

## **A INFLUÊNCIA DA CONVERGÊNCIA CONTÁBIL NA RENTABILIDADE DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO BRASILEIROS**

**KAMYR GOMES DE SOUZA**

UFU - Universidade Federal de Uberlândia  
kamyr-nx@hotmail.com

**MAYANE JACQUELINE GONÇALVES DE MELO**

UFU - Universidade Federal de Uberlândia  
mayanejac@yahoo.com.br

**ILIRIO JOSÉ RECH**

Universidade Federal de Uberlândia  
ilirio@terra.com.br

**RODRIGO FERNANDES MALAQUIAS**

UFU - Universidade Federal de Uberlândia  
rodrigofmalaquias@yahoo.com.br

## A INFLUÊNCIA DA CONVERGÊNCIA CONTÁBIL NA RENTABILIDADE DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO BRASILEIROS

### Resumo

Os fundos de investimento têm se tornado uma opção acessível e com expressiva participação no mercado de capitais, até mesmo para pequenos investidores. A literatura aponta alguns fatores que afetam sua rentabilidade, geralmente relacionados à estrutura do fundo e ao portfólio escolhido pelos gestores. Além disso, as recentes alterações nos padrões contábeis brasileiros podem ter também afetado a rentabilidade dos fundos, a partir da postulada melhoria na qualidade da informação e conseqüente redução na assimetria e na volatilidade dos fundos. Neste contexto, o objetivo do presente estudo foi analisar a influência da adoção das IFRS na rentabilidade dos fundos de investimento brasileiros. Trata-se de uma pesquisa descritiva com abordagem quantitativa, realizada por meio de uma pesquisa documental. Utilizou-se uma amostra de 11 fundos de investimento em ações do tipo Sustentabilidade/Governança e de 27 empresas de capital aberto, das quais 9 realizaram a adoção voluntária ao padrão contábil internacional no ano de 2008. O período analisado foi de Janeiro de 2007 a Setembro de 2013. Na análise dos dados, utilizou-se estatística descritiva, correlação e testes de médias. Os resultados da pesquisa não se mostraram alinhados às hipóteses iniciais, pois houve maior correlação da rentabilidade dos fundos com a rentabilidade das ações das empresas antes da adoção obrigatória, ou seja, quando elas não adotavam as normas IFRS.

**Palavras-chave:** IFRS. Fundos de investimento. Rentabilidade.

### Abstract

*Mutual funds have become an accessible and meaningful participation in the capital market, even by small investors option. The literature points to several factors that affect its profitability, often related to the structure of the fund and the portfolio chosen by managers. Moreover, recent changes in Brazilian accounting standards may have also affected the profitability of the funds from the postulated improvement in the quality of information and consequent reduction in asymmetry and volatility of the funds. The aim of this study was to analyze the influence of adopting IFRS on the profitability of Brazilian investment funds. This is a descriptive research with quantitative approach, carried out through desk research. We used a sample of 11 investment funds in stocks of Sustainability/Governance kind and 27 listed companies, of which 9 underwent voluntary compliance to international accounting standards in 2008. The period was from January 2007 to September 2013. During data analysis, we used descriptive statistics, correlation and multiple comparisons. The survey results contradict the initial assumption, because there was a higher correlation of the fund with the company before the mandatory adoption, ie, when they did not adopt IFRS.*

**Keywords:** IFRS. Investment funds. Profitability.

## 1 INTRODUÇÃO

Dentre as diversas formas de aplicação disponíveis para poupadores alocarem seus investimentos, vem ganhando destaque os fundos de investimento, cuja procura cresceu significativamente nos últimos anos. Em 1996, segundo Camilo (2012), haviam no Brasil 48 fundos de investimento em ações com um patrimônio total de aproximadamente 231 milhões de reais, sendo que, no ano de 2012, esses números passaram para 338 fundos, com patrimônio total de 56 bilhões de reais. O autor aponta, como um dos motivos para tal crescimento, a própria revitalização do mercado de ações, que estimulou o aumento da demanda por esse setor e a consequente abertura de fundos de investimento em ações.

Com isso os gestores dos fundos de investimentos intensificaram sua posição de usuário externos da informação contábil, uma vez que necessitam das demonstrações financeiras de suas investidas para melhorar o processo de decisão de investimento e alocação de recursos financeiros. Dessa forma, entende-se que os fundos de investimentos em ações também foram afetados/beneficiados com o processo de convergência às *International Financial Reporting Standards* (IFRS), aumentando a possibilidade de os mesmos ter acesso a informações de maior qualidade e relevância.

No período pós convergência diversos estudos abordam a melhoria da qualidade e relevância da informação contábil a partir da adoção das IFRS. O estudo de Lima (2011, p. 187) indica que "a relevância da informação contábil mensurada através dos modelos de preço e retorno, aumentou após a adoção parcial das normas IFRS no Brasil". Segundo o autor, isso se justifica tendo em vista que "os mesmos eventos econômicos, quando mensurados por diferentes normas contábeis, alteram as expectativas dos investidores acerca dos lucros futuros da empresa, consequentemente, modificando os preços".

Os benefícios da convergência foram confirmados por Greco et al. (2013, p. 123) do ponto de vista dos profissionais brasileiros. De acordo com a pesquisa, é perceptível que houve avanços do mercado de capitais, devido à melhoria na credibilidade nas informações contábeis e consequente incremento de investimentos estrangeiros na bolsa de valores. Segundo os dados da pesquisa, esse incremento também tem origem nos investidores institucionais, como os fundos de investimento e de pensão, que passaram a ver o mercado brasileiro com menor risco em função do novo ambiente contábil.

Do ponto de vista das empresas abertas, estudos de Silva (2013), Lopes e Alencar (2010), Daske et al. (2008), verificaram que há associação entre a redução de custos de capital e a qualidade da informação contábil. No mesmo sentido Armstrong et al. (2010), em pesquisa realizada na Europa, verificaram uma reação positiva dos investidores a partir de um melhor nível de uniformidade e comparabilidade nos demonstrativos financeiros publicados.

Na indústria de fundos de investimentos, a literatura na área aponta alguns fatores que afetam a rentabilidade dos fundos. Entre eles destaca-se o tamanho do fundo, o estilo de investimento, as taxas de administração e de performance, a experiência do gestor, a inserção de períodos de crise financeira, e até mesmo a situação de ser um fundo que investe em outros fundos (LHABITANT, 2001; AMIN; KAT, 2003; GROMB; VAYANOS, 2002; JENSEN; MECKLING, 2008; LI; ZHANG; ZHAO, 2008; BODIE; KANE; MARCUS, 2010; MALAQUIAS; EID JR., 2013).

Considerando que os fundos de investimentos, apesar de serem investidores qualificados, também são usuários e necessitam de informações contábeis, supõe-se que o processo de convergência afetou a sua rentabilidade tendo em vista que maior volume de informações, bem como informações com maior qualidade, tendem a melhorar o processo de seleção do portfólio. O conteúdo informacional presente nas demonstrações contábeis é incorporado aos preços (LIMA, 2010) e, consequentemente, aos retornos das ações e dos fundos que nelas investem.

Nesse sentido tem-se a seguinte questão de pesquisa para esse estudo: **Qual a influência da adoção das IFRS na rentabilidade dos fundos brasileiros de investimento em ações?** Desta forma, esta pesquisa tem como objetivo analisar a influência da adoção das IFRS na rentabilidade dos fundos brasileiros de investimentos em ações. O fator que permitiu uma estimativa do impacto das IFRS na rentabilidade dos fundos foi a adoção voluntária das IFRS, em que algumas empresas abertas adotaram estas normas mesmo antes de sua obrigatoriedade. Tornou-se possível, então, verificar o nível de atenção dado pelos gestores de fundos de investimentos a estas empresas que, em tese, tenderiam a ser mais transparentes e oferecer informações com maior qualidade.

Para responder ao problema de pesquisa e alcançar o objetivo geral proposto, foram elaboradas as seguintes hipóteses de pesquisa:

H<sub>1</sub>: A rentabilidade dos fundos de investimento apresentou maior associação com a rentabilidade das ações das empresas que fizeram a adoção voluntária às normas IFRS, em comparação com aquelas empresas que não fizeram a adoção voluntária das IFRS.

H<sub>2</sub>: A rentabilidade dos fundos de investimento apresentou maior associação com a rentabilidade das ações das empresas em geral, após a adoção das normas IFRS.

Para testar essa hipóteses foram selecionados de modo intencional e não probabilístico 11 fundos de investimentos em ações do tipo sustentabilidade e governança e 27 empresas abertas. As empresas foram segregadas entre as que fizeram adoção voluntária (9) e as que atenderam às normas internacionais apenas dentro do período limite recomendado. Para comparar a rentabilidade dos fundos pré e pós adoção, foram selecionados os dados no período de janeiro de 2007 a setembro de 2013, tanto da rentabilidade dos fundos quanto do retorno das ações das empresas.

A originalidade e relevância do presente estudo residem na análise da relação entre a convergência contábil e a rentabilidade dos fundos de investimento, associação ainda não realizada em outros estudos verificados na fase de levantamento bibliográfico deste trabalho. Nesse sentido, a pesquisa se propõe, por meio da análise crítica, lançar luz sobre o tema, de grande relevância para o mercado de capitais. Considerando a importância para a área investigada, este se justifica tendo em vista as distintas características do mercado de capitais brasileiro e a importância do conhecimento acerca dos impactos produzidos pela convergência contábil às normas internacionais.

A contribuição deste estudo para a academia consiste no aprofundamento das pesquisas sobre os impactos da adoção das IFRS com ênfase em áreas ainda não exploradas. No que se refere a importância dessa pesquisa para o mercado e para a prática, ressalta-se a possibilidade de melhorar a performance e a rentabilidade dos fundos de investimento por meio de uma melhor seleção do portfólio, até mesmo para auxiliar o investidor individual na escolha de um fundo para investir.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Estrutura e composição dos fundos de investimento**

Os fundos de investimento têm se tornado uma alternativa viável para pequenos e grandes investidores. Mesmo os que dispõem de pequena quantia de capital podem ter acesso a boas opções de investimentos no mercado a um baixo custo. As alternativas de fundos disponíveis possibilitam a diversificação dos investimentos, reduzindo significativamente o risco sistemático e aumentando o potencial de retorno do investidor (FONSECA et al., 2007). Por oferecerem uma gestão técnica de carteiras, são capazes de proporcionar maior liquidez, acesso a ativos diversos a um menor custo nas transações permitindo ao investidor melhor planejamento de suas finanças.

No Brasil a estrutura e funcionamento dos fundos de investimentos são disciplinados pela Instrução 409/2004 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). De acordo com a

Instrução um fundo investimento é definido como “uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros” (CVM, 2004).

Os fundos de investimento foram divididos em sete grandes classes, quais sejam: de curto prazo, referenciado, renda fixa, multimercado, ações, cambial e dívida externa (CVM, 2004). Esta subdivisão considerou a composição de suas carteiras, oferecendo ao investidor uma visão mais uniforme acerca dos tipos de fundos de investimento disponíveis no mercado.

Para esse estudo, optou-se pelos fundos de investimentos em ações por estes apresentarem maior proximidade com o mercado de ações e necessidade das demonstrações financeiras; com isso, em tese, estes seriam os fundos mais afetados pela convergência contábil. Os fundos de ações investem no mínimo 67% de seu patrimônio em ações negociadas em bolsa, sendo que a composição dos 33% residuais poderá ser aplicada em quaisquer outras modalidades de ativos financeiros (CVM, 2004). Dessa forma, os fundos de ações estão sujeitos às oscilações de preços das ações que compõem sua carteira.

Nota-se que os fundos de investimento comportam diversas modalidades e alternativas para composição de suas carteiras, direcionadas para diferentes níveis de risco e expectativa de retorno. Esse risco pode ser diversificado pela modalidade dos ativos financeiros bem como pela seleção de ativos com maior confiabilidade e qualidade das demonstrações financeiras disponibilizadas. Contudo a seleção dos ativos está relacionada com a teoria do portfólio de Markowitz, explorada com maiores detalhes no próximo sub-tópico.

## **2.2 Teoria do Portfólio e decisões de investimento**

Os investidores, de modo geral, vivem o dilema de aumentarem o risco de suas carteiras na expectativa de obterem maiores retornos, mas, com isso, estão sujeitos a maiores perdas, o que é conhecido como relação risco-retorno. Desse modo, os investidores racionais terão como requisito que o capital investido “seja remunerado de forma condizente com o risco assumido ao investir em determinado ativo” (FONSECA et al., 2007, p. 97).

No contexto das decisões de investimento, o quesito da assimetria informacional aumenta a exposição dos investidores a riscos desconhecidos. Investidores não detentores de informação privilegiada podem ser surpreendidos com riscos que não estavam dispostos a assumir se tivessem acesso a toda informação.

Como forma de mitigar esse risco, Markowitz criou a Teoria dos Portfólios. Fonseca et al. (2007) afirmam que essa teoria parte de um modelo matemático e estatístico para a racionalização da tomada de decisão. Com base no modelo o investidor pode obter melhores retornos com o mesmo nível de risco, considerando a análise do risco não sistemático e sua diversificação.

Conforme Assaf Neto (2010), o risco de um investimento no mercado de capitais subdivide-se em dois grandes grupos, o risco sistemático e o não sistemático. O risco não sistemático (também chamado de risco diversificável) pode ser mitigado por meio da diversificação da carteira, uma vez que este está relacionado com as características do título e ao risco próprio da empresa emissora do título. Já o risco sistemático não pode ser gerenciado mediante diversificação, uma vez que representa o risco de mercado, originário das flutuações a que o sistema econômico como um todo está sujeito.

De acordo com Varga (2001, p. 237), quando o investidor possui diversos fundos, o risco não-sistemático pode tornar-se desprezível, “já que vários fundos juntos geram uma diversificação suficiente para eliminar esse componente do risco”. Porém, Assaf Neto (2010) afirma que essa lógica só se sustenta se os retornos dos ativos não forem positivamente correlacionados entre si. Caso contrário, a correlação positiva entre os títulos invalidaria os efeitos da diversificação. Para que efetivamente a diversificação reduza o risco não sistemático, deve-se evitar ativos com alta correlação positiva entre si.

Pela análise da Teoria dos Portfólios, pode-se verificar que, teoricamente, ela minimiza a exposição ao risco proporcionado pela assimetria informacional. Como afirma Assaf Neto (2010, p. 201), “o processo de diversificação do risco é uma medida estratégica indispensável de ser adotada em ambientes sob condições de incerteza”. Contudo, se o fundo tem acesso a ativos com maior volume de informações, seu gestor pode selecionar um portfólio entre os melhores, podendo mitigar o risco não sistemático e melhorar o seu retorno, com menor exposição a surpresas que podem ser evitadas.

De acordo com a filosofia da convergência, todas as empresas passariam a apresentar informações mais confiáveis, o que resulta na melhora de todas as opções de portfólio disponíveis aos fundos de investimentos. Conseqüentemente, pode ocorrer uma melhora na rentabilidade destes e alocação dos recursos em empresas rentáveis e comprometidas com a qualidade da informação. Com isso têm-se um círculo parcimonioso entre investidores e investidas.

Desta forma os fundos podem melhorar a alocação de seus recursos, obedecendo o perfil do fundo ou de seus cotistas, com redução dos riscos provocados pela assimetria informacional. Assim seria mais rentável aquele fundo de investimentos que consegue tomar decisões baseadas em estratégias adequadas com uma gestão mais eficaz.

Conforme Varga (2001), o processo de seleção de um fundo de investimento pode ser feito em duas etapas. Na primeira, verifica-se qual a carteira mais adequada para o perfil do investidor e, na segunda, procura-se um gestor que possa superar o mercado. Mas, para superar o mercado, o gestor precisa ter acesso às melhores informações, e/ou possuir modelos capazes de melhor processar um volume maior de informações disponíveis. Dessa forma, “é o conjunto de informação e/ou seus modelos que permitem ao bom gestor proporcionar um retorno superior ao do mercado, justificando assim a administração ativa” (VARGA, 2001, p. 216).

De acordo com Varga (2001), existem alguns indicadores para avaliação de performance, como o índice de Sharpe, que auxilia os investidores em sua tomada de decisão – desde que, em sua utilização, estimem-se corretamente seus parâmetros e a aplicação pretendida. Porém, apesar de estes indicadores estimarem razoavelmente bem a relação de risco e retorno, não são capazes de indicar quesitos relacionados à informação. Assim os gestores detentores de informação privilegiada apresentariam propensão para alterar suas carteiras em função da maior quantidade de informação, gerando elevada volatilidade. Em situação oposta, se um fundo possui uma carteira estática, depreende-se que seu gestor não tenha informação ou modelos superiores (ADMATI; ROSS, 1985) para desenvolver a gestão ativa.

Segundo Admati e Ross (1985), um desempenho superior na gestão de carteiras pode estar ligado a posse de informações superiores, de forma que os gestores poderiam, assim, alterar a composição de sua carteira. A posse de informações superiores pode resultar de um melhor aporte tecnológico ou da própria qualificação da equipe do gestor, o que lhe conferiria maior capacidade para absorver e processar com acurácia grandes quantidades de informações.

Sob esta perspectiva, o processo de convergência internacional tem um papel significativo na melhora níveis de evidenciação e qualidade da informação disponibilizada a seus usuários. Pois, se a convergência ao modelo IFRS implica em melhores informações, “as assimetrias informacionais entre investidores e empresas podem ser minimizadas e a contabilidade estaria contribuindo para a alocação eficiente de recursos na economia” (LIMA, 2010). Assim, faz-se importante mencionar uma breve análise do processo de convergência no Brasil e os efeitos identificados nas pesquisas sobre a qualidade da informação contábil, proporcionado pela adesão às normas IFRS.

### **2.3 Processo de Convergência e seus efeitos na informação Contábil**

Os primeiros passos da contabilidade no Brasil em direção às IFRS foram dados em 2005, com as resoluções 488 e 489 da CVM. Estas já prescreviam conceitos das normas internacionais, apesar de não mencioná-las. Posteriormente, a Instrução CVM nº 457/07 exigiu que as companhias abertas apresentassem, a partir do exercício findo em 2010, suas demonstrações financeiras consolidadas de acordo com o padrão contábil internacional, emitido pelo *International Accounting Standards Board* – IASB.

De acordo com a Instrução 457/07, havia a necessidade de que as práticas contábeis brasileiras serem convergentes com as práticas contábeis internacionais em função do aumento da transparência e da confiabilidade nas informações financeiras como forma de possibilitar o acesso das empresas nacionais às fontes de financiamento externas a um custo mais acessível.

Apesar de suas origens legalistas e de sua histórica conformidade entre os sistemas contábeis e fiscais, o Brasil obteve significativo avanço na qualidade de suas informações financeiras após a aprovação da Lei n. 11.638/07 e da edição dos pronunciamentos técnicos pelo CPC. Em 2010, o Comitê de pronunciamentos Contábeis (CPC), criado ainda em 2005, já havia publicado todas as normas de contabilidade brasileiras que substituem, para as empresas brasileiras, as IAS/IFRS.

Com a edição da lei, o processo de convergência passou a caminhar de modo mais acelerado. Silva (2010, p. 71) observa que com a promulgação da Lei nº 11.638/07 algumas mudanças já foram respeitadas no balanço anual de 2008. A partir do exercício social de 2008, algumas companhias abertas passaram a utilizar voluntariamente práticas contábeis condizentes com as internacionais mesmo que sua obrigatoriedade se desse somente a partir de 2010.

De acordo com Martins e Paulo (2010), a adoção das IFRS impactou a magnitude dos itens das demonstrações contábeis das companhias e, conseqüentemente, de seus indicadores de desempenho. Neste sentido, Prado (2013) constatou que a transição para as IFRS trouxe diferenças significativas nos valores das rubricas das empresas, se comparados com o padrão contábil anterior.

Assim, as divergências de apresentação da contabilidade em diversas normas, uma vez que nem todas as empresas adotaram as normas convergidas, e seus indicadores referentes podem ter sérias influências na tomada de decisão. Essa consequência contraria o objetivo da convergência contábil ao padrão internacional de reduzir essas divergências, melhorando o grau de comparabilidade entre os resultados das companhias.

A importância da contabilidade relaciona-se diretamente com sua capacidade de gerar informações que influenciam as expectativas de seus usuários. Essa importância pode ser mensurada pela capacidade de alterar volumes negociados ou preços, na publicação das demonstrações financeiras. Considerando-se a que os mercados sejam eficientes, qualquer informação útil pode influenciá-los, inclusive a contábil, fazendo com que o investidor revise sua expectativa de lucros futuros, riscos e retornos, o que afeta os preços das ações (SCOTT, 2009; SARLO NETO, BASSI e ALMEIDA, 2011).

A Contabilidade também tem um importante papel na redução da assimetria informacional, a qual afeta negativamente o desempenho do mercado. A assimetria informacional entre os administradores de recursos e os investidores, alinhada à teoria da agência, aumenta os custos de transação e reduz a liquidez dos títulos (JENSEN; MECKLING, 2008; REZENDE; ALMEIDA; LEMES, 2012). Nesse quesito, estima-se que a adoção das IFRS apresentou um impacto benéfico, por recomendar e ou exigir a veiculação de informações mais claras e compreensíveis, com capacidade de atender as necessidades dos usuários externos no processo de tomada de decisão.

Pesquisas realizadas com o objetivo de analisar o impacto das informações contábeis produzidas conforme as normas IFRS para o mercado de capitais concluíram que essas melhoram a informatividade das demonstrações financeiras. Por outro lado, Lima et al. (2010); Silva (2013); Lopes e Alencar (2010); Daske et al. (2008); Lee; Walker e Christensen (2010) concluíram que há uma associação inversamente proporcional entre a qualidade da informação divulgada e o custo de capital.

De acordo com Lima et al. (2010), maior divulgação de informações contábeis reduz a estimação de risco dos investidores o proporciona maior facilidade para estimar os fluxos futuros de caixa da firma. Além disso, melhora a segregação de risco alertando os investidores sobre o risco de certas ações. Estes por sua vez são levados a rever suas posições e repositonar-se perante suas curvas individuais de risco x retorno.

Daske et al. (2008) investigaram o efeito da adoção das IFRS nos mercados de capitais de 26 países e verificaram como consequência a redução do custo de capital, aumento na liquidez e aumento nas avaliações das ações. Da mesma forma Lee, Walker e Christensen (2010), em estudo com países da Europa, observaram redução no custo do capital próprio, com destaque para os países que possuem políticas de incentivos à divulgação.

Contudo, Lima (2010, p. 186) destaca que “as empresas têm incentivos heterogêneos em refletir a sua realidade econômica através das demonstrações contábeis”. Por isso, esses incentivos podem mitigar o impacto da convergência para algumas empresas. Segundo o autor em sua pesquisa o mesmo constatou que para empresas que negociam *American Depositary Receipt* (ADR), “não foram constatadas diferenças em seu conteúdo informacional antes e depois do início do processo de migração para as normas IFRS” (LIMA, 2010, p. 186-187).

Essas pesquisas e as consequências para as decisões de investimentos sugerem que os fundos de investimentos podem ter sido afetados pelo processo de convergência. Se os números contábeis mudaram com a convergência, é possível supor que a rentabilidade dos fundos também tenha sido impactada.

### **3 ASPECTOS METODOLÓGICOS**

A presente pesquisa classifica-se, quanto aos objetivos como descritiva, a qual, de acordo com Cervo e Bervian (1996, p. 49) “observa, registra, analisa e correlaciona fatos ou fenômenos (variáveis) sem manipulá-los”. Quanto à abordagem, foi uma pesquisa quantitativa que, segundo Richardson (2011, p. 70), “representa, em princípio, a intenção de garantir a precisão dos resultados, evitar distorções de análise e interpretação, possibilitando, consequentemente, uma margem de segurança quanto às inferências”. Para a coleta de dados foi utilizado a metodologia da pesquisa documental. Para Beuren et al. (2009, p. 92) esta “baseia-se em materiais que ainda não receberam um tratamento analítico ou que podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa”.

Para atender ao objetivo da pesquisa, foi necessário comparar a rentabilidade dos fundos de investimento com a rentabilidade das ações de empresas que adotaram/não adotaram as IFRS. Para tanto, foram compostos dois grupos de empresas: Grupo 1, composto por empresas que aderiram voluntariamente às IFRS a partir de 2008; e Grupo 2, com empresas que não fizeram a adoção voluntária.

Dessa forma, a partir do estudo de Martins e Paulo (2010), identificaram-se 13 empresas que realizaram a adoção voluntária às IFRS a partir do exercício social de 2008. As 13 empresas nessas condições foram: Ambev, Eternit, GOL, Lupatech, Mangels, Positivo, Renner, Romi, Santander, São Carlos, Souza Cruz, TAM e UOL. A partir da identificação das empresas foram obtidas, por meio do Banco de dados Economatica, as cotações de fechamento das ações para o período de 2007 a 2013. A escolha do período de 2007 a 2013 justifica-se pela possibilidade de realizar o acompanhamento e verificar a performance da

rentabilidade das ações das empresas e dos fundos desde a publicação da Lei 11.638/07 até o presente.

No entanto, quatro das empresas da amostra de adoção voluntária apresentaram *missing values* para mais de 100 observações de cotações diárias. Desta forma, elas foram excluídas da amostra estudada, restando 9 empresas, cada uma com 1.683 retornos diários. Estas 9 empresas compõem o Grupo 1.

Para a escolha das demais empresas – que não realizaram a adoção voluntária – fez-se uma pré-seleção considerando as empresas do mesmo setor econômico das empresas do primeiro grupo e que possuíam dados suficientes para análise no período. Dentre estas empresas, foram selecionadas aquelas com maior Ativo Total, com base nos dados consolidados das empresas em 31/12/2006. Fizeram parte deste grupo as empresas: BRF S.A., M. Dias Branco, Lojas Americanas, Natura, Whirlpool, Itaotec, Portobello, Itausa, Bradespar, Souza Cruz, Gerdau Metalúrgica, Gerdau, Sid Nacional, Usiminas, Totvs, All América Latina, CCR S.A. e Arteris. Chegou-se, então, a uma amostra de 18 empresas que não realizaram a adoção voluntária no período indicado, sendo estas empresas as que compõem o Grupo 2. Desta forma, a amostra final totaliza 27 empresas.

Já para a seleção dos fundos de investimentos, foram selecionados fundos de investimentos em ações, especificamente na categoria Ações Sustentabilidade/Governança, com dados completos para o período analisado. Justifica-se a escolha dessa categoria por serem fundos que investem exclusivamente em empresas com níveis de governança corporativa, responsabilidade social e sustentabilidade empresarial. Dessa forma, entende-se que essa categoria de fundos tem, potencialmente, uma propensão maior para valorizar as ações de empresas comprometidas com a transparência de suas demonstrações.

Para o período de 02/01/2007 a 12/09/2013, houve 11 fundos com dados completos em termos de retornos diários. Esta amostra representa 33% do total de fundos de ações que se encontravam classificados na categoria Ações Sustentabilidade/Governança em 12/09/2013. A rentabilidade dos fundos foi extraída do Sistema de Informações ANBIMA (SI-ANBIMA).

A partir das cotações das ações, os retornos foram estimados considerando-se a fórmula de cálculo para o retorno simples, conforme a Equação 1.

$$Retorno = \frac{Cotação\ t+1}{Cotação\ t} - 1 \quad (1)$$

O tratamento estatístico dos dados foi realizado por meio da estatística descritiva para os dados da amostra; teste de médias para os retornos das ações antes e depois da adoção dos padrões contábeis internacionais; e correlação entre os retornos dos fundos e os retornos das ações, antes e depois da adoção das IFRS. Utilizou-se o *software Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS).

#### 4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Para comparar a rentabilidade dos fundos de investimento e a rentabilidade das ações de empresas que adotaram ou não as IFRS, conforme já apontado na metodologia, foram criados dois grupos para a análise. O Grupo 1 foi composto por empresas que adotaram voluntariamente as IFRS antes do ano de 2010; e o Grupo 2, composto por empresas que não adotaram voluntariamente as IFRS.

Inicialmente, para a análise dos fundos, foi estimada a rentabilidade de uma carteira composta pelos 11 fundos, supondo-se quantidade igual investida em cada um deles. A Tabela 1 evidencia os coeficientes de correlação de Spearman entre a rentabilidade de cada um dos 11 fundos da amostra e a rentabilidade da carteira estimada.

**Tabela 1:** Correlação entre a rentabilidade dos fundos e a rentabilidade da carteira estimada

<b>Cod. Fundo</b>	<b>94579</b>	<b>94684</b>	<b>124931</b>	<b>132152</b>	<b>132217</b>	<b>152511</b>
Coef. Correl.	0,976	0,976	0,987	0,988	0,988	0,984
<b>Cod. Fundo</b>	<b>153214</b>	<b>153230</b>	<b>153281</b>	<b>170399</b>	<b>170445</b>	<b>Média</b>
Coef. Correl.	0,980	0,980	0,971	0,965	0,966	0,978

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota: Na última coluna da segunda linha tem-se a média dos coeficientes de correlação.

Resultados similares aos disponíveis na Tabela 1 foram obtidos quando as séries históricas foram segregadas entre os dois seguintes períodos: 02/01/2007 a 31/12/2009 (adoção voluntária das IFRS); e 01/01/2010 a 12/09/2013 (adoção obrigatória das IFRS). Com base nos dados da Tabela 1, optou-se por utilizar na análise quantitativa a rentabilidade da carteira com os 11 fundos para representar os retornos dos fundos de Ações Sustentabilidade/Governança, uma vez que a correlação entre os retornos desta carteira e os retornos de cada um dos fundos se mostrou muito forte, com coeficientes acima de 0,96 em todos os casos. Na Tabela 2, apresenta-se a estatística descritiva para os grupos de empresas e para a carteira estimada dos fundos de investimentos.

**Tabela 2:** Estatística descritiva para as variáveis da amostra

	<b>Variáveis</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Mediana</b>	<b>Ampl. I.Q.</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>	<b>P-Valor</b>
	Carteira Fundos	0,0394	1,6896	0,0406	1,5768	-10,1151	14,5855	0,0000
Grupo 1	Ambev	0,0010	0,0179	0,0005	0,0182	-0,1392	0,1114	0,0000
	Eternit	0,0006	0,0235	0,0000	0,0199	-0,4257	0,1237	0,0000
	Gol	-0,0010	0,0354	-0,0009	0,0392	-0,2436	0,2177	0,0002
	Lupatech	-0,0024	0,0360	0,0000	0,0324	-0,2985	0,2175	0,0000
	Mangels	-0,0009	0,0365	0,0000	0,0263	-0,2513	0,3491	0,0000
	Positivo	-0,0010	0,0376	-0,0002	0,0302	-0,3047	0,5814	0,0000
	Renner	0,0005	0,0295	0,0000	0,0319	-0,1798	0,1924	0,0003
	Romi	-0,0005	0,0285	0,0000	0,0279	-0,1589	0,1306	0,0000
	Santander	-0,0001	0,0411	0,0000	0,0000	-0,2076	0,2866	0,0000
	São Carlos	0,0005	0,0235	0,0000	0,0175	-0,1680	0,1542	0,0000
	Souza Cruz	0,0010	0,0213	0,0000	0,0235	-0,1046	0,1241	0,0005
Tam	-0,0005	0,0330	0,0000	0,0289	-0,6694	0,2441	0,0000	
Uol	0,0005	0,0316	0,0000	0,0202	-0,6694	0,6534	0,0000	
Grupo 2	BRF SA	0,0008	0,0233	0,0000	0,0243	-0,1068	0,1691	0,0000
	M.Dias Branco	0,0009	0,0199	0,0000	0,0199	-0,1069	0,1060	0,0000
	Lojas Americ	0,0004	0,0240	0,0000	0,0227	-0,2645	0,1259	0,0000
	Natura	0,0004	0,0219	0,0000	0,0258	-0,1478	0,1260	0,0223
	Whirlpool	0,0008	0,0341	0,0000	0,0000	-0,2848	0,3118	0,0000
	Itautec	-0,0001	0,0278	0,0000	0,0000	-0,2076	0,2955	0,0000
	Portobello	0,0004	0,0313	0,0000	0,0211	-0,3483	0,1781	0,0000
	Itausa	0,0003	0,0256	0,0000	0,0219	-0,1822	0,1374	0,0000
	Bradespar	0,0000	0,0274	0,0000	0,0282	-0,1620	0,1585	0,0000
	Souza Cruz	0,0010	0,0213	0,0000	0,0235	-0,1046	0,1241	0,0005
	Gerdau Met	0,0000	0,0275	0,0000	0,0295	-0,1799	0,1391	0,0000
	Gerdau	0,0001	0,0268	0,0000	0,0298	-0,1370	0,1398	0,0003
	Sid Nacional	0,0001	0,0296	0,0000	0,0306	-0,1877	0,1963	0,0000
	Usiminas	-0,0003	0,0337	0,0000	0,0382	-0,1496	0,1546	0,0109
	Totvs	0,0009	0,0223	0,0000	0,0247	-0,1780	0,1270	0,0005
	All Amer Lat	-0,0008	0,0454	0,0000	0,0202	-0,6650	0,6852	0,0000
	CCR SA	0,0007	0,0228	0,0000	0,0236	-0,1291	0,1793	0,0000
Arteris	0,0007	0,0228	0,0000	0,0194	-0,1676	0,2682	0,0000	

Fonte: Dados da pesquisa

Notas: A última coluna refere-se ao nível de significância para o teste de normalidade Kolmogorov-Smirnov.

Com base no procedimento aplicado aos fundos de investimento, procurou-se estimar uma carteira com a rentabilidade média das empresas do Grupo 1 durante o período. A rentabilidade desta carteira foi então correlacionada com o retorno das ações de cada uma das empresas. Contudo, diferentemente do cenário apresentado para o mesmo procedimento aplicado a fundos de investimento (em que todas as correlações foram superiores a 0,96), as estimativas de correlação entre a rentabilidade das ações e a rentabilidade da carteira dos fundos ficou em torno de 0,54. Assim, optou-se por não utilizar a carteira para representar o comportamento das ações no período, e sim utilizar cada ação individualmente, procedimento também adotado para as empresas do Grupo 2.

A partir da análise da Tabela 2, verifica-se que, ao nível de significância de 5%, nenhum dos grupos apresentou distribuição normal. A amplitude interquartil também foi alta, o que evidencia uma alta volatilidade dos retornos, tanto das ações quanto dos fundos de investimento. Partiu-se, então, para o cálculo da correlação entre os retornos das ações das empresas de cada grupo e o retorno da carteira média dos 11 fundos de investimento, no período de 2007-2013, 2007-2009 e 2010-2013, conforme a Tabela 3.

**Tabela 3:** Estimativas para os coeficientes de correlação entre os retornos das ações das empresas e o retorno da carteira média dos 11 fundos de investimento

Grupo 1				Grupo 2			
Variáveis	Período 2007-2013	Período 2007-2009	Período 2010-2013	Variáveis	Período 2007-2013	Período 2007-2009	Período 2010-2013
Ambev	0,4369	0,4901	0,3857	BRF SA	0,4947	0,4972	0,5047
Eternit	0,3754	0,4103	0,3454	M.Diasbranco	0,3027	0,3230	0,2918
Gol	0,4419	0,3844	0,5154	Lojas Americ	0,4529	0,4347	0,4868
Lupatech	0,3786	0,4254	0,3335	Natura	0,3747	0,3755	0,3847
Mangels	0,2480	0,2879	0,2062	Whirlpool	0,0874	0,1152	0,0563
Positivo	0,3939	0,3995	0,3924	Itautec	0,0901	0,1140	0,0456
Renner	0,5145	0,5249	0,5143	Portobello	0,1558	0,1210	0,1902
Romi	0,2570	0,3607	0,1543	Itausa	0,3254	0,3773	0,2770
Santander	0,0213	0,0402	0,0058	Bradespar	0,5656	0,6112	0,5216
São Carlos	0,2579	0,2949	0,2392	Souza Cruz	0,4038	0,4564	0,3557
Souza Cruz	0,4038	0,4564	0,3557	Gerdau Met	0,6096	0,6441	0,5821
Tam	0,4390	0,4449	0,4491	Gerdau	0,7077	0,7278	0,6970
Uol	0,3120	0,3469	0,2812	Sid Nacional	0,6895	0,7063	0,6781
Média*	0,6596	0,6910	0,6324	Usiminas	0,5704	0,6226	0,5286
Média**	0,3446	0,3743	0,3214	Totvs	0,2915	0,3356	0,2429
				All Amer Lat	0,3153	0,1887	0,4489
				CCR SA	0,4247	0,4236	0,4394
				Arteris	0,3752	0,4065	0,3520
				Média*	0,8094	0,7934	0,8398
				Média**	0,4021	0,4156	0,3935

Fonte: Dados da pesquisa

Notas: Média\* - Correlação entre os retornos da carteira de fundos e a média dos retornos das empresas do grupo; Média\*\* - Média das correlações entre os retornos da carteira de fundos e os retornos de cada empresa do grupo.

Por meio da Tabela 3, observa-se que o Grupo 1 apresentou maiores coeficientes de correlação no período no qual a adoção das IFRS era voluntária do que no período em que a adoção das IFRS passou a ser obrigatória (0,3743 contra 0,3214). O mesmo fenômeno ocorreu no Grupo 2, que no período no qual houve adoção voluntária das IFRS, apresentou maiores coeficientes de correlação do que no período em que a adoção das IFRS passou a ser obrigatória, mesmo estas empresas não tendo adotado voluntariamente as IFRS.

Este fato aponta um resultado contrário à hipótese estabelecida ( $H_2$ ), pois houve maior associação entre a rentabilidade dos fundos e das empresas antes da adoção obrigatória, ou seja, quando as empresas do Grupo 2 não adotavam as normas IFRS. Após a adoção obrigatória, houve uma redução da correlação entre as empresas e os fundos de investimento analisados, pois o coeficiente de correlação médio caiu de 0,455 para 0,414. Com isso, a hipótese  $H_2$  foi rejeitada, pois além de não se verificar maior associação da rentabilidade dos fundos de investimento com as empresas com as empresas do Grupo 2 quando elas finalmente adotaram o padrão internacional, observou-se uma redução na força desta associação.

Já confrontando-se os Grupos 1 e 2, verifica-se que, no período em que a adoção das IFRS foi voluntária, a rentabilidade das empresas que assim o fizeram tiveram menor associação com os fundos do que a daquelas que não optaram voluntariamente pelas IFRS (0,3743 contra 0,4156). Verificou-se então, a rejeição da hipótese  $H_1$ , pois a rentabilidade dos fundos de investimento apresentou menor associação com as empresas que fizeram a adoção voluntária às normas IFRS, em comparação com as demais.

De modo geral, verifica-se que a maioria das correlações do Grupo 1 são de baixa magnitude, revelando baixo poder de associação com a carteira de fundos amostrada. Já no Grupo 2, houve maior quantidade de empresas apresentando correlações de média magnitude. No entanto, observa-se que, apesar de as correlações individuais das empresas com a carteira de fundos serem, em média, de baixa magnitude, isso já não ocorre com a correlação entre os retornos da carteira de fundos e a média dos retornos das empresas do Grupo 1 e do Grupo 2, que foram de 0,66 e 0,81, respectivamente. Isso pode ser um indício de que a rentabilidade dos fundos não apresenta um alto poder de associação com as empresas individualmente, mas possui correlações de média/alta magnitude com conjuntos de ações, o que demonstraria um comportamento alinhado à Teoria dos Portfólios.

Outro fator que merece ser considerado é que as empresas que apresentaram correlações de mais alta magnitude com a carteira de fundos são exatamente aquelas que tem se mantido nas carteiras do índice Ibovespa nos últimos anos, a exemplo da Gerdau, com 0,71, Siderúrgica Nacional, com 0,70, Gerdau Metalúrgica, com 0,61, Usiminas, com 0,57, Renner, com 0,51, BRF AS, com 0,50, Lojas Americanas, com 0,45, Ambev, com 0,44, e Souza Cruz, com 0,40. Isso pode indicar que os gestores dos fundos possam priorizar empresas com maior liquidez, mesmo que a evidenciação de seus resultados e o nível de *disclosure* de seus relatórios financeiros, em termos contábeis, não seja tão ampla.

Adicionalmente, verificou-se que a média dos fundos selecionados para a amostra é consideravelmente maior que a média dos fundos em Sustentabilidade/Governança, pois as mesmas são de R\$120,2 milhões e R\$68,0 milhões, respectivamente. Dessa forma, vislumbra-se como uma possível explicação para a baixa aderência dos resultados às hipóteses preestabelecidas o próprio tamanho dos fundos. Isso porque os fundos maiores tendem a possuir melhor aporte e capacidade para processar informações superiores do que os fundos menores e, portanto, podem ser menos dependentes de relatórios contábeis, confirmando Admati e Ross (1985) e Lhabitant (2001).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A recente literatura acadêmica tem explorado exaustivamente a temática da convergência contábil às IFRS, mas ainda não havia se estudado seu impacto sobre os fundos

de investimento. Assim sendo, este artigo teve como objetivo analisar a influência da adoção das IFRS para a rentabilidade dos fundos de investimento brasileiros ou, mais especificamente, nos fundos de investimentos em ações sustentabilidade/governança.

A pressuposição inicial era de que a rentabilidade das ações das empresas que fizeram a adoção voluntária teria maior associação com os fundos de investimento da amostra, pois estes fundos investem preferencialmente em empresas comprometidas com a transparência de suas demonstrações. Além disso, o fato de a convergência contábil proporcionar melhor qualidade para a informação poderia ser um fator bem visto pelos gestores, que buscariam investir nessas empresas visando reduzir a assimetria e minimizar a volatilidade de seus retornos.

Um resultado atípico ocorreu no período de 2007 a 2009, quando a adoção era voluntária, pois as empresas que aderiram às IFRS voluntariamente apresentaram menor associação com os fundos de investimento do que as empresas do segundo grupo. A partir desses resultados, rejeitou-se a hipótese  $H_1$ , pois a rentabilidade dos fundos de investimento apresentou menor associação com empresas que fizeram a adoção voluntária as normas IFRS.

Além disso, para o grupo de empresas que só realizaram a adoção obrigatória, em 2010, houve maior associação entre as rentabilidades dos fundos com o dessas empresas no período que as mesmas ainda não adotavam as normas IFRS. Desse modo, rejeitou-se a hipótese  $H_2$ , pois a rentabilidade dos fundos de investimento não apresentou maior associação com as empresas quando elas adotaram as normas IFRS.

Esses resultados sugerem que os gestores dos fundos consideram outros fatores, não relacionados com a convergência, para a escolha de seus portfólios. Observou-se também que as empresas que apresentaram maior associação com a carteira de fundos da amostra participam do índice Ibovespa desde os últimos 10 anos, o que pode indicar que os gestores dos fundos priorizam empresas mais líquidas, mesmo que estas empresas não priorizem elevados níveis de evidenciação de seus resultados contábeis.

Uma limitação desse estudo foi a não consideração da crise econômica de 2008 como variável moderadora da rentabilidade dos fundos de investimento. Pode-se inferir que os efeitos da crise nas empresas possa ter afetado seus retornos e, conseqüentemente, prejudicado a análise durante esse período. Como sugestão para futuras pesquisas, pode-se ter um modelo estatístico mais abrangente, que envolva também as principais variáveis explicativas relacionadas à rentabilidade dos fundos de investimento.

## REFERÊNCIAS

ADMATI, A.; ROSS, S. Measuring investment performance in a rational expectations equilibrium model. **Journal of Business**, v. 58, p. 1-26, 1985.

AMIN, G. S.; KAT, H. M. Hedge Fund Performance 1990-2000: Do the “Money Machines” Really Add Value? **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n.2, p. 251-274, 2003.

ARMSTRONG, C. S. et al. Market Reaction to the Adoption of IFRS in Europe. **The Accounting Review**, v. 85, n. 1, pp. 31-61. 2010.

BEUREN, I. M. **Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. J. **Investimentos**. 8. ed. Trad.: Suely S. M. Cuccio. Porto Alegre: AMGH, 2010.

CAMILO, O. C. **Fluxo de Recursos e Desempenho Passado: Um Estudo sobre o Comportamento do Investidor de Fundos de Ações**. 2012. Dissertação (Mestrado em Economia) Escola de Economia de São Paulo. 2012.

CERQUEIRA, D. A. C. et al. O impacto do reconhecimento do custo atribuído e da divulgação de *impairment* de ativos tangíveis e intangíveis (IFRS) sobre os preços e os retornos das ações das companhias brasileiras. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ (online)**, Rio de Janeiro, v. 17, n. 3, p. 5 - p. 23, set/dez, 2012.

CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A. **Metodologia Científica**. 4. ed. São Paulo: MAKRON Books, 1996.

CHIODI, L; GERALDINI JR, E. A.; MARQUES, P. V.; MARTINES-FILHO, J. G. Análise da Efetividade de Hedging com os contratos futuros de soja na BM & F e CBOT. XLIII Congresso da Sober, 24 a 27 de Julho de 2005, Ribeirão Preto. **Anais...** Ribeirão Preto: Sociedade Brasileira de Economia e Sociologia Rural, 2005.

CVM - Comissão de Valores Mobiliário. **Instrução Normativa nº 409**, de 18 de agosto de 2004. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/formatos.asp>>. Acesso em: 3 maio. 2014.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa nº 457**, de 13 de julho de 2007. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/formatos.asp>>. Acesso em: 3 maio. 2014.

DASKE, H. et al. Mandatory IFRS reporting around the world: early evidence on the economic consequences. **Journal of Accounting Research**, 46, 1085–1142, 2008.

GRECCO, M. C. P. et al. Percepção dos profissionais brasileiros com relação ao processo de convergência contábil às normas internacionais. **Revista Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 32, n. 3, 2013.

GRESSLER, L. A. **Introdução à pesquisa: projetos e relatórios**. 2. ed. São Paulo: Loyola, 2004.

GROMB, D.; VAYANOS, D. Equilibrium and Welfare in Markets With Financially Constrained Arbitrageurs. **Journal of Financial Economics**, v.66, p.361-407, 2002.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 48, n. 2, 2008.

FONSECA, N.F. et al. Análise do Desempenho Recente de Fundos de Investimento no Brasil. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 18, n. 1, p. 95-116, jan./mar. 2007.

LEE, E. WALKER, M. CHRISTENSEN, H. B. Mandating IFRS: Its impacts on the cost of equity capital in Europe. **Journal of International Accounting Research**, v. 9, n. 1, 2010.

KLANN, R. C; SALLA, N. M. G. Convergência Voluntária às Normas Internacionais de Contabilidade em Sociedades Cooperativas: Correlação entre Padrões e Práticas. **ConTexto**, Porto Alegre, v. 14, n. 26, p. 90-102, jan./abr. 2014.

LHABITANT, F. S. **On Swiss Timing and Selectivity**: in the quest of Alpha. The International Center for Financial Asset Management and Engineering (FAME). FAME Research Paper Series. Research Paper nº 27, June, 2001.

LI, H.; ZHANG, X.; ZHAO, R. Investing in Talents: Manager Characteristics and Hedge Fund Performances. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 46, n. 1, p. 59-82, Feb, 2011.

LIMA, V. S., LIMA, G. A. S. F.; LIMA, I. S.; CORRAR, L. J.; CARVALHO, L. N. G. Convergência Contábil e Custo de Capital Próprio: evidências em um Mercado Emergente. Encontro da ANPAD, 34. Rio de Janeiro, 25 a 29 de Setembro de 2010. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2010.

LIMA, J. B. N. **A relevância da informação contábil e o processo de convergência para as normas IFRS no Brasil**. 2011. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

LOPES, A. B.; ALENCAR, R. C. Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: the Brazilian case. **The International Journal of Accounting**, v. 45, n. 4, p. 443-464, 2010.

MACEDO, M. A. S. et al. Análise do impacto da substituição da DOAR pela DFC: um estudo sob a perspectiva do value-relevance. **Revista Contabilidade Financeira**. – USP, São Paulo, v. 22, n. 57, p. 299-318, set./out./nov./dez. 2011.

MALAQUIAS, R. F.; EID JR., W. Eficiência de Mercado e Desempenho de Fundos Multimercados. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 1, p. 119-142, mar. 2013.

MARKOWITZ, H. Portfolio Selection. **Journal of Finance**, p. 77- 91, 1952.

MARTINS, O. S.; PAULO, E. Reflexo da adoção das IFRS na análise de desempenho das companhias de capital aberto no Brasil. **RCO – Revista de Contabilidade e Organizações – FEA-RP/USP**, v.4, n.9, p.30-54, mai-ago 2010.

MATOS, P. R. F.; NAVE, A. Fundos de investimento em ações no brasil: performance e expertise de gestão. **BBR – Brazilian Business Review**, Vitória, Edição Especial BBR Conference, p. 01- 38, 2012

NIYAMA, J. K. **Contabilidade internacional**. São Paulo: Atlas, 2007.

PENTEADO, M. A. B.; FAMA, R. Será que o Beta que temos é o beta que queremos? **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 09, n. 3, julho/setembro, 2002.

PRADO, T. A. R. **Os impactos da primeira adoção das normas IFRS nas demonstrações contábeis das companhias abertas brasileiras**. 2013. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2013.

REZENDE, C. V.; ALMEIDA, N. S. LEMES, S. Impacto das IFRS na assimetria de informação evidenciada no mercado de capitais brasileiro. Seminários em Administração – SEMEAD, 15. 04 a 05 de Outubro de 2012. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2012.

RICHARDSON, J. et al. **Pesquisa Social**. 3 ed. Atlas, São Paulo, 2011.

SARLO NETO, A. **Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro**. 2009. 189 f. Tese (Doutorado em Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

SCOTT, W. R. **Financial Accounting Theory**. 5. ed. Toronto: Pearson, 2009.

SILVA, R. F. M. D. A. et al. A Relação entre o Risco e as Práticas de Governança Corporativa Diferenciada no Mercado Brasileiro de Ações: uma abordagem sob a égide da teoria dos portfólios de Markowitz. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v.13, n.39, abril/junho, p.175-192, 2011.

SILVA, P. C. D. A. et al. Impacto da Adoção das IFRS nas Empresas Brasileiras de Saneamento: a Percepção dos Profissionais do Setor. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, n. 2, p. 69-94, 2010.

SILVA, R. L. M.; LOPES, A. B. Demonstrações Contábeis no Brasil após Adoção do CPC 13: reação do mercado de ações e consequências econômicas. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 12. 26 a 27 de Julho de 2012. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2012.

VARGA, G. Índice de Sharpe e outros Indicadores de Performance Aplicados a Fundos de Ações Brasileiros. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 5, n. 3, p. 215-245, Set./Dez. 2001.