

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS**

**ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO**

**Leonardo Bianconi Pinto**

**As Médias Empresas nos Fundos de Investimento Brasileiros**

São Paulo – SP

2014

**LEONARDO BIANCONI PINTO**

**As Médias Empresas nos Fundos de Investimento Brasileiros**

Relatório Final apresentado ao programa de  
Iniciação científica – FGV-EAESP / CNPq

Campo de Conhecimento: Finanças

Orientador: Dr. William Eid Junior

São Paulo – SP

2014

## Sumário

Introdução .....	4
Metodologia .....	6
Hipóteses teóricas .....	7
Contribuições pretendidas .....	9
As Empresas selecionadas .....	9
Bovespa Mais – Grupo 1 .....	9
Ibovespa – Grupo 2, 3 e 4 .....	10
Bovespa Receita Liquida – Grupo 5 e 6 .....	12
Os Acionistas .....	14
A Consolidação dos Dados .....	17
Ranking de Fundos – Instituições Selecionadas .....	18
Ranking Instituições – Maiores Investidores .....	20
Análise Quantitativa.....	22
Dados utilizados.....	23
Modelo de regressão e Hipóteses.....	23
As Regressões e a Correlação das variáveis .....	25
Conclusões da Análise Quantitativa .....	27
Análise Qualitativa.....	28
Os Grupos de Instituições Financeiras.....	28
Grupo 1 – Grandes Instituições.....	29
Grupo 2 – <i>Assets</i> independentes com participações relevantes .....	31
Grupo 3 – Grandes instituições com participações pouco significativas.....	33
Conclusão.....	34
Referências bibliográficas.....	36

## Introdução

O crescimento da indústria de fundos de investimento do Brasil nas últimas décadas é notável. Segundo dados da AMBIMA, em 1972 existiam 88 fundos de investimento. Em 1994, 896 fundos. Já em 2012, existiam no Brasil, 12.769 fundos de investimento, que somavam na mesma data um patrimônio líquido de R\$ 2,3 trilhões (crescimento de quase 100% em relação a 2008), de diversos tipos, que oferecem aos investidores diferentes categorias de investimento que diferem em sua composição, nos níveis de risco e expectativa de retorno. Este crescimento, segundo Fonseca et. al. (2007), Hermann (2010) e Milani e Ceretta (2012), é decorrente da liberalização da economia desde o início dos anos 90, em especial com a implantação do Plano Real em julho de 1994. As medidas econômicas do governo FHC criaram a oportunidade para o aparecimento de novos produtos almejando obter performances superiores aos tradicionais. “A indústria de fundos demonstrou sua força ao evoluir positivamente na última década, mesmo com diversos problemas conjunturais característicos da mesma” (FONSECA, 2007 apud ARAGÃO; BARROS, 2005).

A indústria de fundos de investimento, segundo Milani e Ceretta (2012), é uma das principais formas de captação e investimento de recursos. Segundo os autores, a principal justificativa para a existência dos fundos é a possibilidade de leigos delegarem seus recursos a gestores que possuem habilidades superiores, formando assim carteiras mais eficientes e rentáveis. Neste sentido, para Assaf Neto (2008), os fundos são benéficos aos pequenos investidores pois estes profissionais de investimento podem tirar proveito de operar com grandes volumes de recursos. Segundo Coutinho e Beluzzo (1998), a partir dos anos 80, nos países desenvolvidos, o patrimônio da classe média passou a ser composto, além de imóveis e bens duráveis, por ativos financeiros, diretamente, ou através de fundos de investimento, fundos de pensão ou seguros. Neste sentido, a ascensão da classe média brasileira nos últimos anos e ao consequente maior poder financeiro da mesma, considerando que tal classe não possui educação financeira para investimentos mais arrojados, fazem com que os fundos de investimento possam se tornar um mercado ainda mais atraente, ao serem explorados pelas instituições financeiras neste novo e potencial mercado nos próximos anos.

Ainda assim, mesmo com tamanha quantidade de opções, volume de transações, diversidade de composição e importância e potencial para a economia, não existem na indústria de fundos de investimento brasileira opções sólidas de fundos compostos majoritariamente por médias empresas.

Este trabalho visa compreender os fatores que impedem que fundos desta natureza sejam oferecidos aos investidores brasileiros.

Para que estes fatores sejam melhor entendidos, a investigação se iniciará com os motivos que impedem as Médias Empresas abrirem capital e portanto oferecerem maiores opções aos gestores dos fundos.

A categorização das empresas segue o mesmo critério de Brau e Fawcett (2006) e de Steffen e Mesquita (2012) em que uma renda operacional líquida de menos de \$100 milhões no ano anterior a análise caracteriza a empresa como pequena ou média. Serão também investigados os motivos que levam ou levariam, caso houvesse mais opções, os gestores dos fundos a incluir ou não em seus produtos esta categoria de empresas, envolvendo fatores estratégicos, da relação de retorno e risco que tal operação acarretaria. Neste sentido, segundo Banz (1981), na teoria conhecida como efeito tamanho, existe a evidência empírica de que ações de empresas pequenas apresentam maior retorno médio do que ações de empresas grandes, assim sendo atrativas a investidores.

As empresas analisadas são as que se enquadram no mercado de acesso ao mercado de capitais brasileiro. Para categorizar estas empresas, foi criado em 2005 no Brasil o Bovespa Mais, com o intuito de possibilitar ofertas iniciais para empresas que desejem adentrar no mercado de capitais de maneira gradativa, tendo sete anos para adequar-se as normas até o lançamento da oferta pública inicial. A criação deste visou fomentar a cultura de listagem como forma de financiamento a estas empresas.

A primeira oferta pública inicial do Bovespa Mais ocorreu em fevereiro de 2008 com a captação de R\$20,7 milhões pela Nutriplant (NUTR3). Porém, “mesmo com o sucesso do IPO NUTR3, a adesão de empresas ao Bovespa Mais não foi exatamente a esperada e nem passou perto da experimentada pelos outros países onde projetos semelhantes foram implantados” (MONTEIRO; NETO, 2012). Dessa forma, será investigada, entre outros fatores, a não consolidação do Bovespa Mais e a conseqüente falta de ofertas iniciais por médias empresas, impossibilitando assim que estas estejam presentes em fundos de investimento.

## Metodologia

O trabalho será dividido em fases, que se complementarão de maneira a obter os resultados significativos no âmbito da pesquisa. Inicialmente, a literatura de Fundos de Investimento, tanto internacional como nacional será aprofundada, de maneira a entender fatores relativos a importância dos fundos de investimento para a economia, qual o nível de maturidade dos fundos em relação aos investidores, as diferentes categorias de fundos, suas composições e performances, de maneira a entendermos se em outras indústrias, fundos como os do escopo deste trabalho, possuem volume e desempenho relevantes. Existem, na literatura, muitas métricas de avaliação de Fundos de Investimento em relação a diversos fatores e como estes reagem a diferentes situações no mercado. O estudo destes, tem como objetivo quantificar o desempenho de produtos semelhantes ao estudado em outros países.

Neste levantamento de bases teóricas para o trabalho, também serão investigadas, na literatura existente, os principais motivos para que poucas empresas pequenas e médias abram capital no Brasil. O trabalho visa também complementar o estudo destes motivos, para explicar a diferença na cultura das Médias empresas brasileiras na abertura de capital em relação a política de empresas de mesmo porte em outros países nos quais existe um número mais significativo de listagens nas Bolsas de Valores. A não abertura de capital será apresentada posteriormente como uma hipótese teórica a ser analisada com o estudo.

Existem na literatura diversos trabalhos referentes as motivações e benefícios da abertura de capital para as empresas. A primeira teoria neste sentido foi apresentada por Zingales (1995) que afirma que é mais fácil para uma empresa ser visualizada por outra compradora quando possui capital aberto. Destacam-se ainda os estudos de Modigliani e Miller (1963), Scott (1976) que afirmam que a IPO facilita a otimização da estrutura de capital; Mello e Parsons (1998) que defendem que a IPO aumenta a liquidez da empresa; Bradley, Jordan e Ritter (2003) que defendem que os IPOs permitem a cobertura da empresa por analistas de mercado; Brau, Ryan e Degraw (2006) que expõe que a IPO permite aos proprietários retirar seu capital investido na empresa. Além destes, existe na literatura brasileira, a pesquisa de Steffen (2012) que investiga a percepção de executivos financeiros sobre a abertura de capital no Brasil. Este último, em especial, é bastante relevante a metodologia proposta neste trabalho e será base para a avaliação da hipótese teórica relativa à falta de IPO's como fator limitador para fundos de investimento que incluam em suas carteiras médias empresas.

dA partir das fases anteriormente citadas, será feito o estudo dos resultados encontrados de maneira a generalizar os dados coletados em torno de uma teoria que responda ao problema de pesquisa e explique o porquê de existirem poucas pequenas e médias empresas com capital aberto e os motivos que façam com que não existam, no mercado brasileiro, fundos de investimento com esta composição.

## Hipóteses teóricas

Com base no problema de pesquisa apresentado anteriormente, e tendo como base a metodologia apresentada, o estudo espera encontrar respostas que sejam coerentes com as hipóteses teóricas. Caso estas hipóteses não sejam confirmadas pelos resultados da pesquisa, o estudo mostrará em quais aspectos e os motivos que expliquem tais divergências.

A primeira hipótese para o problema do estudo está relacionada com as próprias Médias empresas. O fato de estas não terem tradição de abertura de capital no mercado Brasil é evidente. Mesmo com a criação de um mercado específico, o Bovespa Mais, poucas empresas abrem capital no Brasil. Em 5 anos o índice Bovespa Mais conta apenas com 6 empresas. Desta forma, a não presença destas em Fundos de Investimento estaria fortemente relacionadas com este fator. Estas empresas, devido ao seu porte, não teriam estrutura e divulgação para abrirem capital, que pode ser um dos principais fatores que impeçam a abertura de capital pois é necessária uma adaptação estrutural muito abrangente que agrega custos à manutenção da operação em si como por exemplo a necessidade de auditoria externa dos últimos três balanços anteriores a IPO. Dessa forma, as empresas acabam optando por outras formas de financiamento aos seus projetos de expansão, como financiamentos bancários. Por outro lado, a abertura de capital poderia ser uma alternativa interessante a estas empresas, haja vista que, segundo Gastaud (2007), o custo de capital no Brasil é bastante elevado e limitado em especial para pequenas e médias empresas, aumentando os *spreads* em razão de seu porte. Uma outra alternativa neste sentido são os aportes de capital de risco. “O capital de risco, apresenta-se portanto, como uma possibilidade de financiamento do processo de inovação” (EMRICH, 2005)

Um outro fator que pode explicar a “não abertura” relacionada à falta de interesse destas na abertura, é por receio de que devido às diversas exigências regulatórias para esta operação façam com que a empresa perca sua autonomia no controle administrativo, não sendo, assim, interessante para

os gestores em termos de futuros resultados operacionais, novamente levando a outras opções de financiamento dos projetos de expansão.

Uma segunda hipótese está relacionada aos próprios investidores. Os resultados podem não ser atrativos o suficiente para atrair investidores que viabilizariam produtos como o estudado. Neste sentido, outro possível fator que inviabilizaria tais fundos são os riscos que poderiam ser muito elevados dado o retorno esperado, por se tratarem de empresas em estágios de menor desenvolvimento. Assim, as possibilidades de retorno em relação ao risco não seriam atrativas o suficiente para os investidores, fazendo com que as IPOs e conseqüentemente os Fundos de investimento que as incluíssem não tivessem retorno suficiente para viabilizar a operação. Neste sentido, Antunes (2006) afirma que as ações de empresa de maior valor de mercado obtiveram, em seu estudo, melhor desempenho do que empresas de baixo valor de mercado, contrariando o efeito tamanho nas variáveis valor de mercado e valor patrimonial. Neste ponto especificamente, seria possível uma estrutura de fundo que minimizasse os riscos, fazendo com que a relação entre retorno e riscos se tornasse atrativa, tendo em vista práticas já adotadas em outros países que favorecem a liquidez deste tipo de ação, por exemplo.

Em uma terceira hipótese, relacionada a intermediação financeira. Os *underwriters* podem não considerar os ganhos no lançamento de ofertas de médias empresas no mercado não agreguem valor à operação, apresentando uma rentabilidade que não compense os esforços necessários, sendo assim, uma melhor opção, concentrar-se em operações de maior volume financeiro. Ainda em relação aos *underwriters*, existe também uma outra hipótese. Pode existir um conflito de interesses entre os clientes dos bancos. Se por um lado o banco vai querer extrair ao máximo valor financeiro para a empresa na subscrição, o mesmo banco também desejará recomendar um fundo com o melhor desempenho possível aos seus melhores clientes, de maneira a existir desta forma um conflito de interesses que impeça a instituição financeira de participar de uma operação desta natureza, sendo assim, é preferível não participar do lançamento de fundos com ações de médias empresas.

Estas hipóteses que abrangem diferentes interessados na operação, provavelmente compreenderão uma resposta significativa à pesquisa, e serão investigadas com o desenvolvimento do trabalho.

## Contribuições pretendidas

A principal contribuição pretendida com o desenvolvimento deste trabalho é demonstrar aos possíveis interessados em fundos com estas características os principais fatores que limitam a geração de fundos de investimento que incluam em suas carteiras Médias empresas de maneira a possibilitar a elaboração de estratégias que mitiguem os problemas encontrados possibilitando que sejam lançados no mercado, fundos rentáveis e atrativos para as pequenas e médias empresas, instituições financeiras e também para os investidores.

## As Empresas selecionadas

A seleção das empresas seguindo os critérios de Brau e Fawcett (2006) e de Steffen e Mesquita (2012) é limitada, no mercado brasileiro, pela pequena quantidade de médias empresas de capital aberto no país. O mercado de acesso, Bovespa Mais, ainda não consolidado, conta atualmente com apenas seis empresas e as demais médias empresas listadas que se adequam aos critérios possuem poucos investidores gestores de fundos de investimentos. Desta forma, fez-se necessário uma expansão nos critérios de maneira a possibilitar uma amostra considerável de empresas para o estudo.

Desta forma, foram selecionadas empresas divididas em seis grupos, de acordo com a sua participação no mercado de acesso (Grupo 1), participação na composição do índice Ibovespa (Grupos 2, 3 e 4) e de acordo com a listagem na Bovespa (Grupos 5 e 6).

Todos os grupos são categorizados tendo como base a receita operacional líquida consolidada do ano fiscal de 2012.<sup>1</sup>

### Bovespa Mais – Grupo 1

O grupo 1 é composto pelas seis empresas do Bovespa Mais. Como o objetivo deste estudo é analisar as médias empresas nos Fundos de Investimento e o Bovespa Mais ter sido criado justamente para incentivar empresas de menor porte a abrir capital, este é essencial para o entendimento deste segmento. Assim, as empresas foram todas incluídas no estudo, independentemente de seu faturamento, já que, em geral, são médias empresas.

---

<sup>1</sup> Fonte: Economática

As empresas que compõe o grupo são: Companhia das Aguas do Brasil (CABB3M), Desenvix (DVIX3M), Altus SA (ALTS3M), Nortcquimica (NRTQ3M), Nutriplant (NUTR3M) e Senior Solutions (SNSL3M). A classe dos ativos e o faturamento das empresas do grupo 1 são apresentados na tabela 1.

Tabela 1 - Composição do Grupo 1 - Bovespa Mais

<b>GRUPO 1 - Bovespa Mais</b>			
<b>Nome</b>	<b>Código</b>	<b>Classe</b>	<b>Receita Dez 2012 em milhares</b>
Cabambiental	CABB3M	ON	R\$ 355.209,00
Desenvix	DVIX3M	ON	R\$ 198.227,00
Altus S/A	ALTS3M	ON	R\$ 96.116,00
Nortcquimica	NRTQ3M	ON	R\$ 90.717,00
Nutriplant	NUTR3M	ON	R\$ 52.248,00
Senior Sol	SNSL3M	ON	R\$ 46.246,00

Dentre as empresas do Grupo 1, de acordo com a Tabela 1, quatro empresas tiveram, no ano fiscal de 2012, faturamento inferior R\$ 100 milhões e duas empresas faturamento superior a categorização inicial. Ainda assim, devido à natureza do grupo, para o estudo, todas são consideradas, neste estudo, médias empresas.

### Ibovespa – Grupo 2, 3 e 4

Tendo em consideração o pequeno número de empresas do Bovespa Mais e a consequente necessidade de ampliação da amostra para possibilitar resultados consistentes no estudo, o índice Ibovespa foi incluído no escopo do estudo. Os grupos selecionados a partir deste são compostos pelas menores empresas que fazem parte do índice e assim, em relação às demais que o compõe, são consideradas, no estudo, como médias empresas. A importância da análise destas empresas se dá pela possibilidade de vislumbrar a diferença na percepção dos investidores de ativos que compõe um índice relevante como o Ibovespa. Assim, será possível notar se as menores empresas do índice, no estudo categorizadas como médias empresas, atraem mais investidores do que as que não fazem parte do índice e quais os motivos para que este fenômeno ocorra, caso seja observado.

As empresas foram categorizadas em três grupos, seguindo faixas de receita operacional líquida no ano fiscal de 2012. Foram selecionadas apenas as principais ações destas empresas devido

a maior presença de instituições financeiras investidoras nestes. Assim, para todas as empresas dos três grupos foram consideradas apenas suas ações ordinárias.

O grupo 2, é composto pelas empresas do Ibovespa que tiveram em 2012 uma receita operacional líquida inferior a R\$ 1 Bilhão. São quatro empresas: Qualicorp (QUAL3), Cetip (CTIP3), BR Properties (BRPR3) e LLX Logística (LLXL3). As receitas das empresas do grupo 2 são apresentadas na tabela 2.

Tabela 2 - Composição do Grupo 2 - Ibovespa (Receita < R\$ 1 Bilhão)

<b>GRUPO 2 - Ibovespa (Receita &lt; R\$ 1 Bilhão)</b>			
<b>Nome</b>	<b>Código</b>	<b>Classe</b>	<b>Receita Dez 2012 em milhares</b>
Qualicorp	QUAL3	ON	R\$ 920.674,00
Cetip	CTIP3	ON	R\$ 917.138,00
BR Propert	BRPR3	ON	R\$ 630.825,00
LLX Log	LLXL3	ON	R\$ 68.727,00

As três primeiras empresas tiveram uma receita operacional líquida superior a R\$ 500 milhões no Ano de 2012 e somente a LLX uma receita inferior a R\$ 100 milhões.

O Grupo 3 é composto por empresas que compõe o Ibovespa cuja receita operacional líquida fora superior a R\$ 1 Bilhão e inferior a R\$ 2 Bilhões. Nesta categorização existem cinco empresas. A Anhanguera Educacional (AEDU3), Cia Hering (HGTX3), Kroton Educacional (KROT3), Estácio Participações (ESTC3) e BR Malls Participações (BRML3). As receitas das empresas do grupo 3 são apresentadas na tabela 3.

Tabela 3 - Composição do Grupo 3 - Ibovespa (Receita < R\$ 2 Bilhões)

<b>GRUPO 3 - Ibovespa (Receita &lt; R\$ 2 Bilhões)</b>			
<b>Nome</b>	<b>Código</b>	<b>Classe</b>	<b>Receita Dez 2012 em milhares</b>
Anhanguera	AEDU3	ON	R\$ 1.607.384,00
Cia Hering	HGTX3	ON	R\$ 1.491.316,00
Kroton	KROT3	ON	R\$ 1.405.566,00
Estacio Part	ESTC3	ON	R\$ 1.383.288,00
BR Malls Par	BRML3	ON	R\$ 1.123.612,00

O Grupo 4 é composto por empresas que compõem o Ibovespa e que tiveram receita operacional líquida em 2012 superior a R\$ 2 Bilhões e inferior a R\$ 2,5 Bilhões. Quatro empresas se enquadram neste critério: Ecorodovias (ECOR3), Dasa (DASA3), Even (EVEN3) e a BmfBovespa (BVMF3). As receitas das empresas do grupo 4 são apresentadas na tabela 4.

Tabela 4 - Composição do Grupo 4 - Ibovespa (Receita < R\$ 2,5 Bilhões)

<b>GRUPO 4 - Ibovespa (Receita &lt; R\$ 2,5 Bilhões)</b>			
<b>Nome</b>	<b>Código</b>	<b>Classe</b>	<b>Receita Dez 2012 em milhares</b>
Ecorodovias	ECOR3	ON	R\$ 2.409.107,00
Dasa	DASA3	ON	R\$ 2.264.142,00
Even	EVEN3	ON	R\$ 2.162.240,00
BmfBovespa	BVMF3	ON	R\$ 2.064.750,00

### Bovespa Receita Líquida – Grupo 5 e 6

Os grupos 5 e 6 consistem em empresas que estão listadas na Bovespa, porém não fazem parte de um mercado específico para médias empresas, como o Bovespa Mais e também não compõem o índice Ibovespa. O objetivo destes dois grupos é completar a amostra com médias empresas de acordo com o critério anteriormente definido além de eliminar possíveis vieses decorrentes da maior parte das empresas categorizadas no grupo da amostra fazerem parte do Ibovespa.

Assim, com estes dois grupos, será possível identificar as principais diferenças na percepção dos investidores institucionais na participação de um mercado ou índice e suas influências na presença, ou não, de cotas dos papéis das médias empresas nos fundos de investimento brasileiros.

Diferentemente dos grupos provenientes do Ibovespa, estes dois grupos serão compostos por ativos de empresas que se enquadrem nos critérios baseados na receita operacional líquida do ano de 2012 independentemente da classe da ação devido a não uniformidade na classe do papel principal destas empresas.

Tabela 5 - Composição do Grupo 5 - Bovespa (R\$ 150 Milhões < Receita < R\$ 200 Milhões)

<b>GRUPO 5 - Bovespa (R\$ 150 Milhões &lt; Receita &lt; R\$ 200 Milhões)</b>			
<b>Nome</b>	<b>Código</b>	<b>Classe</b>	<b>Receita Dez 2012 em milhares</b>
Ind Cataguas	CATA3	ON	R\$ 193.083,00
Ind Cataguas	CATA4	PN	R\$ 193.083,00
Wetzel S/A	MWET3	ON	R\$ 190.591,00
Wetzel S/A	MWET4	PN	R\$ 190.591,00
Teka	TEKA3	ON	R\$ 186.239,00
Teka	TEKA4	PN	R\$ 186.239,00
Laep	MILK33	A	R\$ 184.654,00
Aco Altona	EALT3	ON	R\$ 183.783,00
Aco Altona	EALT4	PN	R\$ 183.783,00
Generalshopp	GSHP3	ON	R\$ 182.357,00
Emae	EMAE3	ON	R\$ 174.509,00
Emae	EMAE4	PN	R\$ 174.509,00
Cr2	CRDE3	ON	R\$ 157.399,00
Hoteis Othon	HOOT3	ON	R\$ 152.651,00
Hoteis Othon	HOOT4	PN	R\$ 152.651,00

O grupo 5 é composto por empresas listadas na Bovespa cuja receita operacional líquida no ano de 2012 foi na faixa de R\$ 150 Milhões a R\$ 200 Milhões. Neste grupo encontram-se nove empresas que totalizam quinze papéis. As empresas e suas receitas, as ações e suas classes e são apresentadas na tabela 5.

O grupo 6 é composto da mesma forma que o grupo 5, porém a faixa de receita no ano de 2012 é de R\$ 100 Milhões a R\$ 150 Milhões. Assim, o grupo é composto por doze empresas que somam 24 ações de diferentes classes. Os dados do grupo são apresentados na tabela 6.

Tabela 6 - Composição do Grupo 5 - Bovespa (R\$ 100 Milhões < Receita < R\$ 2150 Milhões)

<b>GRUPO 6 - Bovespa (R\$ 100 Milhões &lt; Receita &lt; R\$ 150 Milhões)</b>			
<b>Nome</b>	<b>Código</b>	<b>Classe</b>	<b>Receita Dez 2012 em milhares</b>
Tekno	TKNO3	ON	R\$ 147.409,00
Tekno	TKNO4	PN	R\$ 147.409,00
Pettenati	PTNT3	ON	R\$ 142.076,00
Pettenati	PTNT4	PN	R\$ 142.076,00
Tectoy	TOYB3	ON	R\$ 141.649,00
Tectoy	TOYB4	PN	R\$ 141.649,00
Sauipe	PSEG3	ON	R\$ 132.150,00
Sauipe	PSEG4	PN	R\$ 132.150,00
SulTEpa	SULT3	ON	R\$ 122.167,00
SulTEpa	SULT4	PN	R\$ 122.167,00
Estrela	ESTR3	ON	R\$ 120.521,00
Estrela	ESTR4	PN	R\$ 120.521,00
Sondotecnica	SOND3	ON	R\$ 117.293,00
Sondotecnica	SOND5	PNA	R\$ 117.293,00
Renova	RNEW3	ON	R\$ 115.639,00
Renova	RNEW4	PN	R\$ 115.639,00
Renova	RNEW11	UNT N2	R\$ 115.639,00
Met Duque	DUQE3	ON	R\$ 113.096,00
Met Duque	DUQE4	PN	R\$ 113.096,00
Brasilagro	AGRO3	ON	R\$ 111.352,00
Riosulense	RSUL3	ON	R\$ 109.373,00
Riosulense	RSUL4	PN	R\$ 109.373,00
Fibam	FBMC3	ON	R\$ 109.358,00
Fibam	FBMC4	PN	R\$ 109.358,00

## Os Acionistas

A continuidade da coleta de dados deu-se pela checagem dos acionistas para os 59 ativos selecionados. Esta checagem fez-se necessária pois o objetivo do estudo é analisar as médias empresas nos fundos de investimento, e assim, é necessário entender quem são os investidores das empresas selecionadas e qual a finalidade de tal investimento.

Assim, foram consultados todos os proprietários de ações das empresas e no caso de instituições financeiras, em qual investimento e em que proporção as ações das empresas são

incluídas. A tabela 7 apresenta o formato da coleta de dados, os acionistas e em que carteira as ações da empresa Senior Solution (SNSL3M) são incluídas<sup>2</sup>.

Tabela 7 - Acionistas e carteiras - Senior Solutions (SNSL3M)

SNSL3M BZ Equity		Percent	Percent of		
Holder Name	Portfolio Name	Outstanding	Portfolio	Institution Type	Metro Area
KONDOR ADMIN E GESTORA DE REC FI	-	11,54	0	Investment Advisor	BRAZIL
KONDOR ADMIN E GESTORA DE REC FI	KONDOR INSTITUCIONAL SMALL CAP FIA EXCLUSIVO	9,61	3,912	Investment Advisor	BRAZIL
KONDOR ADMIN E GESTORA DE REC FI	KONDOR FIA	0,48	0,783	Investment Advisor	BRAZIL
KONDOR ADMIN E GESTORA DE REC FI	KONDOR EQUITY INSTITUCIONAL FIA	0,21	0,807	Investment Advisor	BRAZIL
KONDOR ADMIN E GESTORA DE REC FI	KONDOR EQUITY VALOR FIA	0,09	5,028	Investment Advisor	BRAZIL
BNDES PARTICIPACOES SA	-	11,44	0	Government	BRAZIL
PEREIRA GOMES BERNARDO F	-	11,26	0	n/a	n/a
CAMARGO FILHO ANTONIO L	-	11,17	0	n/a	n/a
FMIEE STRATUS GC	-	8,71	0	n/a	n/a
UNA CAPITAL LTDA	-	7,92	0	Investment Advisor	BRAZIL
UNA CAPITAL LTDA	FIA MAINA	6,15	0,958	Investment Advisor	BRAZIL
UNA CAPITAL LTDA	LONG BRASIL ACOES-FUNDO DE INVESTIMENTO	1,63	1,615	Investment Advisor	BRAZIL
UNA CAPITAL LTDA	WARM FIA	0,21	1,627	Investment Advisor	BRAZIL
UNA CAPITAL LTDA	EMPYREO II FIA	0,06	1,853	Investment Advisor	BRAZIL
LEBLON EQUITIES GESTAO DE RECURS	-	6,88	0	Investment Advisor	BRAZIL
LEBLON EQUITIES GESTAO DE RECURS	LEBLON ACOES MASTER FI DE ACOES	1,15	2,219	Investment Advisor	BRAZIL
LEBLON EQUITIES GESTAO DE RECURS	LEBLON EQUITIES HEDGE MASTER FI DE ACOES	0,87	2,181	Investment Advisor	BRAZIL
LEBLON EQUITIES GESTAO DE RECURS	LEBLON ACOES INSTITUCIONAL MASTER FIA	0,67	2,198	Investment Advisor	BRAZIL
LEBLON EQUITIES GESTAO DE RECURS	LEBLON PREVIDENCIA FIM	0,28	1,079	Investment Advisor	BRAZIL
VOTORANTIM ASSET MGMT DTVM LTD	Multiple Portfolios	3,21	0	Investment Advisor	BRAZIL
VOTORANTIM ASSET MGMT DTVM LTD	FIA VOTORANTIM VISION	3,21	4,518	Investment Advisor	BRAZIL
FAMA INVESTIMENTOS LTD	Multiple Portfolios	2,21	0	Investment Advisor	BRAZIL
FAMA INVESTIMENTOS LTD	FAMA FUTUREVALUE MASTER FI DE ACOES	2,21	7,929	Investment Advisor	BRAZIL
TEMPO CAPITAL GESTAO DE RECURSOS	Multiple Portfolios	1,22	0	Investment Advisor	BRAZIL
TEMPO CAPITAL GESTAO DE RECURSOS	TEMPO CAPITAL PRINCIPAL FIA	1,22	0,157	Investment Advisor	BRAZIL
BB GESTAO DE RECURSOS DTVM SA	Multiple Portfolios	1,2	0	Investment Advisor	BRAZIL
BB GESTAO DE RECURSOS DTVM SA	BB TOP ACOES SMALL CAPS FI	0,4	0,625	Investment Advisor	BRAZIL
BB GESTAO DE RECURSOS DTVM SA	BB SML 1 FIA	0,29	0,6	Investment Advisor	BRAZIL
BB GESTAO DE RECURSOS DTVM SA	BB ACOES TELECOMMUNICACOES	0,26	2,028	Investment Advisor	BRAZIL
BB GESTAO DE RECURSOS DTVM SA	BRASILPREV TOP PLUS FIA	0,25	0,566	Investment Advisor	BRAZIL
ARGUCIA CAPITAL GESTAO DE RECURS	Multiple Portfolios	1,02	0	Investment Advisor	BRAZIL
ARGUCIA CAPITAL GESTAO DE RECURS	ARGUCIA INCOME FUNDO DE INVESTIMENTO EM ACOES	0,94	0,813	Investment Advisor	BRAZIL
ARGUCIA CAPITAL GESTAO DE RECURS	RHODES FIA	0,06	0,721	Investment Advisor	BRAZIL
ARGUCIA CAPITAL GESTAO DE RECURS	ARGUCIA ENDOWMENT FIM	0,03	0,315	Investment Advisor	BRAZIL
FOCUS ASSESSORIA INV. S/C LTDA	Multiple Portfolios	1,01	0	Investment Advisor	BRAZIL
FOCUS ASSESSORIA INV. S/C LTDA	FIA FOCUS JAC	1,01	0,734	Investment Advisor	BRAZIL
GRANDPRIX INVESTIMENTOS LTDS	Multiple Portfolios	0,86	0	Investment Advisor	BRAZIL
GRANDPRIX INVESTIMENTOS LTDS	ALB FIA	0,86	10,05	Investment Advisor	BRAZIL
EAGLE CAPITAL S/S LTDA	Multiple Portfolios	0,44	0	Investment Advisor	BRAZIL
EAGLE CAPITAL S/S LTDA	EAGLE MONET MASTER FIA	0,44	2,004	Investment Advisor	BRAZIL
VINCI EQUITIES GESTORA DE REC LT	Multiple Portfolios	0,31	0	Investment Advisor	BRAZIL
VINCI EQUITIES GESTORA DE REC LT	ASG FIA	0,31	2,105	Investment Advisor	BRAZIL

A Senior Solutions é a empresa do Bovespa Mais com a maior quantidade de investidores, 16, seguida pela Nutriplant (NUTR3M), 3, que é única a também possuir investidores *Investment Advisors*. As demais empresas do Bovespa Mais somente são investidas por *Holdings*, pelo BNDES ou por pessoas físicas. A média do grupo é 4,50 investidores por empresa.

<sup>2</sup> Fonte: Bloomberg

O mesmo acontece com os grupos 5 e 6 que somente cinco papéis (AGRO3, EALT4, GSHP3, CRDE3, HOOT3) possuem 15 ou mais investidores, tendo em média 7,46.

Nos grupos 2, 3 e 4, empresas que compõe o índice Ibovespa, o número de investidores é muito superior para todas as empresas. Nos três grupos, a média das 13 empresas é de 258,46 investidores. A ação com o menor número de detentores é a LLXL3, 105, e a com o maior número é a BVMF3, 412.

A figura 1 apresenta o Boxplot do número de Investidores por Grupo. Na figura 1 podemos notar que os grupos 2, 3 e 4 possuem média bastante superior à dos grupos 1, 5 e 6.

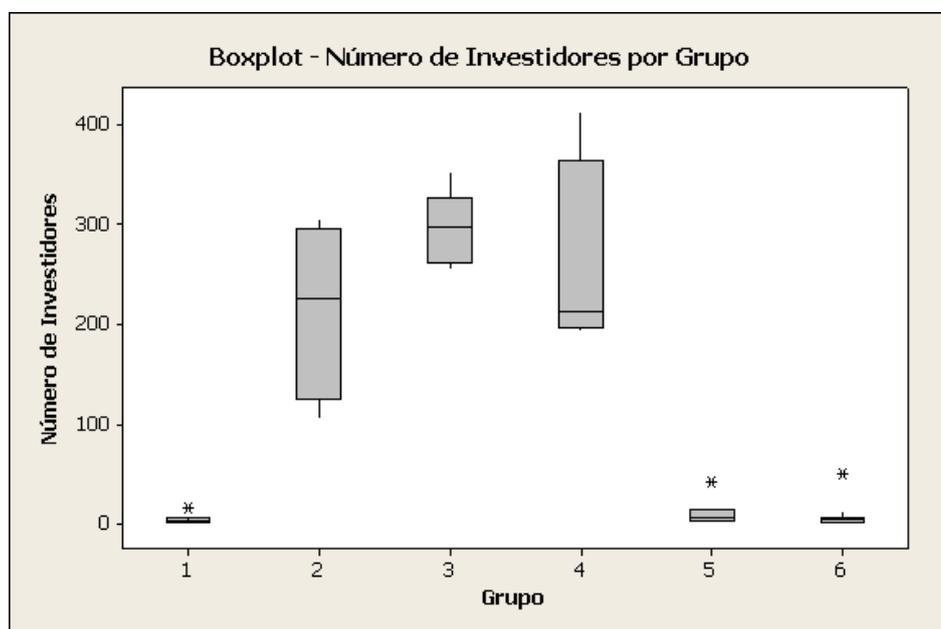


Figura 1- Boxplot - Número de Investidores por Grupo

Estes dados serão utilizados como uma variável resposta do modelo quantitativo da análise e também para a análise qualitativa nas entrevistas com os gestores. Serão analisadas na fase qualitativa instituições financeiras que investem em um grande número de empresas dentre as selecionadas e instituições que não o fazem, a fim de entender suas razões para investir ou não nos ativos que compõe os grupos.

Contudo, a segunda etapa da coleta de dados possibilita afirmar que as empresas que compõe o Ibovespa, independentemente de sua receita, que em média também é superior à dos demais grupos, atraem uma quantidade maior de investidores.

## A Consolidação dos Dados

Os dados dos acionistas de cada empresa foram consolidados em uma única planilha de forma a facilitar a identificação dos principais acionistas do grupo de 59 ativos do estudo. Esta consolidação foi feita em duas fases.

A primeira fase foi feita para seis grandes instituições financeiras. Estas instituições por estarem entre as maiores instituições que disponibilizam fundos de investimentos no Brasil, são fundamentais para o estudo devido a quantidade de fundos e suas diferentes variedades. As seis instituições são: Banco do Brasil, Banco Bradesco, Banco Itaú Unibanco, Banco Santander, Banco HSBC e Banco Votorantim. Em termos de patrimônio líquido, os três primeiros são, respectivamente os maiores gestores de fundos de investimento do País<sup>3</sup>. Santander e HSBC vem em seguida, na quinta e sexta posição e o Votorantim, décimo terceiro. Assim, para esta fase, a consolidação foi feita no nível dos fundos de investimento destas instituições.

Este nível de detalhamento foi adotado por duas razões principais. Primeiramente, para uma análise quantitativa, é possível ranquear quais fundos de investimento destas instituições possuem a maior parte em termos percentuais de suas carteiras, investidas nos papéis do estudo. Assim, é possível identificar padrões das instituições e padrões nos fundos, com o intuito de compreender se há uma categoria específica de fundos que investem nas médias empresas analisadas. A segunda razão é que a partir destes ranking e dos possíveis padrões identificados, a análise qualitativa será direcionadas a estas empresas tendo como base levando as informações coletadas, de maneira a compreender as razões para determinado fundo investir ou não nas empresas e quais são suas diferentes estratégias que levam ao investimento.

A segunda fase da consolidação foi feita para todos os investidores de todas as empresas, em um menor nível de detalhamento. Somente foram consolidadas as participações das instituições nas ações das médias empresas, sem o detalhamento dos fundos de investimento que contém o percentual investido. Esta consolidação permite observar quais são as instituições que mais investem nas empresas do grupo e quais não investem e ordená-las.

---

<sup>3</sup> Fonte: Com Dinheiro

Este ranking de número de empresas investidas será base para a seleção das instituições analisadas na segunda rodada da análise qualitativa, onde serão identificadas *assets* com padrões de investimento nas empresas do grupo e que não participaram da primeira rodada. Posteriormente, será feito o mesmo detalhamento da primeira fase da consolidação de dados, na terceira etapa, para que a análise siga o mesmo modelo da fase anterior.

## Ranking de Fundos – Instituições Seleccionadas

A primeira fase da consolidação de dados possibilitou a elaboração de um ranking de Fundos de Investimento que investem em médias empresas. A tabela 8 apresenta os vinte fundos, melhores ranqueados, em participação das médias empresas do estudo em suas carteiras.

Os fundos foram classificados segundo a ANBIMA. A associação classifica os fundos em 14 categorias e em subcategorias, tipos. Para os fundos analisados, a categoria principal é Ações (com 18 representantes) e dentro desta existem 11 tipos. A categoria Previdência completa o ranking com dois representantes. Podemos notar na tabela 8 que é possível identificar um grande número de Fundos de Classe – Ações *Small Caps*. Nos vinte fundos do ranking, dez pertencem a classe Ações *Small Caps*. Desta forma, é possível identificar um primeiro padrão nos fundos que investem nas médias empresas brasileiras.

Segundo a ANBIMA, Fundos de Investimento em Ações Small Caps são fundos cuja carteira investe no mínimo 90% em ações de empresas que não estejam incluídas entre as 25 maiores do IBRX – Índice Brasil. Assim, são ações de empresas com relativa baixa e média capitalização. “As small caps são ações de empresas de pequena capitalização, possuindo alta volatilidade com um teor mais arriscado que as empresas maiores e mais conhecidas, por isso tem uma expectativa de maior prêmio de risco”. (ROJO; SOUSA, 2012).

Tabela 8 - Vinte carteiras com maior participação nas empresas analisadas para as seis instituições financeiras da primeira fase da consolidação<sup>4</sup>

Gestora	Fundo	% Carteira	Classe ANBIMA*
HSBC GESTAO DE RECURSOS LTDA	PREVIDENCIA B FIA	54,818	Previdência Ações
ITAU UNIBANCO SA	FIA SML 4	39,777	Ações Small Caps
BB GESTAO DE RECURSOS DTVM SA	BB TOP ACOES CONSTRUCAO CIVIL FIA	38,076	Ações Setoriais Livre
ITAU UNIBANCO SA	ITAU CELI ACOES FI	29,519	Ações Livre
BB GESTAO DE RECURSOS DTVM SA	BB TOP ACOES SMALL CAPS FI	26,956	Ações Small Caps
ITAU UNIBANCO SA	ITAU INDEX ACOES SMALL CAP	26,930	Ações Small Caps
BB GESTAO DE RECURSOS DTVM SA	BRASILPREV TOP PLUS FIA	26,391	Previdência Ações
SANTANDER BRASIL ASSET MGMT DTVM	REAL SMALL CAP FIA	25,680	Ações Small Caps
BB GESTAO DE RECURSOS DTVM SA	BB SML 1 FIA	25,658	Ações Small Caps
VOTORANTIM ASSET MGMT DTVM LTD	FIA SML 5	24,330	Ações Small Caps
ITAU UNIBANCO SA	ITAU SELECAO ACOES FIA	19,962	Ações Small Caps
ITAU UNIBANCO SA	Small Cap Valuation FI em Acoes	19,916	Ações Small Caps
SANTANDER BRASIL ASSET MGMT DTVM	ASGARD FIA	19,884	Ações Livre
HSBC GESTAO DE RECURSOS LTDA	HSBC FIA SMALL CAPS MASTER	19,832	Ações Small Caps
SANTANDER BRASIL ASSET MGMT DTVM	SANTANDER FI INFRAESTRUTURA MASTER ACOES	19,653	Ações Setoriais Livre
SANTANDER BRASIL ASSET MGMT DTVM	SANTANDER FI RENDA DIVIDENDOS ACOES	19,161	Ações Dividendos
SANTANDER BRASIL ASSET MGMT DTVM	SANTANDER FI DIVIDENDOS TOP ACOES	19,149	Ações Dividendos
HSBC GESTAO DE RECURSOS LTDA	HSBC FI De Acoes Small Caps	17,878	Ações Small Caps
BB GESTAO DE RECURSOS DTVM SA	BB TOP ACOES MULTISSETORIAL ATIVO FI	17,834	Ações Setoriais Livre
ITAU UNIBANCO AS	ITAU FENIX ACOES-FUNDO DE INVESTIMENTO	17,716	Ações Livre

A segunda classe ANBIMA mais frequente são: Ações Setoriais Livre e Ações Livre. A primeira é composta por fundos que investem em empresas pertencentes a um mesmo setor ou conjunto de setores afins da economia. A Segunda é composta por fundos de ações abertos que não se enquadram em nenhum dos dez demais tipos da categoria. Ambas classes possuem três representantes entre os 20 fundos com maior participação.

As classes Ações Dividendos e Previdência Ações completam os 20 fundos, com dois representantes cada. A primeira, segundo a ANBIMA, é relativa a fundos cuja carteira investe em ações com histórico de *dividend yield* consistente ou que apresentem perspectivas. A segunda, é a única classe que se difere de categoria das demais. Previdência Ações é um tipo da categoria de previdência e são fundos que são compostos por no mínimo 67% da carteira em ações a vista, bônus ou recibos de subscrição, certificados de depósito em ações, cotas em fundos de ações ou em índice de ações e BDR's<sup>5</sup>, classificados como nível II e III.

\* Fonte: Com Dinheiro

<sup>5</sup> BDR's – *Brazilian Depositary Receipts* – Ações de empresas estrangeiras negociadas no Brasil.

Assim, diferentemente da hipótese inicial de que os Fundos de Previdência seriam os maiores interessados nas médias empresas e que consequentemente seriam os maiores investidores, pudemos notar que os fundos que contém maior parte de suas carteiras em ações das empresas analisadas são os fundos de Ações, em especial os de tipo *Small Caps*. Vale ressaltar que tal conclusão não tira a relevância dos fundos de Previdência para o estudo. Devido ao horizonte de longo prazo, as ações das médias empresas, nestes fundos, podem contribuir, mesmo que em um porcentual menor, para a criação de carteiras eficientes, reduzindo o risco da mesma. Além disso, a comparação de fundos de previdência com fundos específicos para ações de pequenas captações, que em geral são as analisadas, neste sentido, é enviesada.

## Ranking Instituições – Maiores Investidores

A segunda fase da consolidação de dados permitiu a elaboração de rankings de instituições financeiras por número de empresas investidas. O primeiro considera todos os grupos do estudo. As 33 instituições com a maior número de empresas investidas são apresentadas na tabela 9.

Tabela 9 - Instituições Financeiras com o maior número de empresas investidas - Todos os Grupos

Instituição Financeira	País	Nº Invest	Instituição Financeira	País	Nº Invest
BB GESTAO DE RECURSOS DTVM SA	Brasil	20	BLACKROCK GROUP LIMITED	Inglaterra	13
DIMENSIONAL FUND ADVISORS LP	EUA	17	SCHRODER INVEST MGMT BRASIL LTD	Brasil	13
BLACKROCK FUND ADVISORS	EUA	15	BRAM BRADESCO ASSET MGMT LTD	Brasil	13
BTG PACTUAL GLOBAL ASSET MGMNT	Bermudas	15	UNIBANCO ASSET MANAGEMENT	Brasil	13
CAIXA ECONOMICA FEDERAL	Brasil	14	BLACKROCK BRASIL GESTORA DE INV	Brasil	13
BTG PACTUAL WM GESTAO DE RECURSO	Brasil	14	HSBC GESTAO DE RECURSOS LTDA	Brasil	13
BRASIL PLURAL GESTAO DE RECURSOS	Brasil	14	WESTERN ASSET MANAGEMENT CO DTVM	Brasil	13
ITAU UNIBANCO SA	Brasil	14	BBM I GESTAO DE RECURSOS LTDA	Brasil	13
CSHG ASSET MGMT SA	Brasil	14	XP GESTAO DE RECURSOS LTDA	Brasil	13
MAUA INVESTIMENTOS LTD	Brasil	14	MERCATTO GESTAO DE RECURSOS SC L	Brasil	13
VANGUARD GROUP INC	EUA	14	BANCO JP MORGAN SA/BRAZIL	Brasil	13
JGP GESTAO DE RECURSOS LTDA	Brasil	13	FAPES DO BNDES	Brasil	13
SPARTA ADMINISTRADORA DE RECURSO	Brasil	13	FUNDACAO CESP	Brasil	13
MURANO INV GESTAO DE REC	Brasil	13	FLEXSHARES TRUST	EUA	13
VOTORANTIM ASSET MGMT DTVM LTD	Brasil	13	ORAMA DISTRIBUIDORA DE TITULOS E	Brasil	13
BANCO BTG PACTUAL SA	Brasil	13	VINCI EQUITIES GESTORA DE REC LT	Brasil	13
SANTANDER BRASIL ASSET MGMT DTVM	Brasil	13			

Podemos notar na tabela 9 que grande parte das instituições são brasileiras. Há ainda, quatro norte-americanas, uma inglesa e uma bermudiana. Por motivos geográficos, estas empresas serão desconsideradas na análise qualitativa. Entre as brasileiras, estão as seis selecionadas consideradas

na primeira fase da análise. As demais instituições, apresentadas, ou que, mesmo não estando entre as 33 maiores, caso invistam em mais de 15% dos papéis analisados, nove ações, serão consideradas na segunda fase da análise qualitativa.

Um segundo ranking com base na segunda fase da consolidação dos dados e que também contribuirá na seleção das instituições analisadas na segunda fase da pesquisa qualitativa é o do número de empresas investidas pela instituição, porém agora somente considerando o grupo 1, empresas do Bovespa Mais, das médias empresas selecionadas. A tabela 10 apresenta as 11 gestoras de recursos com maior quantidade de empresas do grupo 1 investidas.

*Tabela 10 - Gestoras de recursos com o maior número de empresas investidas - Grupo 1*

Instituição Financeira	País	N° Investidas
FAMA INVESTIMENTOS LTD	Brasil	2
BB GESTAO DE RECURSOS DTVM SA	Brasil	1
VOTORANTIM ASSET MGMT DTVM LTD	Brasil	1
VINCI EQUITIES GESTORA DE REC LT	Brasil	1
EAGLE CAPITAL S/S LTDA	Brasil	1
UNA CAPITAL LTDA	Brasil	1
LEBLON EQUITIES GESTAO DE RECURS	Brasil	1
KONDOR ADMIN E GESTORA DE REC FI	Brasil	1
ARGUCIA CAPITAL GESTAO DE RECURS	Brasil	1
TEMPO CAPITAL GESTAO DE RECURSOS	Brasil	1
GRANDPRIX INVESTIMENTOS LTDS	Brasil	1

A tabela mostra que duas das seis instituições da primeira rodada de entrevistas investem nas empresas do Bovespa Mais. Todas as instituições deste ranking são brasileiras.

A consideração destas, mesmo que o número de investidas por estas não seja superior a 15%, para a segunda etapa é relevante ao estudo pois possibilitará a análise da percepção do mercado de acesso sob a ótica de um gestoras que investem em empresas deste mercado. Assim, será possível verificar se há uma razão especial para o investimento,

## Análise Quantitativa

A análise quantitativa procurou verificar quais variáveis, além da receita, possuem poder de explicação na quantidade de investidores institucionais nas ações observadas. O modelo do estudo buscou explicar as variações no número de investidores – variável dependente – em função das seguintes variáveis, relativas às hipóteses teóricas do estudo:

$NINVEST = f(RL, BMAIS, IBOV, ROE, DY, LPA, BETA, VOLUME, VLRMER)$ , onde:

NINVEST – Número de Investidores no ativo;

RL – Receita líquida operacional no ano de 2012;

BMAIS (Dummy) – Participação no Bovespa Mais, sendo 1 para participa;

IBOV (Dummy) – Participação na composição do índice Ibovespa, sendo 1 para participa;

ROE – *Return on Equity* – Retorno sobre o patrimônio líquido no ano de 2012

DY – *Dividend Yield* – Rentabilidade dos dividendos em relação ao preço da ação no ano de 2012

LPA – Lucro por Ação no ano de 2012

BETA – Variável representante de risco do CAPM<sup>6</sup>

VOLUME – Volume negociado na bolsa nos dias úteis de 2012

VLRMER – Valor de mercado da empresa no ano de 2012

Estas variáveis foram selecionadas por se relacionarem com as hipóteses teóricas expostas no plano da pesquisa. A hipótese principal de que as médias empresas, categorizadas por sua receita operacional líquida, não atraem investidores institucionais e portanto não estão presentes nos fundos de investimento brasileiros, será testada através da variável “RL”. A hipótese relativa ao retorno, de que as médias empresas não apresentam um retorno atrativo e por esta razão não são investidas, será testada pelas variáveis “ROE”, “DY” e “LPA”. A hipótese de que o risco destas empresas é muito elevado, não compensando o retorno, e desta forma não são investidas, será testada pela variável de risco do CAPM “BETA”. Em relação a falta de liquidez das ações das médias empresas como razão para o pequeno número de investidores, será utilizada a variável “VOLUME”. Finalmente, em relação ao volume financeiro destas empresas no mercado, que, sendo muito pequeno não compensaria o investimento, será utilizada a variável “VLRMER”. As variáveis Dummy “BMAIS” e “IBOV”

---

<sup>6</sup> CAPM – *Capital Asset Price Model*. Ver: SHARPE, W. F. Capital Asset prices: a theory of Market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, v. 19, p. 425-442, 1964

testarão se a participação no mercado de acesso ou no índice Ibovespa tem influência no número de investidores das ações analisadas.

## Dados utilizados

Os dados utilizados para a análise quantitativa foram adicionados às receitas operacionais líquidas utilizadas na definição das empresas e categorização dos grupos. Os dados para as 59 ações foram coletados na plataforma “Com Dinheiro” para o ano de 2012.

Foram feitas duas modificações nos dados de maneira a facilitar o entendimento do modelo e garantir a eficiência deste. A variável “VLRMER” foi modificada extraíndo-se o logaritmo natural do valor de mercado coletado, mesmo método utilizado por Fama e French (1992) e Nagano, Merlo e Silva (2003). A mesma modificação foi feita para a variável “VOLUME”.

## Modelo de regressão e Hipóteses

Foi utilizado um modelo de regressão múltipla no qual as variáveis independentes, explicativas, foram utilizadas para explicar o comportamento da variável dependente, número de investidores no ativo. Os resultados e a eficiência do modelo foram testados a partir do coeficiente de determinação ( $r^2$ ) ajustado e o quociente F para testar se o coeficiente de determinação é estatisticamente maior do que zero e portanto a variável dependente é melhor explicada pelo modelo do que pela média. Foram testados, através do teste-T, os coeficientes das variáveis individualmente para saber se estes são estatisticamente significantes. Foram utilizados níveis de significância de 10% para todas as variáveis.

A principal hipótese testada é a seguinte:

**H<sub>0,p</sub>** Não foi possível encontrar uma relação positiva entre a receita líquida operacional e a quantidade de investidores nas ações analisadas

**H<sub>A,p</sub>** Foi possível encontrar uma relação positiva entre a receita líquida operacional e a quantidade de investidores nas ações analisadas

Foram testadas ainda as seguintes hipóteses, relativas as hipóteses teóricas apresentadas no plano de pesquisa e às variáveis utilizadas no modelo de regressão múltipla:

**H<sub>0,1</sub>** Não foi possível encontrar uma relação positiva entre o retorno sobre patrimônio líquido e a quantidade de investidores nas ações analisadas

**H<sub>A,1</sub>** Foi possível encontrar uma relação positiva entre o retorno sobre patrimônio líquido e a quantidade de investidores nas ações analisadas

**H<sub>0,2</sub>** Não foi possível encontrar uma relação positiva entre a rentabilidade dos dividendos em relação ao preço da ação e a quantidade de investidores nas ações analisadas

**H<sub>A,2</sub>** Foi possível encontrar uma relação positiva entre a rentabilidade dos dividendos em relação ao preço da ação e a quantidade de investidores nas ações analisadas

**H<sub>0,3</sub>** Não foi possível encontrar uma relação positiva entre o lucro por ação e a quantidade de investidores nas ações analisadas

**H<sub>A,3</sub>** Foi possível encontrar uma relação positiva entre o lucro por ação e a quantidade de investidores nas ações analisadas

**H<sub>0,4</sub>** Não foi possível encontrar uma relação positiva entre o beta da ação e a quantidade de investidores nas ações analisadas

**H<sub>A,4</sub>** Foi possível encontrar uma relação positiva entre o beta da ação e a quantidade de investidores nas ações analisadas

**H<sub>0,5</sub>** Não foi possível encontrar uma relação positiva entre o volume negociado na bolsa e a

quantidade de investidores nas ações analisadas

**H<sub>A,5</sub>** Foi possível encontrar uma relação positiva entre o volume negociado na bolsa e a quantidade de investidores nas ações analisadas

**H<sub>0,6</sub>** Não foi possível encontrar uma relação positiva entre o valor de mercado e a quantidade de investidores nas ações analisadas

**H<sub>A,6</sub>** Foi possível encontrar uma relação positiva entre o valor de mercado e a quantidade de investidores nas ações analisadas

**H<sub>0,7</sub>** Não foi possível encontrar uma relação positiva entre a participação no Bovespa Mais e a quantidade de investidores nas ações analisadas

**H<sub>A,7</sub>** Foi possível encontrar uma relação positiva entre a participação no Bovespa Mais e a quantidade de investidores nas ações analisadas

**H<sub>0,8</sub>** Não foi possível encontrar uma relação positiva entre a participação no Ibovespa e a quantidade de investidores nas ações analisadas

**H<sub>A,8</sub>** Foi possível encontrar uma relação positiva entre a participação no Ibovespa e a quantidade de investidores nas ações analisadas

## As Regressões e a Correlação das variáveis

Os resultados da regressão múltipla com todas as variáveis é apresentado na tabela 11. Podemos notar que o modelo em geral apresenta um bom poder de explicação para o número de investidores das empresas analisadas, com um coeficiente de determinação ajustado de 87,1%. Porém, podemos notar que em relação aos coeficientes individualmente, a uma significância de 10%, não há evidências estatísticas que rejeitem a hipótese nula para as todas as variáveis com exceção da variável “DY”.

Tabela 11 - Resultados da Regressão Múltipla com todas as variáveis

Variável	Coef.	Desvio Pad.	Teste-T	Probab.
Constante	-189,8000	109,6000	-1,73	0,104
RL	0,0000	0,0000	-0,94	0,36
BMAIS	12,7800	56,6400	0,23	0,825
IBOV	107,5400	62,6200	1,72	0,106
ROE	0,0130	0,4441	0,03	0,977
DY	36,3500	15,2600	2,38	0,031
LPA	7,7530	6,3290	1,22	0,239
BETA	-38,5800	32,6100	-1,18	0,255
VOLUME	13,6400	12,8600	1,06	0,306
VLRMER	6,4700	12,2200	0,53	0,604
r <sup>2</sup>	0,92	<b>Estatística F</b>		19,07
r <sup>2</sup> Ajustado	0,871	<b>Probabilidade</b>		0

Desta forma, realizou-se a eliminação das variáveis com a maior probabilidade de não terem significância estatística, uma a uma, e o modelo foi testado novamente, até que todas as variáveis restantes possuíssem significância ao nível de 10%. O resultado do teste é apresentado na tabela 12.

Tabela 12 - Resultado da Regressão Múltipla para as variáveis estatisticamente significantes ao nível 10%

Variável	Coef.	Desvio Pad.	Teste-T	Probab.
Constante	-103,7700	50,900	-2,04	0,048
IBOV	172,7600	37,590	4,6	0,000
VOLUME	11,0470	4,954	2,23	0,032
r <sup>2</sup>	0,89	<b>Estatística F</b>		153,41
r <sup>2</sup> Ajustado	0,884	<b>Probabilidade</b>		0

Podemos notar, que muitas das variáveis consideradas na hipótese teórica foram eliminadas por não serem estatisticamente significante no primeiro modelo de regressão. O modelo final é uma função da variável dummy “IBOV” e da variável “VOLUME” com coeficiente de determinação ajustado de 88,4%. Assim, segundo este modelo, há uma forte correlação positiva entre o número de

investidores de uma empresa e a sua participação no índice Ibovespa e também o volume negociado da ação na bolsa.

Devido à natureza dos dados, o modelo mostra-se enviesado. As ações coletadas do índice Ibovespa, na fase da consolidação dos dados já se mostraram com um número bastante superior de investidores do que as outras empresas e caso haja correlação entre esta variável dummy e as demais variáveis, a presença da variável “IBOV” pode estar ofuscando a importância das outras variáveis na explicação do número de investidores de uma ação de média empresa. A correlação entre as variáveis do modelo inicial é apresentada na tabela 13.

Tabela 13 - Correlação entre as variáveis do modelo original

	NINVEST	RL	BMAIS	IBOV	ROE	DY	LPA	BETA	VOLUME	VLRMER
NINVEST	1									
RL	0,8448	1								
BMAIS	-0,1801	-0,1592	1							
IBOV	0,9429	0,8586	-0,1826	1						
ROE	0,0718	0,0757	0,0398	0,0703	1					
DY	0,0434	0,0727	-0,1201	0,0191	0,0797	1				
LPA	-0,0005	-0,0054	-0,0313	-0,0065	0,3466	0,2744	1			
BETA	-0,0572	-0,1229	-0,1212	-0,0309	0,1684	-0,1444	-0,6458	1		
VOLUME	0,9102	0,7931	-0,1730	0,9237	0,1250	-0,0664	-0,0426	0,1283	1	
VLRMER	0,8037	0,6831	-0,1222	0,7928	-0,0226	0,4668	0,4369	-0,2580	0,9277	1

Podemos notar na tabela 13 que a variável “IBOV” tem uma forte correlação positiva com as variáveis independentes “RL”, “VOLUME” e “VLRMER”. Desta forma, foi testado um novo modelo de regressão, agora sem esta variável. Os resultados do segundo modelo de regressão são apresentados na tabela 14.

Na tabela 14, não podemos notar diferenças flagrantes entre este modelo sem a variável “IBOV” e o apresentado na tabela 11. Novamente, o modelo apresenta-se estatisticamente significativo, porém com variáveis que individualmente não o são. As únicas variáveis que são estatisticamente significantes no modelo são “DY” e “VOLUME”. Novamente, isto pode ser explicado pela correlação forte entre uma das variáveis explicativas do modelo com outras de mesma natureza. Assim, na regressão múltipla perde-se a significância estatística destas variáveis devido a esta correlação.

Tabela 14 - Resultados da Regressão Múltipla com todas as variáveis, exceto a “IBOV”

Variável	Coef.	Desvio Pad.	Teste-T	Probab.
<b>Constante</b>	-329,2300	77,9800	-4,22	0,001
<b>RL</b>	-0,0000075	0,0000	-0,26	0,801
<b>BMAIS</b>	36,2400	58,2200	0,62	0,542
<b>ROE</b>	0,2036	0,4554	0,45	0,661
<b>DY</b>	29,9900	15,6800	1,91	0,74
<b>LPA</b>	8,6280	6,6820	1,29	0,215
<b>BETA</b>	-28,8700	34,0200	-0,85	0,409
<b>VOLUME</b>	24,7000	11,8000	2,09	0,053
<b>VLRMER</b>	7,7900	12,9200	0,6	0,555
<b>r<sup>2</sup></b>	0,904	<b>Estatística F</b>		18,8
<b>r<sup>2</sup> Ajustado</b>	0,856	<b>Probabilide</b>		0

Ainda assim, é possível notar também a variável dependente tem uma forte correlação positiva com as variáveis “RL”, “IBOV”, “VOLUME” e “VLRMER”, fazendo com que neste teste, as hipóteses teóricas relativas à Receita, volume financeiro e liquidez, tenham relevância.

### Conclusões da Análise Quantitativa

Nesta primeira fase da pesquisa, já foram possíveis algumas conclusões empíricas, que foram apresentadas no texto escrito até o momento, como o fato de que as empresas dos grupos 2,3 e 4, empresas que compõe o Ibovespa, tem um número consideravelmente maior de investidores do que as dos demais grupos, e que tanto as empresas do Bovespa Mais quanto as que somente são listadas e que possuem receita operacional líquida inferior a R\$ 200 milhões tem poucos investidores, em especial institucionais, e desta forma, encontram-se em poucos fundos de investimento.

Foi possível concluir também, que a principal classe ANBIMA dos fundos que investem nas médias empresas analisadas é a categoria Ações de tipo Small Caps, que no ranking dos 20 fundos com carteira composta pelo maior percentual pelas empresas analisadas, foi representada por 50% dos fundos de investimento.

Por fim, foram identificadas as instituições financeiras que mais investem nas médias empresas analisadas e também as instituições que investem nas empresas do Bovespa Mais.

## Análise Qualitativa

A análise qualitativa analisa os investimentos em médias empresas por gestoras de recursos brasileiras objetivando identificar semelhanças estratégicas em grupos de gestoras e em produtos das mesmas que justifiquem a opção de investimento, ou não, nas médias empresas. Assim, espera-se compreender tendo como base aspectos qualitativos das gestoras, o comportamento das mesmas ante às empresas dos grupos analisados.

Assim, dentre as gestoras relevantes identificadas na coleta de dados, fez-se necessária a criação de grupos para a identificação de padrões. Dadas as hipóteses teóricas do estudo, são relevantes três grupos.

### Os Grupos de Instituições Financeiras

Inicialmente grandes gestoras com grande quantidade e variedade de fundos de investimento que possuem posições relevantes nas 59 empresas analisadas. Estas possibilitaram identificar em quais produtos as médias empresas estão inseridas e se estes são específicos para tal categoria de empresa, bem como se a participação destas é relevante no contexto geral ou somente no contexto de diversificação. Estas, formaram o Grupo 1.

Foram identificadas gestoras com investimentos relevantes nas empresas dos grupos 1 (Bovespa Mais) e 5 e 6 (empresas com faturamento segundo os critérios de Brau e Fawcett, 2006). Estas gestoras são de fundamental relevância para o estudo pois estas possuem características que tornam as médias empresas estudadas bastante relevantes às suas estratégias de investimento. Assim, por meio destas, poderemos compreender se existe alguma estratégia ou concepção específica que favorece a inclusão de médias empresas em fundos de investimento e quais os objetivos destas em termos de resultados aos seus clientes. Estas gestoras formaram o Grupo 2.

Ademais, outro grupo relevante são o de grandes instituições financeiras no cenário nacional e internacional que não investem em nenhuma empresa dos Grupos 1, 5 e 6 ou que ainda não investem em nenhuma das 59 empresas analisadas. Seria esperado que estes gestores, devido ao tamanho e quantidade de fundos, investissem em certa quantidade de médias empresas, principalmente as dos grupos 2, 3 e 4, participantes do índice Ibovespa. Ainda assim, foi possível identificar e constituir um grupo de grandes instituições com este comportamento em relação às médias empresas. Este grupo é relevante para o estudo pois relaciona-se com a hipótese principal do mesmo de que instituições

financeiras não investem em médias empresas e portanto não existem opções sólidas de fundos de investimento com este tipo de empresa em sua constituição.

Os grupos são apresentados na tabela 15.

*Tabela 15 - Grupos de Instituições Financeiras*

<b>GRUPO 1 - Grandes Instituições</b>
ITAU UNIBANCO SA
VOTORANTIM ASSET MGMT DTVM LTD
SANTANDER BRASIL ASSET MGMT DTVM
BRAM BRADESCO ASSET MGMT LTD
HSBC GESTAO DE RECURSOS LTDA
<b>GRUPO 2 - Participações Relevantes</b>
FAMA INVESTIMENTOS LTD
KONDOR ADMIN E GESTORA DE REC FI
UNA CAPITAL LTDA
ARBELA INVESTIMENTOS LTDA
FATOR ADMINISTRACAO DE RECURSOS
<b>GRUPO 3 - Participações pouco significativas</b>
BANCO SAFRA S A
CREDIT SUISSE BRASIL DTVM SA
BANCO JP MORGAN SA/BRAZIL
BANCO CITIBANK SA
GOLDMAN SACHS ASSET MGMT BRASIL

. Os grupos serão analisados individualmente, expondo as empresas e os produtos delas que contém as médias empresas às hipóteses teóricas do estudo com o intuito de analisar o problema de pesquisa segundo as mesmas.

## Grupo 1 – Grandes Instituições

Este grupo é composto por cinco das maiores instituições financeiras que atuam no Brasil. Juntas, segundo dados levantados para este estudo, são 299 fundos de investimento que contém algum percentual de alguma empresa das 59 analisadas. Estes fundos diferem em tamanho, tipo e estratégia, bem como nas médias empresas investidas. Sua maioria investe prioritariamente nas empresas que constituem o índice Ibovespa.

O Itau Unibanco tem 12,35% de sua carteira de fundos constituída por empresas entre as 59 analisadas. A instituição investe em 14 empresas das quais apenas 1 não pertence ao índice Ibovespa. Esta empresa é a de Ticker SOND5 e a participação de 0,06% no ativo desta faz parte da carteira do fundo FIELDS FIM INV NO EXTERIOR, fundo Multimercado. As empresas do índice Ibovespa estão distribuídas em 85 fundos, com destaque para 6 colocações no ranking de 20 fundos cuja carteira é mais composta por médias empresas. Os fundos, FIA SML 4 e ITAU CELI AÇÕES FI são respectivamente o 2º e 4º com 36,77% e 29,52%. A classe ANBIMA que é mais presente é a de Small Caps, em 4 dos 6 fundos.

O Banco Bradesco (BRAM) tem 6,46% de sua carteira de fundos constituídas pelas médias empresas deste estudo, investindo em 13 das 59 empresas das quais todas pertencem aos grupos de empresas que constituem o Ibovespa. Os investimentos estão divididos em 62 fundos que não aparecem no ranking dos 20 fundos com maior composição de carteira por médias empresas. Entre os 62 fundos, 12 tem mais do que 10% de sua carteira composta por médias empresas, com destaque para o fundo BRADESCO FIA FUNDAMENTO que tem 17,24% de sua carteira composta por empresas entre as analisadas.

O Santander Brasil tem 4,7% da sua carteira de fundos constituídas pelas empresas analisadas e investe em 13 empresas, todas pertencentes aos grupos de empresas que constituem o Ibovespa. Nestas não há investimentos significativos que possibilitariam uma estratégia de gestão ativa nas empresas. Os ativos estão distribuídos em 36 fundos dos quais cinco fazem parte do ranking de maior porcentual da carteira investida em médias empresas. Estes são de três categorias, Ações Small Caps, Ações dividendos e Ações setoriais.

O banco Votorantim tem 4,11% da sua carteira de fundos constituídas pelas empresas analisadas e investe em 13 empresas, das quais 1 pertence ao BovespaMais. O investimento na empresa Senior Solution representa 4,52% do capital da mesma e compõe 3,21% da carteira do fundo FIA VOTORANTIM VISION, fundo de classe Small Caps. As demais empresas são distribuídas entre os fundos do banco que representam um número significativamente inferior aos demais representantes deste grupo, 18 fundos.

O HSBC Brasil tem 4,25% de sua carteira de fundos constituídas por 13 das 59 empresas analisadas. Estes investimentos estão distribuídos entre 41 fundos, dos quais apenas 1, HSBC FIA

SMALL CAPS MASTER está presente no ranking de 20 maiores composições de carteira, com 19,832%. As 13 investidas pertencem somente aos grupos de empresas que compõe o Ibovespa.

Podemos notar que neste grupo, as grandes instituições optam por investimentos em empresas mais consolidadas. Somente duas instituições investem em empresas que não estão nos grupos do Ibovespa e estas instituições investem em apenas uma empresa cada, diferentes entre si. Assim, não podemos identificar um padrão de investimento nas médias empresas que não fazem parte do Ibovespa. Desta forma, as posições destas instituições que mais investem nas médias empresas do estudo se restringem a empresas já consolidadas no mercado que tem maior liquidez. As opções de médias empresas de capital aberto listadas que diferem destas não atraem a atenção das grandes instituições. Considerando as empresas que são investidas, podemos notar que estas o são para prioritariamente compor fundos da classe ANBIMA Ações Small Caps, porém a mesma compõe também outros fundos de ações focados em dividendos e em fundos de ações de estratégia livre.

## Grupo 2 – *Assets* independentes com participações relevantes

Este grupo é composto por instituições financeiras de menor porte que possuem investimentos relevantes nas empresas analisadas, em especial as pertencentes aos grupos 1 (BovespaMais), 5 e 6. Foram identificadas nestas cinco instituições investimentos semelhantes em empresas pouco investidas. Assim, poderemos entender as razões qualitativas, ligadas a cultura e estratégia para os investimentos. Serão destacados os investimentos que despertaram interesse pela asset e posteriormente uma análise comparativa das mesmas será feita.

A FAMA Investimentos é a maior investidora do Bovespa Mais em números, investindo em duas das seis empresas. A gestora investe na Nutriplant e na Senior Solutions, representando, respectivamente 2,21% e 2,37% da capitalização das empresas. Embora a participação não seja alta, os ativos fazem parte da carteira de dois fundos, o SÃO FERNANDO VI FIA e o FAMA FUTUREVALUE MASTER FI DE AÇÕES. A Sênior compõe 7,9% do último. Na Lâmina deste fundo podemos encontrar a estratégia da gestora na concepção do mesmo: “fundo que aloca recursos em empresas de pequeno porte (micro caps) listadas na Bovespa com ótimas perspectivas operacionais e com alto potencial de valorização para compor alternativas únicas de investimento. O fundo tem um horizonte de investimento de longo prazo, o que leva a uma estreita relação com os administradores das empresas investidas, inclusive com participações nos conselhos fiscais das mesmas, além de buscar agregar valor junto a elas através de iniciativas de boas práticas de

governança corporativa”. Esta estratégia de gestão ativa e *Value Investing* é bastante interessante dadas as empresas analisadas devido ao seu porte. Ademais, tal estratégia é bastante aderente ao Missão da Asset de identificar a partir de critérios fundamentalistas, empresas com enorme potencial de valorização de longo prazo para compor alternativas de investimento. Ademais, a FAMA investe ainda em uma empresa do grupo 6 a FIBAM, com uma participação de 19% na sua carteira, divididas nestes mesmos dois fundos.

A Kondor investe em 6 das 59 empresas analisadas sendo uma delas do grupo 1 BovespaMais. A empresa é a Senior Solutions e a participação da Kondor na mesma é a maior entre todos os investidores da empresa, 11,54% da carteira. Esta grande participação nos permite inferir de que a gestora também procura, com esta posição, uma administração mais ativa. O Investimento é dividido em 4 dos 6 fundos que investem em médias empresas, com destaque para o fundo KONDOR SMALL CAPS INSTITUCIONAL EXCLUSIVO.

A UNA Capital também investe em 6 das 59 empresas sendo uma do grupo 1. Novamente, a Sênior Solutions aparece com uma participação considerável, de 7,92%. Estes divididos em quatro fundos com destaque para o fundo MAINA FIA, 6,2%. A filosofia da empresa também cita investir em ações com potencial de valorização.

A Arbela Investimentos investe em 7 das 59 empresas sendo uma do Grupo 5 (GSHP3, 0,83%), duas do grupo 6 (AGRO3, 0,02%; FBMC4, 18,8%). O grande destaque é para a grande participação na FIBRAM, 18,8%. Esta empresa é a mesma investida em uma porção um pouco inferior pela FAMA. Esta posição semelhante aproxima as duas empresas em termos de estratégia de investimento. Todos os investimentos da ARBELA compõem a carteira de um único fundo de investimento, o ARBELA FIA.

A Fator Investimentos investe em 11 das 59 empresas sendo uma do Bovespa Mais (SNSL3, 0,19%), uma do grupo 5 (GSHP3, 7,07%) e uma do grupo 6 (AGRO3, 5,63%). Os destaques vão para a Senior Solutions que novamente aparece na carteira das empresas deste grupo e para a grande participação na GeneralShopp, empresa investida também pela Arbela. Os investimentos são divididos em 13 diferentes fundos.

Podemos notar neste grupo que os investimentos nas empresas estão relacionados a estratégias de investimento mais ativas com objetivos de longo-prazo em empresas de pequeno porte com potencial de valorização. Estes conceitos são vistos em estratégias de Value Investing. As instituições

procuram investimentos diferentes dos convencionais baseando-se em análises fundamentalistas para avaliar o potencial de crescimento e valorização destas no longo prazo. Nota-se neste grupo uma estratégia diferenciada de investimento. Ainda assim, o número de empresas investidas por estas é muito pequeno, chegando no máximo a três empresas que não encontram-se no grupo das que compõe o Ibovespa.

### Grupo 3 – Grandes instituições com participações pouco significativas

Este grupo é composto por grandes instituições financeiras nacionais e internacionais com atuação no Brasil que investem em poucas médias empresas analisadas, mesmo considerando as que compõe o Ibovespa ou que não investem em nenhuma das 59 empresas. Os motivos que levam uma grande instituição a não investir em uma empresa podem ser de diferentes naturezas, assim a compreensão do mesmo é bastante dificultada.

O Banco Safra investe em 10 empresas das 59, todas dos grupos 2, 3 e 4. O número é próximo ao das grandes instituições apresentadas no grupo 1. A participação destas, porém, é bastante inferior e representa apenas 1,7% da carteira do banco. A participação nos fundos, porém, é semelhante. Desta forma, a diferença na participação é possivelmente proveniente do menor porte dos fundos.

O Credit Suisse também investe em 10 empresas das 59, todas dos grupos 2, 3 e 4, porém novamente, a participação é bastante pequena, 1,3%. Neste porém, a participação nos fundos é igualmente pequena. A instituição não parece considerar as opções disponíveis de médias empresas brasileiras na composição ativa de seus fundos, apenas investimento nas mesmas para diversificação de suas carteiras.

O JP Morgan Brasil investe em 13 das 59 empresas, novamente todas dos grupos 2, 3 e 4 e representam uma participação ainda inferior, 0,8%. O JP Morgan porém é bastante particular pois a instituição se divide em diversos ramos vinculados ao JP Morgan mas que se registram de forma diferente. Assim, existem outras assets, vinculadas, que tem posições diferentes, em menos empresas e em participações mais significativas.

O Goldman Sachs investe em apenas 2 empresas das 59 com uma participação inferior a 0,01%. Este foi considerado como uma instituição que não investe em médias empresas brasileiras, mas a análise qualitativa dos dados mostrou que a situação é bastante semelhante com a do JP Morgan.

Existem outras instituições vinculadas que pertencem ao Goldman Sachs que tem investimentos diferentes nas médias empresas brasileiras.

Por fim, o Citibank investe em apenas 3 empresas com participação de 0,24%. Podemos notar novamente a situação do JP Morgan e do Goldman Sachs. Desta forma o não-investimento não é significado de que as empresas não se adequam as estratégias ou algo semelhante.

Novamente as grandes instituições apresentam investimentos mais consistentes nas empresas que compõe o índice Ibovespa. Ainda assim, nesta situação, por se tratarem de instituições mundiais com diversas ramificações na gestão de ativos vinculadas, a consolidação dos dados torna-se complexa e não se pode afirmar que as empresas de fato não possuem posições relevantes nas empresas analisadas, somente em se tratando da gestora de recursos brasileira

## Conclusão

As opções de médias empresas brasileiras para as gestoras de recursos ainda são bastante limitadas. Por diversos motivos poucas empresas abrem capital e um número ainda menor é ofertada publicamente no mercado.

Ainda assim, as opções existentes são pouco consideradas pelas grandes instituições financeiras. Normalmente apenas empresas mais consolidadas que já constituem o principal índice do mercado brasileiro são investidas e disponibilizadas para seus clientes em fundos de investimento. Podemos notar que em instituições menores a realidade é um pouco diferente. As médias empresas são desejadas em termos de investimento a longo-prazo e neste caso, parte das opções disponíveis no mercado é inserida em fundos de investimento e disponibilizada para clientes. Nesta situação, há uma carência de opções relativa ao baixo número de medias empresas disponíveis que limitam a disponibilização de opções mais sólidas aos investidores.

Desta forma, as hipóteses de que as médias empresas não são interessantes aos investidores é mais forte considerando grandes instituições financeiras, enquanto a hipótese de que há uma carência no mercado financeiro brasileiro de médias empresas disponíveis para serem investidas é mais presente em instituições de menor porte com estratégias de investimento mais específicas.

Ademais, o cenário para as médias empresas brasileiras abrirem capital, para as instituições financeiras constituírem produtos com estes ativos e para clientes investirem em tais produtos é

promissor. Podemos notar neste estudo que já existem fundos cuja composição da carteira por médias empresas é superior a 50%, mesmo que estes estejam ligados a participação das empresas no Ibovespa. Os fundos de ações small caps também ganham importância em um mercado cada vez mais desenvolvido e competitivo. Assim, o desenvolvimento deste mercado e a importância das médias empresas nos fundos de investimento brasileiros tendem a aumentar. Os resultados deste estudo mostraram a importância do índice Ibovespa para a seleção de empresas investidas, assim, a consolidação do Bovespa Mais seria possivelmente alavancada com a implementação de um índice para estas empresas, fomentando nova ofertas públicas iniciais por parte das médias empresas e maiores investimentos nestas por parte das instituições financeiras, contribuindo para o desenvolvimento do mercado.

## Referências bibliográficas

ANTUNES, G. Análise do Efeito tamanho nos retornos das ações de empresas listadas na Bovespa. *Revista Contabilidade Financeira – USP*, n. 40, p. 87-101. 2006

ANBIMA. Classificação ANBIMA de Fundos. Disponível em: < <http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/classificacao-de-fundos/classificacao-anbima-de-fundos/Pages/classificacao.aspx>>.

Acesso em 28 Jan. 2014.

ANUÁRIO ANBIMA; FGV Indústria de fundos de investimento, 2013

ANUÁRIO ANBIMA; FGV Indústria de fundos de investimento, 2014

ARAGÃO, C.; BARROS, P. M. Controle de Riscos em Fundos Multicarteira no Brasil. Disponível em: <<http://www.listaderiscos.com.br>>. Acesso em: 05 de julho 2006.

ASSAF NETO, A. Mercado Financeiro. 8. ed. 2008.

BANZ, R., The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, n.9, p. 3-18. 1981.

BRADLEY, D., JORDAN, B., & RITTER, J. R. The quiet period goes out with a bang. *Journal of Finance*. Vol. 58, p. 1-36. 2003

BRAU, J; FAWCETT, S. E. Initial public offerings: an analysis of theory and practice. *Journal of Finance*. 61. 2006

BRAU, J. C; RYAN, P. A.; DEGRAW, I. Initial public offerings: CFO perceptions. *Financial Review*. Vol. 41, p. 483-511. 2006

COUTINHO, L; BELUZZO, L. “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. *Economia e Sociedade*, Vol. 11, p 137-150. 1998.

EMRICH, G. O financiamento de capital de risco para PMEs. *Parcerias Estratégicas* n. 20, 2005

FAMA, E; FRENCH K. The Cross-section of expected returns. *Journal of Finance*, vol. 47, núm.2 p. 427-465. 1992

- FONSECA et al. Análise do desempenho recente de fundos de investimento no Brasil. *Contabilidade Vista & Revista*, vol. 18, núm 01, p. 95-116. 2007.
- GASTAUD, B. Abertura de Capital: Oportunidade e desafio às pequenas e médias empresas, 2007.
- HASLEM, J. Mutual Funds: risk and performance analysis for decision making, 2003
- HERMANN, J. Liberalização e desenvolvimento financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006. *Economia e Sociedade*, Vol. 19, núm 2, p. 257-290. 2010
- MELLO, A. S.; PARSONS, J. E. Hedging and liquidity. *Review of Financial Studies*. Vol. 13, p. 127-153. 2000
- MILANI, B; CERETTA, P. Tamanho e rentabilidade dos fundos brasileiros de investimento em ações. *Revista Alcance – Eletrônica*, Vol. 19, núm 04, p. 461-475. 2012
- MODIGLIANI, F; MILLER, M. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*. Vol. 53, 433-443. 1963
- MONTEIRO, Cintia F. C; NETO, Omar C. Bovespa Mais: Como captar investimentos para empresas de médio porte. *Cadernos INTEC 2*, 2012
- NAGANO, M; MERLO, E; SILVA, M. As variáveis fundamentalistas e seus impactos na taxa de retorno de ações no Brasil. *Revista FAE*, Vol.6, núm. 2, p. 13-28. 2003
- ROJO, C; SOUSA, A. O Mercado brasileiro de *small caps*: perspectivas de *stakeholders* institucionais. *Ciências Sociais em Perspectiva – Eletrônica. Ed. Comemorativa 10 Anos*. 2012
- SHARPE, W. F. Capital Asset prices: a theory of Market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, v. 19, p. 425-442, 1964
- SCOTT, J. H. A theory of optimal capital structure. *Bell Journal of Economics*. Vol. 7, p.33-54. 1976
- STEFFEN, Helen Cristina; MESQUITA, Francisco Antônio. Abertura de capital no Brasil: percepções de executivos financeiros. *Revista Contabilidade & Finanças – USP*, vol. 23, núm 59, p. 102-115. 2012

WHITMAN, M. Value Investing: A balanced Approach, 1999

ZINGALES, L. Insider ownership and the decision to go public. *Review of Economic Studies*. 60.  
1995