

Preferências de Ações de Gestores de Fundos Mútuos Estrangeiros na América Latina

João Luiz Piccioni Junior¹, Hsia Hua Sheng², Mayra IvanoffLora³

RESUMO

Nesse artigo são observadas as características preferencias dos Gestores de Fundos Mútuos estrangeiros ao selecionar ações na América Latina. O objetivo foi verificar a hipótese de que esses gestores preferem companhias que possuam características que geram grande visibilidade, ou seja, que reduzam a assimetria de informação, uma das possíveis explicações para a existência do *home bias*. Para isso, foram observadas as posições dos fundos mútuos a partir das listas de acionistas das companhias listadas nas bolsas dos países da amostra em três períodos diferentes (junho de 2008, 2009 e 2010). A análise revela que essa classe de investidores prefere companhias que possuam atributos que elevem seu contato com mercados internacionais, tais quais, a listagem internacional, maior cobertura de analistas e fazer parte de setores exportadores, reforçando a ideia de que a assimetria de informação reduz a capacidade de seleção de ativos por parte dos participantes de mercado e, portanto, justificando a teoria do *home bias*. O estudo ainda compara as preferências dos gestores estrangeiros com gestores domiciliados na América Latina e mostra evidências de que os gestores de fundos mútuos domésticos possuem maior dispersão de investimentos nas companhias listadas e, conseqüentemente, possuem preferências diferentes daquelas observadas para os gestores estrangeiros.

Palavras-Chave: Gestores de Fundos, América Latina, Investimentos, Seleção de Portfólio, Home Bias.

ABSTRACT

In this paper, we observe the preferential characteristics of Foreign Mutual Fund Managers when investing in Latin America. The main objective was checking the hypothesis that those managers prefer companies with characteristics that amplifies its visibility, in other words, that reduces information asymmetry, a possible explanation for the existence of home bias. For this purpose, we observe mutual funds positions based on shareholders lists of the companies listed at the stock exchanges of the countries of the sample in three different periods (June 2008, 2009 and 2010). The results show that this class of investors prefers companies' attributes that amplify their contact with international markets, like international listing, bigger analyst coverage and being part of exporter sectors, reinforcing the idea that information asymmetry reduces the ability of asset selection and, therefore, justifying home bias theory. The study also compare preferences of foreign fund managers with domestic ones, located in Latin America, and shows evidence that home basis fund managers expand their portfolio towards a market portfolio, and has different preferences that those observed by foreign fund managers.

Keywords: Fund Managers, Latin America, Investments, Portfolio Selection, Home Bias.

Área ANPEC: Área 7 - Microeconomia, Métodos Quantitativos e Finanças

Classificação JEL: G1, G15, G32

¹ Mestrando em Economia e Finanças (FGV-SP / EESP) – email: jpiccionijr@gmail.com

² Mestre e Doutor em Administração (Finanças) (FGV-SP/EAESP) e Professor de Finanças da FGV-SP/EAESP – email: hsia.sheng@fgv.br

³ Mestre e Doutora em Estatística (IME-USP) e Professora Assistente da FGV-SP/EESP – email: mayra.lora@fgv.br

1. Introdução

De acordo com o ICI (*Investment Company Institute*), o total de ativos registrados pela indústria de fundos mútuos ao redor do globo alcançou US\$ 24,7 trilhões no final de 2010, uma evolução de 108% desde o início da década. Os cinco países detentores da maior fração dessa indústria eram os Estados Unidos (48%), Luxemburgo (10,2%), França (6,6%), Austrália (5,9%) e Irlanda (4,1%). No entanto, o crescimento do valor dos ativos nas economias periféricas se mostrou mais intenso na última década. Os números do ICI mostram que a indústria de fundos mútuos nos chamados *emerging markets* evoluiu cerca de 660%, enquanto que a indústria localizada nas economias desenvolvidas cresceu 96,3%. Essa relativa desconcentração da indústria é fruto de um maior fluxo de capital estrangeiro e crescimento econômico, resultantes de políticas regulatórias e macroeconômicas mais propícias à entrada do investidor estrangeiro.

Os ganhos de diversificação com a internacionalização do portfólio foram objeto de diversos estudos. Apesar das correlações entre os mercados de capitais aumentarem nos períodos de crescimento econômico e integração financeira, como observado por Goetzmann, Li, and Rouwenhorst (2005), os gestores de fundos mútuos procuram ampliar sua base de ativos por meio da busca de companhias localizadas em outros países. Entretanto, Lewis (1995) argumenta que a proporção de ativos estrangeiros detidos por esses gestores é pequena, abaixo do que seria ideal para uma diversificação de ativos conforme a teoria moderna de portfólio. Esse viés, denominado *home bias*, foi observado em diversos estudos envolvendo decisões de investimento em países desenvolvidos.

Kang e Stulz (1997) observaram que investidores estrangeiros no Japão preferem alocar seus recursos em companhias grandes ou que possuam elevados níveis de exportação. Esse aspecto vai de encontro com a ideia de que os estrangeiros preferem investir em companhias que possuam mais informações. Pode-se argumentar então que a assimetria de informação torna-se direcionador do *home bias*. Dahlquist e Robertsson (2001) ao observar a posição dos investidores estrangeiros localizados na Suécia encontraram resultados semelhantes.

O presente trabalho tem como objetivo testar a hipótese de que os gestores estrangeiros, ao investir na América Latina, preferem companhias cujas características geram grande visibilidade, ou seja, se respeitam a questão da assimetria de informação emergente da teoria do *home bias*. Para isso, foi construído um banco de dados único, com a posição dos fundos mútuos estrangeiros e domésticos nas companhias listadas em bolsas dos países representantes da América Latina em três períodos distintos (2008, 2009, 2010). O foco nos países da América Latina é a principal contribuição do trabalho, já que a região passa por um forte crescimento da indústria de fundos mútuos e das suas bolsas de valores, mas ainda se encontra em um estágio anterior de desenvolvimento quando comparada a outras regiões do planeta.

O estudo se encontra dividido da seguinte maneira: a seção 2 faz uma breve revisão da literatura; a seção 3 traz a descrição dos dados utilizados no estudo; a seção 4 comporta a metodologia do estudo. Na seção 5 são apresentados os resultados obtidos, e; na seção 6 conclui-se o trabalho.

2. Revisão da Literatura

De acordo com a premissa básica da teoria de portfólios, investidores deveriam diversificar seus portfólios ao redor do globo na busca do melhor binômio risco retorno. French e Poterba (1991) verificaram que essa premissa não se faz presente e investidores preferem alocar grande parte dos seus recursos em ativos baseados em seu domicílio. Essa característica também foi observada por Lewis (1995) e denominada *home bias puzzle*. No entanto, é na seleção de ativos por parte de investidores estrangeiros que as explicações para a teoria emergem.

Kang e Stulz (1997) explicaram a existência do fenômeno por meio de duas categorias. A primeira delas está relacionada às barreiras explícitas e implícitas. Entende-se por barreiras explícitas (observáveis) aquelas focadas à redução do fluxo de capital internacional, ou seja,

controle de capitais, restrição de investimento em determinadas classes de ativos ou, ainda, altos impostos aos estrangeiros. French e Poterba (1991) e Cooper e Kaplanis (1994) argumentam que esses efeitos não seriam suficientes para explicar alocações de portfólios, já que os investidores continuariam a diversificar seu portfólio por meio da busca por ativos com maior retorno esperado. Edison e Warnock (2008) argumentaram que o crescimento do fluxo de capitais direcionado ao investimento em ações está conectado à redução dessas barreiras explícitas, por meio da redução de itens normativos. Aggarwal *et al.* (2005) verificou que a existência de barreiras explícitas impactam negativamente na alocação dos ativos dos fundos mútuos norte-americanos em mercados emergentes.

Em relação às barreiras implícitas (não observáveis), duas são as classes importantes: riscos políticos (ou do país) e a assimetria de informação. Em relação ao primeiro, Kang e Stulz (1997) argumentam que investidores poderiam ter alguma dificuldade de se desfazer do seu investimento em ações em mercados estrangeiros ilíquidos, capazes de mudanças repentinas de arcabouço político. Assim, deveriam apresentar preferências por mercados que possuíssem boa liquidez.

A outra classe de barreira implícita diz respeito à assimetria de informações. Coval e Moskowitz (1999) encontraram evidências de que a proximidade geográfica das companhias com os gestores é determinante para a seleção de ativos. Isso aconteceria devido ao acesso dos gestores aos administradores das companhias, relativamente mais simples em aspectos regionais. Merton (1987) e Huberman (1999) argumentam que os investidores preferem colocar seu dinheiro em ativos que lhes são familiares. Dalquist *et al.* (2003) e Aggarwal *et al.* (2005) verificaram que investidores estrangeiros tendem a manter posições menores de investimento (aumentando, portanto, o home bias) em países cuja proteção ao minoritário é pobre (baixa governança corporativa) e que possuem companhias controladas por grandes acionistas, fatores responsáveis pela ampliação da assimetria de informação.

A segunda categoria abordada por Kang e Stulz (1997) diz respeito à diversificação dos portfólios. Se os investidores estrangeiros diversificam seus portfólios, então deveriam investir em companhias que tivessem comportamento negativamente correlacionado aos principais ativos presentes em seu portfólio. O resultado disso deveria ser, portanto, um maior investimento voltado para ativos menos líquidos e com menor valor de mercado.

Para testar essas hipóteses, Kang e Stulz (1997) observaram a posição de investidores estrangeiros em geral nas companhias japonesas durante os anos de 1975 e 1991 e encontraram evidências de que esses não mantêm posição em um portfólio geral (ou seja, baseado no principal índice de bolsa) e, também, não procuram investir em ações que possuem maior retorno esperado. Seus resultados mostraram, ainda, que características como: grande capitalização de mercado, alavancagem, baixo risco não sistemático, bom desempenho das ações no último ano e altos níveis de exportação aumentam a propensão do investidor estrangeiro em investir nas ações.

Resultados parecidos foram obtidos por Dahlquist e Robertsson (2001) ao observarem as preferências dos investidores estrangeiros na seleção de ativos na Suécia entre 1993 e 1997: maior valor de mercado, desempenho positivo e baixo risco não sistemático (medido pela posição de caixa da companhia) possuem explicam os níveis de investimento nos ativos. Dahlquist e Robertsson (2001) foram um pouco além: analisaram as preferências pelas companhias com maior capitalização de mercado e mostraram que os investidores tendem a preferir aquelas que realizam exportações e com maior liquidez (medido pelo turnover).

Em ambos os casos, as características preferenciais que se mostraram relevantes comprovaram a hipótese de que os investidores, ao realizar alocação em mercados estrangeiros, buscam distribuir seu capital em companhias que possuam algum contato com o exterior, ou que possuam maior visibilidade.

No entanto, a classe de investidores que compõe o presente no estudo deveria conseguir sair dessas “armadilhas”. Grinblatt e Keloharju (2000) e Seaholes (2000) argumentam que gestores de portfólios internacionais seriam mais sofisticados e possuiriam melhores ferramentas para a seleção de ativos ao redor do mundo. Dever-se-ia, portanto, haver diferenças claras entre as classes de investidores na seleção de ativos.

Os primeiros estudos relacionados às preferências dos gestores não procuraram distinguir seu local de atuação. Falkenstein (1996) realizou um estudo das posições em ações dos fundos mútuos norte-americanos durante os anos de 1991 e 1992, no qual procurou identificar características presentes nos ativos existentes nesses portfólios. Seus resultados mostraram que capitalização de mercado, volatilidade, liquidez, idade, notícias e preço possuíam significância ao explicar o total da posição dos fundos mútuos nas ações individuais. Os coeficientes das cinco primeiras variáveis se mostraram positivos indicando preferências por grandes companhias, ações mais voláteis e líquidas, com grande número de notícias, além da listagem em bolsa mais antiga. Já o coeficiente da variável preço se mostrou negativo: os gestores de fundos mútuos preferem não ter posições de ações com níveis de preços baixos. Gompers e Metrick (2001) obtiveram resultados parecidos para grandes investidores institucionais (com pelo menos US\$ 100 milhões) durante o período de 1980 até 1996. Eles apontaram para preferências por grandes companhias, com ações mais líquidas e que tivessem baixos retornos durante o ano anterior.

Já Aggarwal *et al.* (2005) observou os investimentos nos mercados emergentes, por meio da análise dos investimentos de gestores de 114 fundos mútuos norte-americanos. Seus resultados mostraram que os gestores desses fundos preferem alocar seu capital em companhias com alto crescimento, baixa alavancagem e com alto número de coberturas de analistas. Os investidores norte-americanos ainda preferem companhias que possuam ADRs e com boas práticas de governança.

Covrig *et al.* (2006) observou por meio da análise das posições dos portfólios de fundos mútuos para 11 países desenvolvidos diferenças e similaridades nas preferências entre gestores domésticos e gestores estrangeiros. Ambos os gestores observam liquidez e rentabilidade do patrimônio líquido, mas não a alavancagem. Além disso, o resultado do estudo aponta na direção da preferência por companhias que apresentem características de visibilidade, ao verificar que exportações, listagem em bolsas estrangeiras e cobertura de analistas são significantes para o gestor estrangeiro. Matos (2008) alcançou resultados semelhantes, com uma base de dados um pouco maior (27 países). Ainda verificou um maior nível de investimentos em ativos que faziam parte do índice de mercado MSCI.

Ao selecionar somente países desenvolvidos para sua amostra, Covrig *et al.* (2006) procurou limitar as possibilidades de surgimento de barreiras explícitas (os países da amostra não possuíam políticas de controle de capitais ou de taxação na época do estudo) e, também, limitou a amostra a países com liquidez. Seus resultados, no entanto, não se mostraram diferentes dos anteriores, o que sugere uma maior relevância da segunda classe de barreiras implícitas: a assimetria de informação. Os estudos anteriores convergiram nessa direção, sugerindo a existência do *home bias*, mesmo com os fluxos de capitais sendo direcionados aos demais mercados.

3. Descrição dos Dados

O banco de dados utilizado no trabalho foi estruturado em quatro passos. Os países selecionados para representar a América Latina foram Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru, que juntos representavam aproximadamente 99% do valor de mercado da região. Então, foram selecionadas as companhias/ações listadas nas bolsas de valores desses países, cujos dados estivessem disponíveis nos sistemas da Bloomberg e da Thomson Reuters.

O segundo passo foi a captura das informações relacionadas às companhias/ações na amostra, provenientes do sistema da Bloomberg. Essas características serão descritas na subseção seguinte. O terceiro passo foi a compilação dos dados provenientes da base de acionistas das companhias, proveniente do sistema da Thomson Reuters e montada a partir de documentos oficiais disponibilizados pelas companhias para os órgãos regulamentares. Para o estudo foram observadas as posições dos fundos mútuos nas companhias referentes ao final de junho para os anos de 2008, 2009 e 2010.

O passo final foi mesclar ambos os bancos de dados, de forma a fornecer as informações necessárias para o estudo. As tabelas 2 e 3, localizadas no anexo, retratam o valor de mercado dos países selecionados face a América Latina e o valor de mercado das companhias selecionadas para a amostra em comparação com o valor de mercado total nos países.

3.1. Características das Companhias/Ações

Com base nos estudos anteriores, foram selecionadas características consideradas importantes para a tomada de decisão dos gestores de fundos mútuos. Foram intituladas Características Básicas aquelas relacionadas aos balanços das companhias e as atividades de pregão. O segundo conjunto de características observadas, intituladas de Características de Visibilidade, tem um foco maior na questão da visibilidade das companhias para o restante do mercado. Ambos os conjuntos de características foram extraídos do sistema da Bloomberg. A Tabela 4, no anexo, traz as referências de cada característica.

Treze Características Básicas foram selecionadas para o estudo. São elas:

- (1) Retorno Total do Ativo em Dólar: mede a rentabilidade da ação em dólar nos últimos doze meses;
 - (2) Preço-Valor Patrimonial: preço da ação dividido pelo patrimônio líquido registrado no balanço patrimonial da companhia no trimestre que foi efetuada a coleta de dados. Mede o potencial de crescimento da companhia;
 - (3) Ativos Totais em Dólar: mede o valor dos ativos totais de uma companhia, sendo também uma *proxy* de tamanho;
 - (4) Caixa: a posição de caixa da companhia existente no último balanço;
 - (5) Crescimento de Vendas: mede o crescimento das receitas de vendas das companhias nos últimos 12 meses;
 - (6) Dívida Total / Patrimônio Líquido Total: Dívida total da companhia dividida pelo Patrimônio Líquido no trimestre que foi efetuada a coleta de dados. Mede a alavancagem da companhia;
 - (7) Retorno sobre o Patrimônio Líquido: dado pelo Lucro Líquido dos últimos doze meses dividido pelo patrimônio líquido verificado no balanço patrimonial no trimestre que foi efetuada a coleta de dados. Mede a rentabilidade da companhia como um todo;
 - (8) Valor de Mercado: preço das ações da companhia vezes o número de ações emitidas;
 - (9) Volatilidade: volatilidade das ações nos últimos 360 dias mensurada em dólar;
 - (10) Beta: mede a correlação dos retornos das ações da companhia com o retorno proporcionado pelo índice das bolsas dos países, mensurado em dólar;
 - (11) Liquidez: foi utilizada a seguinte formulação para o cálculo de liquidez – média de negócios diários nos seis meses anteriores a coleta de dados divididos pelo número de ações emitidas pela companhia.
 - (12) Dias de Negociação: o número de dias de negociação que o ativo possui
 - (13) Preço da Ação: o preço da ação no fechamento do semestre;
- As Características de Visibilidade utilizadas no estudo foram três:
- (a) Cobertura de Analistas: o número de analistas que cobriam as ações das companhias nos períodos de coletas;
 - (b) ADR: se as companhias possuíam ADRs negociadas nas bolsas de Nova Iorque;
 - (c) Exportação: se a companhia se enquadrava no quesito de exportadora de bens. Para a seleção dessas companhias, foi utilizado o conceito de setores: se as estivessem ligadas à indústria de commodities ou manufatura, então selecionadas como exportadoras.

3.2. Posição dos Fundos Mútuos

A base de dados construída contém informação da posição em ações nos cinco países de 4.964 fundos mútuos em 2008, 4.740 em 2009 e 5.252 em 2010. A base ainda prevê outras

informações, tais quais, o nome do fundo, o país no qual está sediado, o número de ações de cada companhia na qual investe e a data de divulgação das posições que possui. Vale ressaltar que nessa base, não é possível auferir o mandato dos fundos, seu estilo de investimento ou seu tamanho, já que são observadas somente as posições dos ativos presentes nos países da amostra.

Os fundos mútuos presentes no banco de dados foram classificados em domésticos e estrangeiros. A classificação baseou-se na seguinte regra: se o fundo tivesse a mesma origem dos seus ativos, seria classificado como doméstico; se não, seria classificado como estrangeiro. A análise dos dados registrou uma situação curiosa: em nenhum dos períodos da amostra foram obtidas posições de fundos domésticos para os países Peru e Colômbia. Nesses casos, a classificação dos investidores no sistema da Thomson Reuters pode não ter sido contemplada de forma correta. Dessa forma, preferiu-se excluir das estimações os dados desses países quando observadas as posições dos fundos domésticos. A Tabela 5, no anexo, mostra a distribuição dos fundos mútuos que possuíam posições em ações na América Latina nos períodos da amostra.

4. Metodologia

O modelo elaborado para o trabalho visa capturar as preferências dos gestores estrangeiros quando selecionam ações nos mercados latinos americanos. Para isso foi adotada a concepção base utilizada por Falkenstein (1996) ao observar a posição de investimento dos fundos mútuos em cada ação. Essas posições foram definidas como variáveis dependentes. As características mencionadas em tópico anterior foram definidas como variáveis independentes.

Primeiramente, compilaram-se os dados em quintis, da mesma forma proposta por Kang e Stulz (1997) e Dahlquist e Robertsson (2001). Nessa parte, o objetivo foi ranquear as companhias de acordo com suas características e verificar em quais níveis dessas características básicas os gestores estrangeiros e domésticos possuem maior posição.

O passo seguinte foi a montagem de dois painéis com os três períodos da amostra. O primeiro deles visa remontar os testes realizados em estudos anteriores, levando em consideração somente as características básicas dos ativos. O objetivo nesse primeiro painel é verificar se os gestores de fundos mútuos estrangeiros observam as mesmas características de ações ao realizar investimentos na América Latina.

O segundo painel tem por objetivo sugerir um modelo mais propício para a região. Segundo os estudos anteriores, investidores estrangeiros possuem preferências por determinados atributos, relacionados à redução da assimetria de informação. Assim sendo, esse modelo visa testar a hipótese de que os gestores possuem preferências por ações que detenham as características ligadas a visibilidade. Para verificar essa hipótese foram utilizadas *dummies* representando a listagem de ADRs e se a companhia era participante dos setores exportadores. Nesse painel foram contempladas as características de visibilidade, juntamente com as características básicas das ações. Além dessas variáveis, o modelo procurou observar por meio de *dummies* representando os países, se os gestores estrangeiros atuam de forma diferenciada ao diversificar seus portfólios dentro da América Latina. O mesmo modelo foi utilizado para os investidores domésticos, com o intuito de verificar as diferenças ou similaridades nas preferências por características de visibilidade dos ativos.

4.1. Estruturação do modelo

Para encontrar o nível de posição dos fundos estrangeiros em determinado ativo, foi utilizada a seguinte metodologia:

- (i) Y (*Holdings*) é a variável dependente e compreende o nível de investimento dos gestores estrangeiros (*HoldF*) ou o nível de investimento dos gestores domésticos (*HoldD*):

$$Holdings_t^i = \sum_{m=1}^M \frac{Total\ de\ ações\ pertencentes\ da\ ação\ i\ pelo\ Fundo\ Mútuo\ na\ data\ t}{Ações\ emitidas\ pela\ companhia\ na\ data\ t}$$

A variável m representa os Fundos Mútuos, enquanto que i corresponde às ações listadas nas bolsas de valores. Já t corresponde às datas de coleta dos dados.

A partir desse modelo base, foi realizado o estudo de painel com os três anos da amostra (2008, 2009, 2010). Conforme mencionado anteriormente, o modelo utilizado no trabalho incluiu *dummies* representando os países, duas das variáveis de visibilidade (ADR e exportação) e suas interações com as variáveis básicas e com as variáveis de visibilidade. A equação do modelo ficou da seguinte forma:

$$Holdings = \sum_{n=1}^N \beta_n X_n + \sum_{p=1}^P \gamma_p D_p + \sum_{v=1}^V \gamma_v D_v + \sum_{n=1}^N \sum_{p=1}^P \theta_n X_n D_p + \sum_{n=1}^N \sum_{v=1}^V \theta_n X_n D_v$$

Onde:

- i. X_nsão as características básicas das ações/companhias testadas pelo modelo;
- ii. D_psão as *dummies* dos países (foram utilizadas cinco *dummies* representando Argentina, Chile, Colômbia, México e Peru). O Brasil foi utilizado como referência, por possuir a maior participação no banco de dados;
- iii. D_vsão as *dummies* de Exportações e listagem de ADRs (*dummies* de visibilidade).

A fórmula acima inclui interações entre as *dummies* dos países e as variáveis que representam as características básicas e de visibilidade, e as interações entre as duas *dummies* de visibilidade e as características básicas. A ideia aqui é capturar diferenças de comportamento dos gestores ao se investir nos países da América Latina e observar se existe diferença de preferência de características nos ativos que possuam maior visibilidade. A próxima seção traz os resultados obtidos com os testes.

5. Resultados

Nesta seção são apresentados os resultados referentes às características preferenciais dos gestores estrangeiros quando investem na América Latina. Primeiramente (seção 5.1.1) são abordadas as relações entre as características básicas das ações e o nível de investimento dos gestores estrangeiros, por meio da análise de quintis, conforme realizado por Kang e Stulz (1997) e Dahlquist e Robertsson (2001). Na subseção 5.1.2 e 5.1.3, são discutidos os resultados dos modelos de painéis, sendo que o primeiro diz respeito à releitura dos estudos anteriores e o segundo que inclui as variáveis de visibilidade, *dummies* e interações. Na seção 5.2 são observados os resultados para os gestores domésticos.

5.1. Gestores Estrangeiros

5.1.1. ANÁLISE DOS QUINTIS – CARACTERÍSTICAS BÁSICAS

Para observar a relação existente entre as características das companhias e o nível de investimento dos gestores estrangeiros, foi montada uma tabela com todas as características básicas capturadas pelo banco de dados inicial e o somatório das posições dos fundos mútuos estrangeiros em cada ação. A amostra então foi ranqueada pelas características e separada por quintis. A Tabela 6, no anexo, mostra a média de cada característica e a posição dos fundos mútuos para cada quintil.

Os resultados obtidos sugerem a existência de uma relação positiva entre a participação dos fundos estrangeiros e o tamanho das empresas, medido tanto pelo valor de mercado (*MktCap*) quanto pelo valor dos ativos (*TotalAssets*). Por exemplo, no primeiro caso, no quintil das companhias de menor valor de mercado (Q1) a média fica em US\$ 115,41 milhões e a posição média dos fundos alcança 1,64%; na ponta oposta (Q5) o valor de mercado médio das companhias

atinge US\$ 26,2 bilhões, enquanto que a posição média dos fundos fica em 11,09%. Esse mesmo padrão foi obtido por Kang e Stulz (1997) e Dahlquist e Robertsson (2001), corroborando com ideia do investimento em companhias de maior porte. Os resultados para a variável liquidez também trouxeram indícios de uma relação positiva com as posições dos fundos estrangeiros. Dahlquist e Robertsson (2001) argumentam que essas variáveis são relevantes na redução de assimetria de informações, já que influenciam diretamente suas negociações nas bolsas de valores. Outras características, tais quais, posição de caixa das companhias, o beta e o preço mostraram comportamento semelhante, sugerindo relação positiva com a posição dos fundos estrangeiros. No entanto, as variáveis: preço-valor patrimonial e retorno sobre patrimônio líquido não indicaram relação com a posição dos gestores, ou seja, há uma maior dispersão dos fundos nessas características.

Esses resultados preliminares indicam que o comportamento dos gestores estrangeiros fogem as expectativas da teoria básica de finanças de que investidores procurariam companhias que lhes trouxessem melhores expectativas de retornos. Os números mostram que, em geral, não existe para a América Latina a busca por barganhas (algo que poderia ser caracterizado pela aquisição de companhias com baixo preço-valor patrimonial) e nem mesmo a preocupação de investir em companhias com forte rentabilidade ao acionista. Sendo assim, é de se esperar que haja a preferência por características ligadas à visibilidade, ou contato dessas companhias com o exterior, aspecto a ser abordado na próxima subseção.

5.1.2. PAINEL A – RELEITURA DO ESTUDO ANTERIORES

Nesse primeiro painel, procurou-se recriar os modelos observados em estudos anteriores. A modelagem básica utilizou como variáveis independentes características básicas semelhantes aquelas utilizadas por Kang e Stulz (1997) e Dahlquist e Robertsson (2001). Para essa modelagem o teste de Hausman indicou a utilização de efeitos fixos por data. Conforme os estudos anteriores, nesse painel ficaram de fora as chamadas características de visibilidade.

A Tabela 7, também no anexo, traz os resultados obtidos para os gestores estrangeiros ao se investir nos mercados pertencentes à América Latina. Os resultados mostram que gestores possuem preferências claras (p -valor $< 0,05$) somente para duas características básicas: Beta (*Beta_us*) e Liquidez (*Liquidity*), a despeito das relações observadas pelo estudo dos quintis realizado na seção anterior. A próxima seção traz um modelo com melhor adequação para a América Latina.

5.1.3. PAINEL B – MODELO PROPOSTO COM CARACTERÍSTICAS DE VISIBILIDADE

O painel sugerido contemplou todas as características básicas e procurou testar a hipótese de que os gestores estrangeiros possuem preferência por ativos que possuam características que reduzam a assimetria de informação. Para isso, foram utilizadas características ligadas à visibilidade do ativo. A estimação foi realizada em dois passos. Inicialmente foi elaborado o modelo completo, contemplando todas as características básicas, características de visibilidade, as *dummies* dos países e as interações entre *dummies* e as características. O modelo de painel de efeito aleatório foi utilizado, já que o teste de Hausman não rejeitou a hipótese nula para o modelo (p -valor = 0,092). O segundo passo foi a retirada das interações que apresentaram p -valor acima de 0,10 e, em seguida, das variáveis principais. Dessa forma, permaneceram no modelo final somente as características e interações que se mostraram significantes.

A Tabela 8 traz os resultados finais obtidos pelo o modelo. Os resultados das características Valor Mercado (*MktCap*), Beta (*Beta*) e Liquidez (*Liquidity*) confirmaram a relação positiva verificada no estudo dos quintis, se mostrando significantes (p -valor $< 0,05$). Já a variável Ativos Totais se mostrou significativa para p -valor $< 0,10$, mas negativamente relacionada à posição dos gestores, desconstruindo a relação verificada pelo estudo dos quintis. A variável dias de negociação (*Days*) mostrou significância e sugere que os gestores estrangeiros preferem companhias mais novas, com menos tempo de pregão. Essa característica pode estar ligada ao grande número de

ofertas públicas ocorridas nos países da amostra nos últimos anos. As demais variáveis (*cash* e *price*) ora positivamente relacionadas com as posições dos gestores estrangeiros, não se mostraram significantes.

Os resultados obtidos confirmaram a hipótese da preferência dos gestores por companhias de maior visibilidade. As três variáveis utilizadas no modelo se mostraram significantes, respeitando o comportamento dos investidores estrangeiros observados em outros estudos. As variáveis Cobertura de Analistas (*Cover*), Listagem em ADRs (*Dadrs*) e Empresa Exportadora (*Dme*) mostraram significância: o estimador da primeira sugere uma relação positiva com as posições dos gestores estrangeiros e, os estimadores das outras duas sugerem que os gestores estrangeiros mantêm posições maiores em companhias que possuam essas características. Esse aspecto vai de encontro com Merton (1987) e Huberman (1999) e reforça a ideia de que gestores estrangeiros não diversificam seus investimentos entre as companhias participantes do mercado, mas selecionam ativos com base no seu contato, ou conhecimento.

Os resultados obtidos por Kang e Stulz (1997) corroboraram com o aspecto de que investidores preferem companhias exportadoras, devido à redução de barreiras explícitas. No entanto, seus resultados são contraditórios ao obtido no presente modelo ao se observar a listagem em ADRs. Kang e Stulz (1997) não encontraram evidências de que a listagem aumenta a posição dos investidores estrangeiros nas ações. As interações presentes no modelo, no entanto, aumentam a importância dessa característica, ao mostrar que nas companhias que possuem ADRs algumas características básicas são observadas pelos gestores. As interações com o Retorno total do ativo em 12 meses, Preço-VPA (*PB*), ROE, Volatilidade (*Vol*) e Liquidez (*Liquidity*) se mostraram significantes. Ao se observar os coeficientes, verificam-se relações negativas para Preço-VPA (o gestor procuraria, portanto, barganhas dentro dessa classe), para Retorno total do ativo em 12 meses (preferência por ações que se desvalorizaram mais intensamente) e Volatilidade (preferências por ações com menor volatilidade). Por outro lado, as relações positivas ficaram com ROE e Liquidez. No primeiro caso, mostra existência de busca por rentabilidade e expectativas de retorno e, no segundo, reforça a ideia da busca por ativos ainda mais líquidos do que as companhias sem ADRs. Para as companhias exportadoras a interação com Beta subtrairia o coeficiente, ou seja, o resultado mostra que o gestor estaria mais propenso a investir em companhias com menor risco não sistemático.

Haja visto que a observação dessas características implica em um maior conhecimento sobre a companhia, os resultados indicam que a ligação entre as companhias e o mercado de atuação dos gestores estrangeiros é importante para o processo de seleção de ativos, já que reduzem a assimetria de informação e permite a familiarização dos gestores com ativos localizados em outros países.

O modelo ainda contemplou as *dummies* dos países. Por ter o maior número de companhias e representar cerca de 50% do valor de mercado da amostra, o Brasil foi utilizado como referência para comparação com outros países. As *dummies* dos países mostraram significância, sendo que para o Chile, Colômbia e Peru as equações mostraram interceptos menores (ou seja, investidores estrangeiros possuem posições inferiores nesses países do que no Brasil, independentemente do restante das características). As equações para a Argentina e México mostraram interceptos maiores daquele registrado pela equação para o Brasil (no caso do México, o coeficiente mostrou significância para $p\text{-valor} < 0,10$, indicando que as posições dos gestores nas companhias mexicanas podem ser semelhantes àquelas observadas no Brasil).

Por fim, três interações entre países e características se mostraram significantes, sendo que duas delas para a Argentina e uma para o México. Para o primeiro país, ROE e volatilidade mostraram relação negativa com a posição dos gestores e para o México, a característica Preço-VPA se mostrou negativamente relacionada, no entanto somente para $p\text{-valor} < 0,10$.

5.2. Gestores Domésticos

5.2.1. ANÁLISE DOS QUINTIS – CARACTERÍSTICAS BÁSICAS

Para efeito de comparação foram elaborados os mesmos estudos da seção anterior para os gestores domésticos. A Tabela 9 mostra os resultados em quintis para as características das companhias e a posição dos fundos mútuos.

Os resultados obtidos mostram diferenças em relação àqueles encontrados para os gestores estrangeiros. Primeiramente, não há relações claras entre os quintis, ou seja, as posições dos gestores domésticos possuem uma maior dispersão entre as características básicas selecionadas para o estudo. Esse aspecto vai à contramão de estudos anteriores – Falkenstein(1996) e Covrig *et al.* (2006) – que mostram preferências claras dos gestores domésticos por determinadas características das ações. Em segundo lugar, a análise dos quintis indica uma possível preferência por ações com menor capitalização, diferentemente dos gestores estrangeiros e também dos resultados de estudos anteriores.

Essa dispersão das posições dos fundos nos quintis das características pode ter explicação na teoria básica das finanças, que prevê a manutenção de um portfólio de mercado na busca da melhor proposição risco retorno, ou ainda na redução de assimetria de informação, o que induziria gestores procurar outros aspectos qualitativos para fundamentar seus investimentos nos ativos. A subseção seguinte traz o estudo de painel para os gestores domésticos.

5.2.2. PAINEL – CARACTERÍSTICAS DE VISIBILIDADE

O painel elaborado para os gestores estrangeiros possuía o intuito de testar a hipótese de que as características de visibilidade eram importantes na seleção de ativos. Para os gestores domésticos o objetivo foi semelhante. Procedeu-se da mesma forma que na seção anterior, com um modelo básico idêntico (mesmas características básicas e de visibilidade). A Tabela 10 traz os resultados obtidos.

As características de visibilidade não se mostraram significantes. Esse aspecto difere do resultado obtido para os gestores estrangeiros, indicando que a redução da assimetria de informação implica em uma maior diversificação em ativos que não precisam necessariamente ter ligações com outros mercados.

Os resultados apontaram haver significância em quatro características básicas: valor de mercado (*MktCap*), volatilidade (*Vol*), liquidez (*Liquidity*) e dias de negociação (*Days*). As duas primeiras mostraram relações negativas com a posição dos fundos mútuos domésticos e as últimas se mostraram positivamente relacionadas. As variáveis: volatilidade, liquidez e dias de negociação mostraram resultados compatíveis com outros estudos, ou seja, gestores domésticos deveriam preferir companhias cujas ações apresentassem menor risco, com maior número de negócios e com histórico mais amplo.

Quando comparados com gestores estrangeiros, as variáveis valor de mercado e dias de negociação apresentaram resultados divergentes. A primeira indicou que gestores domésticos teriam preferências por companhias de menor capitalização. Conforme observado por Dahlquist e Robertsson (2001) essa variável possui ligação com a visibilidade da companhia, portanto, nesse caso pode-se inferir que gestores domésticos não se preocupariam com a questão da assimetria de informação, fato já atestado pela não significância das variáveis de visibilidade no modelo. O mesmo, no entanto, não se pode inferir em relação à variável dias de negociação: gestores domésticos preferem companhias mais antigas, com maior histórico, diferentemente do observado para os gestores estrangeiros. A essa preferência podemos atribuir um maior contato entre gestores domésticos e administradores das companhias mais antigas, ou até um melhor histórico de rentabilidade. Já para o estrangeiro, a assimetria de informação colocaria essas companhias em um

patamar de igualdade. Cabe aqui ressaltar também a recente enxurrada de ofertas públicas nesses países, nas quais o investidor institucional estrangeiro possui grande participação.

As *dummies* de país mostram atuações diferentes dos gestores domésticos. Para Argentina e Chile, os interceptos são menores do que para o Brasil, o que pode estar ligado à própria indústria de fundos, ou ainda a uma maior diversificação dos portfólios. As interações mostram que para os gestores domésticos chilenos procuram investir em companhias com menor capitalização de mercado, e com beta mais elevado. Por fim, a interação entre a *dummy* do México e a variável Dias de negociação mostrou significância e relação negativa: os gestores mexicanos possuem preferência por companhias um pouco mais novas do que aquelas preferidas pelos gestores brasileiros.

6. Conclusão

O presente trabalho trouxe para a América Latina a discussão sobre as preferências dos gestores de fundos mútuos estrangeiros. Por meio da construção de um banco de dados único, composto pelas listas de acionistas das companhias e suas características básicas, procurou-se observar quais características seriam relevantes na seleção de ativos por parte desses gestores para essa região. Os resultados encontrados mostram que características ligadas à visibilidade do ativo em outros mercados são relevantes para o gestor estrangeiro, ou seja, preferem investir em companhias que possuam listagem internacional (ADRs), maior cobertura de analistas e que sejam exportadoras. Essas características são importantes redutores da assimetria de informação, barreira emergente da teoria de *home bias*, que implica em um menor investimento em mercados não tão bem explorados.

Também foram encontradas evidências de que os gestores estrangeiros possuem preferências por companhias com maior valor de mercado, que possuam alta liquidez em seus mercados, beta elevado e que tenham menor tempo de listagem. As interações do modelo proposto, no entanto, é que trazem diferenças em relação aos demais estudos: o investimento pelo gestor estrangeiro em ADRs é feito com maior detalhamento, ou seja, quando presente essa característica é capaz de reduzir a assimetria de informação e, assim, o investimento nos ativos se torna mais criterioso. Os resultados das interações mostram que são preferidas companhias com índices menores de preço-valor patrimonial, companhias cujos retornos tenham sido piores no último ano, com maiores ROE e com menor volatilidade.

O trabalho também trouxe a tona os investimentos realizados por gestores domésticos latino-americanos. Os resultados apontam para maiores níveis de investimento em companhias de menor valor de mercado, com menor volatilidade, com maior liquidez e com maior idade. As características ligadas à visibilidade não se mostraram importantes, diferindo das preferências dos gestores estrangeiros.

O principal endereçamento do trabalho diz respeito à identificação das características importantes a serem observadas pelos gestores estrangeiros ao realizar investimentos na América Latina. Esse resultado abre novas frentes de estudos relacionadas à investigação dos resultados desses gestores, ou ainda, no direcionamento das companhias pela busca de novos acionistas.

7. Referências Bibliográficas

Aggarwal, R., Klapper, L. e Wysocki, P., 2005. Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors, *Journal of Banking and Finance* 29, 2919-2946.

Chan, K., Covrig, V. and Ng, L., 2005. What determines the domestic bias and foreign bias? Evidence from mutual fund equity allocations worldwide. *Journal of Finance* 60(3), 1495-1534.

Cooper, I., Kaplanis, E., 1994. Home Bias in equity portfolios, inflation hedging, and international capital market equilibrium. *Review of Financial Studies* 7, 45-60.

- Coval, J.D., Moskowitz, T.J., 1999. Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios. *Journal of Finance* 54, 2045-2073.
- Covrig, V., Lau, S., and Ng, L., 2006. Do domestic and foreign fund managers have similar preferences for stock characteristics? A cross-country analysis, *Journal of International Business Studies* 37(3), 407-429.
- Dahlquist, M. and Robertsson, G., 2001. Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics. *Journal of Financial Economics* 59, 413-440.
- Dahlquist, M., Pinkowitz, L., Stulz, R.M. and Williamson, R., 2003. Corporate Governance and the Home Bias. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 87-110.
- Edison, H.J., Warnock, F.E., 2008. Cross-Border listings, capital controls, and equity flows to emerging markets. *Journal of International Money and Finance*, 27(6), 1013-1027.
- Falkenstein, Eric G., 1996. Preferences for stock characteristics as revealed by mutual fund portfolio holdings. *Journal of Finance* 51, 111-135.
- French, K.R., and Poterba, J.M., 1991. Investor Diversification and International Markets. *American Economic Review* 81, 222-226.
- Ferreira, M.A., Matos, P., 2008. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 499-533.
- Goetzmann, W.N., Li, L., Rouwenhorst, G., 2005. Long-term global market correlations. *Journal of Business*, 78(1), 1-38.
- Gompers, P., Ishii, J. and Metrick, A., 2001. Institutional investors and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 116, 229-59.
- Grinblatt, M., and Keloharju M., 2000. The investment behavior and performance of various investor types: A study of Finland's unique data set. *Journal of Financial Economics* 55, 43-67.
- Huberman, G., 2001. Familiarity breeds investment. *Review of Financial Studies* 14, 659-680.
- Kaminsky, G.L., Lyons, R.K., Schmukler, S., 2001. Mutual fund investment in emerging markets: An overview. *World Bank Economic Review* 15, 315-340.
- Kang, J. K. and Stulz, R., 1997. Why is there a home-bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan. *Journal of Financial Economics*, 46, 3-28.
- Khorana, A., Servaes, H., Tufano, P., 2005. Explaining the size of the mutual fund industry around the world. *Journal of Financial Economics*, 78(1), 145-185.
- Lewis, K.K., 1995. Puzzles in international financial markets. In: Grossman, G.M., Rogoff, K. (Eds), *Handbook in International Economics*, vol.III. North-Holland, Amsterdam.
- Merton, R., 1987. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *Journal of Finance* 43, 483-510.

Sarkissian, S., and Schill, M.J., 2004. The Overseas listing decision: New evidence of proximity preference. *Review of Financial Studies*, 17(3), 769-809.

Stulz, R.M., 1981. On the effects of barriers to International investment. *Journal of Finance* 36, 923-934.

8. Anexos

TABELA 1 - Distribuição dos ativos registrados pela indústria de Fundos Mútuos

A tabela abaixo informa o valor dos ativos (em milhões de dólares) registrados pela indústria de Fundos Mútuos na última década. A parte de cima da tabela mostra os dez países com maior participação no valor total dos ativos no globo em 2010 e sua evolução ao longo da primeira década do século XXI. A parte de baixo da tabela registra as frações de cada continente na participação total da indústria. Cabe aqui uma reflexão sobre os dados de Luxemburgo e Irlanda. De acordo com Tufano (2005), esses países se diferem dos demais por serem centros financeiros onde fundos de investimento são domiciliados, mas que são comercializados em outros países. Dessa forma, grande parte desses ativos são provenientes de outros países ao redor do globo.

Em bilhões de US\$

País / Região	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	% Cresc.
Estados Unidos	6.965	6.975	6.390	7.414	8.095	8.891	10.398	12.002	9.604	11.120	11.821	69,72%
% tot part.	58,67%	59,85%	56,43%	52,78%	50,12%	50,07%	47,68%	45,93%	50,76%	48,45%	47,86%	
Luxemburgo	747	759	804	1.104	1.396	1.636	2.188	2.685	1.861	2.294	2.513	236,34%
% tot part.	6,29%	6,51%	7,10%	7,86%	8,64%	9,21%	10,03%	10,27%	9,83%	9,99%	10,17%	
França	722	713	845	1.148	1.371	1.363	1.769	1.990	1.591	1.806	1.617	123,99%
% tot part.	6,08%	6,12%	7,46%	8,17%	8,49%	7,67%	8,11%	7,61%	8,41%	7,87%	6,55%	
Austrália	342	334	356	518	635	700	864	1.193	841	1.199	1.456	325,74%
% tot part.	2,88%	2,87%	3,15%	3,69%	3,93%	3,94%	3,96%	4,57%	4,45%	5,22%	5,89%	
Irlanda	137	192	250	360	468	546	855	951	720	861	1.014	639,69%
% tot part.	1,15%	1,65%	2,21%	2,57%	2,89%	3,08%	3,92%	3,64%	3,81%	3,75%	4,10%	
Brasil	149	148	97	172	221	303	419	615	479	784	980	560,07%
% tot part.	1,25%	1,27%	0,85%	1,22%	1,37%	1,71%	1,92%	2,35%	2,53%	3,42%	3,97%	
Reino Unido	361	317	289	397	493	547	755	897	505	729	854	136,67%
% tot part.	3,04%	2,72%	2,55%	2,82%	3,05%	3,08%	3,46%	3,43%	2,67%	3,18%	3,46%	
Japão	432	344	303	349	399	470	579	714	575	661	786	81,83%
% tot part.	3,64%	2,95%	2,68%	2,49%	2,47%	2,65%	2,65%	2,73%	3,04%	2,88%	3,18%	
Canada	280	268	249	338	414	491	566	698	416	565	637	127,88%
% tot part.	2,35%	2,30%	2,20%	2,41%	2,56%	2,76%	2,60%	2,67%	2,20%	2,46%	2,58%	
China	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	434	276	381	365	N/A
% tot part.								1,66%	1,46%	1,66%	1,48%	
América do Norte (ex- % tot part.	7.244	7.243	6.639	7.753	8.509	9.382	10.964	12.701	10.020	11.685	12.458	71,97%
61,02%	62,14%	58,63%	55,19%	52,68%	52,83%	50,27%	48,60%	52,96%	50,91%	50,44%		
América Latina % tot part.	180	190	137	217	272	369	506	723	562	900	1.129	527,47%
1,52%	1,63%	1,21%	1,54%	1,68%	2,08%	2,32%	2,77%	2,97%	3,92%	4,57%		
Europa % tot part.	3.296	3.168	3.463	4.683	5.640	6.002	7.804	8.935	6.231	7.546	7.903	139,77%
27,77%	27,18%	30,58%	33,33%	34,92%	33,80%	35,78%	34,19%	32,93%	32,87%	32,00%		
Ásia e Pacífico % tot part.	1.134	1.039	1.064	1.361	1.678	1.939	2.456	3.678	2.038	2.715	3.067	170,49%
9,55%	8,92%	9,39%	9,69%	10,39%	10,92%	11,26%	14,08%	10,77%	11,83%	12,42%		
África % tot part.	17	15	21	34	54	66	78	95	69	106	142	736,92%
0,14%	0,12%	0,19%	0,25%	0,33%	0,37%	0,36%	0,36%	0,37%	0,46%	0,57%		
Total	11.871	11.655	11.324	14.048	16.153	17.757	21.809	26.132	18.920	22.953	24.699	108,06%

Fonte: ICI Factbook (2010, 2007)

**TABELA 2 - Valor de Mercado das Companhias Listadas
nos países da amostra**

A tabela abaixo mostra o valor total de mercado das companhias listadas nas bolsas dos países utilizados na amostra. Além disso, traz o valor total dos ativos na região da América Latina. Os números mostram que os países selecionados para o estudo detêm cerca de 99% do valor total de mercado da região.

Região / País	2008	2009	2010
América Latina	2.379.282.915.623	1.646.525.569.935	2.089.452.515.785
Argentina	51.249.087.525	29.538.908.444	43.102.744.161
% tot part.	2,15%	1,79%	2,06%
Brasil	1.366.407.945.843	871.379.581.767	1.119.870.709.668
% tot part.	57,43%	52,92%	53,60%
Chile	187.638.481.761	185.027.538.199	229.176.291.671
% tot part.	7,89%	11,24%	10,97%
Colômbia	102.210.423.749	99.425.604.791	129.598.910.207
% tot part.	4,30%	6,04%	6,20%
México	557.646.088.723	380.220.914.993	481.582.412.248
% tot part.	23,44%	23,09%	23,05%
Peru	85.954.771.223	56.682.631.338	65.231.611.746
% tot part.	3,61%	3,44%	3,12%
Países Selecionados	2.351.106.798.824	1.622.275.179.533	2.068.562.679.702
% tot part.	98,82%	98,53%	99,00%

Fonte: Bloomberg

TABELA 3 - Valor de Mercado da amostra utilizada no estudo

A tabela abaixo mostra o valor total de mercado das companhias utilizadas para o estudo, em porcentagem do valor total dos ativos nos países observados. Cabe ressaltar que a utilização de 100% das companhias dos países não é possível, devido a falta de informações de mercado sobre algumas companhias.

Região / País	2008	2009	2010
Valor de Mercado total dos países selecionados	2.351.106.798.824	1.622.275.179.533	2.068.562.679.702
Argentina	39.881.594.090	31.085.562.914	27.121.343.337
% tot part.	1,70%	1,92%	1,31%
Brasil	1.145.997.870.799	784.268.631.827	1.056.104.391.367
% tot part.	48,74%	48,34%	51,05%
Chile	175.744.319.404	158.146.123.762	154.638.903.836
% tot part.	7,47%	9,75%	7,48%
Colômbia	31.545.390.629	83.136.769.643	122.076.899.010
% tot part.	1,34%	5,12%	5,90%
México	479.638.043.832	336.134.139.788	437.839.843.836
% tot part.	20,40%	20,72%	21,17%
Peru	41.612.737.555	25.302.760.486	39.145.848.381
% tot part.	1,77%	1,56%	1,89%
Soma das companhias selecionadas	1.914.419.956.309	1.418.073.988.419	1.836.927.229.768
% tot part.	81,43%	87,41%	88,80%

Fonte: Bloomberg

Tabela 4 - Características das Companhias / Ações

A tabela 4 fornece as características das companhias/ações utilizadas na modelagem do estudo. As informações foram coletadas com base no final do segundo trimestre fiscal dos anos de 2008, 2009 e 2010 para todas as companhias presentes na amostra. Para efeito do estudo, as variáveis capturadas estão em dólar, de forma a estabelecer um padrão de comparação único.

Características		Descrição	Propósito	Referências
BÁSICAS				
Ativos totais	<i>TotalAssets</i>	Refere-se ao valor total dos ativos da companhia	Pode ser considerada uma <i>proxy</i> de tamanho para as companhias. O objetivo é testar se gestores também observam a variável na sua tomada de decisão	Aggarwal (2005)
Caixa	<i>Cash</i>	Posição total em caixa ou disponíveis da companhia	Uma grande posição em caixa deveria motivar gestores pelo lado da possibilidade de distribuição de dividendos ou de futuros investimentos.	Matos (2008)
Dívida Total / Patrimônio Líquido Total	<i>TotDebtEquity</i>	Mede a alavancagem da companhia	A alavancagem da companhia é relevante pois mede em parte o risco não-sistemático. Seria esperado uma fuga de ativos mais alavancados.	Kang e Stulz (1997) Dahlquist e Robertsson (2001) Aggarwal (2005) Covrig (2006) Matos (2008)
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	<i>ROE</i>	Razão entre o Lucro Líquido da companhia obtido nos últimos 12 meses e o Patrimônio Líquido na data de coleta dos dados	O ROE mede a rentabilidade da companhia em termos efetivos. A expectativa é de que gestores mantivessem maiores posições em companhias com melhores rentabilidades	Falkenstein (1996) Aggarwal (2005) Covrig (2006) Matos (2008)
Preço-Valor Patrimonial	<i>PB</i>	Preço da ação dividido pelo Valor do Patrimônio Líquido, registrados na data de coleta	Gestores deveriam preferir companhias cujo indicador fosse baixo. O indicador mede o potencial de crescimento da companhia	Kang e Stulz (1997) Gompers e Metrick (2001) Dahlquist e Robertsson (2001) Aggarwal (2005) Covrig (2006) Matos (2008)
Retorno Total do Ativo	<i>Ret_US</i>	Oscilação do ativo nos últimos doze meses, mensurado pelo preço de fechamento	Alguns gestores se baseiam em retornos para realizar investimentos. A ideia aqui é de verificar a existência do efeito <i>momentum</i> ou se preferem investir em companhias cuja ações tenham se desvalorizado nos últimos doze meses	Falkenstein (1996) Dahlquist e Robertsson (2001) Aggarwal (2005) Matos (2008)
Valor de Mercado	<i>MKT CAP</i>	Valor de mercado das companhias	Variável utilizada para medir o tamanho da companhia	Falkenstein (1996) Kang e Stulz (1997) Gompers e Metrick (2001) Dahlquist e Robertsson (2001) Covrig (2006) Matos (2008)
Volatilidade	<i>VOL</i>	Volatilidade das ações nos últimos 360 dias	Mede o risco individual do ativo	Falkenstein (1996) Kang e Stulz (1997) Gompers e Metrick (2001) Covrig (2006)
Beta	<i>Beta_US</i>	Mede a correlação das oscilações semanais dos ativos com as oscilações dos índices das bolsas dos países	O Beta estabelece uma relação do ativo com o mercado, implicando em risco maiores ou menores	Falkenstein (1996) Kang e Stulz (1997) Dahlquist e Robertsson (2001) Aggarwal (2005)
Liquidez	<i>Liquidity</i>	Medido pela divisão da média de negócios diários dos últimos seis meses antes da coleta pelo número de ações das companhias disponíveis no final do período	A liquidez é fundamental na seleção de ativos, pois determina a possibilidade de aquisição ou liquidação dos ativos em prazos condizentes com os mandatos dos fundos.	Falkenstein (1996) Gompers e Metrick (2001) Dahlquist e Robertsson (2001) Aggarwal (2005) Covrig (2006) Matos (2008)
Dias de Negociação	<i>Days</i>	Quantidade de dias de negociação que o ativo possui	O objetivo dessa variável é verificar se gestores preferem ações listadas há mais tempo nas bolsas de valores	Falkenstein (1996) Gompers e Metrick (2001)
Preço da Ação	<i>Price</i>	Preço da ação no último dia do período	Estudos mostram que gestores teriam certa aversão as ações com preços baixos. Essa variável visa verificar se esse aspecto procede no caso da América Latina	Falkenstein (1996) Gompers e Metrick (2001)
VISIBILIDADE				
Cobertura de Analistas	<i>Cover</i>	Número de Analistas que realizam a cobertura das ações da companhia	Essa característica reflete de certa forma o alcance de mercado das ações das companhias	Aggarwal (2005) Covrig (2006) Matos (2008)
ADR	<i>adr</i>	Dummy representando se a companhia possui ou não programas de ADRs	Estudos anteriores mostram que investidores possuem alguma preferência por companhias que detenham o programa de ADR.	Dahlquist e Robertsson (2001) Aggarwal (2005) Covrig (2006) Matos (2008)
Exportação	<i>e</i>	Dummy que representa se a companhia se enquadra em setores exportadores (materiais básicos e manufatura)	Alguns estudos mostraram que empresas exportadoras possuem preferência pelos investidores estrangeiros, a medida que aumentam sua visibilidade	Kang e Stulz (1997) Dahlquist e Robertsson (2001) Covrig (2006) Matos (2008)

Fonte: Autoria Própria

TABELA 5 - Estatísticas sobre os Fundos Mútuos da Amostra

A Tabela 5 mostra as estatísticas relacionadas aos fundos mútuos presentes no banco de dados. O número de Fundos que possuíam posições nos ativos da amostra em junho nos anos de 2008, 2009 e 2010 eram, respectivamente, 4964, 4740 e 5252. O valor de mercado total perfazia US\$ 1,25 bilhões, sendo que aproximadamente 31,2% encontrava-se na mão dos gestores domésticos e 68,8% estavam presentes nos fundos estrangeiros. Os dados dos fundos domésticos domiciliados na Colômbia e Peru não foram disponibilizados no sistema da Thomson Reuters e, portanto, ficaram de fora da amostra.

Tipos de Fundo	Número de Fundos Mútuos		Valor de Mercado de tidos pelos Fundos		Número de Países dos Gestores	Valor Médio detido por Fundo		Número de Companhias da Amostra	Média de Companhias por Fundo		Mediana de Companhias por Fundo
	Domésticos	Estrangeiros	Domésticos	Estrangeiros		Domésticos	Estrangeiros		Domésticos	Estrangeiros	
Argentina	2008	51	83.410.614	3.288.966.063	24	1.635.502,23	11.149.037,50	30	8,8	2,6	9
	2009	50	83.136.368	2.311.634.646	23	1.662.727,35	1.097.794,53	28	9,9	2,4	11
	2010	54	177.759.991	443.293.659	23	3.291.851,68	1.987.863,94	29	9,4	2,1	11
Brasil	2008	817	134.641.581.847	250.248.030.632	38	164.799.977,78	98.406.618,42	162	16	5,3	13
	2009	943	85.212.766.317	203.687.453.067	39	90.363.484,96	68.054.611,78	201	19,9	6,5	15
	2010	930	111.866.999.522	250.263.830.321	40	120.287.096,26	72.477.217,01	209	21,9	7,2	16
Chile	2008	142	15.690.526.075	4.179.551.097	27	110.496.662,50	8.799.054,94	112	15,1	4,2	9
	2009	108	8.129.999,598	8.119.187.798	26	75.277.774,06	12.395.706,56	101	18,1	4,1	15
	2010	108	20.255.874.042	11.241.146.601	28	187.554.389,28	18.248.614,61	95	17,8	4	14
Colômbia	2008	ND	ND	176.926.400	10	ND	3.610.742,87	11	ND	2,4	ND
	2009	ND	ND	181.721.620	15	ND	1.996.940,88	15	ND	2,3	ND
	2010	ND	ND	348.478.212	17	ND	3.226.650,11	15	ND	2,9	ND
México	2008	78	5.647.176.885	55.881.918.013	36	72.399.703,65	26.459.241,48	44	17,6	3,3	16,5
	2009	74	2.630.630.026	19.773.794.511	33	35.549.054,40	11.933.490,95	49	16,2	3,7	15
	2010	78	5.962.623.516	48.984.671.254	36	76.443.891,23	23.906.623,35	52	17,6	3,9	16
Peru	2008	ND	ND	1.524.230.277	26	ND	3.182.109,14	26	ND	1,9	ND
	2009	ND	ND	1.390.550.919	27	ND	2.385.164,53	22	ND	1,7	ND
	2010	ND	ND	2.068.120.287	29	ND	3.246.656,65	30	ND	1,6	ND

Fontes: Thomson Reuters, Bloomberg, Autoria Própria

Tabela 6 - Posição dos Fundos Estrangeiros *versus* Características Básicas

A tabela abaixo mostra a posição média dos Fundos estrangeiros para cada Quintil das características básicas observadas no estudo. Os quintis foram denominados Q1 (menor) até Q5 (maior). A média representa a média ponderada da posição dos fundos e das características, enquanto que N é o número de observações para cada característica. A posição dos fundos estrangeiros é medida em função do total das ações das companhias. As variáveis *Total Assets*, *Cash*, *MktCap* estão expressas em milhões de dólares. As variáveis *ROE* e *Vol* estão expressas em %. As variáveis *Liquidity* e *Days* estão descritas em logaritmo, conforme mencionado na tabela 6. Por fim, a variável *Price* está expressa em dólares.

	Quartil					Média	N
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5		
Posição dos Fundos Estrangeiros	7,93%	6,88%	5,78%	7,62%	8,03%	7,25%	1143
<i>Ret_US</i>	-52,15%	-23,84%	-1,39%	23,78%	99,62%	9,14%	
Posição dos Fundos Estrangeiros	5,16%	7,27%	8,12%	7,76%	8,37%	7,33%	1118
<i>PB</i>	0,68	1,19	1,66	2,43	14,57	4,09	
Posição dos Fundos Estrangeiros	1,89%	5,33%	7,89%	9,87%	10,98%	7,19%	1165
<i>Total Assets</i>	184,28	654,86	1.639,81	4.754,29	70.065,15	15.459,68	
Posição dos Fundos Estrangeiros	3,92%	6,02%	6,81%	8,04%	11,22%	7,20%	1164
<i>Cash</i>	1,12	8,11	28,01	105,99	3.462,93	718,88	
Posição dos Fundos Estrangeiros	5,98%	7,55%	7,57%	8,85%	8,13%	7,61%	1033
<i>Sales growth 12m</i>	-18,91%	1,64%	11,26%	21,86%	133,33%	29,64%	
Posição dos Fundos Estrangeiros	4,53%	7,37%	9,08%	8,00%	7,64%	7,32%	1143
<i>TotDebtEquity</i>	4,47	27,83	53,62	89,52	424,62	119,80	
Posição dos Fundos Estrangeiros	4,55%	6,54%	9,63%	9,21%	7,68%	7,52%	1103
<i>ROE</i>	-13,42	6,54	12,90	20,38	40,81	13,40	
Posição dos Fundos Estrangeiros	1,64%	4,72%	7,88%	10,53%	11,09%	7,17%	1157
<i>MktCap</i>	115,41	429,18	1.102,08	3.312,94	26.222,15	6.226,62	
Posição dos Fundos Estrangeiros	2,29%	7,60%	9,39%	8,12%	8,46%	7,17%	1155
<i>Vol</i>	26,65	38,25	47,39	57,77	85,23	51,06	
Posição dos Fundos Estrangeiros	2,75%	6,98%	7,66%	7,92%	10,37%	7,13%	1176
<i>Beta_US</i>	0,44	0,65	0,79	0,96	1,21	0,81	
Posição dos Fundos Estrangeiros	1,04%	2,48%	6,56%	9,65%	15,97%	7,13%	1142
<i>Liquidity</i>	0,02	0,11	0,25	0,46	0,98	0,36	
Posição dos Fundos Estrangeiros	9,66%	7,22%	2,95%	6,96%	6,33%	7,09%	1173
<i>Days</i>	6,83	7,83	8,05	8,07	8,17	7,76	
Posição dos Fundos Estrangeiros	1,94%	4,18%	8,38%	9,93%	11,45%	7,17%	1157
<i>Price</i>	0,27	1,29	3,30	8,16	21,59	6,91	

Fontes: Autoria Própria

Tabela 7 - Resultados do Painel A: Gestores Estrangeiros

A tabela 7 mostra os resultados obtidos pelo modelo básico verificado em estudos anteriores. Somente as variáveis *Beta_us* e *Liquidity* se mostraram significantes para p-valor < 0,05. Já para p-valor < 0,10, as variáveis *Ret_us* e *Vol* se tornam significantes. Nesse modelo, nem mesmo o tamanho das companhias (medido pelo *Mktcap*) se mostrou como uma característica importante para explicar o posicionamento dos gestores de fundos mútuos estrangeiros. No entanto, conforme foi observado no estudo do quintil, essa característica deve possuir alguma relevância na escolha.

		Coefficientes	P-Valor	Erro Padrão
Características Básicas	Ret_us	-0,0073	0,0800	0,0041
	PB	-0,0130	0,4690	0,0179
	TotalAssets	-0,0053	0,6950	0,0134
	Cash	0,0001	0,9810	0,0025
	SalesGrowth_12m	-0,0011	0,4820	0,0016
	TotDebtTotEquity	-0,0006	0,9020	0,0046
	ROE	0,0026	0,4480	0,0035
	MktCap	0,0277	0,1010	0,0169
	Vol	-0,0164	0,0890	0,0097
	Beta_us	-42,9380	0,0030	14,4151
	Liquidity	0,0468	0,0130	0,0188
	Days	-0,0120	0,4110	0,0146
	Price	-0,0064	0,7760	0,0226
		_cons	35,1980	0,0030
	R ² - Ajustado		0,064	
	Número de Observações		861	

Fonte: Autoria Própria

Tabela 8 - Resultados do Painel B: Gestores Estrangeiros

A tabela 8 mostra os resultados obtidos pelo painel. As variáveis (características básicas): Mktcap, Beta_us, Liquidity e Days se mostraram relevantes para p-valor < 0,05, enquanto que TotalAssets se mostrou relevante somente para p-valor < 0,10. As características de visibilidade se mostraram significantes, comprovando a hipótese de preferência dos gestores estrangeiros por companhias com maior visibilidade. Esse aspecto se reforça a medida em que se observam as interações entre as características básicas e *dummies* de visibilidade. As *dummies* dos países também mostraram significância, indicando que gestores atuam de forma diferente ao investir nos países da amostra.

		Coeficientes	P-Valor	Erro Padrão	
Características Básicas	TotalAssets	-0,0062	0,0560	0,0032	
	MktCap	0,0130	< 0.0001	0,0035	
	Beta_us	0,0369	0,0140	0,0150	
	Liquidity	0,0405	0,0010	0,0122	
	Days	-0,0144	0,0060	0,0053	
Características de Visibilidade	cover	0,0172	< 0.0001	0,0034	
	dadr	0,1172	0,0120	0,0466	
	dme	0,0491	0,0170	0,0205	
Dummies de Países	dm1	0,6746	< 0.0001	0,1421	
	dm1 - Argentina	dm2	-0,0270	0,0010	0,0083
	dm2 - Chile	dm3	-0,0621	< 0.0001	0,0161
	dm3 - Colômbia	dm4	0,0403	0,0700	0,0223
	dm4 - México	dm5	-0,0368	0,0080	0,0140
Interações entre Características e Países	dm5 - Peru	dm1xroe	-0,0260	0,0020	0,0084
		dm1xvol	-0,1601	< 0.0001	0,0358
		dm4xpb	-0,0276	0,0950	0,0166
Interações entre Variáveis de Visibilidade e Características Básicas	dadrxret_us	-0,0225	< 0.0001	0,0064	
	dadrxpb	-0,0248	0,0180	0,0105	
	dadrxroe	0,0159	0,0010	0,0048	
	dadrxvol	-0,0421	< 0.0001	0,0114	
	dadrxliquidity	0,1267	< 0.0001	0,0161	
	dmexbeta_us	-0,0703	0,0020	0,0231	
	_cons	0,0728	0,0820	0,0419	
R ² - Ajustado			0,1204		
Número de Observações			934		

Fonte: Autoria Própria

Tabela 9 - Posição dos Fundos Domésticos *versus* Características Básicas

A tabela 9 mostra a posição média dos Fundos Domésticos para cada Quintil das características básicas observadas no estudo. Os quintis foram denominados Q1 (menor) até Q5 (maior). A média representa a média ponderada da posição dos fundos e das características, enquanto que N é o número de observações para cada característica. A posição dos fundos domésticos é medida em função do total das ações das companhias. As variáveis *Total Assets*, *Cash*, *MktCap* estão expressas em milhões de dólares. As variáveis *ROE* e *Vol* estão expressas em %. As variáveis *Liquidity* e *Days* estão descritas em logaritmo, conforme mencionado na tabela 6. Por fim, a variável *Price* está expressa em dólares.

	Quartil					Média	N
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5		
Posição dos Fundos Domésticos	6,60%	6,44%	5,72%	6,32%	7,08%	6,43%	1051
<i>Ret_US</i>	-47,03%	-21,16%	-3,07%	18,07%	91,13%	7,54%	
Posição dos Fundos Domésticos	5,49%	6,35%	7,46%	7,17%	5,80%	6,45%	1028
<i>PB</i>	0,68	1,18	1,64	2,41	15,36	4,24	
Posição dos Fundos Domésticos	6,29%	7,00%	8,04%	5,44%	5,00%	6,36%	1071
<i>Total Assets</i>	177,47	648,17	1.652,31	4.836,69	74.815,26	16.410,81	
Posição dos Fundos Domésticos	6,24%	6,45%	7,14%	6,06%	5,86%	6,35%	1070
<i>Cash</i>	1,11	7,80	26,55	98,80	3.632,23	753,30	
Posição dos Fundos Domésticos	6,22%	6,70%	6,83%	6,85%	6,37%	6,59%	960
<i>Sales growth 12m</i>	-18,49%	1,99%	11,25%	20,97%	123,55%	27,86%	
Posição dos Fundos Domésticos	6,32%	5,34%	6,92%	7,09%	6,30%	6,39%	1049
<i>TotDebtEquity</i>	4,88	29,42	54,92	91,25	448,38	125,44	
Posição dos Fundos Domésticos	4,63%	5,80%	6,79%	7,57%	7,48%	6,45%	1016
<i>ROE</i>	-13,98	6,45	12,68	20,01	40,89	13,19	
Posição dos Fundos Domésticos	5,24%	8,50%	6,69%	6,29%	5,12%	6,37%	1064
<i>MktCap</i>	109,33	411,15	1.045,84	3.260,26	27.256,54	6.397,04	
Posição dos Fundos Domésticos	6,91%	5,93%	6,98%	6,00%	5,93%	6,35%	1062
<i>Vol</i>	22,32	33,79	41,72	51,26	76,83	45,16	
Posição dos Fundos Domésticos	6,28%	7,40%	5,33%	6,11%	6,65%	6,35%	1079
<i>Beta_US</i>	0,18	0,45	0,67	0,92	1,28	0,70	
Posição dos Fundos Domésticos	2,17%	4,36%	6,35%	7,18%	12,27%	6,47%	1045
<i>Liquidity</i>	0,02	0,12	0,28	0,49	1,00	0,38	
Posição dos Fundos Domésticos	6,03%	6,30%	5,57%	6,27%	7,04%	6,34%	1076
<i>Days</i>	6,82	7,82	8,04	8,06	8,17	7,75	
Posição dos Fundos Domésticos	5,04%	4,79%	7,62%	7,02%	7,38%	6,37%	1064
<i>Price</i>	0,27	1,37	3,47	8,38	21,12	6,91	

Fontes: Autoria Própria

Tabela 10 - Resultados do Painel: Gestores Domésticos

A tabela 9 mostra os resultados obtidos pelo painel para os gestores domésticos. As variáveis (características básicas): Mktcap, Vol, Liquidity e Days se mostraram relevantes para $p < 0,05$. As características de visibilidade não se mostraram significantes, diferentemente do obtido no painel para os gestores estrangeiros. Os resultados mostram que gestores domésticos se comportam de forma diferente dos gestores estrangeiros, ao preferir companhias de menor valor de mercado e com maior tempo de listagem em bolsa. As *dummies* dos países indicam a existência de comportamentos diferentes entre os gestores dos países.

		Coefficientes	P-Valor	Erro Padrão
Características Básicas	MktCap	-0.0073	0.0000	0.0019
	Vol	-0.0317	0.0000	0.0060
	liquidity	0.0534	0.0000	0.0076
	days	0.0188	0.0000	0.0052
Características de Visibilidade	As variáveis de visibilidade não apresentaram significância			
Dummies de Países	dm1	-0.0715	0.0000	0.1421
dm1 - Argentina	dm2	-0.1532	0.0010	0.0083
dm2 - Chile	dm2xmktcap	-0.0260	0.0030	0.0042
dm4 - México	dm2xbeta_us	0.0519	0.0230	0.0229
Interações entre Características e Países	dm4xdays	-0.0057	0.0000	0.0012
	_cons	0.0728	0.0820	0.0419
	R ² - Ajustado		0.0416	
	Número de Observações		1032	

Fonte: Autoria Própria