

7 Conclusão

Esta dissertação tem como objetivo principal verificar se a performance de fundos de gerenciamento ativo em relação ao índice de mercado medida pelos índices de desempenho de média-variância tradicionais possui alguma correlação com a performance do ponto de vista do investidor racional e avesso ao risco e com aversão crescente ao risco, ou seja, com os critérios de dominância estocástica de primeira, segunda e terceira ordens.

A aplicação dos critérios de dominância estocástica nos fundos de investimentos implicou num resultado curioso. Os critérios de segunda e terceira ordem não eliminaram, em período nenhum, nenhum fundo do conjunto selecionado pela dominância estocástica de primeira ordem, indicando que o investidor com aversão ao risco e com aversão decrescente ao risco selecionará, dentro do conjunto estudado, os mesmos fundos de investimentos.

Foi otimizada uma Carteira Eficiente pelo método de Elton, Gruber e Padberg a partir dos retornos dos 4 meses anteriores das ações mais negociadas na Bovespa. Ao comparar o desempenho desta carteira de gerenciamento passivo com os demais fundos de gerenciamento ativo, observou-se que nos dois períodos em que a Carteira Eficiente dominou estocasticamente o IBV esta demonstrou um desempenho excepcional, considerando os índices de média-variância, em relação aos demais fundos. Dos quatro subperíodos restantes, esta carteira obteve um ótimo desempenho em dois subperíodos, um desempenho médio em um e muito fraco em outro.

Com a finalidade de analisar um índice de desempenho pouco estudado, incluiu-se neste trabalho, além dos índices de média-variância tradicionais (índices de Sharpe, Treynor, Modigliani e de Informação) o índice de Excesso de Retorno por Valor-em-Risco, ou RVar. Conforme o esperado, este índice demonstrou uma alta correlação com o índice de Sharpe em todo o período analisado, o que confirma a hipótese de normalidade dos retornos dos fundos aqui estudados.

As correlações de Spearman entre os *rankings* obtidos pelos índices de média-variância e pela dominância estocástica mostraram que existe um certo grau de equivalência entre as duas abordagens em 4 dos 6 períodos analisados.

Nenhum índice de média-variância se mostrou mais correlacionado do que os outros com os critérios de dominância estocástica. Da mesma maneira, os fundos bem colocados nos *rankings* obtidos com os índices de desempenho de média-variância não são necessariamente os mesmos que dominaram estocasticamente o *benchmark* e os fundos de pior desempenho pelos índices tradicionais não foram necessariamente dominados estocasticamente pelo *benchmark*.

Em alguns subperíodos os índices de média-variância como um todo demonstraram maior correlação de Spearman com a classificação feita pelos critérios de dominância estocástica. Em geral, os fundos que dominaram estocasticamente o *benchmark* ficaram colocados entre de melhor desempenho por média-variância embora, por outro lado, aqueles que foram dominados pelo *benchmark* não obtiveram necessariamente colocação inferior por média-variância.

Desta forma, conclui-se que os indivíduos que selecionam seus investimentos com base somente nos índices de média-variância podem tomar decisões que contrariam seus critérios de aversão ao risco e de aversão crescente ao risco. Igualmente, o desempenho de fundos de investimento medido apenas através dos critérios de dominância estocástica não significará necessariamente um maior excesso de retorno com relação ao risco corrido. Para se tomar uma decisão de investimento bem estruturada, o investidor deve considerar todos os momentos da distribuição dos retornos e realizar uma análise tanto por média-variância quanto por dominância estocástica.

Como sugestão a trabalhos futuros, fica a de realizar estas análises considerando um período mais longo de tempo e analisando outros tipos de fundos de investimentos ativos (como renda fixa, renda fixa DI e multimercados). Seria também interessante comparar o desempenho dos diversos tipos de fundo entre si pelos critérios de dominância estocástica.