do capital investido possibilita aos *hedge funds* aplicarem seus recursos em ativos menos rentáveis no curto prazo, mas com potencial de valorização no futuro.

2.3 A ATUAÇÃO DOS *HEDGE FUNDS* NO MERCADO INTERNACIONAL

O estudo realizado por Brav, et al., (2008) no mercado americano revela que o monitoramento dos *hedge funds* e suas intervenções em governança corporativa nas empresas-alvo aumentam o valor para o acionista. Usando dados coletados entre os anos de 2001 e 2006, Brav, et al., (2008) descobriram que a atuação mais ativa (ativismo) dos *hedge funds* americanos propõem soluções estratégicas, operacionais e financeiras. Os resultados apontam sucesso em dois terços dos casos e retorno anormal das ações após o anúncio do ativismo de aproximadamente 7%.

Usando dados de 2003 a 2005, Klein e Zur (2009) também fornecem evidências de aumento de preços das ações de empresas alvo a curto e longo prazo. Resultados similares também foram encontrados na Alemanha, onde Bessler, Drobetz e Holler

(2015) documentam que, em média, os *hedges funds* aumentam o valor para o acionista no curto e longo prazo.

Os autores evidenciam ainda que os fundos agressivos geram retornos anormais somente no curto prazo, antes e depois da data do evento, o que causa aumentos temporários nos preços das ações, permitindo que eles sejam negociados a preços mais elevados. Este desempenho superior inicial dos fundos classificados como agressivos inverte-se logo após o evento e, portanto, o grupo de *hedge funds* não agressivos superam, em última análise, os pares mais ativistas (BESSLER; DROBETZ e HOLLER, 2015).

Greenwood e Schor (2009) sugerem que os *hedge funds* se especializam na identificação de empresas-alvo mal geridas, procurando direcioná-las para realização de fusões. Clifford (2008) examinando o efeito da participação ativa dos *hedge funds* relata que as empresas que são direcionadas por fundos ativos ganham retornos anormais positivos e melhorias no desempenho medido pelo *Return on Asset* (ROA) em comparação com o grupo de empresas que são direcionadas pelos mesmos *hedge funds* para fins passivos.

O estudo de Gillan e Starks (2007) mostra que ativismo dos investidores institucionais não é um fenômeno novo. Em meados do século XX, instituições financeiras americanas, como seguradoras, fundos de investimento e bancos eram participantes ativos na governança corporativa atuando em conselhos corporativos e desempenhando papéis importantes na direção estratégica da empresa.

Já o estudo de Smith (1996) realizado no Sistema de Aposentadoria dos Funcionários Públicos da Califórnia - CalPERS – evidencia que o ativismo dos acionistas é amplamente bem-sucedido na mudança de estrutura de governança e resulta em um aumento estatisticamente significativo da riqueza dos acionistas.

Na Alemanha, muitas empresas se tornaram alvos de *hedge funds* com diferentes graus de sucesso, medido pelo desempenho do preço das ações. Diversos agentes econômicos alemães argumentam uniformemente que os investidores com participações limitadas não devem ser autorizados a controlar ou mesmo influenciar as principais decisões estratégicas e financeiras, com base no pressuposto de que esses investidores, no caso os *hedge funds*, se concentram em lucros a curto prazo em detrimento do sucesso a longo prazo de suas empresas alvo (BESSLER; DROBETZ e HOLLER, 2015).

Ativismo de *hedge funds*, como da *Pirate Capital* e da *Relational Investors*, são tratados no *paper* de Brav, et al., (2008). Os fundos da *Pirate Capital*, no início de 2005, acumularam ações da Walter Industries a 40 dólares por ação. Após o anúncio que a *Pirate Capital* possuía 5,3% das ações ordinárias da Walter Industries, o volume de negócios aumentou significativamente e o retorno anormal foi de 11,99%. A faixa de preço bruto da ação de 10 dias antes a 10 dias depois do anúncio foi de 37,06 a 43,25 dólares por ação.

O mesmo autor ainda relata que em outro caso ocorrido em abril de 2005, a *Relational Investors* comprou ações da *Sovereign Bancorp* pelo preço médio de 22 dólares por ação. A *Relational Investors* identificou que o mau desempenho operacional, superavaliação de aquisições e uma fraca estrutura de governança corporativa estavam relacionados com o valor descontado das ações. Cinco dias depois, representantes dos investidores reuniram-se com o conselho da *Sovereign Bancorp* e propuseram várias sugestões de melhoria. Dentro de uma semana, o retorno da compra e retenção das ações da *Sovereign Bancorp* foi de 8%, quase o dobro do retorno do mercado no mesmo período. Em agosto de 2005, a *Relational*

Investors aumentou sua participação para 6,51% e, em 2008, para 7,89% (BRAV *et al.*, 2008).

Os resultados apontados na literatura internacional sugerem que o ativismo dos *hedge funds* gera retorno anormal positivo, aumentando o preço da ação das empresas alvo (CLIFFORD, 2008; BRAV *et al.*, 2008; GREENWOOD e SCHOR, 2009; GANTCHEV, 2013; BEBCHUK, BRAV e JIANG, 2015; BESSLER; DROBETZ e HOLLER, 2015). Além disso, as intervenções na governança corporativa introduzidas pela atuação destes fundos parecem trazer efeitos positivos estratégicos e operacional. Já o mecanismo de limitação de movimentação do capital investido possibilita a estes fundos aplicarem seus recursos em ativos com potencial de valorização maior.

Tomando os resultados apresentados, conclui-se que a participação dos *hedge funds* provocaram aumento de valor para o acionista tanto no mercado alemão (BESSLER; DROBETZ e HOLLER, 2015) como em outros mercados (BECHT *et al.*, 2017). Desse modo, considerando a carência de pesquisas com este *design* para o mercado brasileiro, construiu-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: A participação acionária conjunta dos *hedge funds* gera valor para as empresas-alvo em mercados menos pulverizados como o brasileiro.

Capítulo 3

3 DADOS E METODOLOGIA

3.1 COLETA DE DADOS

Para que fosse possível analisar a relação entre a participação conjunta acionária dos *hedge funds* brasileiros e a geração de valor para as empresas-alvo em termos de retorno da ação, utilizou-se dados de 324 empresas, listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (B3) e que possuíam participação de fundos multimercado que estavam inseridos no índice IHFA criado pela Associação de Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA).

Ao todo, 555 fundos fazem parte do índice IHFA desde o início da série, que começou no último trimestre de 2007, sendo 499 fundos de investimento (FI) e 56 fundos de investimento em cotas de fundos de investimento (FIFIC).

A seleção da amostra utilizada neste estudo considera os fundos que compõem o índice IHFA (dados solicitados à Anbima) e informações obtidas no banco de dados Economática e Quantum Axis para o período de 2007 a 2016. No Economática foram coletadas informações como: retorno da ação, rentabilidade, beta, volatilidade, endividamento e valor de mercado - referente às ações listadas na bolsa e que possuíam como acionistas os *hedge funds* brasileiros.

As empresas selecionadas estão divididas em 20 setores de acordo com a classificação do software Economática e foram categorizadas em Agropecuária e Pesca, Alimentos e Bebidas, Comércio, Construção, Eletrônicos, Energia Elétrica, Finanças e Seguros, Máquinas Industriais, Mineração, Minerais não Metálicos, Papel

e Celulose, Petróleo e Gás, Química, Siderurgia e Metalurgia, Software e Dados, Telecomunicações, Têxtil, Transporte e Veículos.

Na base de dados Quantum Axis foram extraídas informações da composição das carteiras dos fundos como aplicações em ações e empréstimos de ações. Por meio da composição das carteiras é possível identificar os setores, as empresas que o fundo de investimento aplica seus recursos, a quantidade de ações em carteira ou emprestada ao final de cada período e o volume financeiro empregado em cada estratégia. A Tabela abaixo detalha a quantidade de *hedge funds* em cada setor econômico de 2007 até 2016, período de análise dessa pesquisa.

TABELA 3: QUANTIDADE TOTAL E MÉDIA ANUAL DE HEDGE FUNDS POR SETOR ECONÔMICO

Setor Econômico (Econômática)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Comércio	47	68	66	43	53	72	59	61	42	22
Construção	47	70	113	76	52	115	51	53	23	12
Energia Elétrica	89	108	119	89	72	121	104	101	68	47
Finanças e Seguros	73	62	90	98	62	88	90	101	86	42
Mineração	37	30	50	36	33	59	23	26	23	15
Química	18	25	23	23	12	13	10	27	11	8
Telecomunicações	49	76	67	36	21	34	35	27	15	6
Têxtil	11	0	2	12	11	19	13	18	4	5
Veículos e peças	15	14	14	22	13	24	26	23	18	14
Papel e Celulose	20	26	31	25	17	30	20	21	26	16
Eletroeletrônicos	2	8	7	2	0	0	0	0	0	0
Software e Dados	7	8	12	17	10	6	13	22	15	9
Alimentos e Bebidas	36	42	38	61	38	71	44	62	51	23
Siderurgia & Metalurgia	72	56	75	62	37	60	38	41	19	20
Agropecuária e Pesca	4	0	2	1	0	0	1	0	0	0
Transporte Serviços	41	34	51	44	25	38	23	33	20	9
Petróleo e Gás	45	44	56	49	46	52	30	32	29	13
Minerais não Metálicos	2	0	2	3	1	0	0	0	0	0
Máquinas Industriais	2	5	3	8	5	4	1	6	7	2
Total	697	744	959	886	624	991	721	822	541	325
Média	34,9	37,2	48	44,3	31,2	49,6	36,1	41,1	27,1	16,3

Nota: categorização Econômica.

Fonte: Elaborado pelo autor

Como pode ser observado na Tabela 3, os *hedge funds* estavam mais presentes no mercado acionário entre 2007 e 2009, onde ocorreu o aumento da participação nos setores elétricos, de papel e celulose e de petróleo e gás. Porém, logo após esse período, pode-se observar a redução a atuação dos *hedge funds*, podendo estar relacionada com a crise global de 2008 e instabilidade político-econômica vivida no Brasil desde 2015.

Entre 2015 e 2016, os indicadores econômicos brasileiros mostraram grande recessão econômica, com inflação superando a banda máxima da meta de 6,5% estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e taxas básicas de juros alcançando 14,25% ao ano. Adicionando a instabilidade política a esses fatores, houve uma redução de investimento estrangeiro e fuga do mercado de capitais, o que fez aumentar a concentração de investimentos em títulos de renda fixa. Esses fatores podem justificar, portanto, a subalocação em Bolsa por parte de fundos multimercado.

3.2 DETALHAMENTO DAS VARIÁVEIS E ESPECIFICAÇÃO DO MODELO

Para alcançar o objetivo proposto nesta pesquisa tomou-se como base o trabalho desenvolvido por Bessler, Drobetz e Holler (2015) e, a partir disso, foi elaborado um modelo para que fosse possível verificar se a participação conjunta dos *hedge funds* gera valor para as empresas-alvo em mercados menos pulverizados como o brasileiro. A equação 1 que busca capturar esse efeito.

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 PartHF_{it} + \beta_2 QtdHF_{it} + \beta_3 VarPartHF_{it} + \beta_4 VarQtdHF_{it} + \beta_5 MktCap_{it} + \beta_6 PriceBook_{it} + \beta_7 VolAção_{it} +$$

$$\beta_8 Beta_{it} + \beta_9 ROE_{it} + \beta_{10} Endiv_{it} + \beta_{11} LiqGeral_{it} + \beta_{12} LiqMerc_{it} + \beta_{13} DmyEHF_{it} + \beta_{14} DmySHF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Adicionalmente, foram realizadas outras equações substituindo a variável Y do modelo inicial proposto (Equação 1), com o objetivo de capturar o efeito da participação dos *hedge funds* no retorno efetivo da ação $REAção_{it}$ e a volatilidade $VolAção_{it}$, observadas nas equações 2 e 3,

$$\begin{aligned} REAção_{it} = & \beta_0 + \beta_1 PartHF_{it} + \beta_2 QtdHF_{it} + \beta_3 VarPartHF_{it} + \\ & \beta_4 VarQtdHF_{it} + \beta_5 MktCap_{it} + \beta_6 PriceBook_{it} + \beta_7 VolAção_{it} + \\ & \beta_8 Beta_{it} + \beta_9 ROE_{it} + \beta_{10} Endiv_{it} + \beta_{11} LiqGeral_{it} + \beta_{12} LiqMerc_{it} + \\ & \beta_{13} DmyEHF_{it} + \beta_{14} DmySHF_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} VolAção_{it} = & \beta_0 + \beta_1 PartHF_{it} + \beta_2 QtdHF_{it} + \beta_3 VarPartHF_{it} + \\ & \beta_4 VarQtdHF_{it} + \beta_5 MktCap_{it} + \beta_6 PriceBook_{it} + \beta_7 Beta_{it} + \beta_8 ROE_{it} + \\ & \beta_9 Endiv_{it} + \beta_{10} LiqGeral_{it} + \beta_{11} LiqMerc_{it} + \beta_{12} DmyEHF_{it} + \\ & \beta_{13} DmySHF_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

As variáveis dependentes, independentes e de controles escolhidas para representar os retornos anormais (item 3.2.1) e efetivos das ações, a participação dos *hedge funds*, a liquidez, endividamento, rentabilidade, capitalização de mercado e volatilidade utilizadas nos modelos apresentados acima e as justificativas para estas escolhas encontram-se na Tabela 4.

TABELA 4: DETALHAMENTO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS

Variáveis	Descrição	Fórmula	Período	Efeito Esperado	Referência
Dependentes					
RA	Retorno anormal da ação	Melhor explicado no item 3.2.1 e na equação 4	Mensal	-	BALL e BROWN, 1968; BROWN e WARNER, 1985; SARLO NETO, 2004
REação	Retorno efetivo da ação	Razão entre o preço da ação no período t e o preço da ação no período t-1	Mensal	-	BESSLER, DROBETZ e HOLLER, 2015
VolAção	Volatilidade da Ação	Desvio padrão do retorno da empresa i no período t	Mensal	-	-
Independentes					
PartHF	Participação dos <i>hedge funds</i> em termos percentuais	Quanto em termos percentuais do valor de mercado da empresa i em um período t é detida conjuntamente por <i>hedge funds</i> ;	Mensal	Positivo	-
QtdHF	Quantidade de <i>hedge funds</i> em números	Quantidade de fundos que investem em uma determinada empresa i ao final do período t	Mensal	Positivo	-
VarPartHF	Variação da participação dos <i>hedge funds</i> em termos percentuais	Diferença entre a variável PartHF no período t e no período t-1	Mensal	Positivo	-
VarQtdHF	Variação da quantidade de <i>hedge funds</i> em números	Diferença entre a variável QtdHF no período t e no período t-1	Mensal	Positivo	-
Controles					

TABELA 4: DETALHAMENTO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS

MktCap	Market Cap	Logarítimo neperiano (ln) do preço da ação no final do período i multiplicado pelo número de ações da empresa mesmo período	Mensal	Positivo	CLIFFORD, 2008; BRAV et al., 2008; BESSLER, DROBETZ e HOLLER, 2015
Book-to-Market	Book-to-Market	Razão entre o PL e o valor de mercado da empresa i no período t	Mensal	Positivo	CLIFFORD, 2008; BRAV et al., 2008; BESSLER, DROBETZ e HOLLER, 2015
VolAção	Volatilidade da Ação	Desvio padrão do retorno da empresa i no período t	Mensal	Positivo	-
Beta	Beta	Razão entre covariância entre o retorno da empresa i no período t e do retorno do mercado pela variância do retorno do mercado	Mensal	Positivo	-
ROE	Return on Equity	Razão entre o lucro líquido da empresa i no período t pelo patrimônio líquido do período t-1	Trimestral	Positivo	FAMA e FRENCH, 1996; PIOTROSKI, 2000; LOPES e GALDI, 2007
Endiv	Endividamento	Razão do exigível total pelo patrimônio líquido da empresa i no período t	Trimestral	Positivo	FAMA e FRENCH, 1996; PIOTROSKI, 2000; LOPES e GALDI, 2007
LiqGeral	Liquidez Geral	Razão entre o ativo e o passivo total da empresa i no período t	Trimestral	Positivo	FAMA e FRENCH, 1996; PIOTROSKI, 2000; LOPES e GALDI, 2007
LiqMerc	Liquidez de Mercado	Razão entre o volume médio negociado e o valor de mercado da empresa i no período t.	Mensal	Positivo	LOPES e GALDI, 2007
DmyEHF	Dummy de Entrada	Igual a 1 para empresa i que teve entrada de hedge fund no período t e 0, caso contrário	Mensal	-	-

Essa Tabela apresenta o detalhamento das variáveis utilizadas nas equações 1, 2 e 3, com descrição, fórmula utilizada para alcançar a variável, período, efeito esperado na regressão e a referência da literatura.

Fonte: Dados da pesquisa adaptado pelo próprio autor

3.2.1 Variável Dependente

Para o cálculo da variável dependente RA_{it} que busca capturar o retorno anormal, optou-se pelo Modelo de Mercado que, de acordo com Campbell, Lo e MacKinlay (1997), relaciona o retorno da ação ao retorno do portfólio de mercado. Este modelo também é indicado e utilizado em outros trabalhos na literatura nacional (Sarlo Neto, 2004) e internacional (BALL e BROWN, 1968; BROWN e WARNER, 1985; WESTON; SIU e JOHNSON, 2001).

A equação utilizada para apurar o retorno esperado das ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (B3) foi baseada na modelo utilizado por (ASSAF NETO et al., 2008).

$$RetEsperado_{it} = \beta_{it}(Rm - Rf) + Embi \quad (4)$$

onde,

$RetEsperado_{it}$ = taxa de retorno esperado da ação i no período t

β_{it} = é o beta da ação i no período t

Rm = Retorno mensal do mercado americano medido pela variação em pontos índice do S&P.

Rf = Retorno mensal dos títulos de renda fixa do mercado americano (t -bond de 10 anos).

$Embi$ = Média mensal da medida de risco-país denominada $EMBI+$

O retorno anormal RA_{it} foi calculado pela diferença entre o retorno esperado $RetEsperado_{it}$ e o retorno efetivo da ação.

Capítulo 4

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Com base nos procedimentos metodológicos e a partir dos dados coletados, analisa-se, na Tabela 5, a estatística descritiva das variáveis utilizadas no modelo (Equações 1, 2 e 3), cujo objetivo é se participação acionária conjunta dos *hedge funds* gera valor para as empresas-alvo em mercados menos pulverizados como o brasileiro.

TABELA 5: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS

Variável	Nº Obs.	Média	Desvio Padrão	Mediana	Mínimo	Q1	Q3	Máximo
PartHF	27300	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.88
QtdHF	27300	2.46	4.12	0.00	0.00	0.00	4.00	34.00
VarPartHF	26280	-0.00	0.33	0.00	-53.37	0.00	0.00	0.66
VarQtdHF	27148	-0.00	1.42	0.00	-12.00	0.00	0.00	13.00
DmyEHF	27300	0.02	0.13	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
DmySHF	27300	0.02	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
REAção	27300	0.01	0.12	0.00	-0.25	-0.06	0.07	0.32
RA	27300	-0.02	0.11	-0.03	-0.26	-0.09	0.04	0.28
MktCap	27300	21.15	2.00	21.36	16.68	19.78	22.65	24.86
Book-to-Market	27300	1.23	1.51	0.72	0.09	0.41	1.34	7.85
VolAção	27300	0.01	0.02	0.00	0.00	0.00	0.01	0.12
Beta	27300	0.74	0.45	0.70	-0.06	0.41	1.02	1.78
ROE	27300	0.04	0.14	0.04	-0.47	0.00	0.10	0.37
Endiv	27300	0.37	0.27	0.30	0.02	0.16	0.53	1.00
LiqGeral	27300	0.01	0.01	0.01	0.00	0.01	0.01	0.03
LiqMerc	27300	0.04	0.06	0.02	0.00	0.00	0.05	0.24

PartHF - quanto em termos percentuais do valor de mercado da empresa *i* listada na Bolsa de valores de São Paulo (B3) em um período *t* é detida conjuntamente por *hedge funds*; QtdHF - quantidade de fundos que investem em uma determinada empresa *i* ao final do período *t*; VarPartHF – diferença entre a variável PartHF no período *t* e no período *t-1*; VarQtdHF – diferença entre a variável QtdHF no período *t* e no período *t-1*; DmyEHF – variável *dummy* de entrada – igual a 1 para empresa *i* no período *t* que possui a participação de *hedge fund* e 0, caso contrário; DmySHF – variável *dummy* de saída – igual a 1 para empresa *i* no período *t* que não possui a participação de *hedge fund* e 0, caso contrário; REAção – retorno efetivo da ação calculado pela razão entre o preço da ação no período *t* e o preço da ação no período *t-1*; RA – retorno anormal calculado pela diferença entre o retorno das ações empresa *i* no tempo *t* e o retorno o retorno esperado (equação 4); MktCap – logaritmo neperiano (ln) do preço da ação no final do período *i* multiplicado pelo número de ações da empresa mesmo período; Book-to-Market – razão entre o PL e o valor de mercado da empresa *i* no período *t*;

VolAtção – desvio padrão do retorno da empresa i no período t ; Beta – razão entre covariância entre o retorno da empresa i no período t e do retorno do mercado pela variância do retorno do mercado; ROE – razão entre o lucro líquido da empresa i no período t pelo patrimônio líquido do período $t-1$; Endiv – razão do exigível total pelo patrimônio líquido da empresa i no período t ; LiqGeral – índice de liquidez geral - razão entre o ativo e o passivo total da empresa i no período t ; LiqMerc - razão entre o volume médio negociado e o valor de mercado da empresa i no período t .

Nota: Essa Tabela apresenta a estatística descritiva das variáveis utilizadas nos modelos detalhados nas equações 1, 2 e 3, o número de observações e as medidas de posição e dispersão, com informações das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (B3) que tem ou não participação de *hedge funds* no período de 2007 a 2016.

Fonte: Dados da pesquisa adaptado pelo próprio autor

Um argumento comum segundo Bessler, Drobetz e Holler (2015) é que os *hedge funds* adquirem participações em empresas subvalorizadas. Contudo, com base nos dados coletados para essa pesquisa identificou-se que os investimentos dos *hedge funds* não se restringem apenas a ações baixas sob a ótica do indicador *Book-to-Market* o que sugere que os investidores ainda identificam potencial de valorização das empresas que possuem esse indicador relativamente alto.

Quando essa análise é realizada para empresas que possuem o indicador de *Book-to-Market* inferior a 1, indicando que a empresa está subvalorizada ou que o valor de mercado é inferior ao valor contábil, foi constatado que o investimento médio dos *hedge funds* diminui para 2,3 milhões, sugerindo que nem sempre os fundos de investimento procuram empresas subvalorizadas. Em geral, segundo os achados de Klein e Zur (2009) e Bessler, Drobetz e Holler (2015), a governança e as questões operacionais parecem ser o motivo da atuação mais ativa (ativismo) dos *hedge funds*.

Destaca-se que o retorno anormal (RA) e as variáveis de variação da participação (VarParHF) e variação da quantidade de *hedge funds* (VarQtdHF) apresentam valores médios negativos, enquanto a variável que mede o retorno efetivo da ação (REAção) possui, em média, valores positivos. Considerando que a mediana das variáveis VarParHF e VarQtdHF é positiva e a média é negativa, pode-se inferir que a variação da participação ou da quantidade é mais marcante quando o efeito é negativo do que quando positivo.

O indicador de valor de mercado (MktCap) possui distribuição mais simétrica em comparação com demais indicadores de controle, sugerindo que as empresas analisadas possuem distribuição mais uniforme sob a ótica do valor de mercado. Com relação ao indicador de liquidez de mercado (LiqMerc), pode-se observar que a mediana está próxima do primeiro quartil e relativamente menor que a média, indicando que empresas que estão no terceiro e quarto quartil possuem alta liquidez no mercado de ações, enquanto a maior parte das empresas listadas tem baixa liquidez.

4.2 TESTE DE DIFERENÇA DE MÉDIAS

A Tabela 6 apresenta o teste de diferença de médias realizado entre as médias das variáveis dependentes apresentadas nas equações 1, 2 e 3 (RA, REAção e VolAção) e das variáveis de controle levando em consideração o período de análise da pesquisa que compreende os anos de 2007 a 2016 com empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (B3) com participação de *hedge funds* e grupo de empresas sem participação.

As variáveis que indicam o retorno efetivo da ação (REAção) e o retorno anormal (RA) não apresentaram coeficiente significativo no teste de diferença de médias, indicando que, na média, não existe diferenças estatisticamente diferentes de retorno efetivo e anormal entre empresas que possuem a participação de *hedge funds* e empresas que não possuem.

TABELA 6: TESTE DE DIFERENÇA DE MÉDIAS ENTRE EMPRESAS-MÊS COM PARTICIPAÇÃO DE HEDGE FUND EM ALGUM MÊS DO ANO VERSUS EMPRESAS SEM PARTICIPAÇÃO

Variável	Com participação dos HF		Sem participação dos HF		Dif Médias	P-Valor
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão		
REAção	0,0073	0,1104	0,0074	0,1219	0,0002	0,9145
RA	-0,0212	0,1056	-0,0214	0,1188	-0,0003	0,8468
MktCap	22,1049	1,5106	19,7948	1,8229	-2,3101	0,0000
Book-to-Market	0,9400	1,1174	1,6386	1,8655	0,6987	0,0000
VolAção	0,0098	0,0196	0,0106	0,0237	0,0008	0,0028
Beta	0,8474	0,4401	0,5964	0,4203	-0,2510	0,0000
ROE	0,0619	0,1279	0,0141	0,1524	-0,0477	0,0000
Endiv	0,3148	0,2350	0,4562	0,3041	0,1414	0,0000
LiqGeral	0,0101	0,0057	0,0110	0,0066	0,0009	0,0000
LiqMerc	0,0542	0,0590	0,0183	0,0405	-0,0359	0,0000

REAção – retorno efetivo da ação calculado pela razão entre o preço da ação no período t e o preço da ação no período t-1; RA – retorno anormal calculado pela diferença entre o retorno das ações empresa i no tempo t e o retorno o retorno esperado (equação 4); MktCap – logaritmo neperiano (ln) do preço da ação no final do período i multiplicado pelo número de ações da empresa mesmo período; Book-to-Market – razão entre o PL e o valor de mercado da empresa i no período t; VolAção – desvio padrão do retorno da empresa i no período t; Beta – razão entre covariância entre o retorno da empresa i no período t e do retorno do mercado pela variância do retorno do mercado; ROE – razão entre o lucro líquido da empresa i no período t pelo patrimônio líquido do período t-1; Endiv – razão do exigível total pelo patrimônio líquido da empresa i no período t; LiqGeral – índice de liquidez geral - razão entre o ativo e o passivo total da empresa i no período t; LiqMerc - razão entre o volume médio negociado e o valor de mercado da empresa i no período t.

Nota: A Tabela abaixo apresenta o teste de diferença de médias entre empresas-mês listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (B3) com participação de *hedge fund* em algum mês do ano versus empresas-mês também listas na B3 sem participação de *hedge fund* durante todo o ano. O objetivo foi avaliar se há inicialmente diferenças significativas entre grupos com e sem participação dos *hedge funds*. Para tanto, as variáveis dependentes dos modelos apresentados nas equações 1, 2 e 3 (RA, REAção e VolAção) e as variáveis de controle foram comparadas entre 2007 e 2016.

Fonte: Dados da pesquisa adaptado pelo próprio autor.

Em relação ao teste de diferença de médias das variáveis de controle e da variável que mede a volatilidade da participação ou não dos *hedge funds* (VolAção) constatou-se que há diferenças estatisticamente significativas com nível de confiança de 99%. Esse resultado indica que, na média, os *hedge funds* buscam empresas com maior rentabilidade e liquidez em bolsa e que acompanhem a variação do mercado (beta) o que corrobora com os resultados de Bessler, Drobetz e Holler (2015) que indicam que os *hedges funds* aumentam o valor para o acionista no curto e longo prazo.

4.3 ANÁLISE DE RESULTADOS - REGRESSÃO

Neste tópico serão demonstrados os resultados da análise da regressão em painel visando alcançar o objetivo que norteia essa pesquisa que é verificar se participação acionária conjunta dos *hedge funds* gera valor para as empresas-alvo em mercados menos pulverizados como o brasileiro.

O modelo econométrico utiliza a técnica de dados em painel com efeito fixo robusto, que segundo Wooldridge (1991), beneficia o tamanho da amostra e o poder dos testes estatísticos. As variáveis explicativas e de controle dos modelos foram *winsorizadas* a 2,5% com o objetivo de diminuir a influência dos *outliers* na análise.

A Tabela 7 apresenta a regressão da Equação 1 que considera o efeito das variáveis explicativas participação, variação da participação, quantidade e variação da quantidade de *hedge funds* no retorno anormal das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (B3). Na primeira coluna são apresentadas as variáveis explicativas e de controle, as demais colunas separam as ações em ordinárias (ON), preferenciais (PN) e outras classes. Em cada segregação de classe são apresentados o coeficiente e o p-valor ($P > |t|$) da regressão.

Os resultados das estimações indicam que as variáveis explicativas participação e quantidade de *hedge funds*, na maioria dos casos, afetam negativamente o retorno anormal das empresas. Porém, o efeito é positivo quando a análise é realizada nas variáveis que medem a variação da participação e da quantidade de *hedge funds*. Este fato sinaliza que o aumento da participação ou da quantidade de fundos gera valor para a empresa e, consequentemente, aumento do retorno anormal. Conforme apresentado na revisão da literatura (CLIFFORD, 2008; BRAV et al., 2008; GREENWOOD e SCHOR, 2009; GANTCHEV, 2013; BEBCHUK,

BRAV e JIANG, 2015), era esperado que essas duas variáveis impactassem positivamente o retorno.

Considerando o momento em que os *hedge funds* adquirem participação em determinada empresa, observa-se para as ações ordinárias, um efeito positivo e significativo à 95% de confiança, sugerindo que o fundos geram valor para as empresas. O mesmo efeito não pode ser confirmado estatisticamente para as demais classes de ações.

A variável de controle relacionada a lucratividade (ROE) também apresentaram sinais positivos e significativos à 99% de confiança para classes ordinárias e preferenciais e de 95% de confiança para as demais classes. A variável *Market Cap* apresenta sinal positivo e significativo para as ações ON e PN, seguindo o mesmo padrão de resultado das pesquisas de Clifford (2008), Bessler, Drobetz e Holler (2015) e Becht et al., (2017), indicando que empresas que possuem bons índices de lucratividade apresentam para seus acionistas bons resultados/retornos. Da mesma forma, empresas que possuem valores de mercado superiores aos valores contábeis também geram retornos positivos.

Para Malaquias e Mamede (2015) o fato de os fundos multimercado gerarem retorno pode estar relacionado com a própria características do fundo, que exigem uma atuação mais dinâmica e especializada dos gestores. Além disso, o crescimento sólido e sustentável da indústria de *hedge funds* (MALAQUIAS e EID, 2014; MATOS, PENNA e SILVA, 2015) sugere que a atuação desses fundos no mercado de capitais possa gerar retornos anormais nas empresas-alvo.

Os resultados encontrados na presente pesquisa vêm ao encontro dos trabalhos realizados por Clifford (2008), Brav et al., (2008), Bessler, Drobetz e Holler (2015) e Becht et al., (2017) indicando que a atuação dos *hedge funds* afeta o retorno

das empresas-alvo, seja pela participação ou pelo número de fundos investindo no mercado de capitais.

TABELA 7: RESULTADOS DAS REGRESSÕES - RETORNO ANORMAL

Variáveis	Ações Ordinárias - ON		Ações Preferenciais - PN		Outras Ações	
	Coef.	P> t	Coef.	P> t	Coef.	P> t
PartHF	-0,1389	0,0340**	-0,0681	0,5260	1,9278	0,0050***
QtdHF	-0,0007	0,0090***	-0,0022	0,0000***	-0,0015	0,0500**
VarPartHF	0,0189	0,8170	0,0045	0,0000***	-0,8295	0,0140**
VarQtdHF	0,0017	0,0030***	0,0026	0,0020***	0,0051	0,0030***
DmyEHF	0,0160	0,0180**	-0,0071	0,5870	0,0109	0,6100
DmySHF	-0,0041	0,4810	-0,0137	0,2700	-0,0108	0,7680
MktCap	0,0016	0,0240**	0,0038	0,0000***	0,0050	0,1780
Book-to-Market	-0,0073	0,0000***	-0,0031	0,0070***	0,0055	0,0310**
VolAção	-0,0317	0,5370	0,0844	0,4190	2,5421	0,0020***
Beta	0,0052	0,0140**	-0,0030	0,4710	0,0065	0,5450
ROE	0,0650	0,0000***	0,0619	0,0000***	0,0592	0,0380**
Endiv	0,0019	0,6210	0,0060	0,3480	0,0114	0,5920
LiqGeral	0,1577	0,2610	-0,1231	0,5790	-0,0282	0,9740
LiqMerc	-0,0609	0,0060***	0,1004	0,0280**	-0,0880	0,4970
Nº Obs	17.397		6.529		1.183	
R-squared	0,0245		0,0177		0,0357	

PartHF - quanto em termos percentuais do valor de mercado da empresa *i* listada na Bolsa de valores de São Paulo (B3) em um período *t* é detida conjuntamente por *hedge funds*; QtdHF - quantidade de fundos que investem em uma determinada empresa *i* ao final do período *t*; VarPartHF – diferença entre a variável PartHF no período *t* e no período *t-1*; VarQtdHF – diferença entre a variável QtdHF no período *t* e no período *t-1*; DmyEHF – variável *dummy* de entrada – igual a 1 para empresa *i* no período *t* que possui a participação de *hedge fund* e 0, caso contrário; DmySHF – variável *dummy* de saída – igual a 1 para empresa *i* no período *t* que não possui a participação de *hedge fund* e 0, caso contrário; MktCap – logaritmo neperiano (ln) do preço da ação no final do período *i* multiplicado pelo número de ações da empresa mesmo período; Book-to-Market – razão entre o PL e o valor de mercado da empresa *i* no período *t*; VolAção – desvio padrão do retorno da empresa *i* no período *t*; Beta – razão entre covariância entre o retorno da empresa *i* no período *t* e do retorno do mercado pela variância do retorno do mercado; ROE – razão entre o lucro líquido da empresa *i* no período *t* pelo patrimônio líquido do período *t-1*; Endiv – razão do exigível total pelo patrimônio líquido da empresa *i* no período *t*; LiqGeral – índice de liquidez geral - razão entre o ativo e o passivo total da empresa *i* no período *t*; LiqMerc - razão entre o volume médio negociado e o valor de mercado da empresa *i* no período *t*.

***, **, *: Níveis de significância de 0,1%, 1% e 5%

Nota: A Tabela abaixo apresenta os resultados da regressão apresentada na equação 1

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 PartHF_{it} + \beta_2 QtdHF_{it} + \beta_3 VarPartHF_{it} + \beta_4 VarQtdHF_{it} + \beta_5 MktCap_{it} + \beta_6 PriceBook_{it} + \beta_7 VolAção_{it} + \beta_8 Beta_{it} + \beta_9 ROE_{it} + \beta_{10} Endiv_{it} + \beta_{11} LiqGeral_{it} + \beta_{12} LiqMerc_{it} + \beta_{13} DmyEHF_{it} + \beta_{14} DmySHF_{it} + \varepsilon_{it}$$

Fonte: Dados da pesquisa adaptado pelo próprio autor.

A variável quantidade de *hedge funds* mostrou-se significativa e esse resultado está alinhado com a pesquisa de Becht et al., (2017) que conduziu, segundo os próprios autores, a primeira evidência internacional abrangente de pacotes de lobo

(*wolf pack*). A formação do pacote de lobos, o que na presente pesquisa foi tratado como quantidade ou número de *hedge funds*, indica que a participação em bloco se traduz num engajamento mais lucrativo, refletindo a alta probabilidade de alcançar resultados bem-sucedidos (BECHT et al., 2017).

A variável de controle relacionadas ao endividamento da empresa apresentou coeficientes positivos, porém sem significância estatística, contrariando os achados da literatura (FAMA e FRENCH, 1996; PIOTROSKI, 2000; LOPES e GALDI, 2007).

A Tabela 8 apresenta os resultados das regressões das equações 2 e 3 e tem por objetivo medir o efeito da participação dos *hedge funds* no retorno efetivo e na volatilidade das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (B3). Observa-se para as ações ordinárias no painel A que as variáveis participação e quantidade de *hedge funds* são significativas à 95% de confiança e produzem um efeito negativo, indicando que a participação dos fundos reduz o retorno da empresa. Contudo, ao analisar o movimento de entrada do fundo, ou seja, o momento em que o fundo adquire participação na empresa, observa-se um efeito positivo, similar ao da regressão demonstrada na Tabela 6, indicando que os *hedge funds* geram valor para a empresa e, conseqüentemente, para o acionista. O movimento de entrada dos fundos não foi estatisticamente significativo para as demais classes de ações.

O R^2 das regressões apresentadas na Tabela 7 e no painel A da Tabela 8 praticamente não apresentaram modificações e ficaram entre 1,3% e 3,5%, indicando que existem outras variáveis que podem explicar o retorno anormal e efetivo das empresas. Um aumento significativo foi encontrado no R^2 da regressão do painel B da Tabela 7, que mede o efeito da participação dos *hedge funds* na volatilidade das ações, chegando a 12%.

TABELA 8: RESULTADOS DAS REGRESSÕES ADICIONAIS

Painel A: Resultados das regressões apresentadas na equação 2

$$\begin{aligned}
 REA\tilde{c}\tilde{a}o_{it} = & \beta_0 + \beta_1 ParthF_{it} + \beta_2 QtdHF_{it} + \beta_3 VarParthF_{it} + \beta_4 VarQtdHF_{it} + \beta_5 MktCap_{it} \\
 & + \beta_6 PriceBook_{it} + \beta_7 VolA\tilde{c}\tilde{a}o_{it} + \beta_8 Beta_{it} + \beta_9 ROE_{it} + \beta_{10} Endiv_{it} \\
 & + \beta_{11} LiqGeral_{it} + \beta_{12} LiqMerc_{it} + \beta_{13} DmyEHF_{it} + \beta_{14} DmySHF_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

Variáveis	Ações Ordinárias - ON		Ações Preferenciais - PN		Outras Ações	
	Coef.	P> t	Coef.	P> t	Coef.	P> t
PartHF	-0,1355	0,0410**	-0,0980	0,3320	1,6040	0,0290* *
QtdHF	-0,0007	0,0240**	-0,0021	0,0000* **	-0,0015	0,0720
VarPartHF	0,0104	0,9050	0,0048	0,0000* **	-0,9205	0,0390* *
VarQtdHF	0,0021	0,0010** *	0,0036	0,0000* **	0,0062	0,0010* **
DmyEHF	0,0170	0,0130**	-0,0092	0,4960	0,0051	0,8440
DmySHF	-0,0081	0,1800	-0,0136	0,2880	0,0007	0,9840
MktCap	0,0015	0,0390**	0,0030	0,0080* **	0,0044	0,2580
Book-to-Market	-0,0062	0,0000** *	-0,0017	0,1590	0,0067	0,0120* *
VolAção	-0,0839	0,1170	0,0289	0,7940	1,9623	0,0230* *
Beta	0,0095	0,0000** *	0,0014	0,7500	0,0044	0,6960
ROE	0,0637	0,0000** *	0,0616	0,0000* **	0,0545	0,0680* *
Endiv	0,0012	0,7560	0,0020	0,7660	0,0136	0,5400
LiqGeral	0,2234	0,1270	0,0003	0,9990	-0,2037	0,8190
LiqMerc	-0,0459	0,0480**	0,1078	0,0230	-0,0400	0,7660
Nº Obs.	17.397		6.529		1.183	
R-squared	0,0206		0,0133		0,0305	

Painel B: Resultados das regressões apresentadas na equação 3

$$\begin{aligned}
 VolA\tilde{c}\tilde{a}o_{it} = & \beta_0 + \beta_1 ParthF_{it} + \beta_2 QtdHF_{it} + \beta_3 VarParthF_{it} + \beta_4 VarQtdHF_{it} + \beta_5 MktCap_{it} \\
 & + \beta_6 PriceBook_{it} + \beta_7 Beta_{it} + \beta_8 ROE_{it} + \beta_9 Endiv_{it} \\
 & + \beta_{10} LiqGeral_{it} + \beta_{11} LiqMerc_{it} + \beta_{12} DmyEHF_{it} + \beta_{13} DmySHF_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

Variáveis	Ações Ordinárias - ON		Ações Preferenciais - PN		Outras Ações	
	Coef.	P> t	Coef.	P> t	Coef.	P> t
PartHF	0,2835	0,0000***	0,0366	0,0510	-0,0399	0,1930
QtdHF	-0,0002	0,0020***	-0,0002	0,0000***	0,0001	0,0000***
VarPartHF	-0,0628	0,1520	-0,0012	0,0000***	0,0123	0,0880*
VarQtdHF	0,0002	0,1000	0,0002	0,0030***	0,0000	0,6280
DmyEHF	-0,0011	0,2840	-0,0030	0,0780*	0,0009	0,4300
DmySHF	-0,0026	0,0040***	-0,0022	0,1270	0,0015	0,5640

MktCap	-0,0006	0,0000***	-0,0012	0,0000***	0,0003	0,1860
Book-to-Market	-0,0014	0,0000***	-0,0020	0,0000***	0,0000	0,8150
Beta	0,0017	0,0000***	0,0053	0,0000***	-0,0001	0,8170
ROE	-0,0141	0,0000***	-0,0139	0,0000***	0,0003	0,8270

Painel B: Resultados das regressões apresentadas na equação 3

$$VolAção_{it} = \beta_0 + \beta_1 ParthHF_{it} + \beta_2 QtdHF_{it} + \beta_3 VarParthHF_{it} + \beta_4 VarQtdHF_{it} + \beta_5 MktCap_{it} + \beta_6 PriceBook_{it} + \beta_7 Beta_{it} + \beta_8 ROE_{it} + \beta_9 Endiv_{it} + \beta_{10} LiqGeral_{it} + \beta_{11} LiqMerc_{it} + \beta_{12} DmyEHF_{it} + \beta_{13} DmySHF_{it} + \varepsilon_{it}$$

Variáveis	Ações Ordinárias - ON		Ações Preferenciais - PN		Outras Ações	
	Coef.	P> t	Coef.	P> t	Coef.	P> t
Endiv	0,0035	0,0000***	0,0084	0,0000***	0,0024	0,0560*
LiqGeral	-0,0928	0,0000***	0,2708	0,0000***	0,0558	0,3610
LiqMerc	0,0651	0,0000***	0,0670	0,0000***	0,0024	0,6800
Nº Obs.	17.397		6.529		1.183	
R-squared	0,1232		0,1276		0,0405	

ParthHF - quanto em termos percentuais do valor de mercado da empresa *i* listada na Bolsa de valores de São Paulo (B3) em um período *t* é detida conjuntamente por *hedge funds*; QtdHF - quantidade de fundos que investem em uma determinada empresa *i* ao final do período *t*; VarParthHF - diferença entre a variável ParthHF no período *t* e no período *t-1*; VarQtdHF - diferença entre a variável QtdHF no período *t* e no período *t-1*; DmyEHF - variável dummy de entrada - igual a 1 para empresa *i* no período *t* que possui a participação de *hedge fund* e 0, caso contrário; DmySHF - variável dummy de saída - igual a 1 para empresa *i* no período *t* que não possui a participação de *hedge fund* e 0, caso contrário; MktCap - logaritmo neperiano (ln) do preço da ação no final do período *i* multiplicado pelo número de ações da empresa mesmo período; Book-to-Market - razão entre o PL e o valor de mercado da empresa *i* no período *t*; VolAção - desvio padrão do retorno da empresa *i* no período *t*; Beta - razão entre covariância entre o retorno da empresa *i* no período *t* e do retorno do mercado pela variância do retorno do mercado; ROE - razão entre o lucro líquido da empresa *i* no período *t* pelo patrimônio líquido do período *t-1*; Endiv - razão do exigível total pelo patrimônio líquido da empresa *i* no período *t*; LiqGeral - índice de liquidez geral - razão entre o ativo e o passivo total da empresa *i* no período *t*; LiqMerc - razão entre o volume médio negociado e o valor de mercado da empresa *i* no período *t*.

***, **, *. Níveis de significância de 0,1%, 1% e 5%

A Tabela abaixo apresenta os resultados da regressão apresentada nas equações 2 e 3 que tem por objetivo medir o efeito da participação dos *hedge funds* no retorno efetivo e na volatilidade das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (B3).

Fonte: Dados da pesquisa adaptado pelo próprio autor

Capítulo 5

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS/CONCLUSÃO

Esta pesquisa teve como objetivo verificar se participação acionária conjunta dos *hedge funds* gera valor para as empresas-alvo em mercados menos pulverizados como o brasileiro. Para atingir o objetivo proposto neste trabalho foi realizada uma análise de regressão em painel, com dados disponíveis na base de dados Economatica e *Quantum Axis* e os resultados mostram que a participação acionária dos fundos classificados como *hedge funds* gera maiores retornos para as empresas investidas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (B3).

A contribuição dessa pesquisa está relacionada com a discussão acadêmica e prática do tema abordado, não apenas sob a ótica da geração de valor para o acionista em função da atuação dos *hedge funds*, mas também no sentido de entender a relação entre a participação acionária deste segmento no aumento dos preços das ações nas empresas alvo.

Os resultados encontrados corroboram com as pesquisas de Clifford (2008), Bessler, Drobetz e Holler (2015) e Becht et al., (2017) e confirmam uma relação positiva e significativa entre a participação dos fundos e a geração de valor nas empresas-alvo. Indicam também que os investimentos dos *hedge funds* brasileiros não se restringem apenas as ações subvalorizadas sob a ótica do indicador Market-to-Book, corroborando também com os achados de Brav et al., (2008).

A presente pesquisa complementa os achados internacionais que foram realizados em mercados mais pulverizados onde os investidores não possuem acesso a informações privilegiadas, encontrando resultados similares em que a participação

acionária conjunta dos *hedge funds* gera valor para as empresas-alvo mesmo em mercados mais concentrados como o brasileiro.

Uma das limitações da pesquisa está relacionada com a seleção da amostra. Conforme detalhado na metodologia de pesquisa, o paralelo que pode ser feito no Brasil com que a literatura internacional (CLIFFORD, 2008; GANTCHEV, 2013; BEBCHUK, BRAV e JIANG, 2015; BRAV et al., 2008; GREENWOOD e SCHOR, 2009) classifica como *hedge fund*, são os fundos classificados como multimercado (REIS GOMES e CRESTO, 2010). Dado a abrangência desse segmento, optou-se por seguir fundos que compõe o índice IHFA criado pela Anbima em 2007, por se tratarem se fundos que possuem características mais alinhadas com os *hedge fund* internacionais. Com isso, a amostra utilizada foi reduzida por dois motivos (i) número de fundos que compõe o índice é consideravelmente inferior ao total de fundos multimercado; e (ii) o período em análise ficou restrito ao período de criação e divulgação do índice de *hedge fund* – 2007 a 2016.

Assim sendo, recomenda-se que em pesquisas futuras sejam desenvolvidos estudos com esse *design*, envolvendo todos os fundos classificados no segmento multimercado e em outros segmentos que podem reforçar o resultado encontrado nessa pesquisa. Além disso, indica-se que o período de análise seja estendido de forma a capturar possíveis oscilações no mercado como aumento da taxa de juros e crises econômicas.

REFERÊNCIAS

ANBIMA/FGV. Indústria de Fundos de Investimento – Anuário, 2017.

Assaf Neto, A.; Guasti Lima, F.; Procópio de Araújo, A. M. (2008). Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. *Revista de Administração-RAUSP*, 43(1), 72-83.

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. (2017). *Índice de Hedge funds Anbima*. Recuperado em 30 outubro de 2017. <http://www.anbima.com.br/>.

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. (2017). *Rankings e estatísticas – fundos de investimentos – PL e captação*. Recuperado em 30 outubro, 2017, de <http://www.anbima.com.br/>.

Ball, R. J.; Kothari, S. P.; Robin, A. (2000) The Effect on International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 1-51.

Bebchuk, L. A.; Brav, A.; Jiang, W. (2015). *The long-term effects of hedge fund activism*. National Bureau of Economic Research.

Becht, M.; Franks, J.; Grant, J.; Wagner, H. F. (2017) Returns to Hedge Fund Activism: An International Study. *The Review of Financial Studies*, 30(9), 2933-2971.

Bessler, W.; Drobetz, W.; Holler, J. (2015). The returns to hedge fund activism in Germany. *European Financial Management*, 21(1), 106-147.

Bradley, M.; Chen, D. (2011). Corporate governance and the cost of debt: Evidence from director limited liability and indemnification provisions. *Journal of Corporate Finance*, 17(1), 83-107.

Brav, A.; Jiang, W.; Partnoy, F.; Thomas, R. S. (2008). The returns to hedge fund activism. *Financial Analysts Journal*, 64(6), 45-61.

Brown, S. J.; Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-31.

Campbell, J. Y.; Lo, A. W.; Mackinlay, A. C. (1997). *The econometrics of financial markets*. Princeton University press, 2, 149-180.

Clifford, C. P. (2008). Value creation or destruction? *hedge funds* as shareholder activists. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 323-336.

- De Carvalho, M. R. A. (2005). Avaliação de desempenho de fundos multimercado: resultados passados podem ser utilizados para definir uma estratégia de investimento?. *Revista de Economia e Administração*, 4(3).
- Fama, E. F.; French, K. R. (1996). Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *The Journal of Finance*, 51(1), 55-84.
- Gantchev, N. (2013). The costs of shareholder activism: Evidence from a sequential decision model. *Journal of Financial Economics*, 107(3), 610-631.
- Gillan, S.; Starks, L. T. (2007). The evolution of shareholder activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(1), 55-73.
- Greenwood, R.; Schor, M. (2009). Investor activism and takeovers. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 362-375.
- Comissão de Valores Imobiliários. *Instrução 358 de 2002 da CVM*. (2002). Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>>. Acesso em: 15 dez. 2017.
- Comissão de Valores Imobiliários. *Instrução 555 de 2014 da CVM*. (2014). Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>>. Acesso em: 02 dez. 2017.
- Comissão de Valores Imobiliários. *Instrução 568 de 2015 da CVM*. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst568.html>>. Acesso em: 15 dez. 2017.
- Giroud, J.; Passarelli, G.; Leite Moura, M. (2011). Performance and persistence of Brazilian *Hedge funds* during the Financial Crisis. *Revista Brasileira de Finanças*, 9(4), 465-488.
- Klein, A.; Zur, E. (2009). Entrepreneurial shareholder activism: *Hedge funds* and other private investors. *The Journal of Finance*, 64(1), 187-229.
- Lopes, A. B.; Galdi, F. C. (2007). *Does financial statement analysis generate abnormal returns under extremely adverse conditions*. VII Encontro Brasileiro de Finanças. São Paulo.
- Lopes, R. F.; Galdi, F. C. (2009). *Como as variáveis contábeis explicam o retorno das ações: um estudo empírico no mercado brasileiro*. In: Congresso Anpcont, 1-18.
- Malaquias, R. F.; Eid, W. (2013). Eficiência de mercado e desempenho de fundos multimercados. *Revista Brasileira de Finanças*, 11(1), 119-142.
- Malaquias, R. F.; Eid, W. (2014). Fundos multimercados: desempenho, determinantes do desempenho e efeito moderador. *Revista de Administração Mackenzie*, 15(4), 135-163.

- Malaquias, R. F.; Mamede, S. P. N. (2015). Efeito calendário e finanças comportamentais no segmento de fundos multimercados. *RAC-Revista de Administração Contemporânea*, 19, 98-116.
- Matos, P. R. F.; Penna, C. M.; Silva, A. B. G. (2015). Fundos mútuos de investimento em ações no Brasil: incentivos, gestão e convergência. *Brazilian Business Review*, Vitória, 12(2), 115.
- Piotroski, J. D. (2000). Value investing: the use of historical financial statement information to separate winners from losers. *Journal of Accounting Research*, 38, 1-41.
- Reis Gomes, F. A.; Cresto, V. (2010). Avaliação do desempenho dos fundos long-short no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, 8(4), 505–529.
- Roquete, R. M.; Maranhão, F. S.; Klotzle, M. C.; Pinto, A. C. F. (2016). O Problema de Agência Aplicado aos Fundos de Investimento Multimercados. *Revista de Finanças Aplicadas*, 7(1), 1-21.
- Sarlo Neto, A. (2004) *A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis: evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado brasileiro*. 2004. 243 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória.
- Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (1997). The limits of arbitrage. *The Journal of Finance*, 52(1), 35-55.
- Smith, M. P. (1996). Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS. *The Journal of Finance*, 51(1), 227-252.
- Tirole, J. (2006). Incentives and prosocial behavior. *The American Economic Review*, 96(5), 1652-1678.
- Weston, J. F.; Siu, J. A.; Johnson, B. A. (2001). *Takeovers, restructuring, and corporate governance*. Prentice Hall.
- Wooldridge, J. M. (1991). Specification testing and quasi-maximum-likelihood estimation. *Journal of Econometrics*, 48(1-2), 29-55.