

FACULDADE NOVOS HORIZONTES
Programa de Pós-graduação em Administração
Mestrado

**DECISÕES DE INVESTIMENTO NO MERCADO DE AÇÕES:
análise do desempenho de carteiras sugeridas por analistas
profissionais**

Weider Pereira Rodrigues

Belo Horizonte
2014

Weider Pereira Rodrigues

DECISÕES DE INVESTIMENTO NO MERCADO DE AÇÕES:
análise do desempenho de carteiras sugeridas por analistas
profissionais

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado Acadêmico em Administração da Faculdade Novos Horizontes, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração

Orientador: Prof. Dr. Gustavo Rodrigues Cunha

Linha de Pesquisa: Tecnologias de Gestão e Competitividade

Área de Concentração: Organização e Estratégia

Belo Horizonte
2014

R696d Rodrigues, Weider Pereira

Decisões de investimento no mercado de ações: análise do desempenho de carteiras sugeridas por analistas profissionais. / Weider Pereira Rodrigues. Belo Horizonte: FNH, 2014.
154 f.

Orientador: Prof. Dr. Gustavo Rodrigues Cunha.

Dissertação (mestrado) – Faculdade Novos Horizontes, Programa de Pós-graduação em Administração.

1. Ações. 2. Bolsa de valores Brasil. 3. Finanças. I. Cunha, Gustavo Rodrigues. II. Faculdade Novos Horizontes, Programa de Pós-graduação em Administração. III. Título

CDD: 332.642



Faculdade Novos Horizontes
Mestrado Acadêmico em Administração

**MESTRADO ACADÊMICO EM ADMINISTRAÇÃO
DA FACULDADE NOVOS HORIZONTES**

ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: Organização e Estratégia

MESTRANDO(A): **WEIDER PEREIRA RODRIGUES**

Matrícula: 770597

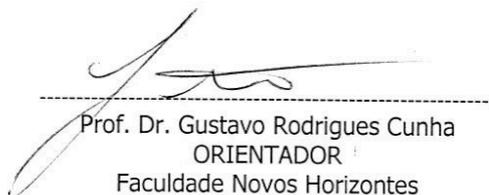
LINHA DE PESQUISA: TECNOLOGIAS DE GESTÃO E COMPETITIVIDADE

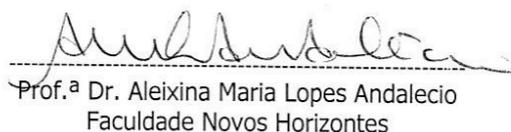
ORIENTADOR(A): Prof. Dr. Gustavo Rodrigues Cunha

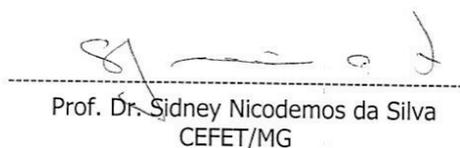
TÍTULO: **DECISÕES DE INVESTIMENTO NO MERCADO DE AÇÕES: análise do desempenho de carteiras sugeridas por analistas profissionais.**

DATA: 30/12/2014

BANCA EXAMINADORA:


Prof. Dr. Gustavo Rodrigues Cunha
ORIENTADOR
Faculdade Novos Horizontes


Prof.ª Dr. Aleixina Maria Lopes Andalecio
Faculdade Novos Horizontes


Prof. Dr. Sidney Nicodemos da Silva
CEFET/MG

Rua Alvarenga Peixoto, 1270 – Santo Agostinho – CEP: 30.180-121
Av. Sinfrônio Brochado, nº 1281 - Barreiro de Baixo – CEP: 30640-000
Telefone: (31)3293-7000 – Site: <http://www.unihorizontes.br>
Belo Horizonte- MG

DECLARAÇÃO DE REVISÃO DE DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

Declaro ter procedido à revisão da dissertação de mestrado “DECISÕES DE INVESTIMENTO NO MERCADO DE AÇÕES: análise do desempenho de carteiras sugeridas por analistas profissionais”, de autoria de Weider Pereira Rodrigues, sob a orientação do Professor Doutor Gustavo Rodrigues Cunha, apresentada ao Curso de Mestrado Acadêmico em Administração da Faculdade Novos Horizontes - Área de Concentração: “Organização e Estratégia”.

Dados da Revisão:

- Correção gramatical
- Adequação do vocabulário
- Inteligibilidade do texto

Belo Horizonte, 29 de dezembro de 2014.


Cléber Pimentel Barbosa

A todas as pessoas que contribuíram direta e indiretamente para que esta realização se tornasse possível e, em especial, à minha amada esposa Daniela, pela paciência e compreensão.

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao meu orientador prof. Gustavo Rodrigues Cunha, pela seriedade em que desenvolve seu trabalho e pelas valiosas dicas e críticas feitas até a conclusão desta dissertação.

A todos os professores da Faculdade Novos Horizontes, pelas contribuições, dicas e questionamentos que possibilitaram o desenvolvimento deste trabalho.

Aos funcionários da secretaria da FNH, em especial à Beatriz e à Wânia, pelo apoio e pelas orientações que facilitaram a minha vida de mestrando.

Aos colegas do mestrado pelos bons momentos e pelas experiências trocadas durante todo o tempo do mestrado.

Aos colegas de viagem (Érika, Talita e Rodrigo): foram longos quilômetros durante o curso, que puderam ser mais leves devido aos nossos momentos de descontração, amizade e companheirismo.

Ao Juninho e à Adriana pela ajuda, apoio e amizade e por terem tornado essa jornada bem mais tranquila.

Aos meus pais, minha sogra e meu sogro, que com serenidade sempre me apoiaram e me incentivaram a seguir em frente mesmo nos momentos mais difíceis.

À minha irmã, cunhados e cunhada e, especialmente aos meus afilhados, que mesmo sem saber, é fonte de muita inspiração.

Por fim, à minha amada esposa Daniela, que merece um agradecimento especial pelo apoio a mim dado nos momentos de dificuldade, me trazendo sabedoria para lidar com as dificuldades do trajeto.

Só se pode alcançar um grande êxito quando nos mantemos fiéis a nós mesmos.

Friedrich Nietzsche

RESUMO

O presente estudo tem como principal objetivo avaliar a *performance* das carteiras indicadas pelas corretoras de valores em comparação às carteiras dos principais índices da bolsa de valores brasileira, que são o IBrX-50, IBrX-100, IBrA, ISE e o Ibovespa no período de julho de 2009 a junho de 2014. A utilização dos índices se dá para representar a média do mercado, podendo desta forma avaliar se as indicações realizadas pelas corretoras de valores conseguem sistematicamente um desempenho superior. Em termos metodológicos, quanto a abordagem adotou-se a análise quantitativa, quanto aos objetivos, a pesquisa é descritiva e para os procedimentos, foi adotada a pesquisa documental. A população da pesquisa foram todas as indicações realizadas pelas corretoras de valores no Brasil, descartando assim, as indicações que foram realizadas por corretoras que atuam na BM&F Bovespa, mas são negociadas em outros mercados. A amostra calculada é de no mínimo 698 indicações. A coleta de dados se deu de duas formas: os dados de referência, que foram pesquisados em canais oficiais das corretoras de valores e em canais especializados no mercado de ações e, os dados de comparação, coletados por meio do *software* Economática. Para tratamento dos dados e confecção dos testes estatísticos de normalidade das variâncias, utilizou-se o *software* SPSS – *Statistical Package for the Social Sciences*. Em relação aos resultados, foi possível observar que algumas corretoras conseguiram na média total do período desempenho superior aos índices de referência, porém não de forma sistemática. A maioria das corretoras não conseguiram desempenho superior aos índices de referência, concluindo assim que, os *experts* do mercado de ações, representado no estudo pelas indicações de carteiras realizadas pelas corretoras de valores, não conseguem desempenho sistematicamente superior à média do mercado, representada pelos índices de referência.

Palavras-chave: Mercado de ações. Carteiras eficientes. Retorno financeiro. Experts do mercado de ações.

ABSTRACT

This study aims to evaluate the performance of the portfolios indicated by brokerage firms compared to portfolios of the main indices of the Brazilian stock exchange, which are the IBrX-50, IBrX-100, IBrA, ISE and the Ibovespa in the period July 2009 to June 2014. The use of indices is given to represent the average of the market and can thus assess whether the information held by brokerage firms can consistently superior performance. In terms of methodology, the approach we adopted the quantitative analysis of the aims, the research is descriptive and procedures, documentary research was adopted. The research population were all the signs carried out by brokerage firms in Brazil, thus ruling out the signs that were placed by brokers who work on the BM & F Bovespa, but are traded in other markets. The calculated sample is at least 698 nominations. Data collection occurred in two ways: the reference data, which were screened in official channels of brokerage firms and specialized channels in the stock market and comparison of data collected through the Economática software. For data processing and preparation of statistical tests of normality of variances was used SPSS - Statistical Package for the Social Sciences. Regarding the results, it was observed that some brokers managed in total mean superior performance period to benchmarks, but not systematically. Most brokerages failed to outperform the benchmark indices, thus concluding that the experts of the stock market, represented in the study by indications portfolios held by brokerage firms, can not systematically higher than the average market performance, represented by the indices reference.

Keywords: Stock Market. Efficient portfolios. Financial return. Stock market's experts.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Relação de indicações e mudanças nas carteiras indicadas.....	67
Gráfico 2 - Percentual de indicações por setor do mercado.....	69
Gráfico 3 - Retorno dos setores no período da pesquisa	71
Gráfico 4 - Índice de Sharpe por faixa de valores.....	76
Gráfico 5 - Comportamento dos índices de referência do estudo	78
Gráfico 6 - Comparação anual entre as indicações e os índices de mercado.....	80
Gráfico 7 - Comparação anual entre as indicações, o Ibovespa e o ISE	81
Gráfico 8 - Comparativo das médias de retornos das corretoras com o Ibovespa...	81
Gráfico 9 - Comparativo das médias de retornos das corretoras com o ISE.....	82
Gráfico 10 - Comparação dos retornos da BB Banco de Investimentos S/A.....	83
Gráfico 11 - Comparação dos retornos da Planner CV S.A.	83
Gráfico 12 - Comparação dos retornos da HSBC CTVM S.A.....	84
Gráfico 13 - Comparação dos retornos da Corretora Souza Barros CT S.A.	85
Gráfico 14 - Comparação dos retornos da corretora Alpes CCTV S/A.....	85
Gráfico 15 - Comparação dos retornos da corretora Ativa S.A. CTCV.....	86
Gráfico 16 - Comparação dos retornos da Geração Futuro CV S.A.....	87

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Relação de corretoras e quantidade de indicações mensal	65
Tabela 2 - Média de ativos indicados por corretora	66
Tabela 3 - Melhores e piores indicações por corretora.....	72
Tabela 4 - 50 melhores e 50 piores indicações	73
Tabela 5 - Dados de retornos das corretoras	74
Tabela 6 - Melhor e pior Sharpe das indicações	75
Tabela 7 - Retornos médios dos índices por ano	77
Tabela 8 - Testes de normalidade dos retornos	89

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

APT – *Arbitrage Pricing Theory*

BM&F Bovespa – Bolsa de Valores Mercados e Futuro

CAPM – *Capital Asset Pricing Model*

CCTVM – Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários

CCV – Corretora de Câmbio e Valores

CCVM – Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários

CMN – Conselho Monetário Nacional

CT – Corretora de Títulos

CTCV – Corretora de Títulos, Câmbio e Valores

CTVM – Corretora de Títulos e Valores Mobiliários

CV – Corretora de Valores

CVC – Corretora de Valores e Câmbio

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

CVMC – Corretora de Valores Mobiliários e Câmbio

CVMCC – Corretora de Valores Mobiliários, Crédito e Câmbio

DEA – *Data Envelopment Analysis*

Ibovespa – Índice Bovespa

IBrA – Índice Brasil Amplo

IBrX-100 – Índice Brasil 100

IBrX-50 – Índice Brasil 50

IS – Índice de Sharpe

ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial

IT – Índice de Treynor

NAICS – *North American Industry Classification System*

NYSE – *New York Stock and Exchange*

S.A. – Sociedade Anônima

SPSS – *Statistical Package for the Social Sciences*

VC – Valores e Câmbio

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
1.1	Problema de pesquisa.....	15
1.2	Objetivos.....	17
1.2.1	Objetivo geral	17
1.2.2	Objetivos específicos	18
1.3	Justificativa	18
2	CONTEXTO DA PESQUISA	21
3	REFERENCIAL TEÓRICO	24
3.1	Tomada de decisão de investimentos	27
3.1.1	Comportamento do investidor na moderna teoria de finanças.....	30
3.1.2	Comportamento do investidor segundo as finanças comportamentais	37
3.2	Seleção de carteiras e a teoria de Markowitz.....	39
3.2.1	Seleção de carteiras	40
3.2.2	Risco e diversificação da carteira	42
3.2.3	Diversificação eficiente	43
3.3	Perfil do investidor	44
3.4	Avaliação de carteiras de investimentos.....	45
3.4.1	Índice de Sharpe	46
3.4.2	Índice de Treynor	48
3.4.3	Índice de Jensen	49
3.4.4	Índice de Modigliani.....	50
3.5	Anomalias de mercado.....	52
3.6	Estudos empíricos	55
4	METODOLOGIA	58
4.1	Classificação quanto a abordagem.....	58
4.2	Classificação quanto aos objetivos	58
4.3	Tipo de pesquisa quanto aos procedimentos.....	59
4.4	População e amostra	60
4.5	Técnica de coleta de dados	61
4.6	Técnica de análise de dados	62
5	DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	64
5.1	Dados sobre as corretoras de valores e suas indicações.....	64
5.2	Dados sobre as ações indicadas	68
5.3	Acompanhamento dos índices de referência utilizados no estudo.....	77
5.4	Análise de <i>performance</i> das corretoras de valores	79
5.5	Teste de diferença entre as médias dos retornos das carteiras sugeridas pelas corretoras e os índices Ibovespa e ISE	88
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	90

REFERÊNCIAS	95
APÊNDICES	102

1 INTRODUÇÃO

Um investidor interessado em aplicar parte dos seus recursos depara-se com uma boa gama de opções em renda fixa e renda variável. Normalmente, esta decisão é definida em função das variáveis risco e retorno (MARQUES *et al.*, 2013).

Via de regra, esperam-se maiores retornos para investimentos mais arriscados. Esta expectativa é suportada pela média histórica de longo prazo, a qual prova a supremacia dos retornos de renda variável sobre aqueles de renda fixa, assim como o maior risco a eles inerente (BODIE; KANE; MARCUS, 2000).

Além da observação histórica, espera-se que investimentos com elevados níveis de risco apresentem uma justa remuneração, caso contrário, não conseguirão atrair recursos de investidores racionais, que são avessos aos riscos (CERETA; COSTA JÚNIOR, 2001).

As fontes de risco em investimentos de renda variável são inúmeras e de matrizes diversas, contribuindo para a incerteza sobre retornos futuros (BODIE; KANE; MARCUS, 2000). Tais riscos advêm do próprio mercado, associado à desvalorização de um ativo, oriundos as possíveis alterações políticas, econômicas, internacionais, entre outras ou até mesmo ligados à liquidez, que surgem da dificuldade em se conseguir compradores potenciais para uma determinada ação (MARTINI, 2013).

Em situações em condições de risco, um tomador de decisões não conhece as consequências de escolher uma determinada alternativa, mas assume-se que a ele é dada a probabilidade de cada consequência ao escolher a ação referida, uma assunção que torna-se somente razoável em situações muito específicas de tomada de decisões do cotidiano para as quais existam probabilidades objetivas – como por exemplo, ao jogar roleta em um casino (NEVES, 2007).

De fato, em muitas das decisões econômicas e financeiras, tais probabilidades não estão disponíveis para tomadores de decisões, o qual deve considerar a estratégia

de outros agentes na descrição das consequências, como no mercado de capitais, por exemplo, onde os preços das ações são funções de ações coletivas de todos os participantes, tornado assim desconhecida a distribuição de probabilidade dos preços (KAHNEMAN, 2003).

O valor de uma ação pode aumentar ou diminuir de acordo com a relação de oferta e procura. Se muitos investidores buscam tal ativo, a tendência é que ele se valorize. Por outro lado, se existe muita oferta de venda desse ativo, espera-se que ele sofra uma desvalorização (MARTINI, 2013).

Nesses casos, para lidar com decisões em condições de incerteza, investidores formam probabilidades subjetivas sobre as consequências de suas escolhas baseados em informações de comportamento passado e em ambos, julgamentos intuitivos e raciocínio deliberado (KAHNEMAN, 2003).

Entende-se por probabilidade subjetiva uma fundamentação do uso de probabilidades, mesmo em situações onde não se podem aplicar métodos probabilísticos (MARQUES , *et al.*, 2013).

Nesse sentido, investidores em busca de alternativas de investimentos em renda variável se deparam com uma série de variáveis que precisam ser consideradas, como risco, variações de mercado, liquidez e possibilidade de maiores rentabilidades, entre outras, o que os incentiva a tentar gerenciar o risco e a incerteza por meio da obtenção de informações por si mesmos, ou procurar profissionais capazes de auxiliá-los na escolha das melhores opções de investimento, especificamente, investidores profissionais, *experts* do mercado de capitais¹, a fim de adquirir maior confiança nas suas escolhas (NEVES, 2007; SCHUMANN, 2013).

¹ *Experts* do mercado de capitais são os profissionais que possuem educação financeira diferenciada e uma maior experiência por atuar diretamente no mercado de capitais.

1.1 Problema de pesquisa

Atualmente, existe uma grande quantidade de sites especializados, fóruns de discussão e relatórios institucionais que oferecem pareceres e sugestões de *experts* do mercado de capitais, destacadamente relacionados as melhores opções de investimento disponíveis (SCHUMANN, 2013).

Dentre as várias funções das corretoras de valores, existe uma em especial, a indicação de carteiras de ações fornecidas periodicamente, as quais podem ser adotadas em parte ou na plenitude por diversos investidores amadores (BOVESPA, 2014).

Uma vez que tais portfólios são preparados por profissionais que possuem um alto grau de educação financeira e uma maior experiência no mercado de ações, seria normal esperar que suas sugestões levassem a *performances* superiores, ou seja, acima dos índices de mercado (MARQUES *et al.*, 2013).

Contudo, tal inferência iria contra a moderna teoria de finanças, em específico a hipótese de mercados eficientes, segundo a qual os investidores não seriam capazes de obter melhores retornos de forma sistemática em comparação à média do mercado, dada a aleatoriedade dos preços dos ativos financeiros (FAMA, 1970). Ao considerar-se a referida teoria, torna-se possível que corretoras, distribuidoras de valores, administradores de carteiras, e demais instituições financeiras direcionadas à previsibilidade de rentabilidade ou redução de riscos não gerem informações tão relevantes ao seu público como se imagina.

Não obstante a improbabilidade prevista pelo paradigma vigente na área de finanças de não ser possível obter-se a longo prazo retornos superiores aos índices de mercado, a estrutura formada para a prestação de serviços de consultoria e assessoria na área é expressiva (NEVES, 2007).

Desta forma, é possível acreditar que nem mesmo informações oferecidas por investidores profissionais levem à superação sistemática dos índices de mercado.

Contudo, com bom senso, pode-se acreditar que exista uma maior probabilidade de obter-se melhores resultados confiando nas sugestões de investidores profissionais.

Os índices de mercado a que o estudo se refere são o Ibovespa, IBrX-50, IBrX-100, IBrA e o Ibovespa.

O Índice Bovespa (Ibovespa), trata-se de um índice de retorno total que tem o objetivo de ser o indicador de desempenho médio das cotações dos ativos de maior volume de negociações e representação do mercado de ações brasileiro (BOVESPA, 2014d).

O Ibovespa é o mais importante indicador de desempenho médio das ações que são negociadas na bolsa de valores brasileira. O valor atual do índice representa o valor médio do mercado, representando assim a intensão de investimentos da maioria dos investidores (BOVESPA, 2014d). O índice é calculado em tempo real e considera instantaneamente os preços de todos os negócios efetuados no mercado à vista com ações componentes em sua carteira (BOVESPA, 2014d).

O IBrX-50 é uma carteira teórica que mede o retorno total das 50 ações mais negociadas na BM&F Bovespa, considerando a liquidez e o valor dos ativos. Foi desenvolvido para servir de referência para os administradores de carteiras (BOVESPA, 2014 e).

Os critérios para compor o IBrX-50 é ser uma das 50 ações com maior índice de negociabilidade e ter sido negociada em pelo menos 80% dos pregões ocorridos nos 12 meses que antecedem a formação da carteira (BOVESPA, 2014 e).

O IBrX-100 é um índice com características parecidas com o IBrX-50, porém é formado pelas 100 empresas mais negociadas na BM&F Bovespa, considerando número de negócios e volume financeiro (BOVESPA, 2014f).

Para compor a carteira do índice IBrX-100 uma ação precisa estar entre as 100 mais negociadas e ter sido negociada em, pelo menos, 70% dos pregões nos doze meses que antecedem a formação da carteira (BOVESPA, 2014f).

O Índice Brasil Amplo (IBrA) objetiva-se em oferecer uma visão ampla do mercado acionário, medindo o comportamento de todas as ações negociadas na BM&F Bovespa que atendam aos critérios de entrada na carteira (BOVESPA, 2014g).

O IBrA é composto pelas ações que somadas representam 99% do valor acumulado de todos os índices individuais e, ter participado de 95% dos pregões que nos doze meses que antecedem a sua formação (BOVESPA, 2014g).

O Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) considera as empresas listadas na BM&F Bovespa e que possuam características de sustentabilidade corporativa (BOVESPA, 2014h). Compõem a carteira do ISE as empresas ou grupos comprometidos com a sustentabilidade, e que apresentem diversas qualidades como: desenvolvimento sustentável; equidade; transparência e prestação de contas; entre outras (BOVESPA, 2014h).

Neste contexto, emerge como problema de pesquisa o seguinte questionamento: *As indicações de analistas financeiros profissionais encontradas em carteiras sugeridas por sociedades corretoras de valores apresentam desempenho superior aos índices de mercado?*

1.2 Objetivos

No intuito de responder o problema de pesquisa, estabeleceram-se os seguintes objetivos:

1.2.1 Objetivo geral

O objetivo principal do presente trabalho consiste em comparar a *performance* e características básicas das carteiras - risco e retorno -, sugeridas por sociedades corretoras de valores com a carteira de mercado e demais índices presentes no mercado de ações brasileiro.

1.2.2 Objetivos específicos

Ao buscar cumprir com o objetivo geral traçado, delineiam-se os seguintes objetivos específicos de pesquisa:

- a) analisar as carteiras sugeridas por sociedades corretoras de valores no período de junho de 2009 a julho de 2014;
- b) comparar o desempenho das carteiras sugeridas por sociedades corretoras de valores com o desempenho das carteiras constituintes dos principais índices do mercado de ações brasileiro, como o IBrX-50, IBrX-100, IBrA, ISE e o Ibovespa; e
- c) analisar à luz da moderna teoria de finanças os resultados de pesquisa encontrados.

1.3 Justificativa

Esta pesquisa se justifica segundo as dimensões acadêmica, organizacional e social.

No âmbito acadêmico, este estudo torna-se relevante ao passo que irá contribuir para a compreensão do mercado de ações, visto que trata-se de um assunto que não possui consenso entre os pesquisadores.

De um lado existem os autores que acreditam em certa imprevisibilidade do mercado, a exemplo Basu (1977), Rêgo e Mussa (2008), Nakamura e Mendonça (2010) e Silva Neto, Fraga e Marques (2010), atribuindo os resultados ao acaso e a aleatoriedade, como citado por Gomes e Marques Júnior (2010) afirmando em seu estudo que “[...] o mercado de capitais apresenta considerável imprevisibilidade. Atualmente os modelos tradicionais se baseiam na hipótese de mercado eficiente, ou seja, o retorno dos mercados financeiros seguem um processo estocástico e aleatório”.

Por outro lado, existe a possibilidade de que o investidor não seja totalmente racional no processo de tomada de decisão de investimento, agindo por vezes de forma emocional, fato este que pode ser evidenciado por meio da existência de anomalias de mercado, como: efeito segunda-feira, venda em maio e vá embora, primeiro dia útil do mês, entre outros (MACHADO-SANTOS; ARMADA, 1997). Evidenciando que, se estas anomalias forem exploradas, é possível aferir previsibilidade no mercado de ações.

Dessa forma, o estudo se posiciona avaliando o conhecimento do mercado por meio das indicações realizadas por *experts* em detrimento dos índices que representam a média do mercado, o Ibovespa e os demais índices citados anteriormente.

No âmbito organizacional, a viabilidade do estudo está voltada para o esforço das corretoras de valores, que confeccionam relatórios de indicações por meio da experiência de seus colaboradores visando atrair o maior número de investidores possível.

As sugestões de investimentos, podem ser para a corretora um grande diferencial para aumentar a sua carteira de clientes, visto que sua fonte de sobrevivência financeira vem de taxas cobradas pela manutenção dos ativos de seus clientes (HALFELD, 2006). Entender se este esforço gera um resultado positivo para seu público, pode ser um diferencial para que as corretoras continuem investindo nesta estratégia ou mude o seu foco, caso esta estratégia não traga tanto benefício quanto se espera.

No âmbito social, o estudo justifica-se tendo em vista que, na tentativa de minimizar os riscos, o investidor amador pode se apoiar nas indicações realizadas pelas corretoras de valores, que podem gerar resultados superavitários ou deficitários. A falta de conhecimento do investidor amador faz com que este crie uma dependência de analistas, confiando sua decisão de investimento a estes profissionais (SCHUMANN, 2013). Saber se os resultados aferidos pelos profissionais são superavitários ou não, pode ser importante para que estes investidores decidam fazer uso ou não dessa estratégia.

Este estudo se divide em seis capítulos. O primeiro, a introdução, possui a finalidade de contextualizar o tema e apresentar o problema da pesquisa, objetivos e justificativa.

No segundo capítulo, o contexto da pesquisa é caracterizado, apresentando o mercado de capitais, mais especificamente o mercado de ações.

No terceiro capítulo é desenvolvida a fundamentação teórica que ofereceu o embasamento da pesquisa. Foram trabalhados nesse capítulo o processo de tomada de decisão, a seleção de carteiras e a teoria de Markowitz, o perfil do investidor, a avaliação de carteiras de investimentos, as anomalias de mercado e alguns estudos empíricos relacionados com o tema do estudo.

O quarto capítulo, descreve a metodologia da pesquisa.

O quinto capítulo apresenta a descrição e análise dos dados coletados na pesquisa.

No sexto e último capítulo são apresentadas as conclusões e considerações finais sobre os resultados da pesquisa.

2 CONTEXTO DA PESQUISA

Nesse capítulo é apresentado o cenário em que a pesquisa foi desenvolvida, contextualizando o ambiente de comercialização de ativos mobiliários no Brasil, demonstrando as principais características do mercado quanto à sua regulamentação e funcionamento.

O sistema financeiro nacional é composto por instituições responsáveis pela captação de recursos financeiros, pela distribuição, pela circulação e pela regulação deste processo (BOVESPA, 2010).

O Conselho Monetário Nacional (CMN), presidido pelo Ministro da Fazenda, é o órgão que define a forma de atuação deste sistema. Diretamente ligados a CMN estão o Banco Central do Brasil, atuando como órgão executivo e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que regulamenta e fomenta o mercado de capitais, ou seja, a bolsa de valores (BOVESPA, 2010).

A CVM é uma autarquia especial vinculada ao Ministério da Fazenda, criada pela Lei nº 6.385 de 07 de dezembro de 1976. Além de fiscalizar e normatizar o mercado de ações, a CVM elabora estudos e pesquisas a fim de obter elementos necessários para a definição de políticas e iniciativas para promover o desenvolvimento do mercado (BOVESPA, 2010).

O mercado de capitais, ou bolsa de valores, é um sistema que atua na distribuição de valores imobiliários visando proporcionar liquidez e o processo de captação dos títulos. A bolsa é constituída pelas corretoras de valores e outras instituições financeiras autorizadas (BOVESPA, 2010).

No mercado de capitais são negociadas ações e debêntures. As ações são títulos representativos do capital da empresa; os debêntures, são conversíveis em ações, bônus de subscrição e comercial (BOVESPA, 2010).

As ações ainda podem ser melhor definidas como:

Títulos de renda variável, emitidos por sociedades anônimas, que representam a menor fração do capital da empresa emissora. Podem ser escriturais ou representadas por cautelas ou certificados. O Investidor de ações é um coproprietário da sociedade anônima da qual é acionista, participando dos seus resultados. As ações são conversíveis em dinheiro, a qualquer tempo, pela negociação em bolsa ou mercado de balcão (BOVESPA, 2010, p. 17).

As ações, quanto ao tipo, podem ser ordinárias ou preferenciais. As ordinárias garantem participação na empresa e o direito ao voto em assembleias. Já as preferenciais, garantem a prioridade nos recebimentos de dividendos e no reembolso do capital, quando há a dissolução da sociedade (BOVESPA, 2010).

Quanto à forma, uma ação pode ser nominativa ou escritural. Nominativa, quando o certificado apresenta o nome do acionista, e escritural quando não apresentam cautelas ou certificados, neste caso os valores são lançados a débito e a crédito do acionista, não existe movimentação física de documentos (BOVESPA, 2010).

As ações são negociadas na bolsa, mercado onde são oferecidas as condições e as ferramentas necessárias para que a negociação de venda de títulos seja realizada de forma transparente (BOVESPA, 2010).

Um importante objetivo da bolsa é “o incentivo a poupança do grande público e ao investimento em empresas em expansão, que, diante deste apoio, poderão assegurar as condições para seu desenvolvimento” (BOVESPA, 2010, p. 24).

No Brasil, a principal bolsa de valores em operação é a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&F Bovespa). Criada em 2008 com o objetivo de ofertar dentre outras coisas, à negociação de ações (BOVESPA, 2010), principal objetivo desta pesquisa.

A negociação de ações na bolsa deve ser feita exclusivamente por intermédio das corretoras de valores que, segundo Fortuna (2006), são as instituições financeiras credenciadas pelo Banco Central do Brasil, pela Bolsa de Valores e pela Comissão

de Valores Mobiliários. As corretoras de valores são instituições autorizadas a negociar em pregão.

As corretoras são instituições financeiras intermediárias especializadas na execução de ordens determinadas por seus clientes, além da prestação de diversos serviços voltados ao mercado, tais como: (i) diretrizes para seleção de investimentos; (ii) intermediação de operações de câmbio; (iii) assessoria a empresas na abertura de capital; (iv) disponibilização de relatório com indicações de carteira; etc. (FORTUNA, 2006).

Em pesquisa realizada no site da BM&F Bovespa, foram encontradas 53 corretoras de valores, sendo que destas, somente uma não oferece recomendações de investimentos, a corretora Talarico CCTM Ltda. No filtro utilizado na pesquisa, foram selecionadas todas as corretoras que negociam ações (BOVESPA, 2014c).

Assim, é na disponibilização de relatório com indicações de carteiras fornecidos por estas corretoras que o estudo se foca, a fim de avaliar se tais indicações apresentam um bom desempenho, se tornando desta forma, uma boa ferramenta para a orientação dos investidores amadores.

3 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesse capítulo, são apresentados os principais conceitos teóricos que dão sustentação à pesquisa, tais como: tomada de decisão de investimentos; seleção de carteiras e teoria de Markowitz; perfil do investidor; avaliação de carteiras de investimentos; anomalias de mercado; e, estudos empíricos, iniciando pelo mercado financeiro brasileiro, cenário onde a pesquisa foi desenvolvida.

O sistema financeiro no Brasil é dividido em dois momentos, antes da lei nº 4.595 de 31 de dezembro de 1964 e depois dessa lei. A referida lei dispõe sobre a política monetária e as instituições financeiras. Esta lei, baseando-se no sistema americano, estabeleceu os padrões do atual sistema financeiro brasileiro (PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA, 2014).

Neves (2007) ressalta que, após este marco, o mercado brasileiro vem passando por grandes mudanças e se posiciona em evolução, como fonte importante para quem busca rentabilidades superiores a poupança, fundos de investimentos, dentre outros tipos de investimentos.

Como fatores determinantes da evolução no mercado financeiro brasileiro, podem-se listar a estabilidade econômica, a adoção de práticas de governança corporativa pelas empresas e a regulamentação do mercado, esta última obtida a partir da publicação da Lei nº 4.595/1964. Todos esses fatores oferecem ao investidor maior segurança, viabilizando assim o volume de ações negociadas (NEVES, 2007).

Nesse contexto, Neves (2007) define ainda que a função do mercado é a de oferecer condições para propiciar a transferência de recursos financeiros entre tomadores e poupadores, além de criar condições de liquidez e administração de riscos. Para os agentes superavitários, o mercado de capitais constitui uma opção interessante capaz de oferecer possibilidades de maiores retornos em comparação aos outros tipos de investimentos mencionados anteriormente.

É importante definir também o mercado de capitais, que, segundo Pinheiro (2005), trata-se de um conjunto de instituições que negociam títulos e valores mobiliários, com o objetivo de canalizar recursos de agentes compradores para os agentes vendedores.

Ainda a respeito do mercado de capitais, Pinheiro (2005) esclarece que este é um sistema pelo qual os papéis válidos como parte de empresas são negociados, empresas essas que optam por abrir o seu capital com o objetivo de captar recursos de investidores para seus investimentos, garantindo assim a continuidade de suas atividades.

Os papéis citados por Pinheiro (2005), ainda segundo Lima, Galardi e Neubauer (2006), tratam-se de ações, que representam uma parte do capital de uma companhia de sociedade anônima, negociados por meio do mercado de ações.

As operações de compra e venda de ações no mercado da bolsa de valores podem ser realizadas por meio de uma corretora ou por meio do *Home Broker*² (de uma corretora), manipulado diretamente pelo investidor, sem o auxílio direto desta corretora em questão (CERBASI, 2008).

As corretoras de valores são empresas que possuem autorização para negociar diretamente no mercado de ações e possuem exclusividade nas operações de compra e venda (PINHEIRO, 2005).

Segundo informações obtidas no site Bovespa (2014), dentre as principais funções das corretoras de valores estão: oferecer ajuda na escolha de investimentos; oferecer suporte para entender o funcionamento da bolsa de valores; definir o perfil do investidor; oferecer serviço para investimento via internet, o *Home Broker*; oferecer relatório de recomendações de ações; informar sobre novos produtos no mercado; dentre outras.

² Sistema oferecido pelas corretoras de valores para conectar seus clientes ao pregão eletrônico do mercado de capitais.

Para investimentos em ações, existem, listados no site da BM&F Bovespa atualmente 53 corretoras de valores em operação. Estas corretoras podem ser contratadas pelo investidor e exclusivamente por meio destas, as negociações poderão ser realizadas (BOVESPA, 2014a).

Mesmo com todo o auxílio das corretoras de valores, o mercado de ações é uma opção que apresenta um elevado risco. Uma forma de 'controlar' este risco segundo Assaf Neto (2003) é investir por meio da formação de carteiras de ações. Com a diversificação de ativos, é possível minimizar os riscos inerentes, escolhendo ações de setores diferentes.

Segundo Fortuna (2005), para se formar a carteira de ações deve-se pensar em longo prazo, pois existe a tendência de que os riscos diminuam consideravelmente e a expectativa de rentabilidade torna-se maior.

O longo prazo se deve ao fato de que, mesmo com grandes oscilações da bolsa - quedas devido a crises financeiras - existe uma tendência de que ela se recupere. Outro fato importante é a tendência de crescimento do mercado de países ditos como emergentes, embora nos últimos dois anos no Brasil o crescimento tenha sido modesto, é um mercado sempre promissor (HALFELD, 2006).

Em contrapartida à afirmação de Halfeld (2006), Neves (2007) considera que qualquer investimento possui o seu nível de incerteza a respeito de retornos futuros e, na maioria dos casos, esta incerteza é considerável.

As fontes de riscos dos investimentos vão, além das flutuações macroeconômicas citadas por Halfeld (2006) a mudanças no destino e foco das corporações levando a desenvolvimentos inesperados dos ativos em particular (NEVES, 2007).

Dentre as diversas funções das corretoras de valores, este trabalho abordou em especial, a função de oferecer relatório de recomendação de ações, que foi o foco deste estudo, portanto, esta funcionalidade teve sua eficiência avaliada.

Considerando ainda que, segundo relatório apresentado por Bovespa (2014b), no período de agosto de 2014, 7,59% dos valores negociados no mercado à vista, foram realizados por investidores individuais pessoa física, o que representa um volume relativamente grande. Entenda por mercado à vista, o mercado onde é possível comprar e vender determinada quantidade de ações em pregão com liquidação imediata. Nesse mercado, a entrega do título adquirido se dá dois dias após a liquidação financeira. Para o vendedor, o crédito financeiro se dá em três dias após a negociação (FORTUNA, 2005).

A seção seguinte apresenta conceitos sobre o processo de tomada de decisão e suas implicações no mercado de ações.

3.1 Tomada de decisão de investimentos

Segundo Assaf Neto (2003), as decisões financeiras são tomadas em um ambiente de total incerteza considerando a possibilidade dos resultados, visto que tais decisões são voltadas para o futuro e um acompanhamento do mercado torna-se imprescindível.

O processo de tomada de decisão está diretamente ligado a fatores administrativos, normalmente o processo decisório está envolto em todo o cotidiano do indivíduo. Embora a importância do processo de decisão fique clara, existe complexidade na sua execução. Neste sentido, pode-se considerar o processo decisório como complexo e que envolve muitas variáveis, dependentes do cenário onde se aplicam (BRAGA, 1988).

Braga (1988) ressalta ainda que o processo decisório é o processo de pensamento e ação que irá resultar em uma escolha ou tomada de decisão, alinhando-se com a definição de Daft (1999) que diz que o processo de tomada de decisão trata de identificar problemas e oportunidades para então resolvê-los.

A tomada de decisão sobre investimentos pode ser analisada por muitas técnicas, sendo que estas técnicas se amparam em duas linhas, a análise fundamentalista e a

análise técnica. A primeira considera a projeção dos preços analisando o ambiente econômico da própria empresa, da economia do país e do setor onde ela opera. A segunda considera dados de volume e valores estatísticos do mercado acionário (CHAVES, 2014).

Todas as análises aplicadas no processo decisório visam, primeiramente, minimizar os riscos de um investimento. Nesse contexto, o risco é um conceito abstrato, portanto, cabe ao investidor interpretar o cenário mediante as informações acerca do investimento. O risco pode ser entendido como a chance de perda financeira, ou seja, os ativos que apresentam maiores possibilidades de perdas são tidos como mais arriscados (GITMAN, 2010).

Além do risco, o retorno, que representa o total de ganhos e perdas, é outro fator que interfere diretamente no processo decisório de um investimento. A relação risco e retorno é a responsável pela necessidade de análise no processo decisório (GITMAN, 2010).

Gitman (2010, p. 186) define bem a relação risco e retorno, afirmando que:

Os retornos dos investimentos variam no tempo e entre tipos distintos de investimentos. Calculando as médias de retornos históricos em períodos longos é possível eliminar o impacto do risco de mercado e de outros tipos de riscos. Isto permite ao tomador de decisões financeiras focalizar sua atenção nas diferenças de retorno atribuíveis principalmente aos tipos de investimentos.

Com esta afirmação, Gitman (2010) aponta uma forma de se minimizarem os impactos do risco realizando uma análise de históricos em períodos mais longos, o que contraria a hipótese de mercado eficiente definida por Eugene Fama (1970).

Este posicionamento de tomada de decisão diz respeito somente a moderna teoria de finanças, pois não considera aspectos como a racionalidade do agente envolvido, uma vez que esta teoria preconiza que as decisões portam racionalidade ilimitada (FAMA, 1970).

Porém, há de se considerar ainda a tradição neoclássica, que considera que o tomador de decisões irá ponderar suas preferências estáveis, além de maximizar a utilidade gerada por meio dessas preferências (MILANEZ, 2003).

Milanez (2003) e Bazerman (2004) ressaltam que a racionalidade trata-se do processo de tomada de decisão que se objetiva o resultado ótimo, considerando uma avaliação dos valores e preferências de risco por parte do tomador de decisões.

Em contrapartida a moderna teoria de finanças, no processo de tomada de decisões, existe a teoria de utilidade esperada, que de acordo com Bekman e Costa (1995), considera as preferências reais das pessoas como resultado esperado de uma tomada de decisão, explorando o entendimento no comportamento dos agentes de decisão.

Em condições de incerteza os agentes racionais processam as informações objetivamente, considerando toda informação disponível e respondem a novas informações com base em um conjunto de preferências (MILANEZ, 2003).

Nesse contexto, investidores racionais no processo de comparação de ações processam as informações disponíveis objetivamente, já os erros que estes cometem na decisão do futuro são aleatórios e não dependentes de uma tendência de otimismo ou pessimismo (BERNSTEIN, 1997).

Modigliani e Miller (1961) defendem a irrelevância do pagamento de dividendos para o preços das ações, afirmando que o pagamento de dividendos é irrelevante para a riqueza total dos acionistas, ou seja, para o mercado racional, o montante pago por dividendos não interfere no processo de decisão de compra e venda de ações.

A ideia de que o investidor é racional, avesso ao risco e sempre procura maximizar seu bem-estar, motivou Sharpe (1964) a formular um modelo para avaliar ativos em condição de riscos, denominado *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), que será tratado detalhadamente na seção 3.1.1.2.

De acordo com Simon (1967), quem toma a decisão, deve proceder em suas tomadas de decisão de forma estruturada e sistematizada, com o objetivo de agir de forma racional, com embasamento em informações e análises das opções.

Após o conceito sobre a tomada de decisão frente à eminência do risco e ao comportamento dos agentes de risco, faz-se necessário compreender como o investidor se comporta, tendo como base a moderna teoria de finanças.

3.1.1 Comportamento do investidor na moderna teoria de finanças

A moderna teoria de finanças surgiu durante a década de 50, com a premissa de que os tomadores de decisão são totalmente racionais e que o mercado é imprevisível (FAMÁ; CIOFFI; COELHO, 2008).

A imprevisibilidade do mercado é dada segundo a hipótese de mercado eficiente, desenvolvida por Eugene Fama (1970), que apoia o modelo clássico de finanças que considera o comportamento humano racional (FAMÁ; CIOFFI; COELHO, 2008).

Nesse cenário de possível incerteza, dada a aleatoriedade do mercado, Assaf Neto (2010) afirma que é pessoal a postura de um investidor perante ao risco e uma resposta única a todas as situações não pode ser encontrada. Nas decisões de investimento, a maior preocupação, em situação de incerteza, é expressar as preferências em relação ao conflito de risco e retorno que são inerentes a todas alternativas financeiras.

No posicionamento de Gitman (2010), é importante definir um nível geralmente aceitável de risco a se correr. Classifica-se em três as posturas que os investidores podem assumir perante ao risco: a postura conservadora, a postura moderada e a postura agressiva. Estas posturas definem a forma como o investidor está disposto a investir seu dinheiro no mercado financeiro.

O investidor conservador é aquele que não está disposto a correr grandes riscos, nem, tampouco, a aplicar seu dinheiro em investimentos que sofrem grandes

oscilações, ou ainda, a sua situação financeira não permite que grandes riscos sejam corridos, comprometendo seu capital investido (PAZO *et al.*, 2003).

O investidor que assume o comportamento moderado está disposto a correr um risco um pouco mais elevado buscando uma rentabilidade maior, aplicando uma quantia maior do seu dinheiro em investimentos, que oscilam muito, destinando o restante para serem aplicados em investimentos mais seguros, com menores oscilações (PAZO *et al.*, 2003).

Já o comportamento do investidor agressivo é de total disposição a correr altos riscos para conseguir a máxima rentabilidade possível, investindo a maior parte de seu dinheiro em aplicações que representam grandes riscos e grandes oscilações, sobrando uma parcela mínima para aplicações mais seguras que preservem o capital investido (PAZO *et al.*, 2003).

O risco é, portanto, o agente que regula as decisões quanto ao investimento a se realizar. Em uma visão geral, o que se pretende é maximizar os retornos e minimizar os riscos a se correr (SILVA, 2010).

Silva (2010), além de classificar o comportamento do investidor nas mesmas três faixas citadas anteriormente, observa também que o risco é o delimitador e que o objetivo é a maximização dos lucros. Assim, existem metodologias para que estes objetivos sejam alcançados, como a obtenção de carteiras ótimas, a partir da teoria de Markowitz, com o objetivo de maximizar os lucros dentro de uma faixa de risco aceitável.

Existem várias metodologias que podem auxiliar o investidor no processo de decisão, além de influenciar no seu estilo de investimento. Dentre essas metodologias destacam-se a Teoria da Carteira, o Modelo de Determinação do Preço de Equilíbrio dos Ativos Financeiros e a Teoria da Eficiência dos Mercados (SILVA, 2010).

A teoria das carteiras foi desenvolvida em 1952 por Markowitz e baseia-se na seleção de carteiras de ativos que visam maximizar a rentabilidade com o menor

risco possível, ou seja, procura a formação de carteiras eficientes e ótimas. A carteira tende a ser ótima por meio da diversificação dos seus ativos (MARQUES *et al.*, 2013).

O modelo de determinação do preço de equilíbrio dos ativos financeiros, visa tratar além do risco diversificável, outrora considerado na teoria das carteiras de Markowitz, o risco de mercado, que depende das contingências do mesmo, afetando todos os títulos transacionáveis (SILVA, 2010).

Já a teoria de eficiência dos mercados, desenvolvida por Fama em 1970, é vista sob vários prismas e se apoia na perspectiva da eficiência operacional, informacional e com base na racionalidade dos agentes intervenientes no mercado (SCHUMANN, 2013).

É fato, portanto, que o binômio risco e rentabilidade está diretamente relacionado ao comportamento do investidor (GITMAN, 2010). As metodologias apresentadas agem como forma de estruturar e alinhar o investimento de acordo com o risco que cada investidor está disposto a correr por uma determinada rentabilidade. Dessa forma, fica evidenciado que é possível o investidor apresentar um comportamento racional frente as oscilações e riscos apresentados pelo mercado (MARQUES *et al.*, 2013).

Para avançar na compreensão do comportamento do investidor, faz-se necessário abordar o conceito e as características de mercado eficiente.

3.1.1.1 Mercado Eficiente

A definição de mercado eficiente depende diretamente da definição de informação e o seu valor. Uma estrutura de informação está diretamente ligada à mensagem relativa a um evento que pode acontecer e ao real significado que esta mensagem pode trazer. Um exemplo desta afirmação é que a mensagem de que o céu está sem nuvens pode significar muito para um piloto de avião, ou, até mesmo, a velocidade do vento pode significar muito para um paraquedista. Porém, estas

informações podem não significar absolutamente nada para um indivíduo que vai passar o dia todo em um escritório (COOPERLAND; WESTON; SHASTRI, 1998).

Uma mensagem ou informação pode provocar uma ação no indivíduo que gera valor para uma tomada de decisão a fim de maximizar sua utilidade. Se existe a possibilidade de chover, que custo teria em transportar um guarda-chuvas frente ao grande risco de molhar-se? (COOPERLAND; WESTON; SHASTRI, 1998).

Perante a uma informação ou a um conhecimento, Cooperland, Weston e Shastri (1998), ressaltam que o indivíduo tem direito, mas não a obrigação, de agir; e esta informação pode ser maximizada por meio das seguintes variáveis: (i) um possível retorno positivo para um tomador de decisão; (ii) a veracidade da informação gerada pela mensagem; e (iii) a ação que o tomador de decisão irá tomar.

Uma informação ou conjunto de informações qualquer, não influenciam o mercado, desta forma, um agente não consegue alcançar retornos consideráveis acima da média do mercado com um considerável nível de risco, com base nas informações disponíveis publicamente no momento em que a ação é tomada (COOPERLAND; WESTON; SHASTRI, 1998).

Fama (1970) define que o mercado é eficiente de três formas: fraca, semiforte e forte. O mercado é eficiente na forma fraca quando não é possível de se observar retornos acima da média por meio de análise técnica, ou seja, não é possível de se observar retornos positivos se baseando nos preços ou retornos históricos.

O mercado é eficiente na forma semiforte quando não é possível de se obter retornos positivos acima da média se baseando em informações públicas, como balanços, demonstrativos financeiros, revistas, jornais, relatórios de pregões financeiros, etc. Desta forma, a análise fundamentalista não oferece possibilidade de ganhos acima da média (FAMA, 1970).

O mercado é eficiente na forma forte quando não é possível de se obter retornos positivos acima da média de mercado por meio de informações não publicadas ou confidenciais, ou seja, informações privilegiadas (FAMA, 1970).

Van Horne (1995) afirma que existe um mercado eficiente quando o valor dos ativos financeiros é ajustado automaticamente frente ao surgimento de informações diretamente relacionadas a este ativo. Para Assaf Neto (2010, p. 208), mercado eficiente é: “como aquele em que os preços refletem as informações disponíveis e apresentam grande sensibilidade a novos dados, ajustando-se rapidamente a outros cenários”, ou seja, as definições mostram que, mercado eficiente existe quando informações sobre qualquer ativo não afeta significativamente o valor deste.

Em consonância com Fama (1970), Demodaran (2004) define que mercado eficiente é aquele que reflete informações não tendenciosas do valor de uma ação, ou seja, os preços podem estar sub ou supervalorizados desde que estejam apresentados de forma aleatória. Assim, considerando a aleatoriedade do valor das ações no mercado eficiente, nenhum investidor conseguiria obter retornos de rentabilidade positiva acima da média do mercado ao longo dos anos, ou seja, a longo prazo (DEMODARAN, 2004).

Quando se contesta a hipótese de mercado eficiente, normalmente se faz por meio da observação de anomalias de mercado (SCHUMANN, 2013), que são apresentadas por meio de fenômenos e serão mais criteriosamente discutidas posteriormente.

Ainda com objetivo de fortalecer a teoria de mercado eficiente, dois modelos de precificação de ativos serão abordados a seguir: o modelo CAPM e o modelo APT.

3.1.1.2 Modelo CAPM

O modelo CAPM possibilita estimar o custo do capital, convertido em retorno financeiro requerido pelo gestor do capital, bem como a sua taxa de risco (SAMANES, 2002).

O modelo de precificação de ativos de capital é fruto de um grande avanço na teoria de finanças, relacionando o retorno de um investimento ao seu risco sistemático (ROSS; WETERFIELD; JAFFE, 2002).

Cooperland, Weston e Shastri (1998) definem algumas hipóteses para o desenvolvimento do CAPM: (i) os investidores são avessos aos riscos e visam a otimizar a sua riqueza a cada fim de período; (ii) os investidores apresentam expectativas homogêneas sobre os retornos dos ativos que assumem uma distribuição normal; (iii) há um ativo que se apresenta livre de risco e os investidores podem tomar emprestado ou emprestar quantias limitadas à taxa livre de risco; (iv) todos os ativos são negociáveis e perfeitamente divisíveis e as quantidades de ativos são fixas; (v) não existe acesso privilegiado à informações, não existe conflito de agentes e as informações não apresentam custo; e (vi) não existem custos de transição, impostos e regulamentações, ou seja, não existem imperfeições no mercado.

O CAPM foi concebido em bases pouco realistas, entretanto Assaf Neto (2010) afirma que as restrições contidas no modelo não apresentam embasamento para invalidá-lo, mesmo que sejam improváveis de serem verificadas na realidade do mercado, visto que estas suposições não são suficientemente rigorosas.

Para Van Horne (1995), o modelo CAPM define a taxa de risco, porém, o valor encontrado referente aos dados do investimento está diretamente relacionado com o nível de alavancagem de mercado, desta forma, faz-se necessário encontrar o custo do capital sem o índice beta (VAN HORNE, 1995). Ainda de acordo com esse autor, essa taxa poderá ser expressa em termos de valores esperados, sendo o retorno esperado do ativo constituído em dois: (i) rentabilidade da aplicação imune ao risco e (ii) prêmio pelo risco. Os procedimentos matemáticos necessários para avaliar o retorno esperado podem ser demonstrados na seguinte equação:

$$\bar{R} = R_j + \beta(\bar{R}_m - R_j)$$

onde:

\bar{R} é o retorno esperado

R_j é a rentabilidade sem risco

R_m é a rentabilidade esperada de mercado

β é o beta do investimento, trata-se da volatilidade do retorno do retorno em relação ao retorno do mercado

3.1.1.3 Modelo APT

Modelo alternativo desenvolvido por Ross, Westerfield e Jaffe (2002), busca superar as limitações do CAPM e traça o risco de todas as ações de forma unidirecional, taxando o mercado como a única fonte de risco.

É prevista no modelo APT uma sensibilidade de ativo segundo um conjunto de fatores. Trata-se de uma relação diretamente proporcional quanto à sensibilidade, onde, quanto maior o risco, maiores são as possibilidades de perdas ou ganhos. Estes fatores tratam-se de risco sistemático, ou seja, não podem ser anulados com a diversificação.

Ross, Westerfield e Jaffe (2002) fizeram algumas suposições necessárias acerca do modelo APT: (i) os investidores são avessos aos riscos e procuram maximizar a sua riqueza; (ii) os investidores podem, tomar emprestado e emprestar de forma livre de risco; (iii) não existem empecilhos no mercado, tais como: custos de transação, impostos ou restrições para venda a descoberto; (iv) existe acordo entre os investidores acerca do número e identidade dos fatores importantes na precificação de ativos; e (v) não existe a possibilidade de ganhar de forma livre de risco.

Em sua pesquisa, Roll e Ross (1980) enumeraram fontes de riscos sistemáticos que estes acreditavam ser relevantes para o modelo de precificação APT: índice de confiança, produto, inflação inesperada, taxa de juros e risco de mercado. Chen, Roll e Ross (1986) identificaram as seguintes variáveis: taxa de crescimento da produção industrial, taxa de inflação, taxa de juros e risco de crédito.

Para o modelo APT, o retorno dos ativos depende do reflexo de um número indeterminado de fatores que quantificam e representam o cenário econômico, político e empresarial de determinado ativo (COSTA; CUNHA; RIBEIRO, 2008).

Por fim, os modelos de precificação CAPM e APT procuram mensurar o retorno econômico de um investimento por meio de um fator pelo CAPM e vários fatores pelo APT, sendo que este último possibilita uma quantificação mais próxima do valor real, porém, seu uso é mais restrito devido a complexidade dos cálculos envolvidos (COSTA; CUNHA; RIBEIRO, 2008).

Uma visão alternativa a moderna teoria de finanças é observada nas finanças comportamentais, assunto discutido na próxima seção.

3.1.2 Comportamento do investidor segundo as finanças comportamentais

O estudo da influência do comportamento em finanças é definida como um estudo da forma como os investidores sistematicamente cometem erros de julgamentos devido a enganos mentais (FAMÁ; CIOFFI; COELHO, 2008).

Simon (1957) apresentou as primeiras críticas sobre a teoria de mercados eficientes com trabalhos sobre a racionalidade limitada, que ganharam espaço com estudos na área de psicologia e sociologia nas últimas décadas (FAMÁ; CIOFFI; COELHO, 2008).

Para traçar e poder compreender o processo de decisão de um investidor no mercado financeiro é necessário a compreensão de diversos fatores e o seu entendimento requer recursos de diversas áreas do conhecimento (SILVA, 2010).

De forma geral, risco e rentabilidade são as principais variáveis que influenciam no processo de tomada de decisão dos investidores no mercado, de forma que o objetivo de qualquer investidor é o de maximizar a rentabilidade e minimizar os riscos inerentes ao processo (SILVA, 2010).

Segundo Silva (2010), mediante as variáveis apresentadas, bem como todas as formas de mensurar risco e rentabilidade, as finanças comportamentais realçam os aspectos psicológicos dos agentes investidores, procurando traçar um perfil de comportamento destes, bem como a formação de suas crenças e preferências.

Assim, existem duas correntes de pensamento: Teoria Financeira Tradicional, na qual o risco e a rentabilidade esperada são alvos de interesse, e a Teoria Comportamental, que leva em consideração que os agentes têm outros fatores que podem ser levados em consideração no processo de tomada de decisão de caráter financeiro, como, por exemplo, as suas crenças e preferências (SILVA, 2010).

As Finanças Comportamentais trazem uma abordagem alternativa ao estudo dos mercados financeiros, surgindo como uma tentativa de solucionar dificuldades encontradas pelas teorias tradicionais. Tais dificuldades podem estar relacionadas com a comprovação ou não da hipótese de mercados eficientes (TVERSKY; KAHNEMAN, 1974).

Assim, as finanças comportamentais podem ser definidas como um modelo ou teoria em que o comportamento dos investidores é o foco da compreensão, e este, causa impacto no mercado de ações (BERNSTEIN, 2008).

É por meio das finanças comportamentais que desvios não compreendidos do mercado de ações podem ser explicados, pois não havendo total racionalidade do investidor, é de se esperar a existência de anomalias perante a resultados esperados no mercado eficiente (SHLEIFER, 2000).

De forma geral, muitos fenômenos financeiros são melhor explicados se considerar que os agentes não são completamente racionais, ou que suas crenças não representam a realidade atualizada. Desta forma, verifica-se que as decisões do investidor não são fundamentadas com base apenas na média ou desvio padrão, ou seja, na relação entre risco e rentabilidade (SILVA, 2010).

As finanças comportamentais podem ser entendidas como um estudo que visa compreender o comportamento dos investidores no ato da sua tomada de decisão e também dos erros cognitivos³ a que os mesmo se expõem. (SILVA, 2010).

³ Erros cometidos no processo de construção do conhecimento.

Silva (2010) completa ainda afirmando que as finanças comportamentais podem ser entendidas como um estudo dos comportamentos dos agentes investidores frente ao seu processo de tomada de decisão. Neste enfoque, os estudos são baseados em erros cognitivos que são constituídos devido ao julgamento perante ao pressuposto de racionalidade caracterizado por ilusões e erros de intuição que, normalmente, não são facilmente eliminados e que também pode levar a erros no processo de decisão.

Estes são alguns conceitos e comportamentos que os investidores estão sujeitos, considerando a teoria de finanças comportamentais e, posteriormente, são apresentados os conceitos sobre a seleção e formação de carteiras.

3.2 Seleção de carteiras e a teoria de Markowitz

O nível de racionalidade do investidor pode ser observado quando o mesmo é capaz de determinar o risco que se corre ou alguma forma para se correr um menor risco possível frente a um determinado retorno (SHUMANN, 2013).

Uma forma de se minimizar o risco é não se fazer a aplicação em um único ativo, ou seja, o investidor deve diversificar. Mas, por outro lado, a simples diversificação não garante que o risco será eliminado, para isto, um estudo de correlação entre os ativos da diversificação deve ser feito (MARQUES *et al.*, 2013).

Tendo o objetivo de reduzir o risco, o investidor pode compor sua diversificação com ativos que apresentam correlação negativa, deixando desta forma a carteira eficiente (ASSAF NETO, 2003). Esta ideia foi apresentada por Markowitz, contrariando a corrente de pensamento vigente na década de 30, a exemplo de Keynes (1930) e Loeb (1935). Keynes (1935) defendia a ideia de concentrar todos os investimentos em uma única empresa que fornecia informações substanciais. Loeb (1935) defendia que o investidor deveria fazer seus investimentos em uma única empresa, podendo, desta forma, acompanhar o desenvolvimento de seus investimentos de perto.

Ganhador do prêmio Nobel de Economia de 1990, Harry Markowitz desenvolveu a moderna teoria de portfólio. Nessa teoria, foi apresentado o risco como fator predominante na tomada de decisão de investimentos, a importância e os benefícios da diversificação de ativos. Na sua teoria é apresentado o risco e o retorno como variáveis de interesse do investidor (ASSAF NETO, 2003).

A seguir serão apresentados mais detalhes sobre seleção de carteira, risco de diversificação e diversificação inteligente, com o intuito de complementar a teoria de carteiras.

3.2.1 Seleção de carteiras

Assaf Neto (2003) considera que todos os investidores são racionais, ou seja, com o mesmo risco inerente em uma ação, o investidor irá procurar a de maior rentabilidade e, com um mesmo retorno esperado, o investidor irá buscar o que apresenta o menor risco.

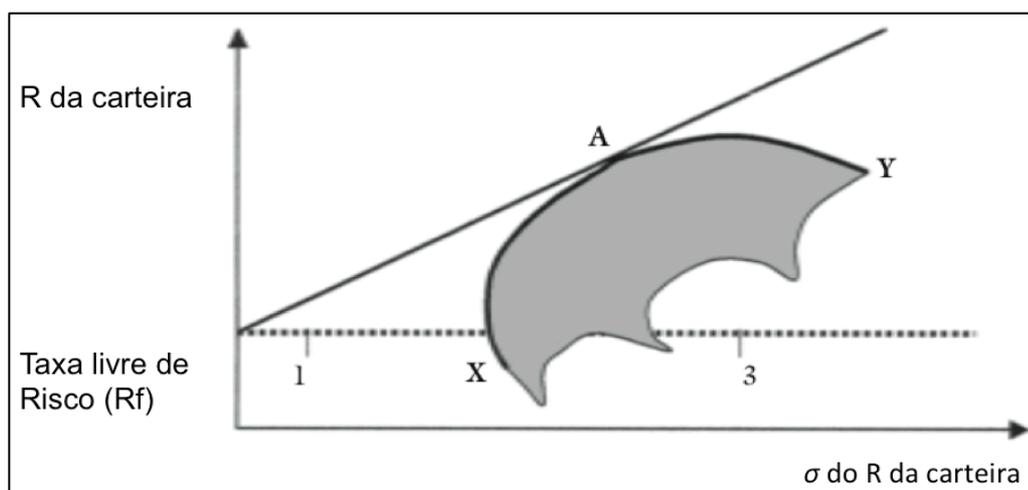
O objetivo da teoria de carteiras é a maximização do grau de satisfação do investidor frente à relação de risco e retorno. Portanto, em realidade, nota-se uma grande dificuldade em se manter uma carteira com perfeitas correlações, considerando que estas correlações devem ser negativas (MARQUES *et al.*, 2013).

Normalmente o risco não é anulado em uma carteira onde existam ativos perfeitamente e opostamente relacionados, para minimizar os riscos, faz-se necessário a manutenção de ativos o mais divergentes possíveis (ASSAF NETO, 2003).

Neves (2007, p. 29) argumenta que “[...] de acordo com a moderna teoria de carteira o risco particular de um ativo é diferente quando mantido em carteira, ou seja, o risco é reduzido quando os ativos são compostos mediante o processo de diversificação”. Em consonância com o que já foi dito anteriormente, é importante ressaltar que o resultado citado por Neves (2007) só pode ser atingido se a correlação entre os ativos for negativa.

Assim, com base na relação de risco e possibilidade de ganhos, apresenta-se na FIG. 1 a composição de uma carteira ótima de títulos, considerando também a sensibilidade de variação do retorno (GIMENES; FAMÁ, 2001).

Figura 1 - Carteira ótima de títulos



Fonte: Gimenes; Famá, 2001, p. 6

Na FIG. 1, a coordenada X representa o retorno que se espera de uma carteira, a coordenada Y representa o desvio padrão da carteira em torno do retorno esperado e o A, representa a curva de risco da carteira (GIMENES; FAMÁ, 2001).

Gimenes e Famá (2001) ressaltam que o coeficiente de sensibilidade de variação de retorno de uma carteira é dado por beta, e pode ser representado pela seguinte equação:

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\sigma^2(R_m)}$$

Onde cov é a covariância do R_i (retorno do título) em relação ao R_m (retorno do mercado), dividido pela covariância do retorno do mercado (GIMENES; FAMÁ, 2001).

Após apresentados alguns princípios sobre a seleção de carteiras, faz-se necessário a compreensão a respeito do risco e da diversificação dos ativos componentes em uma carteira.

3.2.2 Risco e diversificação da carteira

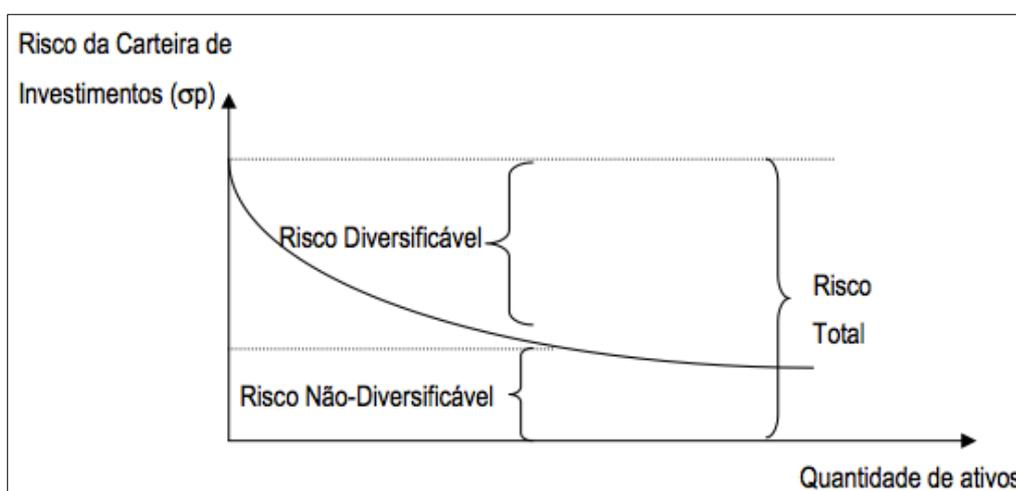
O risco de um ativo está diretamente ligado ao grau de dispersão dos retornos quando comparados à média e é mensurado estatisticamente por meio do desvio-padrão. Quando compara-se o grau de risco de um ativo separadamente, com o grau de risco do mesmo ativo em uma carteira, este torna-se reduzido, desde que não exista perfeita e positiva correlação entre os ativos (ASSAF NETO, 2003).

O grau de risco não pode ser totalmente eliminado, existe um certo limite, devido à inexistência de ativos com correlação perfeita e negativa. De acordo com Assaf Neto (2003), o que é possível de se conseguir é a minimização deste risco. O risco é dividido em duas classes, sistemático e não sistemático, tratam-se do risco não diversificável e diversificável respectivamente.

O risco diversificável pode ser totalmente ou parcialmente diluído realizando-se a diversificação da carteira. Esse tipo de risco apresenta relação direta com as características básicas do mercado de ações e com o título propriamente dito. Já o risco não diversificável não pode ser diluído pela diversificação, pois apresenta suas origens nas flutuações do sistema econômico (NEVES, 2007).

A FIG. 2 apresenta a relação do risco diversificável e não-diversificável sobre a taxa de risco total de uma carteira de investimentos.

Figura 2 - Redução do risco pela diversificação



Fonte: Assaf Neto, 2003, p. 301

A FIG. 2 demonstra o desvio-padrão total de uma carteira de investimento e a divisão do risco em diversificável e não-diversificável de uma carteira de ativo além da forma como o risco diversificável pode ser diluído acrescentando-se mais ativos à carteira.

Vale ressaltar ainda que, para que o risco diversificável possa ser reduzido ou até mesmo eliminado, os ativos componentes na carteira devem apresentar correlação negativa (ASSAF NETO, 2003).

Os conceitos apresentados demonstram que é possível minimizar os riscos de uma carteira por meio da diversificação, desde que seja realizada de forma eficiente, assunto discutido na próxima seção.

3.2.3 Diversificação eficiente

O ato de diversificar minimiza a exposição a fatores específicos de uma empresa, desta forma, a volatilidade da carteira cai, porém, se possuir muitos títulos de risco em uma carteira, não é possível que todo o risco seja eliminado (ASSAF NETO, 2003).

Ainda referente a essa afirmação, Assaf Neto (2003) e Securato (1996), completam que a diversificação pode ser entendida como qualquer processo que possibilite a minimização dos efeitos do risco sobre um ativo ou sobre uma carteira de ativos.

Possuindo uma carteira com muitos ativos que sofrem influência dos mesmos fatores macroeconômicos de risco, tal risco não pode ser minimizado, eliminando assim, os benefícios que poderiam ser gerados com a diversificação por meio de uma carteira de ativos. Ou seja, se um ativo sofre desvalorização devido a acontecimentos do mercado, todos irão sofrer os mesmos efeitos, fazendo com que toda a carteira perca a eficiência (NEVES, 2007).

É fato que o desvio-padrão de uma carteira torna-se menor quando se aumenta o número de títulos, mas, o desvio-padrão não pode ser reduzido a zero (NEVES,

2007). O risco de mercado é tido como o risco que permanece mesmo após a diversificação, conhecido também como risco não diversificável ou sistemático (NEVES, 2007).

Assaf Neto (2003) ainda ressalta que a diversificação pode ser adotada em carteira de diferentes naturezas, como ações, títulos de renda fixa, produtos comerciais, projetos de investimentos, etc. Para esse autor fica evidente, portanto, que, por mais que não seja possível reduzir a zero o risco, a diversificação eficiente é uma boa estratégia para que o risco seja ao menos minimizado e a eficiência da carteira seja preservada se a diversificação for eficiente (ASSAF NETO, 2003).

Na próxima seção o perfil e a forma de agir do investidor é discutido sob uma visão mais detalhada.

3.3 Perfil do investidor

Antes de se realizar qualquer investimento, a rentabilidade, a segurança e a liquidez deste ativo devem ser analisadas. A rentabilidade é o resultado gerado pela diferença entre venda e compra, pode ser positiva ou negativa. A segurança está diretamente relacionada ao risco, assunto muito discutido neste trabalho e que trata-se da possibilidade de obtenção de retorno negativo e a liquidez, é a capacidade de, de forma rápida, transformar o investimento em dinheiro (HUBERT; LIMA C.; LIMA M., 2014).

Ao definir o tipo de investimento a se fazer, o investidor depara-se com uma série de modalidades, como: fundo de emergência, férias, previdência, expansão de capital, etc. Desta forma, antes do investidor definir quanto ao tipo de investimento, este deve se preocupar com outras questões como: qual será o objetivo em se fazer este investimento? qual é a expectativa de rentabilidade esperada? Qual é o valor disponível para se fazer tal investimento? Quando será necessário resgatar este dinheiro? Possui conhecimento sobre o tipo de investimento desejado? A diversificação da carteira de ativos é suficientemente bem diversificada com relação a teoria de diversificação? (TOSCANO JÚNIOR, 2004).

Toscano Júnior (2004) define que, independentemente de qualquer modelo mental ou da limitada racionalidade, o aspecto mais importante para o investidor é identificar, entre qualquer tipo de investimento existente, aquele que melhor se adequa à sua realidade quanto a expectativa de retorno, ou seja, qual vai de encontro ao seu perfil.

Toscano Júnior (2004) define as principais características quanto ao perfil do investidor como: conservador, moderado e agressivo, características estas que já foram definidas anteriormente.

A tolerância ao risco é o principal fator a ser considerado no ato de definir o perfil de um investidor, a definição de um investidor está diretamente relacionada à capacidade que o mesmo tem em correr risco. É natural pensar que existem pessoas mais dispostas a correr riscos que outras. A idade é um fator decisivo na hora de definir um investimento. Investimentos mais arriscados são indicados para pessoas mais jovens, pois, caso exista uma situação de perda, este terá mais tempo para se recuperar (HALFELD, 2006).

Após a reflexão sobre a teoria de formação de carteiras, o risco e diversificação e o perfil do investidor, faz-se necessário a apresentação de ferramentas inerentes ao processo de avaliação de carteiras, assunto discutido na próxima seção.

3.4 Avaliação de carteiras de investimentos

Como questões que norteiam o processo de escolha de uma carteira tida como eficiente, tem-se basicamente duas perguntas a serem feitas: qual carteira é mais adequada ao investidor considerando-se a relação existente entre o risco e o retorno esperado? Ou, que parcela de rentabilidade o investidor está disposto a deixar de lado em benefício de uma redução de risco? (MARQUES, *et al.*, 2013).

No mercado de ações, o risco e o retorno são variáveis que possuem correlação negativa (ASSAF NETO, 2003). Assaf Neto (2003) e Marques *et al.* (2013) complementam esta afirmação com o posicionamento de que, se o investidor visa

uma carteira com maiores possibilidades de rentabilidade, o risco será proporcionalmente maior, e, em contrapartida, se a redução de risco for visada na formação da carteira, o investidor terá que abrir mão de uma maior rentabilidade.

Sempre com o foco na relação de risco e retorno, as medidas de avaliação de desempenho são fundamentadas e a metodologia destas avaliações são divididas em duas partes: antes e após a teoria de Markowitz. Aragão e Barros (2008) citam a metodologia anterior a teoria de Markowitz, afirmando que a avaliação de desempenho era realizada por meio da comparação do cálculo do retorno do investimento de um período com o período anterior, utilizando a inflação como parâmetro.

Após os estudos de Markowitz e Sharpe, além de outros pesquisadores, esta metodologia mudou e vários índices de avaliação foram desenvolvidos, tais como: índice de Sharpe; índice de Treynor; índice Jensen e índice Modigliani (ARAGÃO; BARROS, 2008).

A seguir são apresentadas as principais características do Índice de Sharpe, medida que foi adotada no presente estudo como forma de avaliar a qualidade das carteiras indicadas pelas corretoras de valores, bem como as características dos demais índices citados por Aragão e Barros (2008).

3.4.1 Índice de Sharpe

Define o índice de recompensa por variabilidade, criado por William F. Sharpe em 1965. Este índice considera o retorno de uma carteira com relação ao seu risco total - desvio-padrão. Neste índice são consideradas as possibilidades dos investidores manterem parte dos seus investimentos em ativos de risco e a outra parte em ativos livres de riscos (MARQUES *et al.*, 2013).

O índice de Sharpe é obtido com a divisão do prêmio pelo risco assumido - diferença do retorno da carteira pelo retorno do ativo livre de risco, dividido pelo risco total da carteira (MARQUES, *et al.*, 2013).

O Índice de Sharpe é amplamente utilizado para avaliação de carteiras de investimentos (VARGA, 2001) e, na presente pesquisa, foi utilizado como principal referência da qualidade das carteiras indicadas pelas corretoras de valores.

Varga (2001) define ainda a qualidade da carteira segundo o Índice de Sharpe, dizendo que nenhuma carteira pode apresentar um Índice de Sharpe menor que o definido pela carteira de mercado, e quanto maior for o valor do Índice de Sharpe, melhor é a carteira com relação ao risco.

O índice Sharpe pode ser definido em termos da seguinte equação:

$$IS = \frac{R_c - R_{sr}}{\sigma_c}$$

Onde:

- R_c é o retorno da carteira (fundo).
- R_{sr} é o retorno do ativo livre de risco.
- σ_c é o desvio padrão do retorno da carteira.

Este índice tem o objetivo de fornecer a quantidade de retorno adicional que uma carteira tem para cada unidade de risco, tendo como referência um ativo livre de risco e, gera como resultado, um valor que representa a remuneração obtida por unidade de exposição ao risco (ROGERS; RIBEIRO; SOUZA, 2005).

O índice de Sharpe, apesar de ser uma importante ferramenta para avaliar a qualidade de uma carteira em consideração ao risco corrido, apresenta em sua definição algumas limitações. Varga (2001) elucida como a principal delas, o fato de que a correlação entre os ativos de uma carteira não é considerada no cálculo do índice.

Observa-se que no denominador da equação do cálculo do Índice de Sharpe, encontra-se o desvio-padrão da carteira, esta medida representa a dispersão da

série de retornos, ou seja, o quanto os retornos observados se distanciam da sua média (VARGA, 2001).

Gitman (2001) define o desvio-padrão como o indicador estatístico de risco de um ativo e a mensuração de dispersão de retorno mais comum e utilizado. Assaf Neto (2003), ressalta que o desvio-padrão indica se o valor médio esperado é representativo do comportamento observado de um ativo.

O desvio-padrão é a medida de estreiteza da distribuição da probabilidade. Quanto menor for o desvio padrão, menor será a distribuição de probabilidades. Desta forma, menor será o risco associado ao investimento (WESTON; BRIGHAN, 2000).

O desvio-padrão, em situações em que os retornos são conhecidos, é calculado em termos da seguinte equação:

$$\sigma_k = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (k_i - k)^2}{n}}$$

Onde:

k_i retorno associado ao i-ésimo resultado i
 n número de observações

Este índice foi usado no presente estudo para avaliar a qualidade das sugestões das corretoras de valores quanto à remuneração por risco, porém, em sequência são apresentados outros índices que também podem ser utilizados para este fim.

3.4.2 Índice de Treynor

Baseado no CAPM, este índice pode ser expresso como prêmio de risco por unidade de risco sistemático corrido. O índice de Treynor mede o quanto é agregado de retorno com relação ao risco sistemático corrido (GAZOTTI JUNIOR, 2003).

O que diferencia o índice de Treynor do índice de Sharpe é que o primeiro utiliza uma medida de parte do risco, representado pelo beta da carteira, ao passo que o segundo, utiliza a divisão pelo risco total (MARQUES, *et al.*, 2013).

É possível definir o índice de Treynor como a razão entre o prêmio médio do fundo e o beta do mesmo, tendo como referência o quanto os mesmos agregam de valor por unidade de risco corrido. Quanto mais elevado for o índice de Treynor, melhor o desempenho da carteira analisada (MARQUES, *et al.*, 2013).

O índice Treynor pode ser definido em termos da seguinte equação:

$$IT = \frac{R_c - R_{sr}}{\beta_c}$$

onde:

- R_c é o retorno da carteira.
- R_{sr} é o retorno do ativo livre de risco.
- β_c é o beta da carteira.

Este índice, assim como o Índice de Sharpe tem muita utilização em se tratando de medida de desempenho. Na próxima seção são discutidos os princípios do Índice de Jensen.

3.4.3 Índice de Jensen

É a medida da capacidade de rentabilidade da carteira com relação ao seu *benchmark*⁴, considerando-se o risco sistemático. O índice Jensen é o índice que mede a capacidade de uma carteira em superar o mercado (VARGA, 2001).

⁴ É o índice ou indicador de desempenho que é utilizado como parâmetro de comparação para fundos de outros investimentos.

De acordo com Varga (2001), estimativas positivas para o índice Jensen, possuindo significância estatística, implica que a carteira em questão apresenta possibilidades de rentabilidade superior a expectativa de mercado considerando o seu nível de risco sistemático.

Se o índice Jensen apresentar resultado positivo, significa possibilidade de resultados superiores a expectativa de mercado, ao passo que se o índice for negativo, a possibilidade é de que o resultado seja abaixo da expectativa de mercado (BERNSTEIN; DAMODARAN, 2000).

O índice Jensen pode ser definido em termos da seguinte equação:

$$\alpha_c = (R_c - R_{sr}) - \beta(R_b - R_{sr})$$

Onde:

- α_c é o alfa da carteira.
- R_c é o retorno da carteira.
- R_{sr} é o retorno do ativo livre de risco.
- R_b é o retorno do *benchmark*.

Desta forma, a medida de Jensen trata-se da diferença entre a rentabilidade esperada de um título e o valor determinado por um modelo de precificação (VARGA, 2011).

Por fim, são apresentados os conceitos que define o Índice de Modigliani, com a sua fórmula de cálculo e suas aplicações.

3.4.4 Índice de Modigliani

O índice Modigliani foi criado em 1997 por Leah Modigliani e seu avô Franco Modigliani, ganhador de prêmio Nobel de Economia (VARGA, 2001).

O índice Modigliani não mede somente o excesso de retorno de um determinado ativo em comparação ao retorno do ativo livre de riscos. Compara o retorno do ativo com o seu *benchmark*, considerando que ambos - ativo e mercado - possuíssem o mesmo grau de volatilidade (BERNSTEIN; DAMODARAN, 2000).

Para se obter o índice de Modigliani, é necessário calcular primeiramente o retorno da carteira ajustada ao mesmo risco, para depois calcular o excesso de retorno desta carteira (VARGA, 2001).

O índice Modigliani pode ser definido em termos da seguinte equação:

$$R_{ca} = \frac{\sigma_b}{\sigma_c} R_c + \left(1 - \frac{\sigma_b}{\sigma_c}\right) R_{sr}$$

Onde:

- R_{ca} é o retorno da carteira ajustada.
- R_c é o retorno da carteira.
- R_{sr} é o retorno do ativo livre de risco.
- σ_b é o risco do *benchmark*.
- σ_c é o risco da carteira.

Este índice apresenta uma metodologia contrária ao índice de Sharpe, uma vez que este é uma medida de retorno ajustado pelo risco usado na carteira de investimento, neste caso, o retorno do fundo é ajustado pela sua volatilidade (BERNSTEIN; DAMODARAN, 2000).

Na próxima seção são apresentados conceitos e pesquisas sobre anomalias de mercado, um princípio que oferece explicações a acontecimentos que contrariam a hipótese de mercado eficiente.

3.5 Anomalias de mercado

A hipótese de mercado eficiente é contestada em todos os países, inclusive nos Estados Unidos, berço da hipótese. No Brasil, existem muitos testes sobre a hipótese de mercado eficiente que foram aplicados e existem resultados que a comprovam e que a negam, tornando-a inconclusiva (CASTRO JÚNIOR; FAMÁ, 2002).

O estudo sobre eventos - que visa constatar a existência de anomalias - é norteado por duas propostas fundamentais: a primeira trata de verificar a existência de um efeito sobre informação que reflita no preço da ação e a segunda trata de identificar fatores que, a partir de um dado evento, modifica o valor de mercado de uma companhia (MCWILLIANS; SIEGEL, 1997).

Ainda de encontro com a afirmação de McWilliams e Siegel (1997), Demodaran (2004) define que a opinião de acadêmicos e profissionais tem se deslocado entre duas visões: a primeira de que os mercados são eficientes e a segunda de que existem ineficiências significantes no mercado financeiro, que podem ser observadas por meio das anomalias do mercado.

Devido às críticas sobre os métodos convencionais de verificar os indicadores de *performance* das companhias, como a análise fundamentalista e análises baseadas no lucro contábil e dados financeiros, entre outros, o estudo de eventos tem se popularizado (MCWILLIANS; SIEGEL, 1997).

A afirmação da existência de retornos anormais contraria a hipótese de mercado eficiente em todas as suas formas (MCWILLIANS; SIEGEL, 1997). Castro Júnior e Famá (2002) elencaram duas anomalias de mercado como sendo as mais observadas na época de seu estudo, a anomalia de final de semana e a anomalia de final de ano.

French (1980) em uma pesquisa que analisou 25 anos de retornos das 500 maiores empresas da *New York Stock and Exchange* - NYSE, constatou retornos negativos nas segundas-feiras.

Bruni e Famá (1998) consideram a existência de três grupos de anomalias de mercado como tendo relevante importância: anomalias de calendários, são as anomalias percebidas em determinadas datas e períodos do ano, como as relatadas por Castro Júnior e Famá (2002) e French (1980), mencionadas anteriormente; anomalias de fundamentos, as voltadas para o valor da empresa com relação ao seu tamanho e lucro gerado; e, as anomalias de ordem técnica, que são oriundas das modificações estratégicas das companhias.

As anomalias são tidas como respostas para todos os pontos críticos encontrados nos estudos que testam a moderna teoria de finanças. Porém, as anomalias não são fundamentadas ao ponto de derrubar a moderna teoria de finanças por completo (CASTRO JÚNIOR; FAMÁ, 2002).

O QUAD. 1 apresenta estudos empíricos realizados com o intuito de verificar a existência da eficiência ou não dos mercados. Os autores que não identificaram a eficiência de mercado, apresentam algumas anomalias que colocam em dúvida a efetividade da teoria.

São trabalhos que, uns confirmam a eficiência de mercado e outros refutam a teoria, apresentando as anomalias encontradas no mercado para fundamentar o posicionamento.

Quadro 1 - Pesquisas sobre eficiência e anomalias de mercado

(continua)

Autor	Principais achados
Basu (1977)	Verificou nos mercados americanos empresas com índices baixos apresentando maiores retornos, mas o preço/lucro dessas empresas poderiam estar subvalorizados, a conclusão foi de que os preços retornam à média, reforçando a hipótese de mercado eficiente.
French (1980)	No período entre 1953 a 1977, o efeito segunda-feira foi testado em ações que compunham o índice <i>Standard and Poor's</i> e foi constatado retornos negativos nas segundas-feiras, terças-feiras próximo a zero e nos demais dias da semana retornos significativamente positivos, observando desta forma a existência de anomalias e rejeitando a hipótese de mercado eficiente.
Lo e Mackinlay (1988)	Testaram retornos semanais (do fechamento de quarta até o fechamento da próxima quarta) em ações negociadas pela bolsa de valores de Nova Iorque no período entre 1962 a 1985 e concluíram não existir aleatoriedade entre os preços dos ativos, assim, a hipótese de mercado eficiente não foi constatada.
Santos <i>et al.</i> (2007)	Constataram a ineficiência de mercado ao perceberem o efeito segunda-feira no mercado brasileiro, trabalhando com retornos diários do Ibovespa no período entre 1986 e 2006.

Quadro 1 - Pesquisas sobre eficiência e anomalias de mercado

(conclusão)

Autor	Principais achados
Rêgo e mussa (2008)	Constataram a eficiência fraca de mercado e não perceberam a existência do efeito feriado no Ibovespa e no IBX-100 no período entre 2002 e 2007.
Famá, Cioffi e Coelho (2008)	Analisaram o índice Dow Jones entre 1930 e 2007 afim de verificar a eficiência do mercado americano, como conclusão o estudo apresentou tanto eficiência de mercado como presença de anomalias.
Gaio, Alves e Pimenta Júnior (2009)	Analisaram 50 ações negociadas pela Bovespa entre 2000 e 2007, como conclusão não foram encontradas evidências de eficiência de mercado.
Fabiano, Couto e Ribeiro (2010)	Testaram a eficiência de mercado com ações da Petrobrás, os autores coletaram 121 informações disponibilizadas no site da empresa, os valores das ações foram verificadas um dia antes do evento – divulgados no site por meio da informação – e um dia depois do evento. Para comunicados referentes a novas jazidas, houveram modificações positivas nas cotações, apontando portanto uma não eficiência do mercado.
Nakamura e Mendonça (2010)	Estudaram variações nos preços de algumas ações (Petrobras, Vale do Rio Doce, Gerdau, CSN, Souza Cruz e Bradesco) no período entre 1996 e 2002. Como resultado, os autores constataram a eficiência de mercado na forma fraca na Bovespa.
Silva Neto, Fraga e Marques (2010)	Testaram a eficiência de mercado para o preço do boi gordo nos principais mercados do Brasil (Presidente Prudente, Goiânia e Campo Grande), e o preço futuro na BM&F entre o período de jan./2007 a jul./2008 e a eficiência de mercado foi constatada.
Oliveira e Silva (2012)	Estudaram os fenômenos janeiro e o efeito barômetro de janeiro com retornos mensais do Ibovespa entre 1968 e 2011. O efeito janeiro não foi constatado, apontando para uma possível eficiência de mercado, já os resultados para o efeito barômetro de janeiro, foram inconclusivos.

Fonte: Elaborado pelo autor, 2014.

Dos estudos apresentados no QUAD. 1, seis apontam para a existência de eficiência de mercado em alguma de suas formas, foram os trabalhos apresentados por Basu (1977), Lo e Mackinlay (1988), Rêgo e Mussa (2008), Nakamura e Mendonça (2010), Silva Neto, Fraga e Marques (2010) e Oliveira e Silva (2012). Em quatro pesquisas foram encontradas evidências de anomalias nos mercados pesquisados e a hipótese de existência de mercado foi refutada. As pesquisas que refutaram a hipótese de mercado eficiente foram apresentadas por French (1980), Santos *et al.* (2007), Gaio, Alves e Pimenta Júnior (2009) e Fabiano, Couto e Ribeiro (2010). A pesquisa apresentada por Famá, Cioffi e Coelho (2008) constatou a eficiência de mercado mas foram encontradas anomalias.

Na próxima seção são apresentados alguns estudos que tratam da temática de avaliação de retornos de fundos e carteiras de investimentos.

3.6 Estudos empíricos

Neste capítulo são apresentados estudos sobre avaliação de fundos e carteiras de investimentos, afim de averiguar as técnicas aplicadas e os resultados obtidos pelos pesquisadores.

A pesquisa desenvolvida por Marques *et al.* (2013, p. 20) objetiva

“[...] comparar o desempenho previsto de uma carteira ótima de ações, criada a partir de dados históricos com o período compreendido entre janeiro de 2009 e dezembro de 2009, além de fazer uma análise comparativa do seu desempenho com o da carteira teórica ótima, valendo-se de dados dessas ações no ano de 2010 e do índice Bovespa por meio de técnicas de *back testing*”.

Em termos metodológicos a pesquisa é aplicada e quantitativa de natureza descritiva. Para os procedimentos de execução faz-se uso da pesquisa operacional (MARQUES *et al.*, 2013).

Pelos resultados obtidos na pesquisa, pode-se observar que não foi possível atestar a eficiência do modelo de Markowitz para a criação de carteiras eficientes somente com esse exemplo, mas foi possível perceber que o comportamento foi muito próximo ao previsto (MARQUES *et al.*, 2013).

Em trabalho apresentado, Rezende (2006) analisou a rentabilidade dos fundos de investimentos socialmente responsáveis. A pesquisa foi desenvolvida por meio de uma revisão bibliográfica e com objetivo exploratório. “Foram realizados testes empíricos a respeito da relação causal entre fundos de investimentos socialmente responsáveis e a rentabilidade desses fundos (REZENDE, 2006, p. 1)”.

Os testes revelaram que apesar dos fundos estudados apresentarem uma carteira diferenciada, direcionada ao tema social, ambiental e ético, a hipótese é de que os seus retornos são semelhantes aos dos outros fundos de ações (REZENDE, 2006).

Lopes, Carneiro e Schneider (2010), apresentaram um trabalho que objetiva-se em investigar se a aplicação do modelo de otimização de Markowitz sobre carteiras

selecionadas por meio do *Data Envelopment Analysis* (DEA) gera retornos maiores que carteiras obtidas somente com o DEA. Os pesquisadores concluíram que carteiras otimizadas conseguiram um melhor desempenho que as carteiras originais e que o Ibovespa nos 36 meses observados pela pesquisa, de janeiro de 2006 a dezembro de 2008. Em termos metodológicos, a pesquisa é quantitativa e descritiva.

Fonseca (2012), em seu trabalho que objetiva analisar o desempenho de fundos de investimentos multimercados no mercado brasileiro para o período de 2005 a 2010, conclui que, no período estudado, a maior parte dos administradores dos fundos estudados foi capaz de bater o índice Bovespa. Como procedimentos metodológicos, o estudo trata-se de uma pesquisa de campo, com natureza exploratória.

Rezende, Nunes e Portela (2008) apresentaram um trabalho com o objetivo de investigar se os retornos do Índice de Sustentabilidade Empresarial são semelhantes aos índices de ações convencionais na bolsa de valores de São Paulo.

A pesquisa trata-se de uma revisão bibliográfica e apresenta como resultado evidências de que, por meio da utilização de testes estatísticos, que o ISE apresenta retornos muito próximos dos índices de ações convencionais, apesar dele possuir uma carteira diferenciada voltada ao tema social, ambiental e ético (REZENDE; NUNES; PORTELA, 2008).

O trabalho apresentado por Rabelo *et al.* (2007, p. 1) tem o objetivo de

“investigar se um investidor com uma carteira de ações de empresas que possuem práticas de governança corporativas superiores (Tipo I) apresenta melhor *performance* do que outro investidor com uma carteira de ações de empresas que possuem práticas de governança corporativa inferiores (Tipo II)”.

Foi aplicado um estudo de carteiras constituídas de forma aleatória e, estas, foram submetidas à avaliação do índice de Sharpe. Os resultados, apesar de pouco significativos, apontam indícios de que é vantajoso para o investidor formar suas carteiras apenas com ações de empresas com melhores práticas de governança corporativa (RABELO *et al.*, 2007).

Pelos estudos apresentados, evidencia-se que em alguns casos e testes aplicados, os pesquisadores conseguem comprovações de que foi possível bater os índices de referencia do mercado e, em outros, foi observado que índices e referência diferenciados não apresentam desempenhos superiores.

Tais achados contribuem para a discussão da presente pesquisa, uma vez que esta apresenta o objetivo de avaliar carteiras sugeridas por profissionais com índices de referencia que também foram avaliados nas pesquisas apresentadas.

O próximo capítulo traz o processo metodológico da pesquisa, quanto a abordagem, objetivos e procedimentos, além da população e amostra e das técnicas de coleta e análise dos dados.

4 METODOLOGIA

Neste capítulo, apresentam-se os aspectos metodológicos da presente pesquisa, referentes ao tipo de abordagem, aos objetivos e aos procedimentos adotados.

4.1 Classificação quanto a abordagem

No presente trabalho, foi realizada a comparação da *performance* de carteiras baseada em indicadores quantitativos utilizados na literatura de finanças.

A pesquisa compara a *performance* e as características básicas das carteiras sugeridas por sociedades corretoras de valores, que foram obtidas em *websites* oficiais e especializados do mercado de capitais e relatórios institucionais, com a carteira de mercado e demais índices presentes no mercado de ações brasileiros, obtidos por meio do *software* econômico-financeiro Economática. Para tanto, empregou-se uma abordagem quantitativa na preparação e análise dos dados.

A pesquisa quantitativa caracteriza-se pelo emprego de instrumentos estatísticos, tanto na coleta como no tratamento dos dados, tendo por finalidade medir relações entre as variáveis (COLLIS; HUSSEY, 2006). Dessa forma, a abordagem quantitativa foca a representatividade numérica, ou seja, a quantificação dos resultados, sendo indicada para mensurar opiniões, atitudes e comportamentos (ZANELLA, 2009).

4.2 Classificação quanto aos objetivos

Quanto aos objetivos, a pesquisa caracteriza-se como descritiva, que segundo Zanella (2007) busca descrever fatos e fenômenos de uma determinada realidade e, segundo Collis e Hussey (2006), identifica e obtém informações ou características sobre determinado problema ou questão. No presente trabalho, analisou-se as características das carteiras sugeridas por *experts* no mercado de capitais por meio de indicações disponibilizadas pelas corretoras de valores.

A análise descritiva baseia-se, geralmente, na técnica de coleta de dados padronizada, tais como questionários e a análise documental (GIL, 2010), sendo esta última, a técnica que foi utilizada na presente pesquisa.

Dessa forma, o trabalho visou descrever e analisar as características das carteiras sugeridas por sociedades corretoras de valores e compará-las com as carteiras de mercado a fim de avaliar a *performance* de investidores profissionais.

4.3 Tipo de pesquisa quanto aos procedimentos

Quanto aos procedimentos, o presente trabalho foi caracterizado como pesquisa documental, que é definida como pesquisa realizada a partir de material ou documento contemporâneo ou retrospectivo que são considerados cientificamente autênticos (SANTOS, 2000).

O estudo se ajusta nessa característica de pesquisa porque os dados foram coletados a partir de informações disponibilizadas em mídias oficiais, sejam elas diretamente ligadas às corretoras de valores em questão ou ligadas aos meios oficiais de divulgação de informações do mercado financeiro, além de dados sobre cotações de ativos obtidos por meio do *software* Economática.

Os dados foram obtidos por meio de pesquisa na internet, visto que esse é um meio de comunicação acessível e abrangente (MILL; FIDALGO, 2007), considerando que as fontes utilizadas foram fontes oficiais.

Mill e Fidalgo (2007) descrevem em seu artigo a utilização da internet como suporte técnico para a coleta de dados para pesquisas científicas. Para os autores, algumas formas e ferramentas disponibilizadas na internet podem ser usadas como aparatos de coletas de dados. Dentre as ferramentas disponíveis podemos citar: o correio eletrônico; os fóruns de discussão; os formulários virtuais; as conferências virtuais; e, os portais ou as páginas virtuais.

4.4 População e amostra

De acordo com Marconi e Lakatos (1996) e Levin (1987), a população da pesquisa é definida como um conjunto de pessoas ou elementos que possuem, pelo menos, uma característica em comum.

Dessa forma, a população da pesquisa foi composta pelas indicações de carteiras sugeridas no intervalo entre julho de 2009 e junho 2014 por todas as sociedades corretoras de valores do mercado de capitais brasileiro.

O período de cinco anos se deu pelo motivo de disponibilidade das informações dentro do intervalo proposto, em que os dados foram encontrados na frequência desejada para a pesquisa, ou seja, mensalmente.

Existem, atualmente, 53 corretoras de valores em operação cadastradas na BM&F Bovespa (BOVESPA, 2014). Cada corretora define as informações contidas e a periodicidade de suas sugestões de carteira. Com o objetivo de homogeneizar a amostra, foi considerada a primeira carteira sugerida no mês por cada corretora, geralmente apresentada no início do mês, desconsiderando-se as demais carteiras indicadas em sequência por corretoras com políticas de divulgação superior a uma indicação por mês.

O período de análise contemplado foi de 60 meses, perfazendo-se assim um total de 60 indicações possíveis por corretora. Dessa forma, ao considerar as 53 corretoras de valores atuantes, exceto uma corretora que não realiza indicações, a população de carteiras sugeridas totalizam 3.120 carteiras.

Já a amostra, de acordo com Gil (2010), trata-se de uma pequena parte do universo, ou seja, parte da população escolhida segundo algum critério de representatividade. Para o presente trabalho, a amostra foi definida como amostragem aleatória simples. Nesse modelo fica assegurado que todos os elementos do universo possuam a mesma probabilidade de serem considerados (FONSECA; MARTINS, 1996).

O cálculo do tamanho da amostra para uma estimativa confiável da quantidade de indicações necessárias para o estudo é representada pela seguinte fórmula:

$$n = \left(\frac{Z_{\alpha/2} \sigma}{E} \right)^2$$

Onde:

n	quantidade de indivíduos da amostra;
$Z_{\alpha/2}$	valor crítico que corresponde ao grau de confiança desejado;
σ	desvio-padrão;
E	margem de erro.

Dessa forma, considerando a amostra de 3.120 carteiras, com um nível de confiança de 95% ($\alpha = 0,05$) e um intervalo de confiança de 2 pontos positivos ou negativos ($Z_{\alpha/2} = 1,96$), o tamanho da população foi de, no mínimo, 698 carteiras.

Ao considerar o intervalo de confiança de 2 pontos positivos ou negativos, o resultado obtido na pesquisa tem a probabilidade de representar, fidedignamente, 95% a realidade dentro do intervalo de confiança.

4.5 Técnica de coleta de dados

Para atingir os objetivos desta pesquisa, os dados foram coletados por meio de duas formas. Inicialmente, foram coletados os dados de referência, disponibilizados pelas sociedades corretoras de valores, na internet por meio dos seus canais oficiais ou por meio de *websites* especializados em divulgar informações sobre o mercado de ações. Posteriormente, foi necessária a obtenção das informações de comparação, que se deram por meio do *software* Económica.

O período de observação dos dados foi compreendido entre julho de 2009 a junho de 2014, perfazendo assim, uma amostra de cinco anos com frequência mensal,

considerando sempre a primeira indicação de carteira de cada corretora em cada mês.

A escolha das corretoras se deu de forma acidental, de acordo com a disponibilidade das informações no histórico de indicações disponíveis na internet pelos meios citados anteriormente. Sobre a amostra acidental, esta se forma por elementos que aparecem no momento da pesquisa, ou seja, elementos que estão disponíveis e que são possíveis de se obter com o objetivo de completar a amostra desejada (RUDIO, 2003).

Foram encontradas 48 corretoras de valores que realizaram indicações no período proposto pelo trabalho. As fontes utilizadas foram relatórios gerados pelas próprias corretoras de valores e informações disponibilizadas em *websites* especializados em análises do mercado financeiro. Além dos relatórios disponibilizados pelas corretoras de valores, os dados foram coletados principalmente nos sites: Infomoney, Exame e Uol Economia.

Os dados de referência e os dados de comparação foram organizados por meio do *software* IBM SPSS v. 15, o mesmo que foi utilizado para realizar a análise de dados que será detalhada na próxima seção, para formatar as tabelas e gráficos, foi utilizado o pacote Microsoft Office 2013.

4.6 Técnica de análise de dados

Os dados foram analisados por meio de comparações, ou seja, de um lado as informações coletadas acerca das indicações das carteiras pelas sociedades corretoras de valores e, de outro, as informações coletadas referentes aos valores praticados pelo mercado, por meio do *software* Economática.

A partir da indicação, foi analisada com frequência mensal, considerando a primeira indicação de cada mês, a evolução das ações individuais de cada indicação. Posteriormente, foi gerado o percentual de retorno de cada indicação, a partir do momento em que foi realizada.

O retorno de cada indicação, que foram sugeridas pelas corretoras, foi comparado com os índices de mercado considerados na pesquisa, e um valor de referência é gerado para cada carteira, que representa o quão eficiente foi a indicação, ou seja, se aferiu lucro ou prejuízo a partir da indicação.

O processo foi repetido no período da pesquisa, visando observar a eficiência das indicações, ou seja, avaliar se os investidores experientes conseguem, pelos seus meios, aferir lucros superiores à média praticada pelo mercado de ações.

Também foram analisadas as normalidades estatísticas entre os retornos obtidos pelas indicações das corretoras de valores, além da eficiência da carteira referente ao seu risco por meio do Índice de Sharpe.

Para tanto, foi aplicada como metodologia a análise exploratória de dados que de acordo com Collis e Hussey (2006, p. 186) é usada para “resumir ou exibir dados quantitativos”.

Collis e Hussey (2006, p. 186-187) definem também que a análise exploratória de dados é útil para resumir e apresentar os dados em tabelas, quadros, gráficos e outras formas diagramáticas. Estas “[...] técnicas são aplicadas aos dados como parte de uma análise preliminar ou até mesmo uma análise completa”.

Collis e Hussey (2006) definem por fim que a análise exploratória de dados não apresenta meramente os dados em uma forma mais resumida, mas sim, auxilia positivamente na detecção ou confirmação de hipóteses.

Como testes estatísticos, foram aplicados testes de normalidade paramétricos e não-paramétricos, afim de verificar a normalidade da distribuição dos retornos das indicações e dos índices de referência. Foram aplicados os testes de Kolmogorov-Smirnov, Shapiro-Wilk, Estatística de Levene, Anova e Kruskal-Wallis. Como ferramenta para realizar os testes estatísticos, foi utilizado o IBM SPSS v. 15.

No próximo capítulo são apresentados a análise e interpretação dos resultados obtidos na pesquisa de acordo com a metodologia estabelecida

5 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesse capítulo será apresentada a análise dos resultados, visando responder ao problema de pesquisa e atender aos objetivos propostos com o intuito de avaliar se as indicações de carteiras realizadas pelas corretoras de valores conseguem retorno sistematicamente superior à média de mercado.

Esse capítulo se divide em cinco seções, na primeira são apresentados os dados sobre as corretoras de valores e suas indicações, na segunda, são apresentados os dados sobre as ações indicadas, na terceira, os dados sobre os índices de referência, na quarta os dados sobre a *performance* das corretoras de valores e, na quinta, os testes de diferença entre as médias dos retornos das carteiras sugeridas pelas corretoras e os índices Ibovespa e ISE.

5.1 Dados sobre as corretoras de valores e suas indicações

O estudo foi realizado em duas etapas, na primeira, foram levantadas as indicações de carteiras pelas corretoras de valores, e, posteriormente, foram levantados dados de referência na base de dados do Economática para fins de comparação.

Das 48 corretoras relacionadas, 762 indicações foram localizadas no período proposto pela pesquisa.

A TAB. 1 apresenta o nome das corretoras e a quantidade de indicações da corretora no período da pesquisa, ou seja, nos 60 meses. Foram encontradas no máximo corretoras com 35 indicações e, no mínimo, corretoras com uma indicação no período.

De acordo os dados mostrados na TAB. 1, as corretoras que apresentaram mais indicações foram a BB Banco de Investimentos S/A, a Planner CV S.A. e Um Investimentos S.A. CTVM. Essa frequência de dados encontrados não representa a quantidade de indicações realizadas pelas corretoras, mas sim, a quantidade de registros disponíveis em dados históricos nos meios pesquisados.

Tabela 1 - Relação de corretoras e quantidade de indicações mensal

CORRETORA	IND.	CORRETORA	IND.
BB BANCO DE INVESTIMENTOS S/A	35	TOV CCTVM LTDA	17
PLANNER CV S.A	35	SPINELLI S.A. CVMC	16
UM INVESTIMENTOS S.A. CTVM	35	QUANTITAS	15
HSBC CTVM S.A.	34	BRADERCO S/A CTVM	14
CORRETORA SOUZA BARROS CT S.A.	33	ITAÚ CV S/A	13
ALPES CCTVM S/A	32	SOLIDEZ CCTVM LTDA	12
ATIVA S. A. CTCV	29	LINK INVESTIMENTOS	9
GERAÇÃO FUTURO CV S.A.	28	FATOR S.A. CV	7
XP INVESTIMENTOS CCTVM S.A.	28	VOTORANTIM CTVM LTDA	7
BTG PACTUAL CTVM S. A.	27	SLW CVC LTDA.	6
CITIGROUP GMB CCTVM S.A.	27	BANIF INVESTMENT BANK	4
RICO CTVM	27	NOVINVEST CVM LTDA.	4
SANTANDER CCVM S/A	27	MERRILL LYNCH S/A CTVM	3
ÁGORA CTVM S/A	24	EMPIRICUS	2
GRADUAL CCTVM S/A	24	GUIDE INVESTIMENTOS S.A. CV	2
OMAR CAMARGO CCV LTDA	23	J. SAFRA CVC LTDA.	2
PAX CORRETORA DE VALORES	22	B&P CORRETORA	1
CORRETORA GERAL DE VC LTDA	21	BANK OF AMERICA MERRYL LYNCH	1
CONCORDIA S.A. CVMCC	19	DEUTSCHE BANK CV S.A.	1
CREDIT SUISSE BRASIL S.A. CTVM	19	INVA CAPITAL	1
SOCOPA SC PAULISTA S.A.	19	MAGLIANO S.A. CCVM	1
WALPIRES S.A. CCTVM	19	PACTUAL	1
COINVALORES CCVM LTDA.	17	SENSO CCVM S.A.	1
INDUSVAL S.A. CTVM	17	SP INVESTIMENTOS	1

Fonte: Dados da pesquisa

Como o intuito da pesquisa é avaliar a assertividade das indicações das corretoras de valores, quanto mais indicações uma corretora apresentar, melhores serão as possibilidades de análise. Assim, para algumas análises não serão consideradas as corretoras que realizaram menos do que 10 indicações no período do estudo devido à baixa frequência das indicações, que torna algumas análises inconclusivas. Ainda para outras análises, que dizem respeito ao comportamento das corretoras e suas indicações, serão consideradas as corretoras com mais de 20 indicações e, para a análise do desempenho dos retornos das corretoras, serão consideradas as que apresentam a maior quantidade de indicações de forma sequenciada, que são as oito primeiras corretoras relacionadas na TAB. 1.

Para as corretoras que foram consideradas neste estudo, uma informação relevante é a média de ativos contidos em cada indicação. Assim, as 30 corretoras elencadas na TAB. 3 - as que possuem mais de dez indicações -, apresentaram indicações que variaram de 5 a 22 ativos em média. A quantidade de ativos não possui relação com uma maior possibilidade de rentabilidade ou um menor risco, visto que estes fatores

dependem da correlação que os ativos de uma carteira possuem (ASSAF NETO, 2003).

Tabela 2 - Média de ativos indicados por corretora

CORRETORA		CORRETORA	
CREDIT SUISSE BRASIL S.A. CTVM	22	GRADUAL CCTVM S/A	9
BB BANCO DE INVESTIMENTOS S/A	13	HSBC CTVM S.A.	9
CONCORDIA S.A. CVMCC	13	SANTANDER CCVM S/A	9
INDUSVAL S.A. CTVM	13	WALPIRES S.A. CCTVM	9
PAX CORRETORA DE VALORES	13	XP INVESTIMENTOS CCTVM S.A.	9
ATIVA S. A. CTCV	12	BRADESCO S/A CTVM	8
COINVALORES CCVM LTDA.	12	QUANTITAS	8
GERAÇÃO FUTURO CV S.A.	11	RICO CTVM	8
OMAR CAMARGO CCV LTDA	11	SOLIDEZ CCTVM LTDA	8
PLANNER CV S.A.	11	ALPES CCTVM S/A	7
UM INVESTIMENTOS S.A. CTVM	11	ITAÚ CV S/A	7
ÁGORA CTVM S/A	10	SPINELLI S.A. CVMC	7
BTG PACTUAL CTVM S. A.	10	TOV CCTVM LTDA	7
CORRETORA GERAL DE VC LTDA	10	SOCOPA SC PAULISTA S.A.	6
CITIGROUP GMB CCTVM S.A.	9	CORRETORA SOUZA BARROS CT S.A.	5

Fonte: Dados da pesquisa

A TAB. 2 exibe o nome da corretora e a quantidade média de ativos que contém em cada uma de suas indicações. A quantidade média foi obtida por meio de média aritmética simples de todas as indicações.

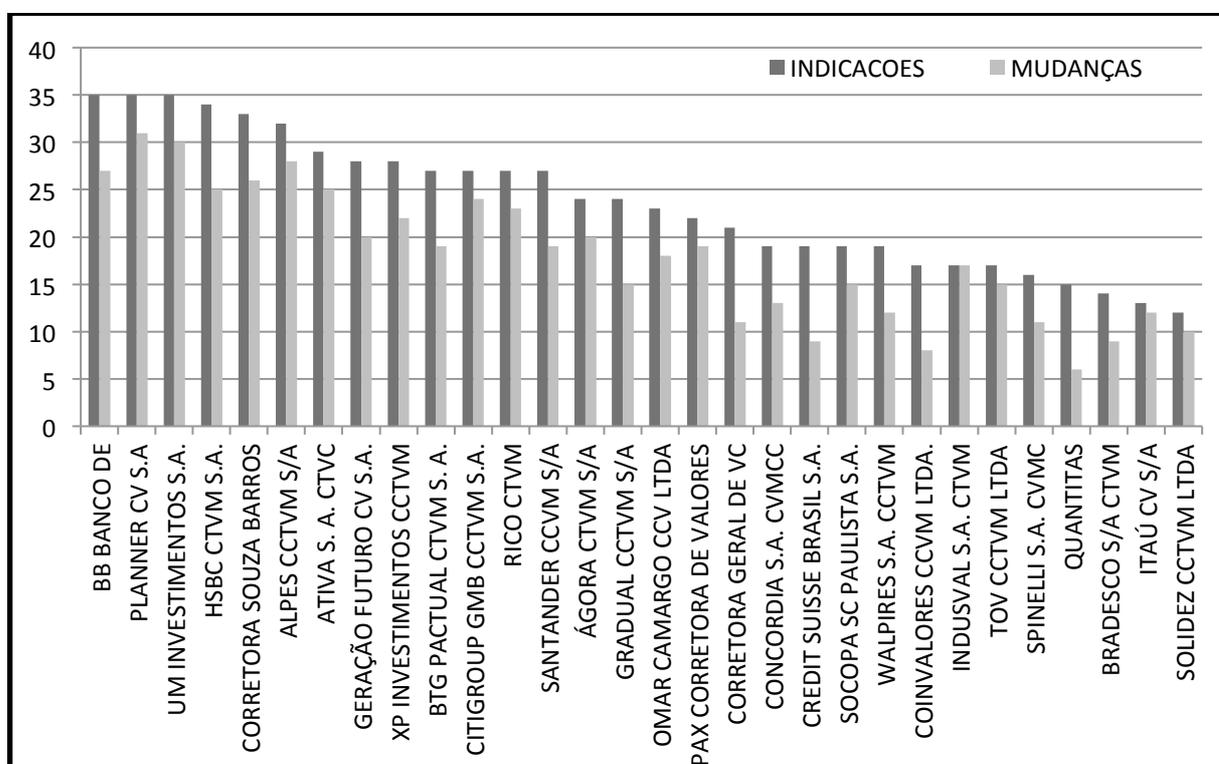
Pelos dados apresentados, a instituição Credit Suisse Brasil S.A. CTVM é a corretora que possui as indicações com a maior quantidade de ativos, já a Corretora Souza Barros CT S.A. é a que possui as carteiras com a menor quantidade de ativos.

Outra informação a ser considerada é a quantidade de alterações ou atualizações que cada corretora realizou nas suas sucessivas indicações. Para obter esse dado, cada indicação foi comparada com a sua anterior imediata da mesma corretora de valores, se houve diferença nos ativos da indicação, esta foi registrada como uma nova indicação.

O GRAF. 1 apresenta a quantidade de indicações com a quantidade de alterações ou atualizações que as corretoras realizam nas suas indicações, levando em consideração que a alteração é dada pela diferença das indicações, ou seja, se a

indicação de um mês é diferente da última indicação realizada pela corretora, então houve a indicação de uma nova carteira, caracterizando que a corretora optou por modificar um ou mais ativos de sua indicação. O gráfico prova a relação de indicações realizadas por corretora com a quantidade de alterações realizadas em suas indicações. Nele é possível observar que todas as corretoras de valores alteram suas indicações no decorrer dos meses. Uma outra observação é que a maior parte das indicações realizadas por todas as corretoras sofreram modificações.

Gráfico 1 - Relação de indicações e mudanças nas carteiras indicadas



Fonte: Dados da pesquisa

Tais modificações apresentam indícios de que as corretoras de valores formam suas carteiras com base em acontecimentos econômicos sofridos pelas empresas indicadas ou pelo momento econômico do país, ou seja, possivelmente, variáveis econômicas temporais podem ser consideradas na formação das carteiras.

Das 708 indicações consideradas, 539 sofreram modificações nos ativos para compor novas indicações, ou seja, 76% do total das indicações foram alteradas

pelas corretoras. Somente em 24% das indicações as ações da carteira foram mantidas para a indicação seguinte.

5.2 Dados sobre as ações indicadas

As ações que compõem as indicações relacionadas na TAB. 2 e na TAB. 3 foram negociadas pela BM&F Bovespa, com exceção de três ativos que tiveram indicações e foram negociados em outros mercados.

Para fins de dados de comparação, os ativos não negociados pela BM&F Bovespa foram descartados da amostra de dados, embora permaneçam na base de dados para fins de histórico. As carteiras que continham tais ativos também não foram consideradas nas análises, a fim de não poluir os dados ou, até mesmo, apresentar resultados que não condiziam com o objetivo do estudo, uma vez que ao confeccionar as carteiras, acredita-se que a corretora realiza um estudo de correlação entre as ações, e ao retirar um ativo desta carteira, todo o restante dela perde o sentido.

Os ativos que foram retirados das análises são: Iochpe Maxion S A P (IOCJF), Marcopolo S.A. (MCPOF) e Tractebel (TBLF). A corretora que realizou as sugestões é a Bank of America Merrill Lynch.

Existem também ativos que não são mais negociados na BM&F Bovespa, porém, se estes constassem na base de indicações foram considerados, visto que no momento em que a indicação foi feita, o ativo ainda era negociado e existiam dados de retorno disponíveis na base de dados de referência para que as comparações pudessem ser realizadas.

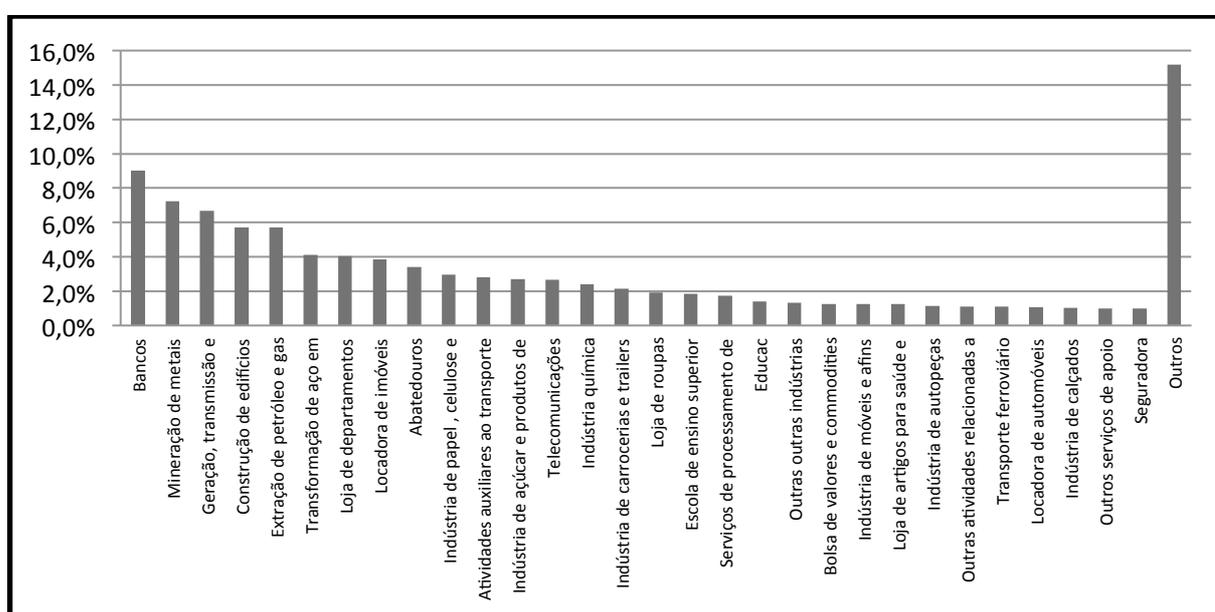
O APÊNDICE A apresenta a relação de todos os ativos com a frequência de indicações que cada um obteve nos dados coletados na pesquisa.

As indicações realizadas foram divididas nos mais diversos setores do mercado, segundo a classificação *North American Industry Classification System* (NAICS),

que refere-se a um padrão de classificação de empresas que teve origem no mercado norte-americano. A classificação NAICS é um padrão internacional que classifica os ativos do mercado de ações (WESTON; BRIGHAN, 2000).

O GRAF. 2 refere-se as indicações realizadas pelas corretoras de valores no período da pesquisa. Os dados se referem à frequência em que os ativos dos respectivos setores foram indicados.

Gráfico 2 - Percentual de indicações por setor do mercado



Fonte: Dados da pesquisa

Pelo GRAF. 2 pode-se observar que a maior frequência de indicações ocorre para ações classificadas no setor bancário, seguido pelos setores de mineração de metais e geração, transmissão e distribuição de energia elétrica. Entre os setores considerados no gráfico, os que obtiveram menor frequência de indicação foram: indústria de calçado, outros serviços de apoio e seguradoras.

Vale ressaltar que o valor apresentado no gráfico como “outros” agrupa 56 setores que não obtiveram nem 1% de indicações e que juntos, representaram 15,2% do total de indicações.

O APÊNDICE E traz a tabela com o detalhamento da frequência de todas as indicações por setor do mercado segundo a classificação NAICS contendo os

percentuais de representação de cada setor, com precisão de duas casas decimais e sem agrupamento das frequências menos representativas.

Outra informação que mereceu destaque foi o retorno acumulado por setor em todos os períodos do estudo, com o objetivo de analisar as indicações realizadas pelas corretoras a fim de verificar em que setor do mercado estão os melhores retornos. Após o tratamento desses dados, foi possível observar que o setor que apresentou melhor retorno foi o de indústrias de artigos de madeira, seguido pelo setor de indústria de fertilizantes e pesticidas, com retornos de 12,6% e 8% respectivamente durante o período.

Os setores que apresentaram pior desempenho e que tiveram indicações no período foram tecelagens e extração de petróleo e gás, fechando com 43,1% e 38,7% de prejuízo no período do estudo respectivamente.

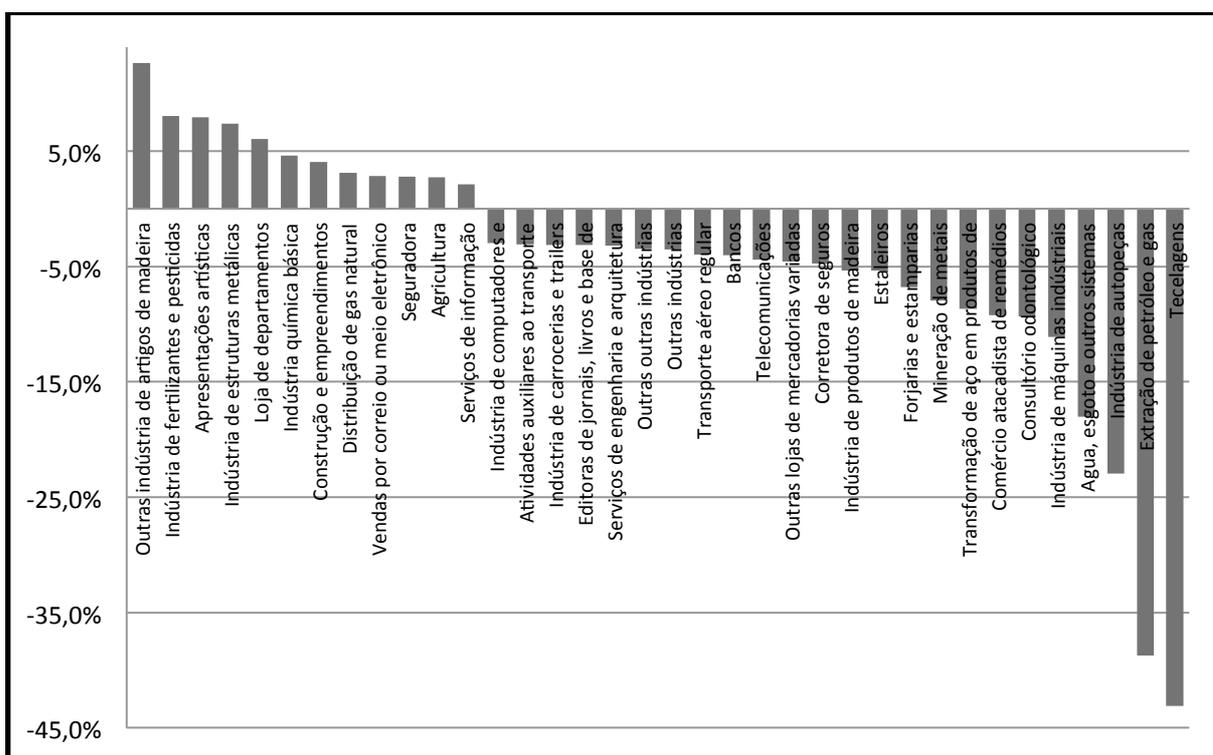
Para que fosse possível a representação em gráfico dos retornos por setor do mercado, foram realizados dois cortes nos dados, sendo considerado assim, somente os retornos superiores e iguais a 2% e os inferiores ou iguais a 3%, suprimindo os retornos que ficaram dentro desta faixa. O GRAF. 3 apresenta os retornos por setor de mercado segundo a classificação NAICS.

O corte de supressão dos dados foi realizado entre os setores Serviços de informação e Indústria de computadores e periféricos.

Outra informação a ser observada é que, os dois setores que tiveram mais indicações conforme GRAF. 2, figuram entre os setores que retornaram negativamente, como pode ser observado no GRAF. 3. Já o setor que apresenta o menor número de indicações desconsiderando os setores agrupado em outros, figurou entre os setores que retornaram positivamente.

É importante ressaltar que esta análise considera o longo prazo, ou seja, os retornos são calculados no período entre a indicação e o período fim da pesquisa ou última negociação do título.

Gráfico 3 - Retorno dos setores no período da pesquisa



Fonte: Dados da pesquisa

Com as indicações realizadas por todas as corretoras de valores, foi gerada a TAB. 5 com o *ranking* das melhores e piores indicações de cada corretora, considerando o retorno entre o período da indicação e a última cotação dentro do período da pesquisa. Essa informação representa o ganho ou perda que um investidor teria se realizasse a compra no ato da primeira indicação de um ativo e realizasse a venda em junho de 2014 ou na última cotação do ativo. Para gerar essa tabela, foram consideradas todas as corretoras que realizaram indicações no período da pesquisa.

Assim, foi possível observar que as ações indicadas que mais retornaram positivamente, ou seja, que apareceram mais vezes como melhor indicação foram BRFS3, seguido por MDIA3 e KROT3. As ações indicadas que apareceram mais vezes como pior indicação foram OGXP3, seguido por KLBN4 e HRTP3.

A TAB. 3 está ordenada pelo nome da corretora seguido pelo percentual de retorno, de forma ascendente para a melhor indicação e descendente para a piores indicações.

Tabela 3 - Melhores e piores indicações por corretora

Corretora	Melhor Indicação		Pior Indicação	
	Ação	Retorno	Ação	Retorno
ÁGORA CTVM S/A	BBSE3	74,0%	OGXP3	-99,0%
ALPES CCTVM S/A	EZTC3	52,8%	POSI3	-89,3%
ATIVA S. A. CTCV	LREN3	98,0%	OGXP3	-98,8%
B&P CORRETORA	CTIP3	34,4%	DTEX3	-31,9%
BANIF INVESTIMENT BANK	EZTC3	18,8%	H RTP3	-76,5%
BANK OF AMERICA MERRYL LYNCH	ITUB4	-1,1%	KLBN4	-76,5%
BB BANCO DE INVESTIMENTOS S/A	BRFS3	71,5%	OGXP3	-99,1%
BRADESCO S/A CTVM	PCAR4	45,3%	OGXP3	-99,1%
BTG PACTUAL CTVM S. A.	MDIA3	124,5%	BRIN3	-99,4%
CITIGROUP GMB CCTVM S.A.	RENT3	88,3%	OGXP3	-99,1%
COINVALORES CCVM LTDA.	MDIA3	232,9%	LUPA3	-97,6%
CONCORDIA S.A. CVMCC	TIMP3	46,8%	KLBN4	-82,4%
CORRETORA GERAL DE VC LTDA	KROT3	93,4%	KLBN4	-81,9%
CORRETORA SOUZA BARROS CT S.A.	MDIA3	124,5%	MRVE3	-77,9%
CREDIT SUISSE BRASIL S.A. CTVM	AMBV4	88,6%	H RTP3	-99,9%
DEUTSCHE BANK CV S.A.	BRFS3	56,2%	PDGR3	-67,7%
EMPIRICUS	BRFS3	44,1%	H RTP3	-99,8%
FATOR S.A. CV	KROT11	146,5%	CTAX4	-86,8%
GERAÇÃO FUTURO CV S.A.	KROT3	139,8%	OGXP3	-98,6%
GRADUAL CCTVM S/A	BEEF3	121,2%	BISA3	-78,5%
GUIDE INVESTIMENTOS S.A. CV	ESTC3	28,6%	KLBN4	-82,0%
HSBC CTVM S.A.	AMBV4	86,6%	OGXP3	-99,1%
INDUSVAL S.A. CTVM	SUZB5	106,0%	OGXP3	-99,0%
INVA CAPITAL	CREM3	15,9%	OGXP3	-95,6%
ITAÚ CV S/A	CSAN3	49,4%	KLBN4	-84,3%
J. SAFRA CVC LTDA.	EZTC3	143,1%	OGXP3	-99,0%
LINK INVESTIMENTOS	BRFS3	129,5%	OGXP3	-98,9%
MAGLIANO S.A. CCVM	BBSE3	28,2%	EZTC3	-17,8%
MERRILL LYNCH S/A CTVM	AMBV4	54,9%	PDGR3	-79,6%
NOVINVEST CVM LTDA.	EMBR3	68,9%	OGXP3	-98,8%
OMAR CAMARGO CCV LTDA	VAGR3	576,2%	OGXP3	-99,0%
PACTUAL	RENT3	23,8%	MPXE3	-87,2%
PAX CORRETORA DE VALORES	MDIA3	127,8%	KLBN4	-76,1%
PLANNER CV S.A	MDIA3	150,5%	OGXP3	-99,1%
QUANTITAS	KROT3	139,8%	AEDU3	-42,0%
RICO CTVM	KROT3	139,8%	OGXP3	-98,7%
SANTANDER CCVM S/A	KROT3	93,4%	KLBN4	-84,4%
SENSO CCVM S.A.	BVMF3	2,6%	USIM5	-86,4%
SLW CVC LTDA.	VAGR3	545,5%	CSNA3	-84,4%
SOCOPA SC PAULISTA S.A.	VAGR3	688,9%	OGXP3	-97,0%
SOLIDEZ CCTVM LTDA	ELPL4	74,4%	KLBN4	-81,5%
SP INVESTIMENTOS	BBSE3	68,3%	H GTX3	-32,7%
SPINELLI S.A. CVMC	BRFS3	113,2%	H RTP3	-99,9%
TOV CCTVM LTDA	CSAN3	68,5%	OGXP3	-98,6%
UM INVESTIMENTOS S.A. CTVM	MDIA3	110,9%	PDGR3	-89,7%
VOTORANTIM CTVM LTDA	PCAR4	45,3%	OGXP3	-96,2%
WALPIRES S.A. CCTVM	KROT3	87,6%	LLIS3	-81,8%
XP INVESTIMENTOS CCTVM S.A.	MDIA3	98,3%	OGXP3	-99,1%

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 4 – 50 melhores e 50 piores indicações

Melhores Indicações					Piores Indicações				
Corretora	Ação	M	Ano	Retorno	Corretora	Ação	M	Ano	Retorno
ATIVA S. A. CTCV	LREN3	2	2010	98,0%	ÁGORA CTVM S/A	OGXP3	2	2012	-99,0%
BTG PACTUAL	MDIA3	11	2011	124,5%	ALPES CCTVM S/A	POSI3	11	2009	-89,3%
CITIGROUP GMB	RENT3	1	2010	88,3%	ALPES CCTVM S/A	RSID3	5	2011	-88,1%
COINVALORES CCVM	MDIA3	7	2009	232,9%	ATIVA S. A. CTCV	OGXP3	4	2012	-98,8%
COINVALORES CCVM	NETC4	7	2009	225,5%	ATIVA S. A. CTCV	LUPA3	7	2010	-97,1%
COINVALORES CCVM	AMBV4	8	2011	88,6%	BANIF INVESTIMENT	HRTP3	4	2011	-99,9%
COINVALORES CCVM	KROT3	8	2013	93,4%	BB BANCO DE	OGXP3	4	2011	-99,1%
CORRETORA GERAL	KROT3	8	2013	93,4%	BRADESCO S/A	OGXP3	4	2011	-99,1%
SOUZA BARROS	BRFS3	8	2010	113,2%	BRADESCO S/A	LUPA3	8	2011	-94,7%
SOUZA BARROS	CTIP3	8	2010	113,2%	BTG PACTUAL CTVM	BRIN3	6	2011	-99,4%
SOUZA BARROS	AMBV4	4	2011	86,6%	BTG PACTUAL CTVM	OGXP3	6	2012	-98,2%
SOUZA BARROS	MDIA3	11	2011	124,5%	BTG PACTUAL CTVM	RSID3	6	2011	-87,7%
CREDIT SUISSE	AMBV4	8	2011	88,6%	BTG PACTUAL CTVM	MPXE3	8	2011	-87,3%
FATOR S.A. CV	KROT11	5	2010	146,5%	CITIGROUP GMB	OGXP3	4	2011	-99,1%
FATOR S.A. CV	AMBV4	8	2011	88,6%	COINVALORES CCVM	LUPA3	7	2009	-97,6%
FATOR S.A. CV	BRFS3	8	2011	81,8%	CREDIT SUISSE	HRTP3	8	2011	-99,9%
FATOR S.A. CV	KROT3	6	2013	96,8%	EMPIRICUS	HRTP3	1	2012	-99,8%
GERAÇÃO FUTURO	UGPA3	10	2011	77,3%	EMPIRICUS	MPXE3	1	2012	-90,0%
GERAÇÃO FUTURO	KROT3	4	2013	139,8%	EMPIRICUS	LUPA3	1	2012	-87,1%
GRADUAL CCTVM S/A	BEEF3	7	2011	121,2%	GERAÇÃO FUTURO	OGXP3	8	2011	-98,6%
GRADUAL CCTVM S/A	VLID3	11	2011	86,5%	HSBC CTVM S.A.	OGXP3	4	2011	-99,1%
GRADUAL CCTVM S/A	SMT03	2	2012	91,3%	INDUSVAL S.A. CTVM	OGXP3	2	2012	-99,0%
GRADUAL CCTVM S/A	PSSA3	7	2012	84,2%	INVA CAPITAL	OGXP3	2	2013	-95,6%
HSBC CTVM S.A.	AMBV4	4	2011	86,6%	J. SAFRA CVC LTDA.	OGXP3	8	2010	-99,0%
HSBC CTVM S.A.	BRFS3	8	2011	81,8%	LINK INVESTIMENTOS	OGXP3	6	2010	-98,9%
INDUSVAL S.A. CTVM	SUZB5	8	2012	106,0%	NOVINVEST CVM	OGXP3	4	2012	-98,8%
INDUSVAL S.A. CTVM	KROT3	8	2013	93,4%	NOVINVEST CVM	MPXE3	11	2011	-86,9%
J. SAFRA CVC LTDA.	EZTC3	8	2010	143,1%	NOVINVEST CVM	MPXE3	11	2011	-86,9%
LINK INVESTIMENTOS	BRFS3	6	2010	129,5%	OMAR CAMARGO	OGXP3	8	2010	-99,0%
LINK INVESTIMENTOS	AMBV4	4	2011	86,6%	OMAR CAMARGO	POSI3	8	2010	-88,1%
OMAR CAMARGO CCV	UOLL4	8	2010	111,0%	OMAR CAMARGO	OSXB3	4	2013	-87,5%
OMAR CAMARGO CCV	BRFS3	8	2012	83,8%	PACTUAL	MPXE3	9	2011	-87,2%
OMAR CAMARGO CCV	VAGR3	4	2013	576,2%	PLANNER CV S.A	OGXP3	4	2011	-99,1%
PAX CORRETORA	MDIA3	6	2011	127,8%	RICO CTVM	OGXP3	5	2012	-98,7%
PLANNER CV S.A	MDIA3	4	2011	150,5%	RICO CTVM	MPXE3	4	2012	-89,7%
QUANTITAS	KROT3	4	2013	139,8%	SOCOPA SC	OGXP3	7	2012	-97,0%
RICO CTVM	EZTC3	10	2011	88,4%	SOCOPA SC	LUPA3	4	2011	-95,9%
RICO CTVM	BRFS3	8	2012	83,8%	SOCOPA SC	OSXB3	12	2012	-94,2%
RICO CTVM	KROT3	4	2013	139,8%	SOCOPA SC	MPXE3	4	2012	-89,7%
SANTANDER CCVM	KROT3	8	2013	93,4%	SPINELLI S.A. CVMC	HRTP3	7	2011	-99,9%
SLW CVC LTDA.	NETC4	2	2010	182,1%	SPINELLI S.A. CVMC	OGXP3	8	2010	-99,0%
SLW CVC LTDA.	LREN3	2	2010	98,0%	SPINELLI S.A. CVMC	LUPA3	7	2011	-95,2%
SLW CVC LTDA.	VAGR3	2	2013	545,5%	SPINELLI S.A. CVMC	RSID3	8	2010	-89,4%
SOCOPA SC	VAGR3	7	2012	688,9%	TOV CCTVM LTDA	OGXP3	8	2011	-98,6%
SPINELLI S.A. CVMC	BRFS3	8	2010	113,2%	TOV CCTVM LTDA	OSXB3	2	2012	-96,3%
SPINELLI S.A. CVMC	ABRE11	10	2011	77,9%	UM INVESTIMENTOS	PDGR3	10	2009	-89,7%
UM INVESTIMENTOS	MDIA3	2	2012	110,9%	VOTORANTIM CTVM	OGXP3	11	2012	-96,2%
WALPIRES S.A.	KROT3	11	2013	87,6%	XP INVESTIMENTOS	OGXP3	4	2011	-99,1%
XP INVESTIMENTOS	AMBV4	4	2011	86,6%	XP INVESTIMENTOS	OSXB3	12	2012	-94,2%
XP INVESTIMENTOS	MDIA3	4	2012	98,3%	XP INVESTIMENTOS	MPXE3	8	2011	-87,3%

Fonte: Dados da pesquisa

A TAB. 4 apresenta as 50 melhores e as 50 piores indicações realizadas pelas corretoras de valores, com o retorno médio no período entre a indicação e o fim do período da pesquisa. As colunas M e Ano, se referem ao mês e ao ano da indicação respectivamente, nesta análise foram consideradas todas as corretoras, e a ordenação foi realizada pelo nome da corretora, seguido pelo percentual de retorno.

Ainda sobre as indicações, foram analisados o desvio-padrão e o coeficiente de variação das corretoras que apresentaram mais do que 20 indicações no período da pesquisa.

Tabela 5 - Dados de retornos das corretoras

Corretora	Qtd. Ind.	Ret. Mín.	Ret. Máx.	Ret. Médio	Desvio Padrão	Coef. de Variação
BB BANCO DE INVESTIMENTOS S/A	35	-13,6	6,0	-0,9974	0,0484	-0,0486
PLANNER CV S.A	35	-12,5	11,9	-1,0456	0,0528	-0,0505
UM INVESTIMENTOS S.A. CTVM	35	-15,9	9,4	-1,8000	0,0550	-0,0306
HSBC CTVM S.A.	34	-11,9	7,7	-0,8738	0,0424	-0,0486
CORRETORA SOUZA BARROS S.A	33	-8,7	9,5	0,0576	0,0456	0,7912
ALPES CCTVM S/A	32	-9,0	10,6	-0,4813	0,0464	-0,0965
ATIVA S. A. CTCV	29	-9,8	8,9	-0,1690	0,0468	-0,2767
GERAÇÃO FUTURO CV S.A.	28	-9,6	9,8	-1,1418	0,0506	-0,0443
XP INVESTIMENTOS CCTVM S.A.	28	-16,2	8,1	-1,8179	0,0616	-0,0339
BTG PACTUAL CTVM S. A.	27	-7,5	9,9	0,6204	0,0394	0,0636
CITIGROUP GMB CCTVM S.A.	27	-14,9	5,2	-1,8740	0,0471	-0,0251
RICO CTVM	27	-11,8	8,8	-0,2848	0,0512	-0,1797
SANTANDER CCVM S/A	27	-10,7	5,3	-0,9778	0,0421	-0,0430
ÁGORA CTVM S/A	24	-10,8	11,0	0,4902	0,0480	0,0980
GRADUAL CCTVM S/A	24	-9,4	8,9	-0,1270	0,0520	-0,4091
OMAR CAMARGO CCV LTDA	23	-12,4	6,3	-0,9209	0,0382	-0,0415
PAX CORRETORA DE VALORES	22	-9,0	7,0	0,8455	0,0408	0,0482
CORRETORA GERAL DE VC LTDA	21	-9,2	9,0	0,4143	0,0435	0,1050

Fonte: Dados da pesquisa

O desvio-padrão foi calculado com os retornos de todas indicações das corretoras que apresentaram pelo menos 20 carteiras indicadas. O coeficiente de variação foi calculado por meio da divisão do desvio-padrão pelo retorno médio.

Uma outra informação importante sobre as indicações está relacionada com a qualidade das carteiras formadas. Nesse estudo, foi considerado o índice de Sharpe para analisar a capacidade das carteiras em remunerar o investidor pelo risco que este corre (VARGA, 2001).

Para viabilizar o cálculo do Índice de Sharpe, foi assumido como ativo livre de risco o CDI e, o desvio-padrão, foi obtido por meio dos retornos históricos dos ativos que compõem as carteiras indicadas.

A TAB. 6 retrata o período da pesquisa e exhibe os melhores e os piores índices de Sharpe das corretoras de valores que possuem mais do que 20 indicações no período da pesquisa.

Tabela 6 - Melhor e pior Sharpe das indicações

Corretora	Melhor Sharpe		Pior Sharpe	
	Data	Valor	Data	Valor
ÁGORA CTVM S/A	Dez/12	1,92	Jun/13	-1,64
ALPES CCTVM S/A	Jun/12	1,79	Jun/13	-1,91
ATIVA S. A. CTCV	Jul/10	1,64	Jun/13	-1,87
BB BANCO DE INVESTIMENTOS S/A	Out/13	1,43	Jan/14	-1,48
BTG PACTUAL CTVM S. A.	Fev/12	1,17	Jun/13	-1,20
CITIGROUP GMB CCTVM S.A.	Fev/12	0,70	Jul/11	-1,59
CORRETORA GERAL DE VC LTDA	Fev/12	2,72	Mai/12	-1,75
CORRETORA SOUZA BARROS CT S.A.	Fev/12	3,32	Set/11	-1,52
GERAÇÃO FUTURO CV S.A.	Out/11	1,22	Jan/14	-2,05
GRADUAL CCTVM S/A	Jan/12	1,03	Set/11	-1,36
HSBC CTVM S.A.	Jan/12	0,90	Jan/14	-2,28
OMAR CAMARGO CCV LTDA	Jun/12	0,93	Jan/14	-1,34
PAX CORRETORA DE VALORES	Jun/12	1,83	Jan/14	-1,41
PLANNER CV S.A	Jan/12	1,59	Jun/13	-1,46
RICO CTVM	Out/11	1,14	Jan/14	-2,43
SANTANDER CCVM S/A	Ago/12	1,05	Mai/12	-2,82
UM INVESTIMENTOS S.A. CTVM	Jan/12	1,42	Jun/13	-1,64
XP INVESTIMENTOS CCTVM S.A.	Jun/12	1,39	Jan/14	-1,99

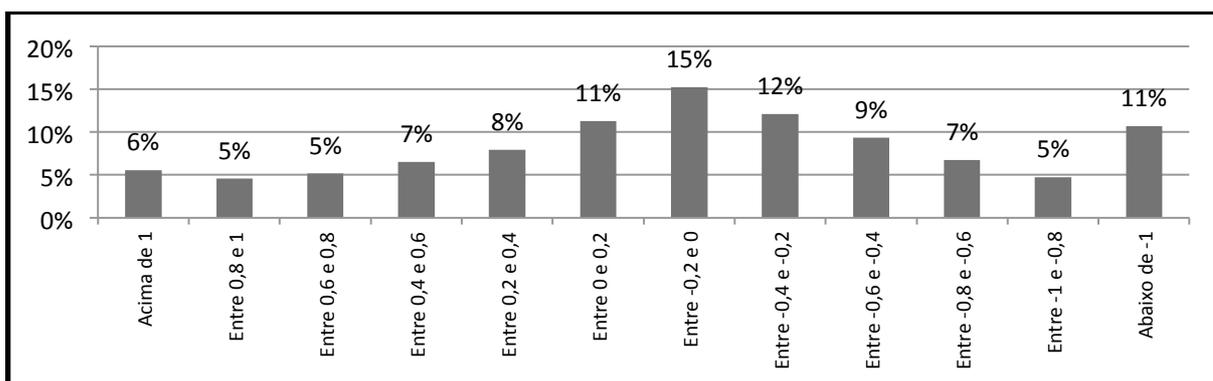
Fonte: Dados da pesquisa

Observa-se que o melhor índice de Sharpe entre as indicações foi da Corretora Souza Barros CT S.A. com valor de 3,32, e o pior Sharpe foi obtido pela corretora Santander CCVM S/A, com -2,82. Quanto maior é o índice de Sharpe, desde que positivo, melhor é a relação entre o risco e o retorno da carteira. Um maior índice de Sharpe significa que mais retorno é gerado quanto se aumenta o risco da carteira. Índices abaixo do ativo livre de risco utilizado, significa que o fato de assumir mais risco não gerou retornos adicionais.

O GRAF. 5 exhibe a distribuição dos índices de Sharpe das indicações por faixa de valores, variando de maiores que um positivo, em uma escala de dois décimos até menores de um negativo.

A maior parte das indicações realizadas, ou seja, 15%, se posicionam entre -0,2 e 0. Com índice de Sharpe nesse valor, significa que não há incremento de retorno para cada unidade de risco adicionada à carteira, na verdade, há um pequeno decréscimo do retorno.

Gráfico 4 - Índice de Sharpe por faixa de valores



Fonte: Dados da pesquisa

Apenas 6% das indicações apresentaram índice de Sharpe superior a 1, o que pode ser, segundo Varga (2001), um índice de retorno positivo considerável.

O que chama a atenção são os índices menores que -1: 11% das indicações apresentaram retorno inferior a -1 de índice de Sharpe, uma relação péssima de retorno com relação ao risco de uma carteira (WESTON; BRIGHAN, 2000).

Também 11% das indicações apresentaram índice de Sharpe neutro ou praticamente neutro, com retorno variando de 0 a menos de 0,2.

O cálculo do índice Sharpe para todas as corretoras de valores e todas as indicações destas são apresentados no APÊNDICE F, inclusive com o desvio-padrão de cada indicação.

Os índices de Modigliani, Jensen e Treynor não foram calculados devido a forma como os dados estavam dispostos, ficando o índice de Sharpe como a principal referencia de avaliação das carteiras sugeridas.

5.3 Acompanhamento dos índices de referência utilizados no estudo

Para fins de comparação, foram levantados cinco índices de referência do mercado de ações brasileiro, o Ibovespa, o IBrX-50, o IBrX-100, o ISE e o IBrA.

Foram analisados os retornos médios dos cinco índices do mercado no período, a TAB. 7 exhibe as médias anuais dos retornos dos índices utilizados como referência.

Tabela 7 - Retornos médios dos índices por ano

ANO	IBrX-50	Ibovespa	ISE	IBR-100	IBrA
2009	3,7	4,4	4,7	4,0	4,1
2010	-0,9	-0,9	-0,3	-0,7	-0,6
2011	-1,3	-1,5	-0,3	-1,0	-1,0
2012	0,0	-0,1	1,0	0,2	0,4
2013	-0,6	-1,5	-0,2	-0,5	-0,5
2014	1,1	1,2	0,7	1,1	1,0

Fonte: Dados da pesquisa

Os valores são dados em percentuais médios de retorno no período. O GRAF. 5 ilustra o comportamento da série de retornos dos índices agrupados por mês. Observa-se certa semelhança na variação dos retornos dos índices, ou seja, para essa análise da média dos retornos, os cinco índices apresentaram uma semelhança estatística.

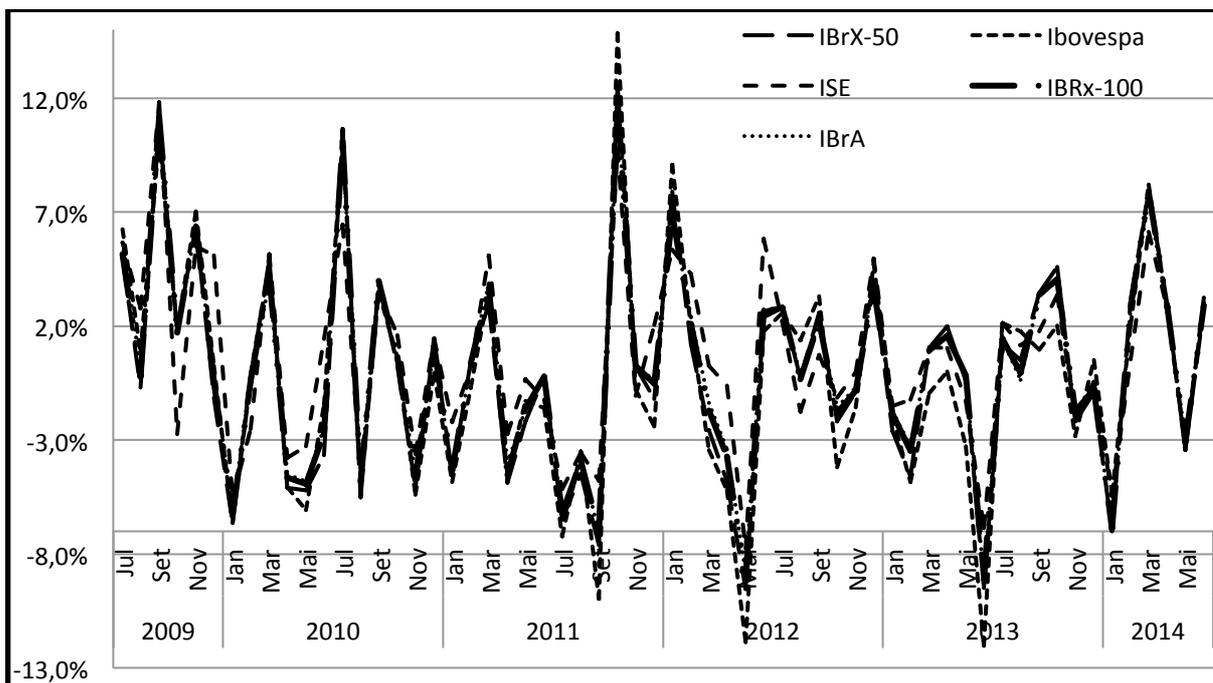
Vargas (2001) define que o retorno de uma carteira é uma combinação ponderada dos retornos de todos os ativos que a compõem e, o retorno de um ativo pode ser dado pela seguinte equação:

$$R = \frac{C_f}{C_i} - 1$$

Onde:

- R retorno do ativo
- C_f cotação no fim do período
- C_i cotação no início do período

Gráfico 5 - Comportamento dos índices de referência do estudo



Fonte: Dados da pesquisa

O APÊNDICE B, apresenta a tabela com os retornos médios agrupados por mês dos cinco índices apresentados no estudo.

Como pode ser observado no GRAF. 5, todos os índices de mercado seguem a mesma tendência com suas carteiras, por este motivo, quando forem apresentadas comparações entre os índices, estas serão realizadas entre os cinco índices, porém, quando a comparação for entre as indicações das corretoras de valores, estas serão então, realizadas utilizando somente o ISE e o Ibovespa.

É possível observar que até o final de 2011, os retornos apresentam uma maior similaridade, ou seja, todos os índices apresentam retornos médios muito próximos, o que não se observa no período do fim de 2011 até o início de 2014. A explicação para tal fato pode estar nas crises de 2012 e 2013, o que pode ter contribuído para que os retornos das carteiras dos índices apresentassem retornos menos similares.

O ISE será utilizado nas comparações por ser o índice que apresentou melhor resultado no período estudado e, o Ibovespa, por ser o principal *benchmark* do

mercado de capitais do Brasil. Na próxima seção estes dados referenciados serão melhor discutidos.

5.4 Análise de *performance* das corretoras de valores

Para atender a um dos objetivos propostos pelo presente estudo, que se trata de avaliar a *performance* das carteiras sugeridas por *experts* do mercado de capitais, foram coletados os retornos diários de todas as indicações realizadas no período proposto.

Foram geradas várias séries de análises a fim de se demonstrar a *performance* das indicações em comparação aos índices de mercado - ISE, Ibovespa, IBrX-50, IBrX-100 e IBrA - considerando os valores médios de retorno.

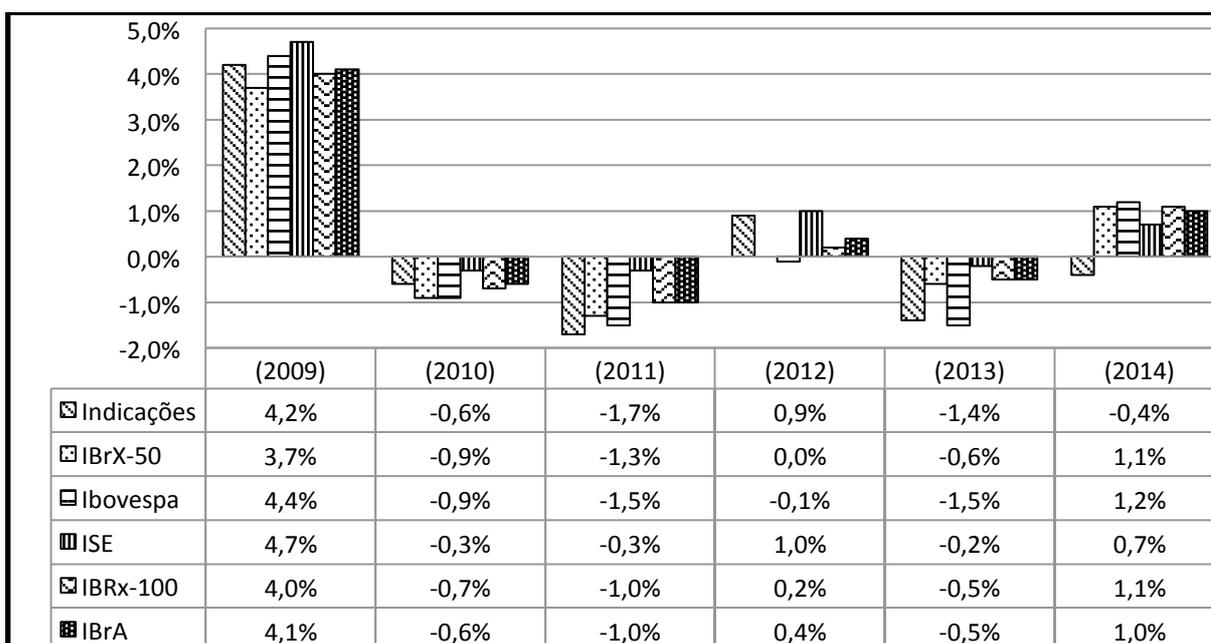
A primeira análise a ser apresentada teve como objetivo comparar os índices de referência. Assim, foi agrupado por ano a média de todos os retornos obtidos no período do estudo. O resultado prova que, embora a tendência de evolução de todas as indicações sejam as mesmas dos índices de mercado, as indicações realizadas pelas corretoras de valores não conseguem ser melhor do que todos os índices em nenhum ano do período do estudo.

No GRAF. 6, observa-se que, pela média dos retornos anuais, o ISE é o índice que apresenta o melhor resultado, com retornos acima dos demais índices, inclusive das indicações das corretoras de valores em quatro dos cinco anos.

O melhor resultado obtido pelas indicações, em relação aos índices de referência, foi no ano de 2012, onde sua *performance* conseguiu ser superior a de todos os índices, exceto ao ISE, que conseguiu desempenho 0,1% superior às indicações.

O pior resultado das indicações foi no ano de 2011 seguido pelo ano de 2014. Nesses dois anos, todos os índices conseguiram desempenho melhor que as indicações e, especificamente no ano de 2011, a diferença negativa das indicações foi muito grande.

Gráfico 6 - Comparação anual entre as indicações e os índices de mercado



Fonte: Dados da pesquisa

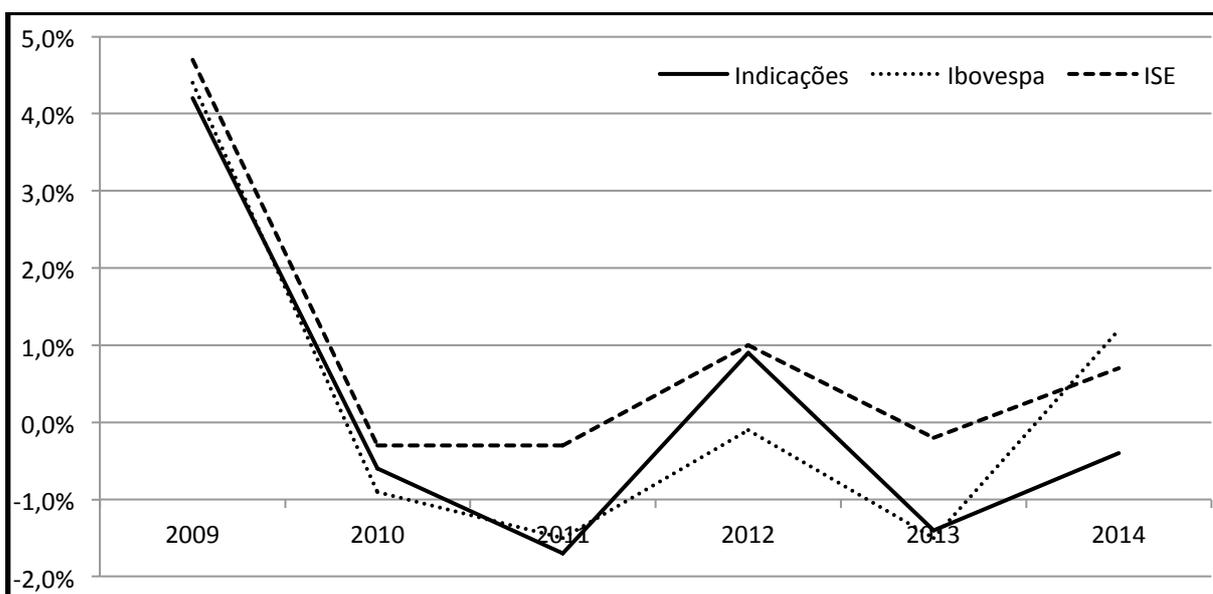
Pela análise anual com base em retornos médios, fica evidenciado que, entre os índices estudados, o de pior *performance* é o Ibovespa e o de melhor *performance* é o ISE.

No GRAF. 7, é apresentada também uma comparação da média dos retornos das indicações das corretoras em detrimento do retorno das carteiras do Ibovespa e do ISE. O objetivo foi comparar o desempenho das indicações com as carteiras dos índices adotados neste estudo como principais referências.

Primeiramente, foi apresentado o comparativo em frequência anual, exibindo o desempenho das indicações com os dois índices de referência. Posteriormente, foram apresentadas as comparações entre as indicações e o Ibovespa e as indicações e o ISE.

Nesta análise, fica evidente que o ISE supera o desempenho das indicações em todos os anos do estudo e, o Ibovespa, se alterna com as indicações, ficando três períodos com melhor desempenho e os outros três períodos com pior desempenho.

Gráfico 7 - Comparação anual entre as indicações, o Ibovespa e o ISE

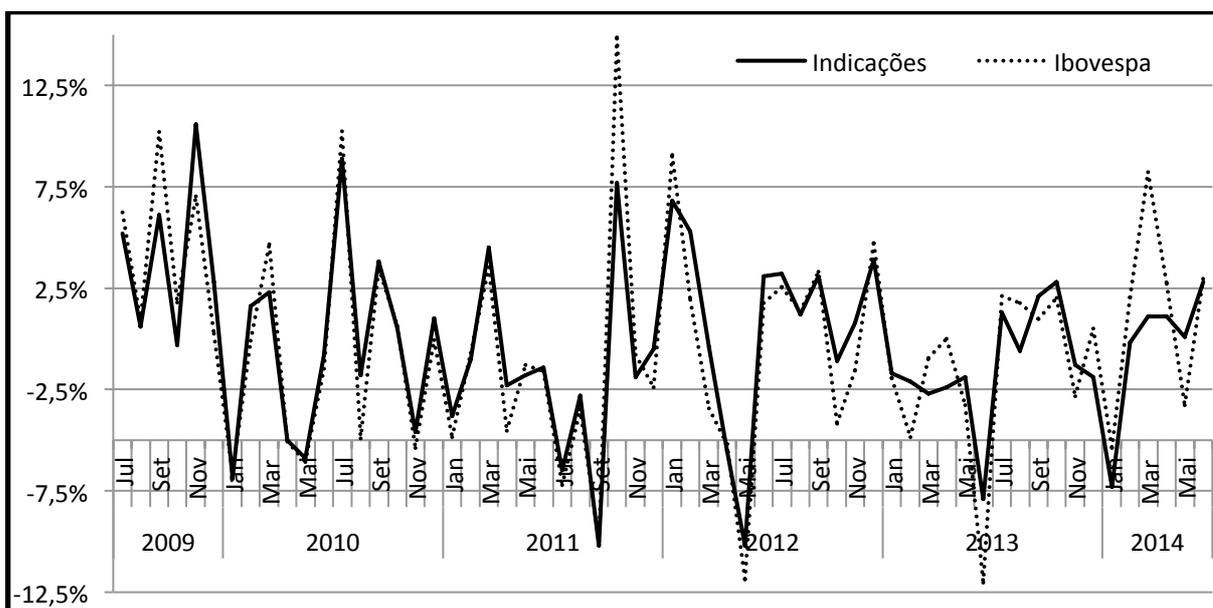


Fonte: Dados da pesquisa

Assim, fica claro que a média das indicações não consegue retorno superior que a média de retornos da carteira do Ibovespa, principalmente que a média da carteira do ISE.

O GRAF. 8 e o GRAF. 9 trazem a análise em frequência mensal, comparando a média dos retornos das indicações das corretoras com o Ibovespa e com o ISE.

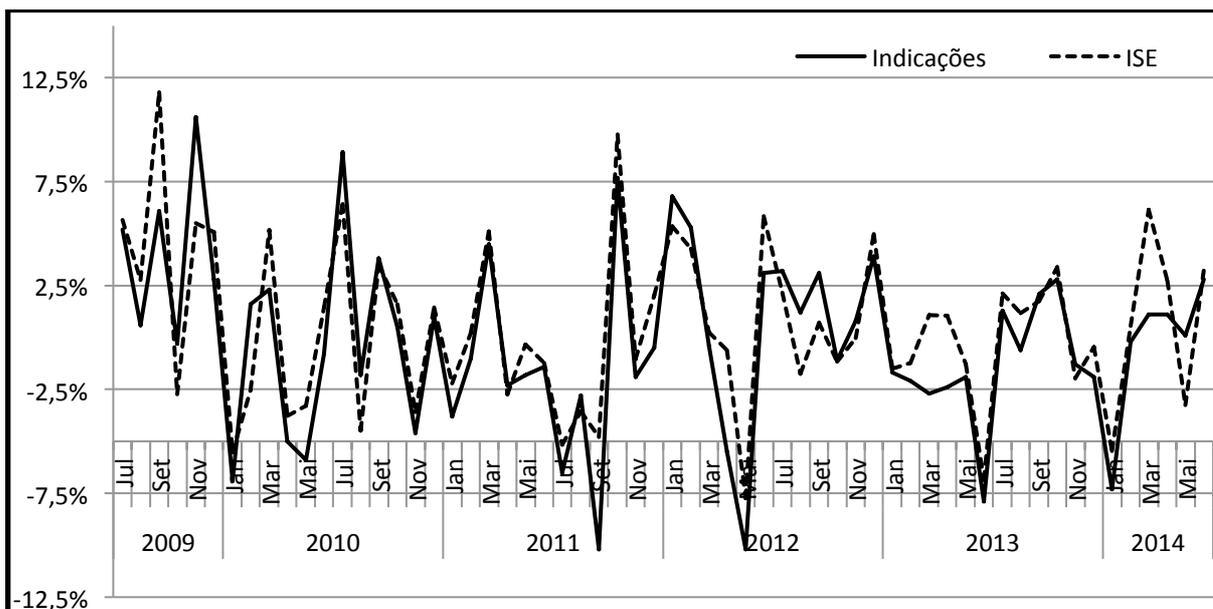
Gráfico 8 - Comparativo das médias de retornos das corretoras com o Ibovespa



Fonte: Dados da pesquisa

Pela análise com o Ibovespa, observa-se uma similaridade maior em relação ao ISE entre os retornos, salvo período destacado anteriormente entre o final de 2011 e início de 2014, onde os retornos não apresentam grande similaridade por possivelmente ter sofrido influência das crises ocorridas no período.

Gráfico 9 - Comparativo das médias de retornos das corretoras com o ISE



Fonte: Dados da pesquisa

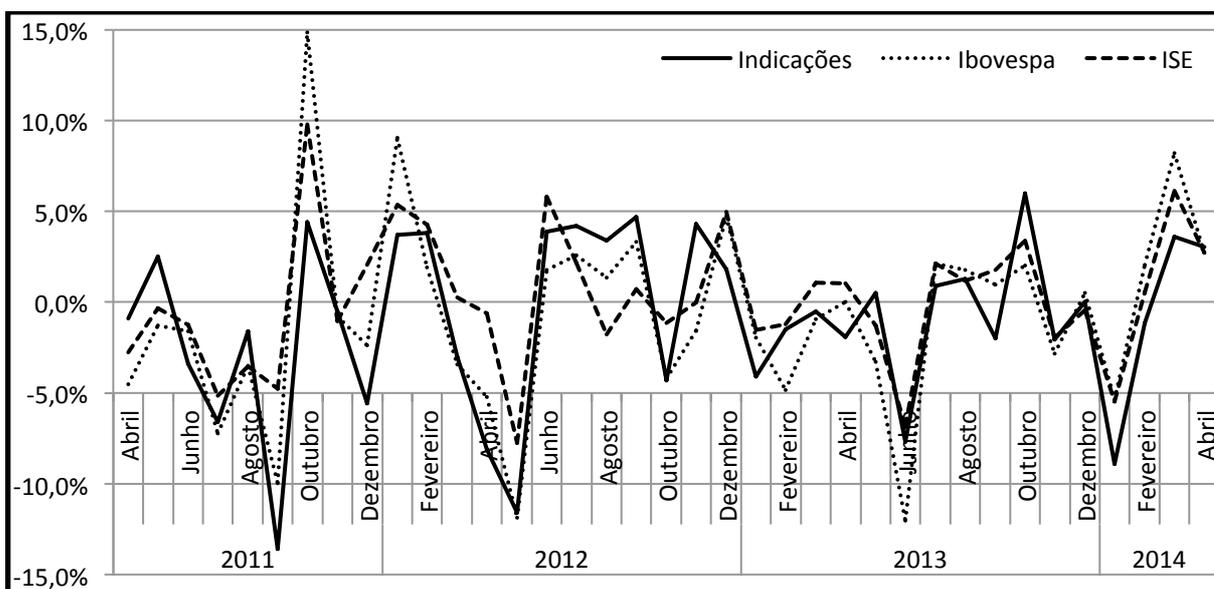
Os retornos das indicações quando comparados com os retornos do ISE já não apresentam tanta similaridade quanto na comparação com o Ibovespa, apesar de apresentarem a mesma tendência, se distanciam principalmente nos momentos de alta do ISE, pois os retornos médios desse índice possuem melhor desempenho.

No APÊNDICE C é possível observar o comparativo entre as indicações e os índices em disposição mensal, no qual as particularidades dos retornos podem ser verificadas com mais detalhes.

O desempenho das indicações das corretoras de valores comparado aos os índices de referência são objetos das próximas análises. As corretoras exibidas são as que apresentam a maior frequência de indicações de forma contínua, sendo essas completadas quando necessário, pelas indicações imediatamente anteriores. Nessa análise foi considerado o período de abril de 2011 a abril de 2014, pois neste período, as indicações foram mais frequentes e contínuas.

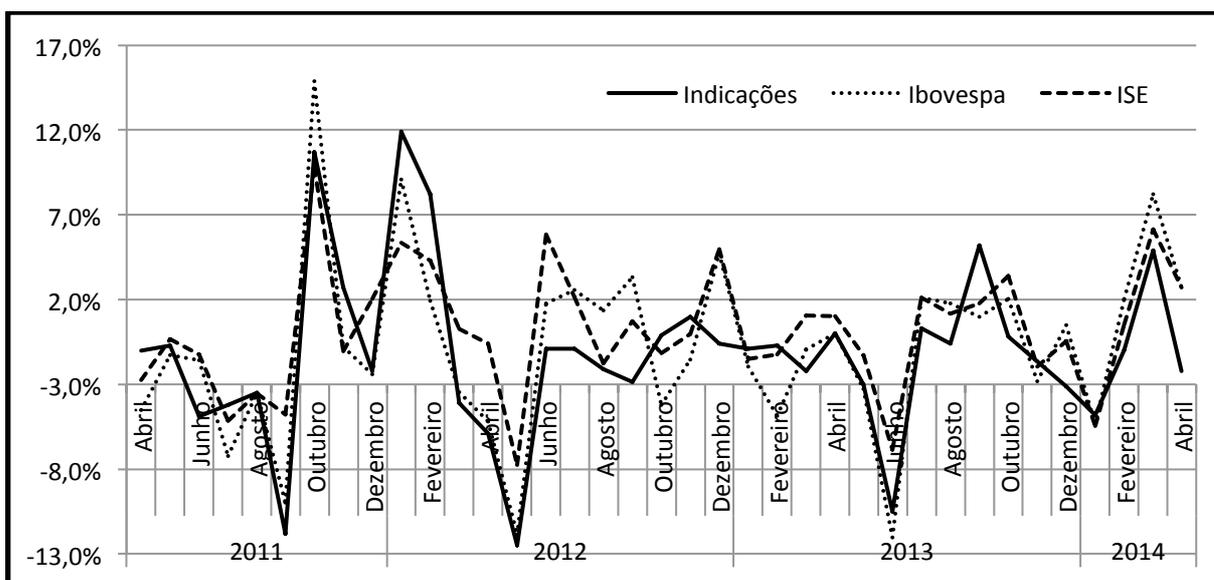
A primeira corretora a ser analisada foi a BB Banco de Investimentos S/A (GRAF. 10), que apresentou um comportamento muito parecido com os índices de referência. Em alguns meses, foi possível observar um melhor desempenho que os índices, ao mesmo passo que em outros, o desempenho foi pior, demonstrando assim que esta corretora não apresentou um desempenho sistematicamente superior aos índices de referência.

Gráfico 10 - Comparação dos retornos da BB Banco de Investimentos S/A



Fonte: Dados da pesquisa

Gráfico 11 - Comparação dos retornos da Planner CV S.A.



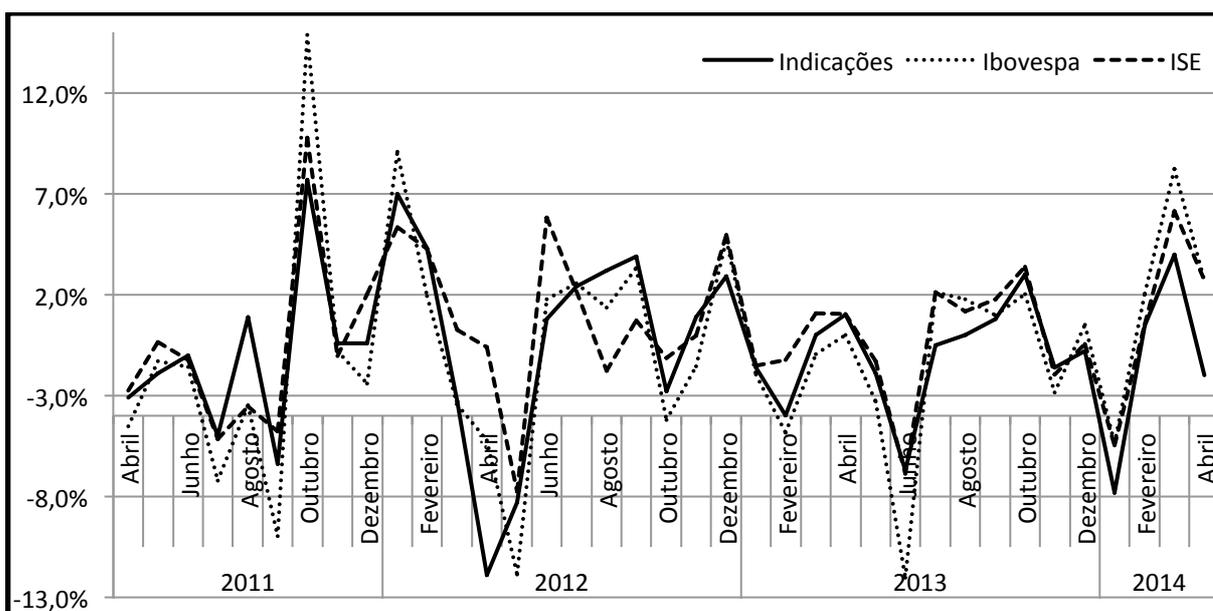
Fonte: Dados da pesquisa

A corretora Planner CV S.A. (GRAF. 11) obteve resultados próximos aos índices de referência, apresentando também alguns resultados superiores, porém, na média dos retornos do período, o resultado foi inferior aos resultados dos índices.

Já a corretora HSBC CTVM S.A. (GRAF. 12) apresentou muita proximidade com o Ibovespa na média dos retornos no período, porém, se os retornos forem comparados com o ISE, o desempenho é inferior.

Nota-se para essa corretora também, que os seus retornos apresentam a tendência de acompanhar os índices de referência, com os principais desvios positivos nos meses de agosto de 2011 e agosto e setembro de 2012. Os principais desvios negativos foram nos meses de abril de 2012 e janeiro de 2014.

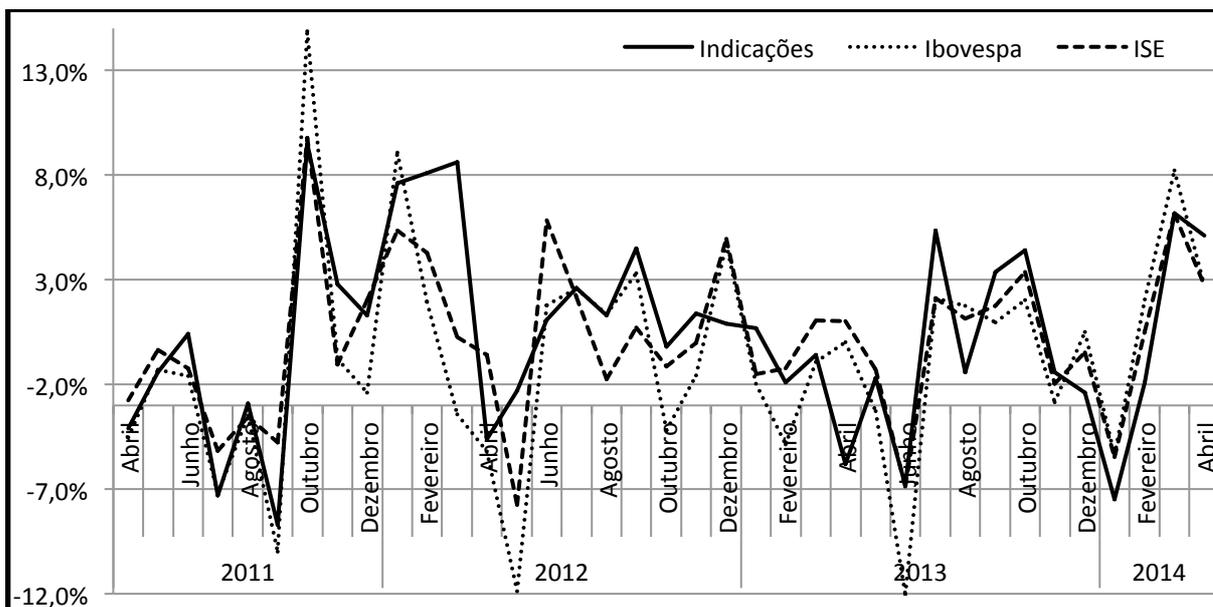
Gráfico 12 - Comparação dos retornos da HSBC CTVM S.A.



Fonte: Dados da pesquisa

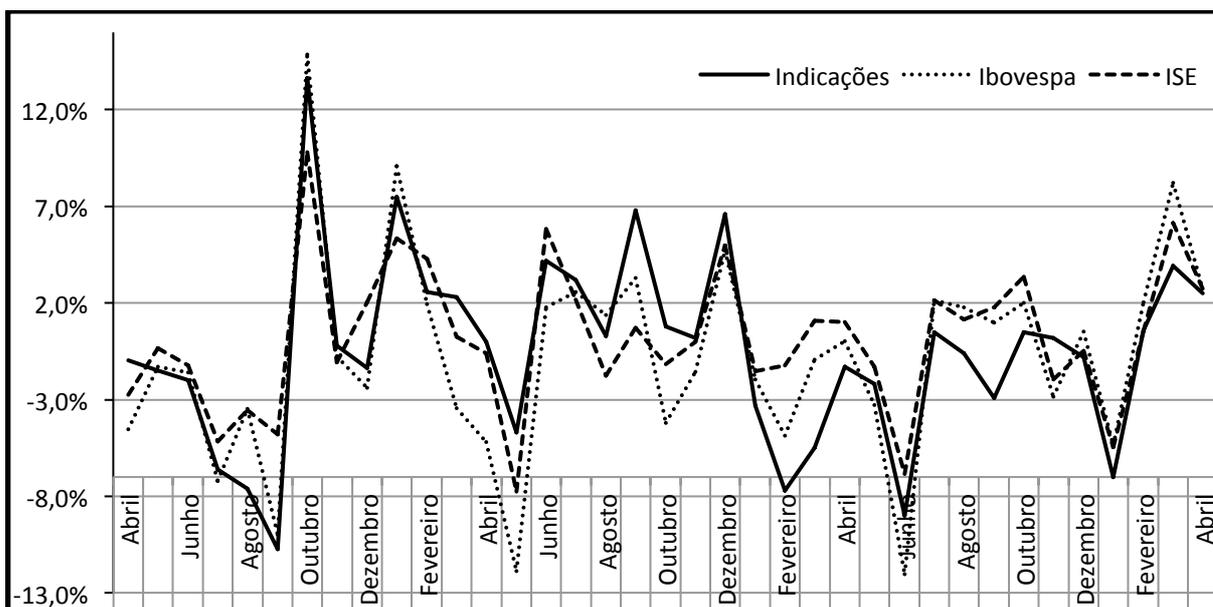
Os retornos da Corretora Souza Barros CT S.A. apresentados no GRAF. 13 seguiram as mesmas tendências dos índices de referência, mas, na média dos retornos do período, esta corretora conseguiu superar o Ibovespa, mas ficou ainda atrás do ISE. É importante ressaltar que, mesmo na média do período o retorno sendo superior ao Ibovespa, não observou-se desempenho sistematicamente superior.

Gráfico 13 - Comparação dos retornos da Corretora Souza Barros CT S.A.



Fonte: Dados da pesquisa

Gráfico 14 - Comparação dos retornos da corretora Alpes CCTV S/A

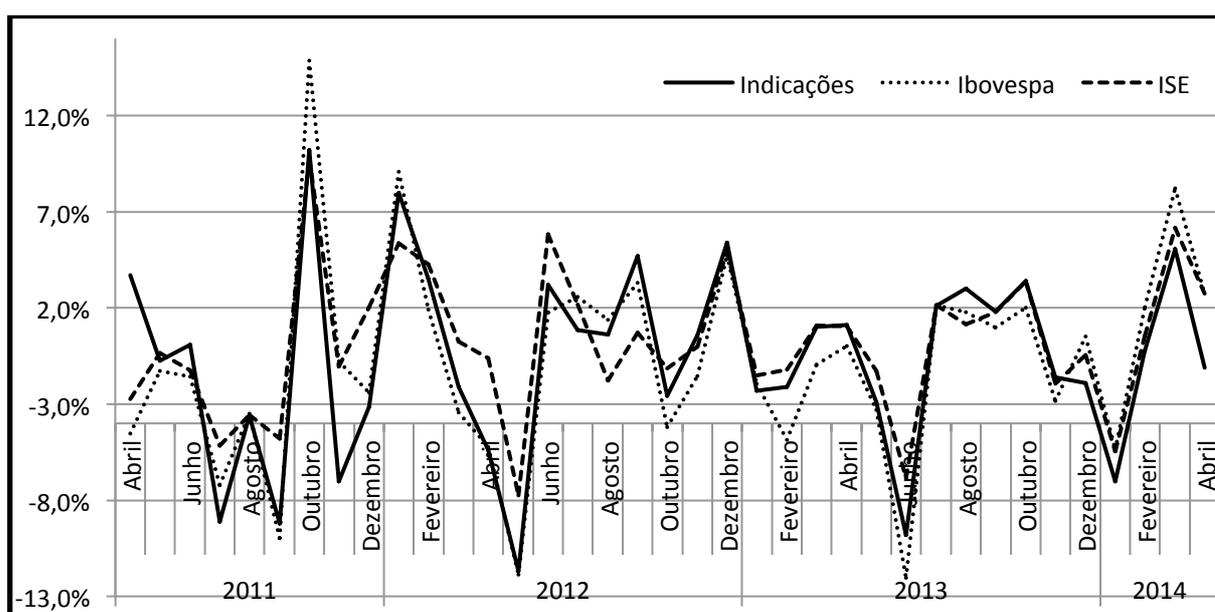


Fonte: Dados da pesquisa

O desempenho da corretora Alpes CCTV S/A exibido no GRAF. 14 apresentou na média, retorno superior ao Ibovespa e inferior ao ISE, entretanto, de forma geral, os retornos tenderam a acompanhar os retornos das carteiras dos índices de referência. Também não foi observado desempenho superior sistematicamente aos índices de referência.

A corretora Ativa S.A. CTCV (GRAF. 15) não se desviou dos padrões de retornos dos índices de referência, mas, conseguiu na média dos retornos no período, desempenho superior ao Ibovespa e inferior ao ISE. Também não foi percebido desempenho superior de forma sistemática a nenhum dos índices utilizados na comparação.

Gráfico 15 - Comparação dos retornos da corretora Ativa S.A. CTCV

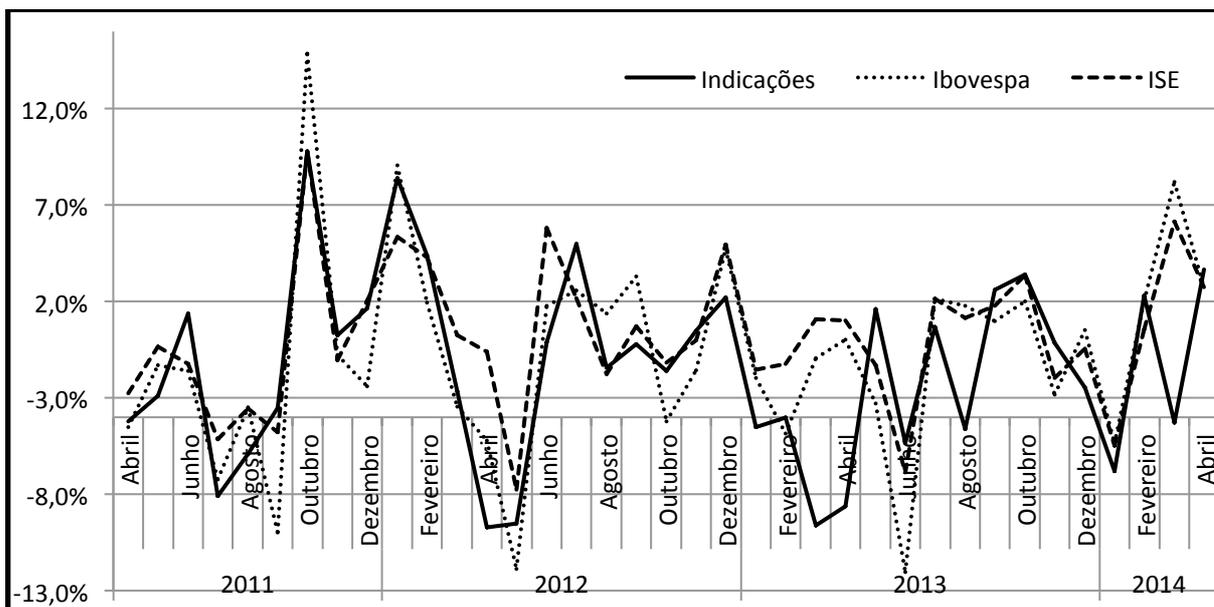


Fonte: Dados da pesquisa

A corretora Geração Futuro CV S.A. (GRAF. 16) apresentou um desempenho inferior aos dois índices de referência, mas também seguiu a tendência dos retornos. Os melhores retornos comparados aos índices de referência foram nos meses de junho de 2011, julho de 2012, maio e setembro de 2013 e abril de 2014.

Uma informação relevante dos retornos desta corretora é que nos meses de março e abril de 2013 e março de 2014, os índices apresentaram tendência de recuperação e os retornos da corretora apresentaram tendência de desvalorização.

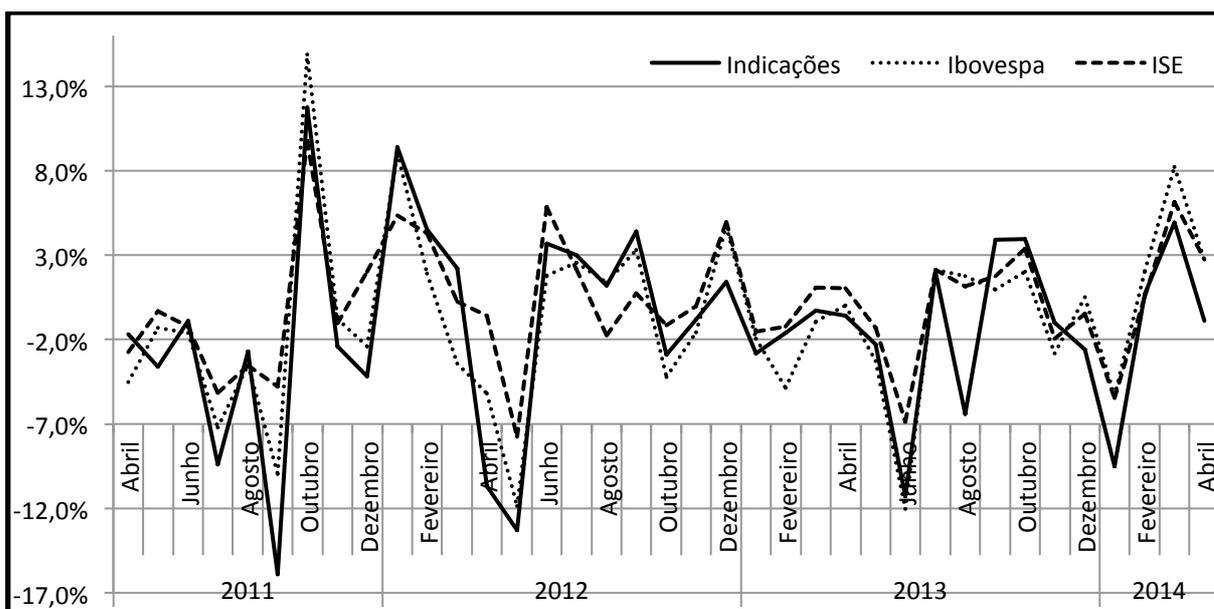
Gráfico 16 - Comparação dos retornos da Geração Futuro CV S.A.



Fonte: Dados da pesquisa

Nos retornos da corretora Um Investimentos S.A. CTVM, exibidos no GRAF. 17, também observou-se a mesma tendência de acompanhar os índices de referência, ficando os melhores retornos desta corretora nos meses de agosto de 2011, março e setembro de 2012 e setembro e outubro de 2013.

Gráfico 17 - Comparação dos retornos da Um Investimentos S.A. CTVM



Fonte: Dados da pesquisa

A pior queda observada pelos retornos das indicações desta corretora foi no mês de setembro de 2011. Neste mês foi observada a maior diferença entre os retornos das indicações e dos índices.

No APÊNDICE G são apresentadas as análises das demais corretoras de valores que possuem mais que 20 indicações de carteiras no período da pesquisa, mas, como as demais corretoras não apresentam indicações sequenciais, estas serão comparadas nos meses em que as indicações foram realizadas com os índices de referência nos mesmos meses.

5.5 Teste de diferença entre as médias dos retornos das carteiras sugeridas pelas corretoras e os índices Ibovespa e ISE

Nesta seção apresentam-se os testes de diferenças entre os retornos das carteiras sugeridas pelas corretoras e os índices de mercado.

O Teste de Kolmogorov-Smirnov é um teste não paramétrico de ajustamento que tem o objetivo de averiguar se uma amostra pode ser considerada como proveniente de uma população com uma determinada distribuição, o teste de Shapiro-wilk tem a mesma finalidade porém é destinado para amostras com dimensões maiores.

Para tanto, testou-se inicialmente a normalidade dos retornos e a homogeneidade das variâncias. De forma geral, a prova de normalidade apresenta níveis superiores a 5%, ou seja, o teste de aderência não rejeita a hipótese nula de normalidade dos retornos, considerando um nível de significância de 5%. Isto significa que as provas estatísticas baseadas na suposição da normalidade são aplicáveis para os dois testes.

Nestes testes, somente as indicações da BB Banco de Investimentos S/A e Planner CV S.A. não apresentam normalidade nos retornos para o nível de significância de 5%, as demais indicações apresentam normalidade entre os retornos médios.

Tabela 8 - Testes de normalidade dos retornos

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Estatística	df	Sig.	Estatística	df	Sig.
BB BANCO DE INV. S/A	0,120	37	0,196	0,937	37	0,036
PLANNER CV S.A	0,194	37	0,001	0,912	37	0,006
UM INVESTIMENTOS S.A.	0,155	37	0,025	0,961	37	0,211
HSBC CTVM S.A.	0,112	37	0,200 [*]	0,976	37	0,591
SOUZA BARROS CT S.A	0,086	37	0,200 [*]	0,980	37	0,722
ALPES CCTVM S/A	0,123	37	0,168	0,970	37	0,401
ATIVA S. A. CTCV	0,096	37	0,200 [*]	0,979	37	0,713
GERAÇÃO FUTURO S.A.	0,085	37	0,200 [*]	0,978	37	0,656
IBOVESPA	0,124	37	0,166	0,960	37	0,196
ISE	0,092	37	0,200 [*]	0,984	37	0,862
IBrX100	0,118	37	0,200 [*]	0,975	37	0,548
IBrX50	0,078	37	0,200 [*]	0,978	37	0,656
IBrA	0,112	37	0,200 [*]	0,974	37	0,537

* Limite inferior da significância verdadeira

^a Correlação de significância de Lilliefors

Fonte: Dados da pesquisa

Foi aplicado nos retornos das carteiras das indicações e dos índices de referência o teste de homogeneidade por meio do teste de Levene, uma alternativa mais robusta que o teste de Bartlett. Considerando um nível de significância de 5%, os retornos segundo o teste de Levene apresentam normalidade, uma vez que o valor obtido pelo teste é de 0,671.

Com o objetivo ainda de testar os retornos das carteiras sugeridas com as carteiras dos índices de referência, foi aplicado um teste não-paramétrico denominado de Kruskal-wallis. De forma geral, os testes de Kruskal-Wallis também não rejeitaram a igualdade dos retornos, o valor obtido pelo teste é de 0,789.

Pelo teste da Anova, obteve-se significância de 0,842, indicando que na comparação dos retornos, observou-se que não existe diferença significativa. Em outras palavras, pelo teste da Anova não é possível observar diferenças amostrais reais.

Com a utilização dos testes estatísticos foi possível confirmar que os retornos das indicações e dos índices de referência apresentam normalidade, ou seja, não existem diferenças significativas reais ou causais, fortalecendo a hipótese de que nos dados onde os testes foram aplicados, não foram encontrados desvios relevantes, podendo estes serem atribuídos ao acaso.

No próximo capítulo são apresentadas as considerações finais da pesquisa.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve por objetivo principal comparar a *performance* e características básicas das carteiras sugeridas por sociedades corretoras de valores com a carteira de mercado e demais índices presentes no mercado de ações brasileiro.

A investigação se deu por meio de indicações de formação de carteiras sugeridas pelas sociedades corretoras de valores e o acompanhamento histórico dos retornos dos ativos que compõem estas carteiras, foram obtidos para este fim, os retornos diários de todas ações que possuíram indicações.

Em termos metodológicos, o presente trabalho apresentou uma abordagem quantitativa e quanto aos procedimentos, a pesquisa é documental. Quanto aos objetivos, optou-se pela pesquisa descritiva, a população da pesquisa foram todas as indicações realizadas pelas corretoras de valores no período de julho de 2009 a junho de 2014 e a amostra calculada foi de no mínimo, 698 indicações de carteira.

A obtenção dos dados se deu em dois momentos: no primeiro, as informações das indicações realizadas pelas corretoras de valores e, para fins de completar a amostra, por meio dos canais especializados em finanças do mercado brasileiro, principalmente Informoney, Exame e Uol economia. No segundo momento, foram os dados de comparação, obtidos por meio do *software* Economática.

Para o tratamento estatístico, fez-se uso do *software* *Statistical Package for The Social Sciences* (SPSS) v. 15, como base para os cálculos e do *software* Microsoft Office 2013 para formatar e apresentar os gráficos e as tabelas do estudo.

Em relação ao primeiro objetivo específico, analisar as carteiras sugeridas por sociedades corretoras de valores entre o período de julho de 2009 e junho de 2014, constatou-se que, as corretoras de valores não seguem uma tendência quanto à quantidade de títulos que devem compor uma carteira de investimentos e, ainda com relação a formação das carteiras, constatou-se no período da pesquisa, uma grande quantidade de alterações nas carteiras sugeridas. As corretoras têm a tendência de

apresentar novas sugestões, que podem ser motivadas pelo desempenho das sugestões anteriores ou mesmo pelas mudanças no mercado financeiro brasileiro.

Os ativos das indicações foram analisados segundo a classificação NAICS das empresas, e constatou-se que, a maioria das indicações incluíam ativos no setor bancário e de mineração de metais. Já os setores que menos apareceram nas indicações foram os de indústria de calçados, outros serviços de apoio e seguradora.

Independente da quantidade de indicação por setores, os retornos dos setores também foram analisados. O melhor retorno observado foi no setor de outras indústrias de artigos de madeira e o pior desempenho foi constatado no setor de tecelagens.

O setor bancário, que aparece como o setor que teve mais indicações, apresentou retorno negativo no período. Já o setor de seguradoras, que ficou entre os que tiveram menos indicações, aparece com retorno positivo no período da pesquisa. Se for considerado a longo prazo, todo o período da pesquisa, nota-se então uma disfunção entre as indicações e a efetivação do mercado.

Quanto à qualidade das carteiras, foi utilizado como medida o índice de Sharpe, pois este índice é amplamente utilizado na avaliação de carteiras de investimentos. Na análise dos dados, observou-se uma dispersão muito grande entre os índices de Sharpe nas indicações de todas as corretoras, variando de 3,32 a -2,82. Como a análise foi feita com dados históricos (*ex-post-facto*) e as indicações, quando realizadas, foram tentativas de previsão, não foi possível afirmar que as corretoras, devido à grande dispersão dos valores, não tenham utilizado este índice como referência na formação de suas indicações, assim, foi possível observar apenas que o índice de Sharpe das indicações não foram muito positivos na maioria dos retornos e, por esta análise, muitas carteiras não apresentaram boa relação entre risco e retorno. A corretora que apresentou o melhor índice de Sharpe foi a Souza Barros CT S.A. e, o pior índice de Sharpe foi aferido para a corretora Santander CCVM S/A.

Outro dado importante observado, foi a distribuição das indicações por faixa de índice de Sharpe. Para obter esta informação, foi adotada uma escala de 0,2, variando entre maiores que 1 e menores que -1. Nessa divisão, a maioria das indicações, 15%, se posicionaram na faixa de -0,2 a 0. Apenas 6% das indicações retornaram um índice acima de 1, que é um bom índice de Sharpe. 11% das indicações retornaram um valor menor que -1 para o referido índice.

Testes de variância, ou seja, diferenças entre as carteiras indicadas também foram realizados, como resultado, constatou-se igualdade entre os retornos. Assim a comparação entre as carteiras das indicações e dos índices de referência apresentam homogeneidade quanto aos seus retornos.

O segundo objetivo específico tratou de comparar o desempenho das carteiras sugeridas por sociedades corretoras de valores com o desempenho das carteiras constituintes dos principais índices do mercado de ações brasileiro. Como resultado, foram obtidos os retornos de cinco índices do mercado brasileiro no período da pesquisa, o IBrX-50, IBrX-100, IBrA, ISE e o Ibovespa. Cada um dos índices possui a sua importância no mercado de ações brasileiro, porém, analisando as carteiras dos cinco índices, pode-se observar que a maioria dos ativos, mas nem todos que estiveram presentes em um índice, estava presente nos demais.

Todos os índices apresentaram um comportamento parecido, com as mesmas tendências de valorização e desvalorização no período da pesquisa. O melhor índice quanto à média de retornos foi o ISE e o pior dos índices foi o Ibovespa.

Para fins de comparação com as indicações das corretoras, foram utilizados o ISE e o Ibovespa, porém, no APÊNDICE C é apresentado o retorno das indicações em detrimento de todos os índices considerados na pesquisa.

Nesta comparação, os retornos das indicações de todas as corretoras apresentaram as mesmas tendências dos índices de comparação, o melhor desempenho foi da corretora Ágora CTVM S/A, porém, o retorno não foi sistematicamente superior aos índices utilizados na comparação.

A corretora que apresentou o pior desempenho foi a Citigroup GMB CCTVM S.A., apesar de ter a mesma tendência dos índices, o seu retorno foi inferior. Nessa análise foram levados em conta os retornos médios dos ativos de todas as indicações das corretoras analisadas.

O último objetivo específico tratava de analisar à luz da teoria moderna de finanças os resultados da pesquisa encontrados. Para atender a este objetivo, apoiou-se na moderna teoria de finanças, mais especificamente, na hipótese de mercados eficientes, que afirma que existe a aleatoriedade do mercado e, se o mercado for eficiente em suas três formas preconizadas pela teoria, é impossível formar uma previsão de investimentos baseado em informações passadas, do mercado ou privilegiadas.

Pelos retornos obtidos nas indicações realizadas há a evidência de confirmação da teoria da eficiência de mercado, pois não foi percebido retorno sistematicamente superior para nenhuma das corretoras de valores.

Existem portanto, algumas indicações que retornaram positivamente para todas as corretoras analisadas, mas estes resultados isolados não representam melhor *performance*, visto que na frequência em que foram encontrados, podem ser atribuídos a aleatoriedade do mercado citada pela teoria.

Respondendo então a pergunta de pesquisa: as indicações de analistas financeiros profissionais encontradas em carteiras sugeridas por sociedades corretoras de valores apresentam desempenho superior aos índices de mercado? Mesmo considerando a educação e experiência financeira mais desenvolvida dos analistas que realizam, por meio das corretoras de valores, as indicações de investimentos, estas não conseguem ser sistematicamente melhor que a média do mercado.

Os resultados encontrados na pesquisa dão suporte para a hipótese de mercado eficiente na teoria moderna de finanças, onde não seria possível obter melhores retornos que o mercado de forma sistemática com informações publicadas, ou seja, na sua forma semiforte. Mas ao mesmo tempo que oferece suporte a hipótese de eficiência de mercado, não ajuda a explicar como uma pessoa que possui mais

conhecimento não consegue resultados superiores que a média de mercado e, consegue em muitos casos, resultados inferiores.

O motivo das finanças modernas não oferecerem tais explicações se dá pelo fato desta não analisar o investidor, o interesse nas finanças modernas é de chegar nos preços dos ativos do mercado, sem considerar os motivos de tais acontecimentos.

Desta forma, para que tal análise possa ser realizada, é preciso suporte das finanças comportamentais, pois por meio dela torna-se possível explicar o motivo do investidor profissional conseguir *performance* inferior aos índices de mercado. A explicação para tal fato pode estar nas distorções cognitivas, tais como: ilusão de conhecimento, excesso de confiança ou auto atribuição, ou seja, a explicação pode estar relacionada aos vieses comportamentais dos investidores.

A literatura de finanças comportamentais oferecem suporte para explicar tal fenômeno, a exemplo do paradoxo do expert, uma vez que estes apresentam excesso de confiança acima dos apresentados por investidores amadores e, devido a isso, acabam por errar mais.

Desta forma, as explicações para os resultados obtidos na presente pesquisa podem estar nos erros cognitivos cometidos pelos experts que realizaram as indicações e discutidos pelas finanças comportamentais.

Assim, como proposta de trabalho futuro, sugere-se realizar uma pesquisa qualitativa por meio de entrevista com investidores profissionais com o objetivo de captar os vieses cognitivos, por meio de análise de conteúdo, afim de explicar o fenômeno que os levam aos resultados apresentados nesta pesquisa.

As limitações desse trabalho dizem respeito à forma como as indicações foram encontradas. Não foram encontradas sugestões de todas as corretoras que operam na BM&F Bovespa e, de poucas corretoras foram observadas indicações de forma contínua.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

BASU, S. Investment performance of common stocks in relation to their price-earning ratios: a test of market efficiency. **The journal of finance**, v. 32, n. 3, jun. 1977. Disponível em: < <http://www.jstor.org/discover/10.2307/2326304?uid=3737664&uid=2&uid=4&sid=21104703168277>>. Acessado em: 28 set. 2014

BAZERMAN, M. H. **Processos decisórios – para cursos de administração, economia e MBAs**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

BEKERMAN, O. R.; COSTA, P. L. N. **Análise estatística da decisão**. São Paulo: Editora Edgard Blucher Ltda., 1995.

BERNSTEIN, P. L. **A história do mercado de capitais: o impacto da ciência e da tecnologia nos investimentos**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

BERNSTEIN, P. L.; DAMODARAN, A. **Administração de Investimentos**. Porto Alegre: Bookman, 2000.

BERNSTEIN, P. L.; **Desafio aos deuses**: a fascinante história do risco. Editora Campus: Rio de Janeiro, 1997.

BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. **Fundamentos de Investimentos**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2000.

BOVESPA. **Lista de corretoras**, 2014. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/shared/iframe.aspx?altura=1000&idioma=pt-br&url=http://vitrinecorretoras.bvmf.com.br>>. Acesso em: 7 set. 2014.

BOVESPA. **Participação dos investidores**, 2014b. Disponível em: < <http://www.bmfbovespa.com.br/renda-variavel/BuscarParticipacaoInvestimento.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 7 set. 2014.

BOVESPA. **Lista de corretoras: encontre a sua**, 2014c. Disponível em: < <http://www.bmfbovespa.com.br/shared/iframe.aspx?altura=1000&idioma=pt-br&url=http://vitrinecorretoras.bvmf.com.br>>. Acesso em: 17 nov. 2014.

BOVESPA. **Índice Bovespa**, 2014d. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=lbovespa&Idioma=pt-br>>. Acesso em: 19 dez. 2014.

BOVESPA. **Índice Brasil 50**, 2014e. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=lBrX50&Idioma=pt-br>>. Acesso em: 20 dez. 2014.

BOVESPA. **Índice Brasil**, 2014f. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IBrX&Idioma=pt-br>>. Acesso em: 20 dez. 2014.

BOVESPA. **Índice Brasil BBrA**, 2014g. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IBrA&Idioma=pt-br>>. Acesso em: 20 dez. 2014.

BOVESPA. **Índice de Sustentabilidade Empresarial**, 2014h. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=ISE&Idioma=pt-br>>. Acesso em: 20 dez. 2014.

BOVESPA. **Introdução ao mercado de capitais**, 2010. Disponível em: <<http://lojavirtual.bmf.com.br/LojaIE/Portal/Pages/pdf/merccap.pdf>>. Acesso em: 27 set. 2014.

BRAGA, N. Processo Decisório em Organizações Brasileiras. **Revista de Administração Pública**. Rio de Janeiro, v. 22, n. 4, p. 34-51, out./dez. 1988.

BRUNI, A. L.; FAMÁ, R. Eficiência, previsibilidade dos preços e anomalias em mercados de capitais: teoria e evidência. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 1, n. 7, p. 71-85, abr./jun. 1998.

CASTRO JÚNIOR, F. H. F.; FAMÁ, R. As novas finanças e a teoria comportamental no contexto da tomada de decisão sobre investimentos. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 9, n. 2, abr./jun. 2002.

CERBASI, G. **Investimentos inteligentes**. Rio de Janeiro: Sextante, 2008. P. 175.

CERETA, P. S.; COSTA JÚNIOR, N. C. A. Avaliação e seleção de fundos de investimento: um enfoque sobre múltiplos atributos. **RAC**, v. 5, n. 1, p. 07-22, jan./abr., 2001.

CHAVES, D. A. T. **Análise técnica e fundamentalista**: divergências, similaridades e complementariedades. Orientador: Prof. Dr. Keyler Carvalho Rocha - São Paulo 2004. Disponível: <<http://www.ead.fea.usp.br/tcc/trabalhos/TCC-DanielChaves-2004.pdf>>. Acesso em 03 Jun. 2014.

CHENN, N.; ROLL, R.; ROSS, S. A. Economic forces and the stock market. **The Journal of Business**, Chicago, v. 59, n. 3, p. 383-403, jul. 1986.

COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração**: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração**: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação. 2 ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

COOPERLAND T. E.; WESTON, J. F.; SHASTRI, K. **Financial Theory and Corporate Policy**. New York: Pearson Education, 1998.

COSTA, B. E.; CUNHA, R. L.; RIBEIRO, K. C. S. CAPM – Retorno Justo X Retorno de Mercado. **Revista FAE**, Curitiba, v. 11, n. 1, p. 69-78, jan./jun., 2008.

Daft, R. **Administração**. Rio de Janeiro: LTC – Livros Técnicos e Científicos Editora S.A., 1999.

DEMODARAN, A. **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2. ed. São Paulo: Bookman, 2004.

FABIANO, D.; COUTO, V. D.; RIBEIRO, K. C. S. O comportamento racional do investidor: um teste de eficiência de mercado aplicado nas ações da Petrobras S/A. **Revista eletrônica de gestão de negócios**, v. 6, n. 3, jul./set. 2010.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, mai. 1970.

FAMÁ, R.; CIOFFI, P. L. M.; COELHO, P. A. R. Contexto das finanças comportamentais: anomalias e eficiência do mercado de capitais brasileiro. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 15, n. 2, p. 65-78, abr./jun. 2008.

FONSECA, J. S.; MARTINS, G. A. **Curso de estatística**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 1996.

FONSECA, L. N. C. **Análise de desempenho dos fundos multimercados**. 2012. 183 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. 2012.

FORTUNA, E. **Mercado financeiro**, Rio de Janeiro: Editora Qualitymark, 2005.

FRENCH, K. R. Stock returns and the weekend effect. **Journal of Financial Economics**, v. 8, n. 1, p. 55-69, mar. 1980.

GAIO, L. E.; ALVES, K. L. F.; PIMENTA JÚNIOR, T. O mercado acionário brasileiro do novo milênio: Um teste de eficiência. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 6, n. 3, p. 231-246, set./dez. 2010.

GAZOTTI JÚNIOR, Inô. Conceitos de Var e Índice Sharpe para Leigos. **Disclosure das Transações Financeiras**. v. 8, n. 92, p. 1, jun./2003.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisas**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010. 184 p.

GIMENES, C. M.; FAMÁ, R. A moderna teoria de finanças e a controvérsia sobre a hipótese de mercado eficiente e os modelos de precificação de ativos financeiros. **Pensamento & Realidade**, São Paulo, v. 4, n. 9, 2001.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

GOMES, E. F. G.; MARQUES JUNIOR, K. **Mercados financeiros: sistema caótico ou aleatório**. Revista de economia Makenzie, São Paulo, v. 8, n. 1, p. 102-123, jan. 2010.

HALFELD, M. **Investimentos**: como administrar melhor seu dinheiro. São Paulo: Fundamentos, 2006.

HUBERT, F. L. C.; LIMA, C. R. M.; LIMA, M. V. A. Finanças comportamentais: Uma investigação com base na teoria do prospecto e no perfil do investidor de estudantes de cursos stricto sensu portugueses. **Revista de Ciências da Administração**, v. 16, n. 38, p. 183-195, abr. 2014.

KAHNEMAN, D. A. Perspective on judgment and choice: Mapping bounded rationality. **American Psychologist**, v. 58 n. 9, p. 697-720, jan./2003.

KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Atlas, 1936.

LEVIN, J. **Estatística aplicada a ciências humanas**. 2. ed. São Paulo: Harbra, 1987.

LIMA, I. S.; GALARDI, N.; NEUBAUER, I. **Mercado de investimentos financeiros**. Editora Atlas. São Paulo, 2006.

LO, A. W.; MACKINKAY, A. C. Stock market prices do not follow random walks: Evidence from a simple specification test. **Review of financial studies**, v. 1, n. 1, p. 41-66, nov./dez. 1988.

LOEB, Gerald. **The battle for investment survival**. New Jersey: John Wiley, 1935.

LOPES, A. L. M.; CARNEIRO, M. L. SCHNEIDER, A. B., Markowitz na otimização de carteiras selecionadas por data envelopment analysis. **Revista Gestão e Sociedade**, v. 4, n. 9, p. 641-656, set./dez. 2010.

MACHADO-SANTOS, C.; ARMADA, M. J. R. Assimetria de informação e avaliação da performance de gestores de investimentos. **RAC**, v. 1, n. 1, p. 121-143, Jan./Abr. 1997.

MARCONI, M. D. A.; LAKATOS, E. M. **Técnicas de pesquisa**: planejamento e execução de pesquisas, amostragens e técnicas de pesquisas, elaboração, análise e interpretação de dados. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1996.

MARQUES, S.; SILVA, W, V.; CORSO, J. M. D.; DALAZEN, L. L. Comparação de desempenho de carteiras otimizadas pelo modelo de Markowitz e a carteira de ações do Ibovespa. **Revista evidência contábil & finanças**, João Pessoa, v. 1, n. 1, p. 20-37, jan./jun. 2013.

MARTINI, M. F. G. Renda fixa versus renda variável: uma análise descritiva entre as rentabilidades dos investimentos. **Revista on-line IPOG**, Goiânia, v. 1, n. 5, p. 1-13, jul. 2013.

MCWILLIAMS, A.; SIEGEL, D. Event Studies in Management: Theoretical and Empirical Issues. **The Academy of Management Journal**, v. 40, n. 3, p. 626-657, jun. 1997.

MENEZES, W. F. Escolha e decisão em situação de risco. **Nexos Econômicos**, Bahia, v. 5, n. 9, p. 59-106, dez. 2011.

MILANEZ, D. Y. **Finanças comportamentais no Brasil**. 2003. 53 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Pós-Graduação em Economia, Universidade de São Paulo, São Paulo. 2003.

MILL, D.; FIDALGO, F. **A internet como suporte técnico para coleta de dados para pesquisas científicas**. Disponível em: <http://intranet.ufsj.edu.br/rep_sysweb/File/vertentes/Vertentes_29/mill_e_fidalgo.pdf>. Acesso em: 24 out. 2014.

MODIGLIANI, F.; MILLER M. H. Dividend Policy, growth and the valuation of shares. **Journal of Business**, v. 1, n. 34, p. 411-433, out. 1961.

NAKAMURA, W. T.; MENDONÇA, P. C. P. A hipótese de eficiência de mercado: evidência da forma fraca na bolsa de valores de São Paulo. **VI SEMEAD, Ensaio de Finanças**, São Paulo, 25 e 26 mar. 2010. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/Semead/6semead/>>. Acesso em: 15 nov. 2014.

NEVES, M. P. **Investimento em mercado de capitais: um estudo do equilíbrio entre risco e retorno através da diversificação eficiente**. 2007. 101 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Florianópolis. 2007.

OLIVEIRA, M. A. C.; SILVA, L. S. A. **Os dois efeitos janeiro no caso brasileiro**. In: VIII CONGRESSO NACIONAL DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO, Rio de Janeiro, 2012. Disponível em: <http://www.excelenciaemgestao.org/Portals/2/documents/cneg8/anais/T12_0476_2537.pdf>. Acesso em: 28 set. 2014.

PAZO, M. G. *et al.* **Uso de sistema especialista para decisão do perfil de um investidor via web**. Mackenzie. 2003. Disponível em: <<http://meusite.mackenzie.com.br/rogerio/tgi/2003JessA.PDF>>. Acesso em: 27 mai. 2014.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de capitais**. Editora Atlas. São Paulo, 2005.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Casa Civil. Subchefia para assuntos jurídicos. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm>. Acesso em 7 set. 2014.

RABELO, S. S. T.; ROGERS, P; RIBEIRO, K. C. S.; SECURATO, J. R. Análise comparativa de carteiras com práticas de governança corporativa inferiores e superiores. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 14, n. especial, p. 1-16, 2007.

REZENDE, I. A. C. Análise da rentabilidade dos fundos de investimentos socialmente responsáveis: um estudo empírico no mercado brasileiro. **Espírito Santo**, Vitória, 8 e 9 nov. 2005. Disponível em: <<http://www.fucape.br/simposio/3/>>. Acesso em: 15 nov. 2014.

REZENDE I. A. C.; NUNES, J. G.; PORTELA, S. S. Um estudo sobre o desempenho financeiro do índice Bovespa de sustentabilidade empresarial. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v. 2, n. 1, p. 71-93, jan/abr. 2008.

RÊGO, R. H. T.; MUSSA, A. Anomalias do mercado acionário: a verificação do efeito feriado no Ibovespa e IBX-100 no período de 2002 a 2007. In: 8º CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2008, São Paulo: **Padrões de qualidade na pesquisa contábil**, 2008. Disponível em: <http://www.congressosp.fipecafi.org/web/artigos82008/an_resumo.asp?con=1&cod_trabalho=354&titulo=Anomalias+do+Mercado+Acion%EA1rio%3A+A+Verifica%E7%EB3o+do+Efeito+Feriado+no+Ibovespa+e+IBX-100+no+Per%EDodo+de>. Acesso em: 27 set. 2014.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K.C.S.; SOUSA, A.F. Comparações múltiplas das carteiras de bolsa no Brasil: avaliação da performance do índice de governança corporativa. **Revista de Gestão da USP**, São Paulo, v.12, n. 4, p. 55-72, out/dez. 2005.

ROLL, R.; ROSS, S. A. An empirical investigation of the arbitrage pricing theory. **The Journal of Finance**, v. 35, n. 5, p. 1073-1103, dez. 1980.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira**. Tradução de: Antonio Zoratto Sanvicente. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

RUDIO, F. V. **Introdução ao projeto de pesquisa**. 31. ed. Petrópolis: Vozes, 2003.

SAMANEZ, C. P. **Matemática financeira**: aplicações à análise de investimentos. 3. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

SANTOS, A. R. D. **Metodologia científica**: a construção do conhecimento. 3. ed. Rio de Janeiro: DP&G, 2000.

SANTOS, *et al.* **Anomalias do mercado acionário brasileiro**: a verificação do efeito janeiro no Ibovespa no período de 1969 a 2006. 7º Encontro brasileiro de finanças, 2007. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/7EBF/paper/view/1840>> Acesso em: 28 set. 2014.

SCHUMANN, F. **O mercado acionário brasileiro é eficiente?** 2013. 115f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Pós-graduação em Economia, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2013.

SHLEIFER, A. **Inefficient Markets**: an introduction to behavioral finance. New York: Oxford University press, 2000.

SILVA NETO, W. A.; FRAGA, G. J.; MARQUES, P. V. Eficiência de mercado: evidências empíricas para os preços *spot* e futuro de boi gordo. **Revista de economia**, v. 36, n. 3, p. 7-24, set./dez. 2010.

SILVA J. S. O. **O Comportamento do Investidor documentado pelas Finanças Comortamentais**. 2010. 181f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Auditoria) – Instituto Superior de Contabilidade e Administração, Universidade de Aveiro. 2010.

SIMON, H. **Models of man: social and rational**, New York: John Willey e Sons, 1957.

TOSCANO JÚNIOR, L. C. **Guia de referência para o mercado financeiro**. São Paulo: Edições Inteligentes, 2004.

TVERSKY A.; KAHNEMAN, D. **Judgment under uncertainty: heuristics and biases**. New Series, v. 185, n. 4157, p. 1124-1131, set. 1974.

VAN HORNE, J. C. **Financial management and policy**. 10. ed. New Jersey: Prentice hall, 1995.

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.

WESTON, J. F.; BRIGHAN E. F. **Fundamentos da Administração Financeira**. 10. ed. São Paulo: Editora Makron, 2000.

ZANELLA, L. C. H. **Metodologia de estudo e de pesquisa em administração**. Departamento de Ciências da Administração. UFSC, Brasília, UAB, 2009.

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da administração financeira**. 10 ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

APÊNDICES

APÊNDICE A - Relação de indicações por ação.....	103
APÊNDICE B - Séries de retornos dos principais índices do mercado de ações brasileiro	105
APÊNDICE C - Comparativo mensal de desempenho das indicações de carteiras X retorno médio dos índices de mercado	107
APÊNDICE D - Acompanhamento dos retornos obtidos pelas indicações das corretoras de valores.....	110
APÊNDICE E - Frequência de indicações agrupadas por setor do mercado.....	128
APÊNDICE F - Cálculo de Sharpe das indicações realizadas pelas corretoras.....	129
APÊNDICE G - Desempenho das corretoras de valores em comparação aos índices de mercado.....	147

APÊNDICE A - Relação de indicações por ação

Ação	Indicações	Ação	Indicações	Ação	Indicações	Ação	Indicações
VALE5	383	CPLE6	41	ALUP11	13	KLBN11	4
ITUB4	290	GOAU4	41	BPHA3	13	TCSL3	4
PETR4	259	ECOR3	40	CSMG3	13	UOLL4	4
PCAR4	191	ALPA4	38	GOLL4	13	WSON11	4
BRFS3	172	BRKM5	38	JBSS3	13	BBDC3	3
CSAN3	165	BEEF3	37	TRPL4	13	BICB4	3
GGBR4	162	MULT3	36	AUTM3	12	CTAX11	3
CCRO3	151	LAME4	35	BBTG11	12	DAYC4	3
BRML3	137	PETR3	35	DASA3	12	FJTA4	3
BBAS3	133	EMBR3	34	LIGT3	12	LCAM3	3
BBDC4	131	KROT11	34	MRFG3	12	PCAR3	3
AMBV4	130	CYRE3	33	OSXB3	12	POSI3	3
CMIG4	110	SBSP3	33	AMIL3	11	PSSA3	3
UGPA3	110	ARTR3	32	HBOR3	11	SANB11	3
CIEL3	98	CSNA3	32	IMCH3	11	SHOW3	3
LREN3	98	OHLB3	32	LUPA3	11	SUZB3	3
RAPT4	96	FIBR3	31	MMXM3	11	VVAR11	3
EZTC3	94	GRND3	30	MPXE3	11	CLSC4	2
VALE3	93	JSLG3	30	TUPY3	11	COCE5	2
SUZB5	87	QUAL3	30	BRTO4	10	CPLE3	2
BVMF3	84	CRUZ3	28	DROG3	10	CREM3	2
DTEX3	84	OIBR4	28	LOGN3	10	ELET3	2
TBLE3	76	USIM5	27	BBRK3	9	KEPL3	2
AEDU3	75	CESP6	24	BRIN3	9	LEVE4	2
VIVT4	75	RDCD3	24	ETER3	9	PMAM3	2
KLBN4	74	STBP11	24	GETI3	9	PRVI3	2
PDGR3	73	VAGR3	24	TCSL4	9	STBP3	2
CTIP3	72	ABRE11	23	TECN3	9	TCSA3	2
ALLL3	69	AMAR3	23	GUAR3	8	TMAR5	2
OGXP3	69	TLPP4	23	LLXL3	8	TNLP3	2
HGTX3	68	BRSR6	22	PCAR5	8	TPIS3	2
RENT3	68	ENBR3	22	QGEP3	8	AEDU11	1
MPLU3	67	BISA3	21	ARZZ3	7	AGEI3	1
ODPV3	66	SMT03	21	CGAS5	7	ANIM3	1
RADL3	66	UGPA4	21	EUCA4	7	BRSR5	1
HYPE3	65	WEGE3	21	SULA11	7	BTOW3	1
VLID3	64	ITSA4	20	TNLP4	7	CESP3	1
MDIA3	58	JHSF3	20	CGRA4	6	CLSC6	1
BBSE3	57	EQTL3	19	FESA4	6	DAGB11	1
KROT3	57	GFS3	19	FHER3	6	DURA4	1
EVEN3	56	SLED4	18	RAIA3	6	ELPL6	1
POMO4	55	ABCB4	17	SLCE3	6	FRAS4	1
BRPR3	51	ALSC3	17	TGMA3	6	KSSA3	1

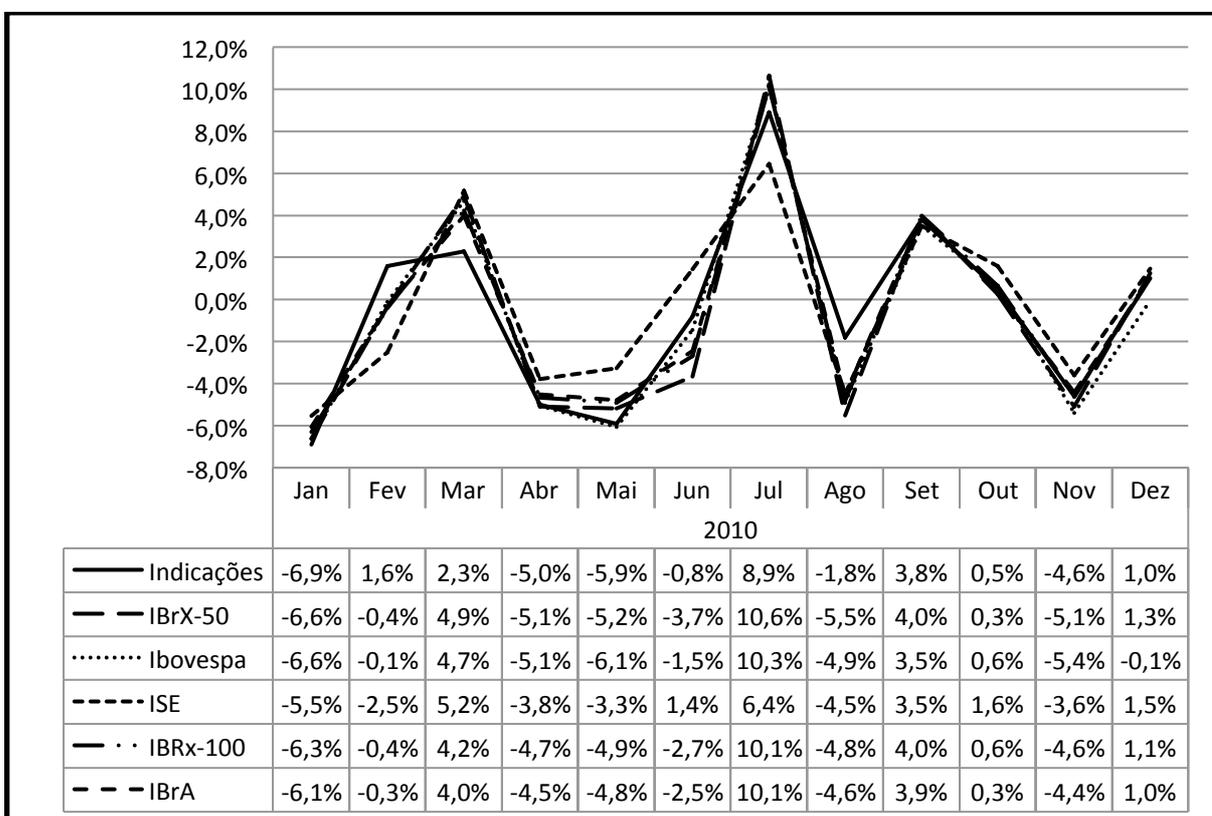
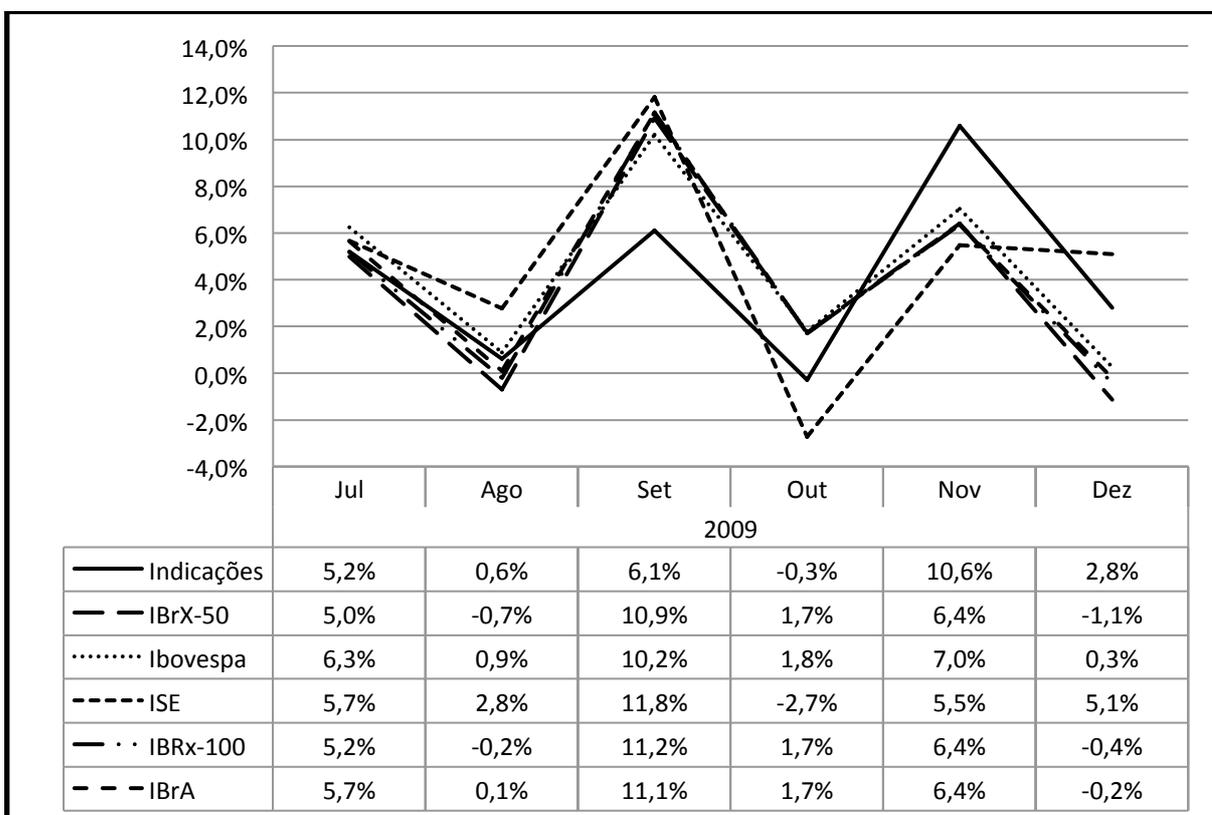
Ação	Indicações	Ação	Indicações	Ação	Indicações	Ação	Indicações
GETI4	51	ELPL4	17	VIVO4	6	LINX3	1
MILS3	51	LEVE3	17	BRAP4	5	LPSB3	1
ESTC3	50	BEMA3	16	CNFB4	5	MOBI11	1
TIMP3	45	CPFE3	16	HRT3	5	NETC4	1
MGLU3	43	RSID3	15	LLIS3	5	PFRM3	1
MYPK3	43	DIRR3	14	SEER3	5	PRBC4	1
NATU3	43	FLRY3	14	SMLE3	5	PRGA3	1
TOTS3	43	IGTA3	14	USIM3	5	ROMI3	1
ABEV3	42	SSBR3	14	WSON3	5	SFSA4	1
MRVE3	42	TAAE11	14	FFTL4	4	TAMM4	1

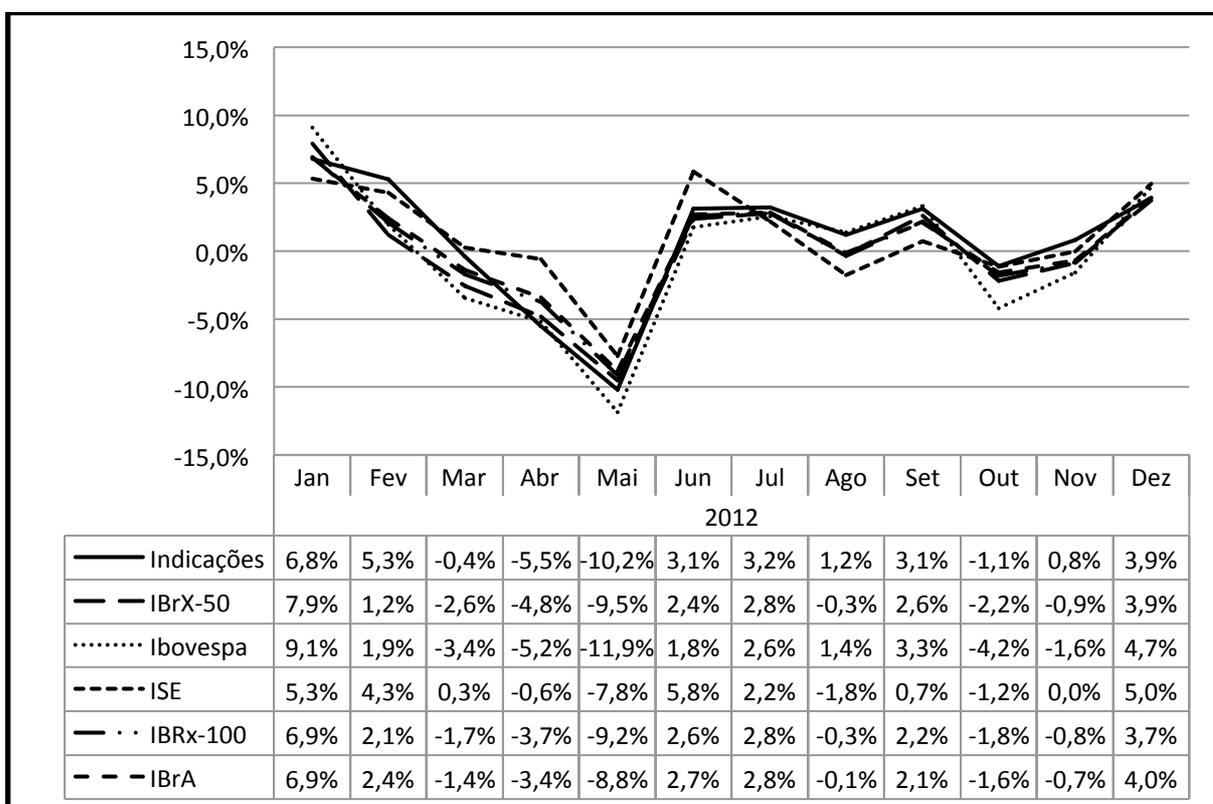
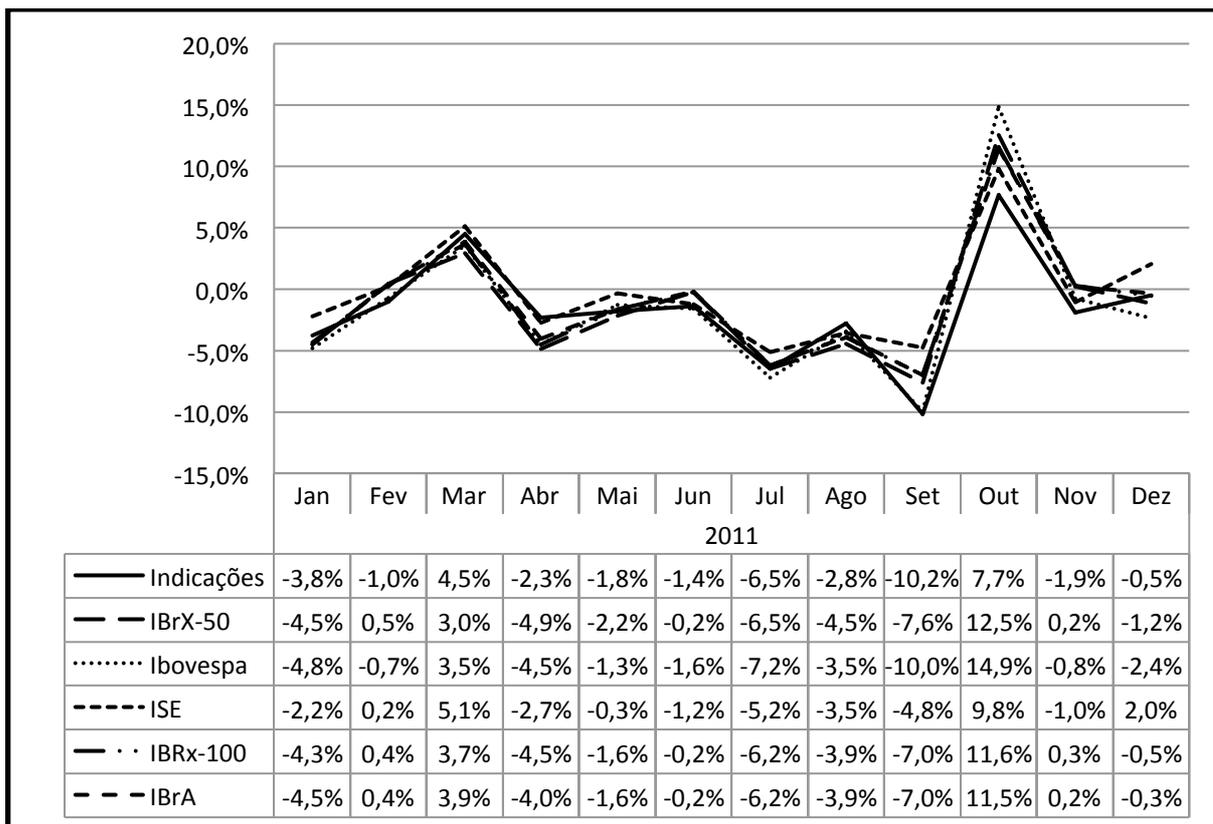
APÊNDICE B - Séries de retornos dos principais índices do mercado de ações brasileiro

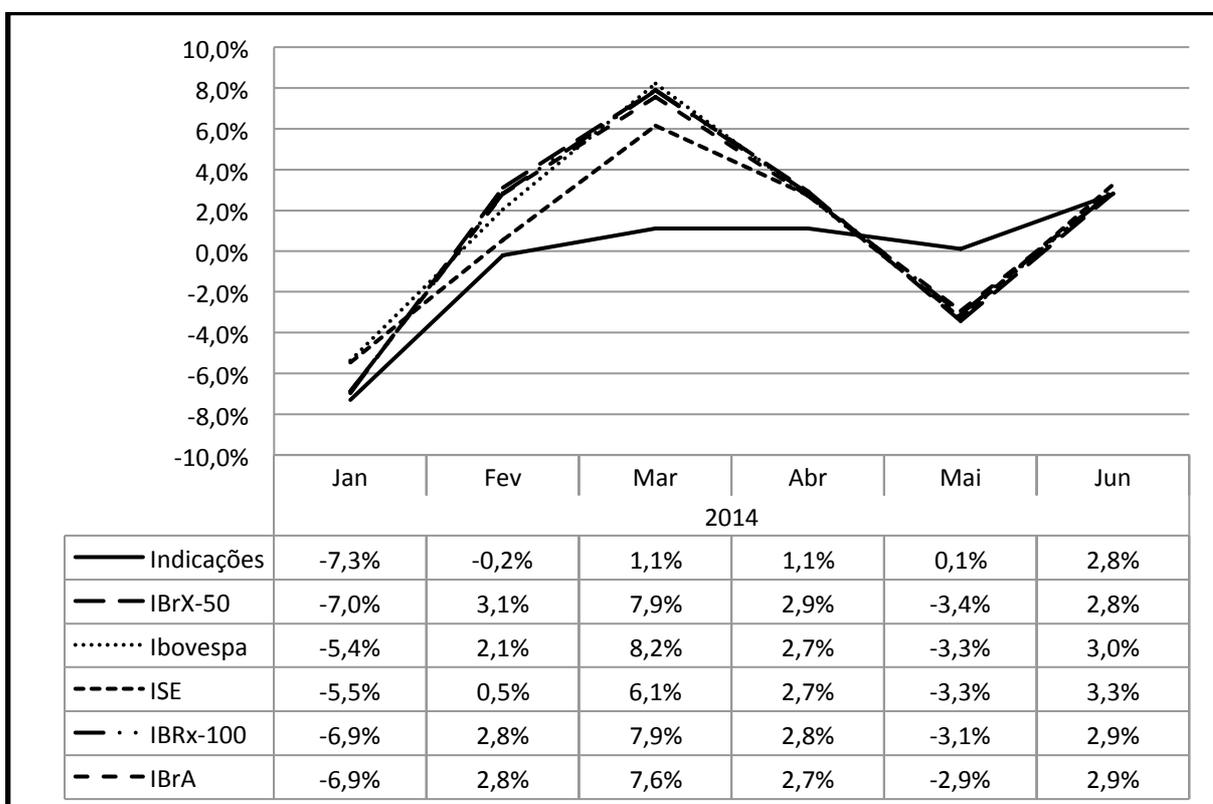
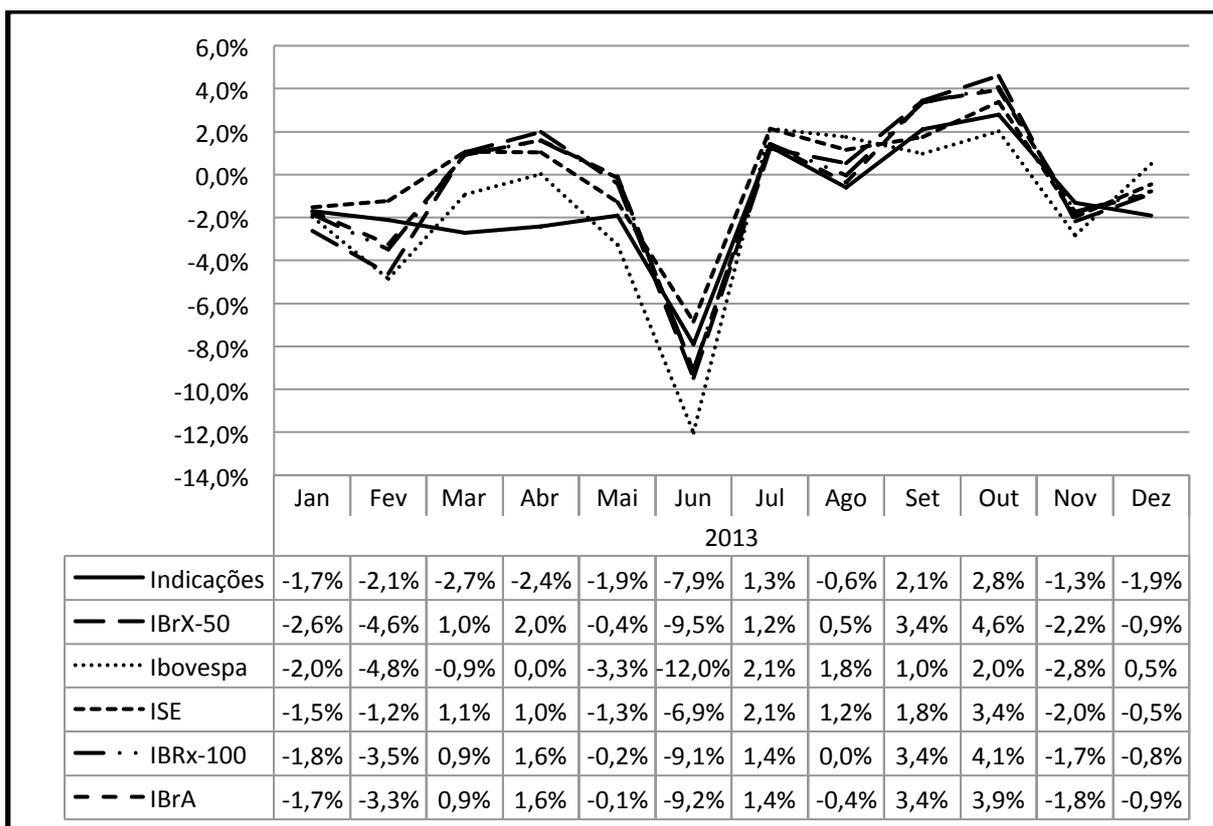
ANO	MÊS	IBrX-50	Ibovespa	ISE	IBR-100	IBrA
2009	Jul	5,0%	6,3%	5,7%	5,2%	5,7%
	Ago	-0,7%	0,9%	2,8%	-0,2%	0,1%
	Set	10,9%	10,2%	11,8%	11,2%	11,1%
	Out	1,7%	1,8%	-2,7%	1,7%	1,7%
	Nov	6,4%	7,0%	5,5%	6,4%	6,4%
	Dez	-1,1%	0,3%	5,1%	-0,4%	-0,2%
2010	Jan	-6,6%	-6,6%	-5,5%	-6,3%	-6,1%
	Fev	-0,4%	-0,1%	-2,5%	-0,4%	-0,3%
	Mar	4,9%	4,7%	5,2%	4,2%	4,0%
	Abr	-5,1%	-5,1%	-3,8%	-4,7%	-4,5%
	Mai	-5,2%	-6,1%	-3,3%	-4,9%	-4,8%
	Jun	-3,7%	-1,5%	1,4%	-2,7%	-2,5%
	Jul	10,6%	10,3%	6,4%	10,1%	10,1%
	Ago	-5,5%	-4,9%	-4,5%	-4,8%	-4,6%
	Set	4,0%	3,5%	3,5%	4,0%	3,9%
	Out	0,3%	0,6%	1,6%	0,6%	0,3%
	Nov	-5,1%	-5,4%	-3,6%	-4,6%	-4,4%
	Dez	1,3%	-0,1%	1,5%	1,1%	1,0%
2011	Jan	-4,5%	-4,8%	-2,2%	-4,3%	-4,5%
	Fev	0,5%	-0,7%	0,2%	0,4%	0,4%
	Mar	3,0%	3,5%	5,1%	3,7%	3,9%
	Abr	-4,9%	-4,5%	-2,7%	-4,5%	-4,0%
	Mai	-2,2%	-1,3%	-0,3%	-1,6%	-1,6%
	Jun	-0,2%	-1,6%	-1,2%	-0,2%	-0,2%
	Jul	-6,5%	-7,2%	-5,2%	-6,2%	-6,2%
	Ago	-4,5%	-3,5%	-3,5%	-3,9%	-3,9%
	Set	-7,6%	-10,0%	-4,8%	-7,0%	-7,0%
	Out	12,5%	14,9%	9,8%	11,6%	11,5%
	Nov	0,2%	-0,8%	-1,0%	0,3%	0,2%
	Dez	-1,2%	-2,4%	2,0%	-0,5%	-0,3%
2012	Jan	7,9%	9,1%	5,3%	6,9%	6,9%
	Fev	1,2%	1,9%	4,3%	2,1%	2,4%
	Mar	-2,6%	-3,4%	0,3%	-1,7%	-1,4%
	Abr	-4,8%	-5,2%	-0,6%	-3,7%	-3,4%
	Mai	-9,5%	-11,9%	-7,8%	-9,2%	-8,8%
	Jun	2,4%	1,8%	5,8%	2,6%	2,7%
	Jul	2,8%	2,6%	2,2%	2,8%	2,8%
	Ago	-0,3%	1,4%	-1,8%	-0,3%	-0,1%
	Set	2,6%	3,3%	0,7%	2,2%	2,1%
	Out	-2,2%	-4,2%	-1,2%	-1,8%	-1,6%
	Nov	-0,9%	-1,6%	0,0%	-0,8%	-0,7%
	Dez	3,9%	4,7%	5,0%	3,7%	4,0%
2013	Jan	-2,6%	-2,0%	-1,5%	-1,8%	-1,7%
	Fev	-4,6%	-4,8%	-1,2%	-3,5%	-3,3%
	Mar	1,0%	-0,9%	1,1%	0,9%	0,9%
	Abr	2,0%	0,0%	1,0%	1,6%	1,6%
	Mai	-0,4%	-3,3%	-1,3%	-0,2%	-0,1%
	Jun	-9,5%	-12,0%	-6,9%	-9,1%	-9,2%
	Jul	1,2%	2,1%	2,1%	1,4%	1,4%
	Ago	0,5%	1,8%	1,2%	0,0%	-0,4%
	Set	3,4%	1,0%	1,8%	3,4%	3,4%
	Out	4,6%	2,0%	3,4%	4,1%	3,9%
	Nov	-2,2%	-2,8%	-2,0%	-1,7%	-1,8%

ANO	MÊS	IBrX-50	Ibovespa	ISE	IBRx-100	IBrA
	Dez	-0,9%	0,5%	-0,5%	-0,8%	-0,9%
2014	Jan	-7,0%	-5,4%	-5,5%	-6,9%	-6,9%
	Fev	3,1%	2,1%	0,5%	2,8%	2,8%
	Mar	7,9%	8,2%	6,1%	7,9%	7,6%
	Abr	2,9%	2,7%	2,7%	2,8%	2,7%
	Mai	-3,4%	-3,3%	-3,3%	-3,1%	-2,9%
	Jun	2,8%	3,0%	3,3%	2,9%	2,9%

APÊNDICE C - Comparativo mensal de desempenho das indicações de carteiras X retorno médio dos índices de mercado







APÊNDICE D - Acompanhamento dos retornos obtidos pelas indicações das corretoras de valores

Ágora CTVM S/A

Ano	Mês	Corretora	Índices					
		retorno	Média	IBrX-50	Ibovespa	ISE	IBRx-100	IBrA
2009	Outubro	2,2%	0,8%	1,7%	1,8%	-2,7%	1,7%	1,7%
2011	Novembro	5,4%	-0,2%	0,2%	-0,8%	-1,0%	0,3%	0,2%
2012	Fevereiro	11,0%	2,4%	1,2%	1,9%	4,3%	2,1%	2,4%
	Marco	-3,3%	-1,8%	-2,6%	-3,4%	0,3%	-1,7%	-1,4%
	Abril	-10,8%	-3,5%	-4,8%	-5,2%	-0,6%	-3,7%	-3,4%
	Junho	2,4%	3,1%	2,4%	1,8%	5,8%	2,6%	2,7%
	Julho	2,9%	2,6%	2,8%	2,6%	2,2%	2,8%	2,8%
	Agosto	2,0%	-0,2%	-0,3%	1,4%	-1,8%	-0,3%	-0,1%
	Setembro	1,8%	2,2%	2,6%	3,3%	0,7%	2,2%	2,1%
	Outubro	1,1%	-2,2%	-2,2%	-4,2%	-1,2%	-1,8%	-1,6%
	Novembro	0,3%	-0,8%	-0,9%	-1,6%	0,0%	-0,8%	-0,7%
Dezembro	6,5%	4,3%	3,9%	4,7%	5,0%	3,7%	4,0%	
2013	Janeiro	3,7%	-1,9%	-2,6%	-2,0%	-1,5%	-1,8%	-1,7%
	Fevereiro	1,2%	-3,5%	-4,6%	-4,8%	-1,2%	-3,5%	-3,3%
	Marco	-2,0%	0,6%	1,0%	-0,9%	1,1%	0,9%	0,9%
	Abril	-6,1%	1,2%	2,0%	0,0%	1,0%	1,6%	1,6%
	Maio	-5,1%	-1,1%	-0,4%	-3,3%	-1,3%	-0,2%	-0,1%
	Junho	-6,8%	-9,3%	-9,5%	-12,0%	-6,9%	-9,1%	-9,2%
	Julho	2,9%	1,7%	1,2%	2,1%	2,1%	1,4%	1,4%
	Agosto	-1,2%	0,6%	0,5%	1,8%	1,2%	0,0%	-0,4%
	Setembro	3,6%	2,6%	3,4%	1,0%	1,8%	3,4%	3,4%
	Outubro	4,5%	3,6%	4,6%	2,0%	3,4%	4,1%	3,9%
	Novembro	-3,2%	-2,1%	-2,2%	-2,8%	-2,0%	-1,7%	-1,8%
2014	Fevereiro	3,5%	2,3%	3,1%	2,1%	0,5%	2,8%	2,8%

Alpes CCTVM S/A

Ano	Mês	Corretora	Índices					
		Retorno	Média	IBrX-50	Ibovespa	ISE	IBRx-100	IBrA
2009	Novembro	10,6%	6,3%	6,4%	7,0%	5,5%	6,4%	6,4%
2010	Outubro	0,5%	0,7%	0,3%	0,6%	1,6%	0,6%	0,3%
2011	Maio	-1,5%	-1,4%	-2,2%	-1,3%	-0,3%	-1,6%	-1,6%
	Junho	-2,0%	-0,7%	-0,2%	-1,6%	-1,2%	-0,2%	-0,2%
	Julho	-6,6%	-6,3%	-6,5%	-7,2%	-5,2%	-6,2%	-6,2%
	Agosto	-7,6%	-3,9%	-4,5%	-3,5%	-3,5%	-3,9%	-3,9%
2012	Janeiro	7,5%	7,2%	7,9%	9,1%	5,3%	6,9%	6,9%
	Marco	2,3%	-1,8%	-2,6%	-3,4%	0,3%	-1,7%	-1,4%
	Abril	0,0%	-3,5%	-4,8%	-5,2%	-0,6%	-3,7%	-3,4%
	Maio	-4,7%	-9,4%	-9,5%	-11,9%	-7,8%	-9,2%	-8,8%
	Junho	4,2%	3,1%	2,4%	1,8%	5,8%	2,6%	2,7%
	Julho	3,2%	2,6%	2,8%	2,6%	2,2%	2,8%	2,8%
	Agosto	0,3%	-0,2%	-0,3%	1,4%	-1,8%	-0,3%	-0,1%
	Setembro	6,8%	2,2%	2,6%	3,3%	0,7%	2,2%	2,1%
	Outubro	0,8%	-2,2%	-2,2%	-4,2%	-1,2%	-1,8%	-1,6%
	Novembro	0,2%	-0,8%	-0,9%	-1,6%	0,0%	-0,8%	-0,7%
Dezembro	6,6%	4,3%	3,9%	4,7%	5,0%	3,7%	4,0%	
2013	Janeiro	-3,3%	-1,9%	-2,6%	-2,0%	-1,5%	-1,8%	-1,7%
	Fevereiro	-7,7%	-3,5%	-4,6%	-4,8%	-1,2%	-3,5%	-3,3%
	Marco	-5,5%	0,6%	1,0%	-0,9%	1,1%	0,9%	0,9%
	Abril	-1,3%	1,2%	2,0%	0,0%	1,0%	1,6%	1,6%
	Maio	-2,2%	-1,1%	-0,4%	-3,3%	-1,3%	-0,2%	-0,1%
	Junho	-9,0%	-9,3%	-9,5%	-12,0%	-6,9%	-9,1%	-9,2%
	Julho	0,5%	1,7%	1,2%	2,1%	2,1%	1,4%	1,4%
	Agosto	-0,6%	0,6%	0,5%	1,8%	1,2%	0,0%	-0,4%
	Setembro	-2,9%	2,6%	3,4%	1,0%	1,8%	3,4%	3,4%
	Outubro	0,5%	3,6%	4,6%	2,0%	3,4%	4,1%	3,9%
	Novembro	0,2%	-2,1%	-2,2%	-2,8%	-2,0%	-1,7%	-1,8%
	Dezembro	-0,8%	-0,5%	-0,9%	0,5%	-0,5%	-0,8%	-0,9%
2014	Janeiro	-7,0%	-6,3%	-7,0%	-5,4%	-5,5%	-6,9%	-6,9%
	Fevereiro	0,6%	2,3%	3,1%	2,1%	0,5%	2,8%	2,8%
	Abril	2,5%	2,8%	2,9%	2,7%	2,7%	2,8%	2,7%

Ativa S. A. CTCV

Ano	Mês	Carteiras	Índices					
		Retorno	Média	IBrX-50	Ibovespa	ISE	IBRx-100	IBrA
2010	Fevereiro	0,9%	-0,7%	-0,4%	-0,1%	-2,5%	-0,4%	-0,3%
	Julho	8,9%	9,5%	10,6%	10,3%	6,4%	10,1%	10,1%
2011	Abril	3,7%	-4,1%	-4,9%	-4,5%	-2,7%	-4,5%	-4,0%
	Agosto	-3,6%	-3,9%	-4,5%	-3,5%	-3,5%	-3,9%	-3,9%
	Setembro	-9,2%	-7,3%	-7,6%	-10,0%	-4,8%	-7,0%	-7,0%
	Novembro	-7,0%	-0,2%	0,2%	-0,8%	-1,0%	0,3%	0,2%
2012	Janeiro	8,0%	7,2%	7,9%	9,1%	5,3%	6,9%	6,9%
	Fevereiro	3,5%	2,4%	1,2%	1,9%	4,3%	2,1%	2,4%
	Marco	-2,1%	-1,8%	-2,6%	-3,4%	0,3%	-1,7%	-1,4%
	Abril	-5,4%	-3,5%	-4,8%	-5,2%	-0,6%	-3,7%	-3,4%
	Junho	3,2%	2,6%	2,8%	2,6%	2,2%	2,8%	2,8%
	Setembro	4,7%	2,2%	2,6%	3,3%	0,7%	2,2%	2,1%
	Novembro	0,6%	-0,8%	-0,9%	-1,6%	0,0%	-0,8%	-0,7%
	Dezembro	5,4%	4,3%	3,9%	4,7%	5,0%	3,7%	4,0%
2013	Janeiro	-2,3%	-1,9%	-2,6%	-2,0%	-1,5%	-1,8%	-1,7%
	Fevereiro	-2,1%	-3,5%	-4,6%	-4,8%	-1,2%	-3,5%	-3,3%
	Marco	1,0%	0,6%	1,0%	-0,9%	1,1%	0,9%	0,9%
	Abril	1,1%	1,2%	2,0%	0,0%	1,0%	1,6%	1,6%
	Maio	-2,9%	-1,1%	-0,4%	-3,3%	-1,3%	-0,2%	-0,1%
	Junho	-9,8%	-9,3%	-9,5%	-12,0%	-6,9%	-9,1%	-9,2%
	Julho	2,1%	1,7%	1,2%	2,1%	2,1%	1,4%	1,4%
	Agosto	3,0%	0,6%	0,5%	1,8%	1,2%	0,0%	-0,4%
	Setembro	1,8%	2,6%	3,4%	1,0%	1,8%	3,4%	3,4%
	Outubro	3,4%	3,6%	4,6%	2,0%	3,4%	4,1%	3,9%
	Novembro	-1,6%	-2,1%	-2,2%	-2,8%	-2,0%	-1,7%	-1,8%
	Dezembro	-1,9%	-0,5%	-0,9%	0,5%	-0,5%	-0,8%	-0,9%
2014	Janeiro	-7,0%	-6,3%	-7,0%	-5,4%	-5,5%	-6,9%	-6,9%
	Fevereiro	-0,2%	2,3%	3,1%	2,1%	0,5%	2,8%	2,8%
	Abril	-1,1%	2,8%	2,9%	2,7%	2,7%	2,8%	2,7%

BB Banco de Investimentos S/A

Ano	Mês	Carteiras	Índices					
		Retorno	Média	IBrX-50	Ibovespa	ISE	IBRxx-100	IBrA
2011	Abril	-0,9%	-4,1%	-4,9%	-4,5%	-2,7%	-4,5%	-4,0%
	Maio	2,5%	-1,4%	-2,2%	-1,3%	-0,3%	-1,6%	-1,6%
	Junho	-3,4%	-0,7%	-0,2%	-1,6%	-1,2%	-0,2%	-0,2%
	Julho	-6,6%	-6,3%	-6,5%	-7,2%	-5,2%	-6,2%	-6,2%
	Agosto	-1,6%	-3,9%	-4,5%	-3,5%	-3,5%	-3,9%	-3,9%
	Setembro	-13,6%	-7,3%	-7,6%	-10,0%	-4,8%	-7,0%	-7,0%
	Outubro	4,4%	12,0%	12,5%	14,9%	9,8%	11,6%	11,5%
	Novembro	-0,5%	-0,2%	0,2%	-0,8%	-1,0%	0,3%	0,2%
2012	Janeiro	3,7%	7,2%	7,9%	9,1%	5,3%	6,9%	6,9%
	Fevereiro	3,8%	2,4%	1,2%	1,9%	4,3%	2,1%	2,4%
	Marco	-3,0%	-1,8%	-2,6%	-3,4%	0,3%	-1,7%	-1,4%
	Abril	-8,1%	-3,5%	-4,8%	-5,2%	-0,6%	-3,7%	-3,4%
	Maio	-11,6%	-9,4%	-9,5%	-11,9%	-7,8%	-9,2%	-8,8%
	Junho	3,9%	3,1%	2,4%	1,8%	5,8%	2,6%	2,7%
	Julho	4,2%	2,6%	2,8%	2,6%	2,2%	2,8%	2,8%
	Agosto	3,4%	-0,2%	-0,3%	1,4%	-1,8%	-0,3%	-0,1%
	Setembro	4,7%	2,2%	2,6%	3,3%	0,7%	2,2%	2,1%
	Outubro	-4,3%	-2,2%	-2,2%	-4,2%	-1,2%	-1,8%	-1,6%
	Novembro	4,3%	-0,8%	-0,9%	-1,6%	0,0%	-0,8%	-0,7%
	Dezembro	1,8%	4,3%	3,9%	4,7%	5,0%	3,7%	4,0%
2013	Janeiro	-4,1%	-1,9%	-2,6%	-2,0%	-1,5%	-1,8%	-1,7%
	Fevereiro	-1,5%	-3,5%	-4,6%	-4,8%	-1,2%	-3,5%	-3,3%
	Marco	-0,5%	0,6%	1,0%	-0,9%	1,1%	0,9%	0,9%
	Abril	-1,9%	1,2%	2,0%	0,0%	1,0%	1,6%	1,6%
	Maio	0,5%	-1,1%	-0,4%	-3,3%	-1,3%	-0,2%	-0,1%
	Junho	-7,7%	-9,3%	-9,5%	-12,0%	-6,9%	-9,1%	-9,2%
	Julho	0,9%	1,7%	1,2%	2,1%	2,1%	1,4%	1,4%
	Agosto	1,3%	0,6%	0,5%	1,8%	1,2%	0,0%	-0,4%
	Setembro	-2,0%	2,6%	3,4%	1,0%	1,8%	3,4%	3,4%
	Outubro	6,0%	3,6%	4,6%	2,0%	3,4%	4,1%	3,9%
	Novembro	-2,0%	-2,1%	-2,2%	-2,8%	-2,0%	-1,7%	-1,8%
	Dezembro	0,0%	-0,5%	-0,9%	0,5%	-0,5%	-0,8%	-0,9%
2014	Janeiro	-8,9%	-6,3%	-7,0%	-5,4%	-5,5%	-6,9%	-6,9%
	Fevereiro	-1,1%	2,3%	3,1%	2,1%	0,5%	2,8%	2,8%
	Abril	3,1%	2,8%	2,9%	2,7%	2,7%	2,8%	2,7%

BTG Pactual CTVM S. A.

Ano	Mês	Carteiras	Índices					
		Retorno	Média Índices	IBrX-50	Ibovespa	ISE	IBRx-100	IBrA
2011	Maio	-1,6%	-1,4%	-2,2%	-1,3%	-0,3%	-1,6%	-1,6%
	Junho	-3,3%	-0,7%	-0,2%	-1,6%	-1,2%	-0,2%	-0,2%
	Agosto	-0,1%	-3,9%	-4,5%	-3,5%	-3,5%	-3,9%	-3,9%
	Outubro	9,9%	12,0%	12,5%	14,9%	9,8%	11,6%	11,5%
	Novembro	-4,3%	-0,2%	0,2%	-0,8%	-1,0%	0,3%	0,2%
2012	Janeiro	2,2%	7,2%	7,9%	9,1%	5,3%	6,9%	6,9%
	Fevereiro	9,7%	2,4%	1,2%	1,9%	4,3%	2,1%	2,4%
	Marco	-1,6%	-1,8%	-2,6%	-3,4%	0,3%	-1,7%	-1,4%
	Abril	-1,6%	-3,5%	-4,8%	-5,2%	-0,6%	-3,7%	-3,4%
	Junho	-0,8%	3,1%	2,4%	1,8%	5,8%	2,6%	2,7%
	Agosto	4,1%	-0,2%	-0,3%	1,4%	-1,8%	-0,3%	-0,1%
	Setembro	5,9%	2,2%	2,6%	3,3%	0,7%	2,2%	2,1%
	Outubro	1,4%	-2,2%	-2,2%	-4,2%	-1,2%	-1,8%	-1,6%
	Novembro	1,2%	-0,8%	-0,9%	-1,6%	0,0%	-0,8%	-0,7%
	Dezembro	4,3%	4,3%	3,9%	4,7%	5,0%	3,7%	4,0%
2013	Fevereiro	-2,6%	-3,5%	-4,6%	-4,8%	-1,2%	-3,5%	-3,3%
	Marco	1,9%	0,6%	1,0%	-0,9%	1,1%	0,9%	0,9%
	Abril	0,3%	1,2%	2,0%	0,0%	1,0%	1,6%	1,6%
	Maio	-3,0%	-1,1%	-0,4%	-3,3%	-1,3%	-0,2%	-0,1%
	Junho	-7,5%	-9,3%	-9,5%	-12,0%	-6,9%	-9,1%	-9,2%
	Julho	-1,1%	1,7%	1,2%	2,1%	2,1%	1,4%	1,4%
	Agosto	-0,8%	0,6%	0,5%	1,8%	1,2%	0,0%	-0,4%
	Setembro	1,9%	2,6%	3,4%	1,0%	1,8%	3,4%	3,4%
	Outubro	4,1%	3,6%	4,6%	2,0%	3,4%	4,1%	3,9%
	Novembro	0,7%	-2,1%	-2,2%	-2,8%	-2,0%	-1,7%	-1,8%
Dezembro	-2,9%	-0,5%	-0,9%	0,5%	-0,5%	-0,8%	-0,9%	
2014	Fevereiro	0,3%	2,3%	3,1%	2,1%	0,5%	2,8%	2,8%

Citigroup GMB CCTVM S. A.

Ano	Mês	Carteiras	Índices					
		Retorno	Média Índices	IBrX-50	Ibovespa	ISE	IBRx-100	IBrA
2010	Janeiro	-6,9%	-6,2%	-6,6%	-6,6%	-5,5%	-6,3%	-6,1%
	Fevereiro	2,3%	-0,7%	-0,4%	-0,1%	-2,5%	-0,4%	-0,3%
	Marco	2,3%	4,6%	4,9%	4,7%	5,2%	4,2%	4,0%
2011	Abril	-3,0%	-4,1%	-4,9%	-4,5%	-2,7%	-4,5%	-4,0%
	Maio	-1,7%	-1,4%	-2,2%	-1,3%	-0,3%	-1,6%	-1,6%
	Junho	-2,0%	-0,7%	-0,2%	-1,6%	-1,2%	-0,2%	-0,2%
	Julho	-10,4%	-6,3%	-6,5%	-7,2%	-5,2%	-6,2%	-6,2%
	Agosto	-2,4%	-3,9%	-4,5%	-3,5%	-3,5%	-3,9%	-3,9%
	Setembro	-14,9%	-7,3%	-7,6%	-10,0%	-4,8%	-7,0%	-7,0%
	Fevereiro	4,4%	2,4%	1,2%	1,9%	4,3%	2,1%	2,4%
2012	Julho	0,9%	2,6%	2,8%	2,6%	2,2%	2,8%	2,8%
	Agosto	-0,8%	-0,2%	-0,3%	1,4%	-1,8%	-0,3%	-0,1%
	Setembro	2,6%	2,2%	2,6%	3,3%	0,7%	2,2%	2,1%
	Outubro	-1,5%	-2,2%	-2,2%	-4,2%	-1,2%	-1,8%	-1,6%
	Novembro	-0,7%	-0,8%	-0,9%	-1,6%	0,0%	-0,8%	-0,7%
	Dezembro	5,2%	4,3%	3,9%	4,7%	5,0%	3,7%	4,0%
	Janeiro	0,4%	-1,9%	-2,6%	-2,0%	-1,5%	-1,8%	-1,7%
2013	Fevereiro	-3,2%	-3,5%	-4,6%	-4,8%	-1,2%	-3,5%	-3,3%
	Marco	-2,3%	0,6%	1,0%	-0,9%	1,1%	0,9%	0,9%
	Maio	-3,4%	-1,1%	-0,4%	-3,3%	-1,3%	-0,2%	-0,1%
	Junho	-9,2%	-9,3%	-9,5%	-12,0%	-6,9%	-9,1%	-9,2%
	Outubro	4,0%	3,6%	4,6%	2,0%	3,4%	4,1%	3,9%
	Dezembro	-2,3%	-0,5%	-0,9%	0,5%	-0,5%	-0,8%	-0,9%
	Janeiro	-7,5%	-6,3%	-7,0%	-5,4%	-5,5%	-6,9%	-6,9%
2014	Fevereiro	-0,3%	2,3%	3,1%	2,1%	0,5%	2,8%	2,8%
	Abril	2,6%	2,8%	2,9%	2,7%	2,7%	2,8%	2,7%
	Maio	-2,8%	-3,2%	-3,4%	-3,3%	-3,3%	-3,1%	-2,9%

Corretora Geral de VC Ltda.

Ano	Mês	Carteiras	Índices					
		Retorno	Média Índices	IBrX-50	Ibovespa	ISE	IBRx-100	IBrA
2011	Agosto	1,3%	-3,9%	-4,5%	-3,5%	-3,5%	-3,9%	-3,9%
	Setembro	-6,8%	-7,3%	-7,6%	-10,0%	-4,8%	-7,0%	-7,0%
	Outubro	4,7%	12,0%	12,5%	14,9%	9,8%	11,6%	11,5%
2012	Fevereiro	9,0%	2,4%	1,2%	1,9%	4,3%	2,1%	2,4%
	Maio	-6,9%	-9,4%	-9,5%	-11,9%	-7,8%	-9,2%	-8,8%
	Junho	5,1%	3,1%	2,4%	1,8%	5,8%	2,6%	2,7%
	Julho	3,3%	2,6%	2,8%	2,6%	2,2%	2,8%	2,8%
	Agosto	4,3%	-0,2%	-0,3%	1,4%	-1,8%	-0,3%	-0,1%
	Setembro	0,7%	2,2%	2,6%	3,3%	0,7%	2,2%	2,1%
	Outubro	2,1%	-2,2%	-2,2%	-4,2%	-1,2%	-1,8%	-1,6%
	Novembro	1,5%	-0,8%	-0,9%	-1,6%	0,0%	-0,8%	-0,7%
	Dezembro	2,7%	4,3%	3,9%	4,7%	5,0%	3,7%	4,0%
2013	Janeiro	-2,6%	-1,9%	-2,6%	-2,0%	-1,5%	-1,8%	-1,7%
	Fevereiro	-2,6%	-3,5%	-4,6%	-4,8%	-1,2%	-3,5%	-3,3%
	Marco	-0,2%	0,6%	1,0%	-0,9%	1,1%	0,9%	0,9%
	Maio	-1,8%	-1,1%	-0,4%	-3,3%	-1,3%	-0,2%	-0,1%
	Agosto	-0,9%	0,6%	0,5%	1,8%	1,2%	0,0%	-0,4%
	Setembro	3,0%	2,6%	3,4%	1,0%	1,8%	3,4%	3,4%
2014	Janeiro	-9,2%	-6,3%	-7,0%	-5,4%	-5,5%	-6,9%	-6,9%
	Abril	0,7%	2,8%	2,9%	2,7%	2,7%	2,8%	2,7%
	Maio	1,3%	-3,2%	-3,4%	-3,3%	-3,3%	-3,1%	-2,9%

Corretora Souza Barros CT S. A.

Ano	Mês	Carteiras	Índices					
		Retorno	Média	IBrX-50	Ibovespa	ISE	IBRx-100	IBrA
2009	Outubro	-3,4%	0,8%	1,7%	1,8%	-2,7%	1,7%	1,7%
2010	Agosto	-0,2%	-4,9%	-5,5%	-4,9%	-4,5%	-4,8%	-4,6%
2011	Abril	-4,1%	-4,1%	-4,9%	-4,5%	-2,7%	-4,5%	-4,0%
	Maio	-1,4%	-1,4%	-2,2%	-1,3%	-0,3%	-1,6%	-1,6%
	Junho	0,4%	-0,7%	-0,2%	-1,6%	-1,2%	-0,2%	-0,2%
	Julho	-7,3%	-6,3%	-6,5%	-7,2%	-5,2%	-6,2%	-6,2%
	Agosto	-2,9%	-3,9%	-4,5%	-3,5%	-3,5%	-3,9%	-3,9%
	Setembro	-8,7%	-7,3%	-7,6%	-10,0%	-4,8%	-7,0%	-7,0%
	Outubro	9,5%	12,0%	12,5%	14,9%	9,8%	11,6%	11,5%
	Novembro	2,8%	-0,2%	0,2%	-0,8%	-1,0%	0,3%	0,2%
2012	Janeiro	7,6%	7,2%	7,9%	9,1%	5,3%	6,9%	6,9%
	Fevereiro	8,1%	2,4%	1,2%	1,9%	4,3%	2,1%	2,4%
	Marco	8,6%	-1,8%	-2,6%	-3,4%	0,3%	-1,7%	-1,4%
	Abril	-4,6%	-3,5%	-4,8%	-5,2%	-0,6%	-3,7%	-3,4%
	Maio	-2,3%	-9,4%	-9,5%	-11,9%	-7,8%	-9,2%	-8,8%
	Junho	1,1%	3,1%	2,4%	1,8%	5,8%	2,6%	2,7%
	Julho	2,6%	2,6%	2,8%	2,6%	2,2%	2,8%	2,8%
	Agosto	1,3%	-0,2%	-0,3%	1,4%	-1,8%	-0,3%	-0,1%
	Setembro	4,5%	2,2%	2,6%	3,3%	0,7%	2,2%	2,1%
	Outubro	-0,2%	-2,2%	-2,2%	-4,2%	-1,2%	-1,8%	-1,6%
	Novembro	1,4%	-0,8%	-0,9%	-1,6%	0,0%	-0,8%	-0,7%
	Dezembro	0,9%	4,3%	3,9%	4,7%	5,0%	3,7%	4,0%
2013	Janeiro	0,7%	-1,9%	-2,6%	-2,0%	-1,5%	-1,8%	-1,7%
	Fevereiro	-1,9%	-3,5%	-4,6%	-4,8%	-1,2%	-3,5%	-3,3%
	Marco	-0,6%	0,6%	1,0%	-0,9%	1,1%	0,9%	0,9%
	Abril	-5,8%	1,2%	2,0%	0,0%	1,0%	1,6%	1,6%
	Maio	-1,7%	-1,1%	-0,4%	-3,3%	-1,3%	-0,2%	-0,1%
	Junho	-6,8%	-9,3%	-9,5%	-12,0%	-6,9%	-9,1%	-9,2%
	Agosto	-1,4%	0,6%	0,5%	1,8%	1,2%	0,0%	-0,4%
	Outubro	4,4%	3,6%	4,6%	2,0%	3,4%	4,1%	3,9%
	Novembro	-1,4%	-2,1%	-2,2%	-2,8%	-2,0%	-1,7%	-1,8%
	Dezembro	-2,4%	-0,5%	-0,9%	0,5%	-0,5%	-0,8%	-0,9%
2014	Abril	5,1%	2,8%	2,9%	2,7%	2,7%	2,8%	2,7%

Geração Futuro CV S. A.

Ano	Mês	Carteiras	Índices					
		Retorno	Média	IBrX-50	Ibovespa	ISE	IBRx-100	IBrA
2011	Abril	-4,2%	-4,1%	-4,9%	-4,5%	-2,7%	-4,5%	-4,0%
	Maio	-2,9%	-1,4%	-2,2%	-1,3%	-0,3%	-1,6%	-1,6%
	Julho	-8,1%	-0,7%	-0,2%	-1,6%	-1,2%	-0,2%	-0,2%
	Agosto	-5,9%	-3,9%	-4,5%	-3,5%	-3,5%	-3,9%	-3,9%
	Outubro	9,8%	12,0%	12,5%	14,9%	9,8%	11,6%	11,5%
2012	Janeiro	8,4%	7,2%	7,9%	9,1%	5,3%	6,9%	6,9%
	Fevereiro	4,4%	2,4%	1,2%	1,9%	4,3%	2,1%	2,4%
	Maio	-9,5%	-9,4%	-9,5%	-11,9%	-7,8%	-9,2%	-8,8%
	Junho	-0,1%	3,1%	2,4%	1,8%	5,8%	2,6%	2,7%
	Setembro	-0,2%	2,2%	2,6%	3,3%	0,7%	2,2%	2,1%
	Outubro	-1,6%	-2,2%	-2,2%	-4,2%	-1,2%	-1,8%	-1,6%
	Novembro	0,5%	-0,8%	-0,9%	-1,6%	0,0%	-0,8%	-0,7%
	Dezembro	2,2%	4,3%	3,9%	4,7%	5,0%	3,7%	4,0%
2013	Janeiro	-4,5%	-1,9%	-2,6%	-2,0%	-1,5%	-1,8%	-1,7%
	Fevereiro	-4,0%	-3,5%	-4,6%	-4,8%	-1,2%	-3,5%	-3,3%
	Marco	-9,6%	0,6%	1,0%	-0,9%	1,1%	0,9%	0,9%
	Abril	-8,6%	1,2%	2,0%	0,0%	1,0%	1,6%	1,6%
	Maio	1,6%	-1,1%	-0,4%	-3,3%	-1,3%	-0,2%	-0,1%
	Julho	0,7%	1,7%	1,2%	2,1%	2,1%	1,4%	1,4%
	Agosto	-4,6%	0,6%	0,5%	1,8%	1,2%	0,0%	-0,4%
	Setembro	2,6%	2,6%	3,4%	1,0%	1,8%	3,4%	3,4%
	Outubro	3,4%	3,6%	4,6%	2,0%	3,4%	4,1%	3,9%
	Novembro	-0,1%	-2,1%	-2,2%	-2,8%	-2,0%	-1,7%	-1,8%
Dezembro	-2,5%	-0,5%	-0,9%	0,5%	-0,5%	-0,8%	-0,9%	
2014	Janeiro	-6,8%	-6,3%	-7,0%	-5,4%	-5,5%	-6,9%	-6,9%
	Fevereiro	2,3%	2,3%	3,1%	2,1%	0,5%	2,8%	2,8%
	Abril	1,6%	2,8%	2,9%	2,7%	2,7%	2,8%	2,7%
	Maio	3,7%	-3,2%	-3,4%	-3,3%	-3,3%	-3,1%	-2,9%

Gradual CCTVM S/A

Ano	Mês	Carteiras	Índices					
		Retorno	Média	IBrX-50	Ibovespa	ISE	IBRx-100	IBrA
2011	Maio	-3,8%	-1,4%	-2,2%	-1,3%	-0,3%	-1,6%	-1,6%
	Junho	-2,3%	-0,7%	-0,2%	-1,6%	-1,2%	-0,2%	-0,2%
	Julho	-6,0%	-6,3%	-6,5%	-7,2%	-5,2%	-6,2%	-6,2%
	Agosto	-2,0%	-3,9%	-4,5%	-3,5%	-3,5%	-3,9%	-3,9%
	Setembro	-9,4%	-7,3%	-7,6%	-10,0%	-4,8%	-7,0%	-7,0%
	Outubro	6,3%	12,0%	12,5%	14,9%	9,8%	11,6%	11,5%
	Novembro	-2,6%	-0,2%	0,2%	-0,8%	-1,0%	0,3%	0,2%
2012	Janeiro	8,9%	-0,5%	-1,2%	-2,4%	2,0%	-0,5%	-0,3%
	Fevereiro	5,7%	7,2%	7,9%	9,1%	5,3%	6,9%	6,9%
	Marco	0,1%	2,4%	1,2%	1,9%	4,3%	2,1%	2,4%
	Abril	-4,5%	-1,8%	-2,6%	-3,4%	0,3%	-1,7%	-1,4%
	Julho	7,1%	-3,5%	-4,8%	-5,2%	-0,6%	-3,7%	-3,4%
2013	Abril	-7,6%	3,1%	2,4%	1,8%	5,8%	2,6%	2,7%
	Agosto	-2,0%	1,2%	2,0%	0,0%	1,0%	1,6%	1,6%
	Setembro	7,1%	2,6%	3,4%	1,0%	1,8%	3,4%	3,4%
	Outubro	5,8%	3,6%	4,6%	2,0%	3,4%	4,1%	3,9%
	Novembro	-4,8%	-2,1%	-2,2%	-2,8%	-2,0%	-1,7%	-1,8%
	Dezembro	1,9%	-0,5%	-0,9%	0,5%	-0,5%	-0,8%	-0,9%
2014	Janeiro	-5,9%	-6,3%	-7,0%	-5,4%	-5,5%	-6,9%	-6,9%
	Marco	-0,3%	7,5%	7,9%	8,2%	6,1%	7,9%	7,6%
	Abril	1,9%	2,8%	2,9%	2,7%	2,7%	2,8%	2,7%
	Maio	1,1%	-3,2%	-3,4%	-3,3%	-3,3%	-3,1%	-2,9%
	Junho	2,4%	3,0%	2,8%	3,0%	3,3%	2,9%	2,9%

HSBC CTVM S.A.

Ano	Mês	Carteiras	Índices					
		Média	Média Índices	IBrX-50	Ibovespa	ISE	IBRx-100	IBrA
2011	Abril	-3,1%	-4,1%	-4,9%	-4,5%	-2,7%	-4,5%	-4,0%
	Maio	-1,9%	-1,4%	-2,2%	-1,3%	-0,3%	-1,6%	-1,6%
	Junho	-1,0%	-0,7%	-0,2%	-1,6%	-1,2%	-0,2%	-0,2%
	Julho	-5,0%	-6,3%	-6,5%	-7,2%	-5,2%	-6,2%	-6,2%
	Agosto	0,9%	-3,9%	-4,5%	-3,5%	-3,5%	-3,9%	-3,9%
	Setembro	-6,4%	-7,3%	-7,6%	-10,0%	-4,8%	-7,0%	-7,0%
	Outubro	7,7%	12,0%	12,5%	14,9%	9,8%	11,6%	11,5%
	Novembro	-0,4%	-0,2%	0,2%	-0,8%	-1,0%	0,3%	0,2%
2012	Janeiro	7,0%	7,2%	7,9%	9,1%	5,3%	6,9%	6,9%
	Fevereiro	4,3%	2,4%	1,2%	1,9%	4,3%	2,1%	2,4%
	Marco	-3,3%	-1,8%	-2,6%	-3,4%	0,3%	-1,7%	-1,4%
	Abril	-11,9%	-3,5%	-4,8%	-5,2%	-0,6%	-3,7%	-3,4%
	Maio	-8,3%	-9,4%	-9,5%	-11,9%	-7,8%	-9,2%	-8,8%
	Junho	0,8%	3,1%	2,4%	1,8%	5,8%	2,6%	2,7%
	Julho	2,4%	2,6%	2,8%	2,6%	2,2%	2,8%	2,8%
	Agosto	3,2%	-0,2%	-0,3%	1,4%	-1,8%	-0,3%	-0,1%
	Setembro	3,9%	2,2%	2,6%	3,3%	0,7%	2,2%	2,1%
	Outubro	-2,8%	-2,2%	-2,2%	-4,2%	-1,2%	-1,8%	-1,6%
	Novembro	0,9%	-0,8%	-0,9%	-1,6%	0,0%	-0,8%	-0,7%
	Dezembro	2,9%	4,3%	3,9%	4,7%	5,0%	3,7%	4,0%
2013	Janeiro	-1,6%	-1,9%	-2,6%	-2,0%	-1,5%	-1,8%	-1,7%
	Fevereiro	-4,0%	-3,5%	-4,6%	-4,8%	-1,2%	-3,5%	-3,3%
	Marco	0,0%	0,6%	1,0%	-0,9%	1,1%	0,9%	0,9%
	Abril	1,0%	1,2%	2,0%	0,0%	1,0%	1,6%	1,6%
	Maio	-1,9%	-1,1%	-0,4%	-3,3%	-1,3%	-0,2%	-0,1%
	Junho	-6,7%	-9,3%	-9,5%	-12,0%	-6,9%	-9,1%	-9,2%
	Julho	-0,5%	1,7%	1,2%	2,1%	2,1%	1,4%	1,4%
	Agosto	0,0%	0,6%	0,5%	1,8%	1,2%	0,0%	-0,4%
	Setembro	0,8%	2,6%	3,4%	1,0%	1,8%	3,4%	3,4%
	Outubro	3,0%	3,6%	4,6%	2,0%	3,4%	4,1%	3,9%
	Novembro	-1,6%	-2,1%	-2,2%	-2,8%	-2,0%	-1,7%	-1,8%
	Dezembro	-0,8%	-0,5%	-0,9%	0,5%	-0,5%	-0,8%	-0,9%
2014	Janeiro	-7,8%	-6,3%	-7,0%	-5,4%	-5,5%	-6,9%	-6,9%
	Fevereiro	0,5%	2,3%	3,1%	2,1%	0,5%	2,8%	2,8%

Pax Corretora de Valores

Ano	Mês	Carteiras	Índices					
		Retorno	Média Índices	IBrX-50	Ibovespa	ISE	IBRx-100	IBrA
2011	Junho	0,0%	-6,3%	-6,5%	-7,2%	-5,2%	-6,2%	-6,2%
	Outubro	5,0%	12,0%	12,5%	14,9%	9,8%	11,6%	11,5%
2012	Fevereiro	7,0%	2,4%	1,2%	1,9%	4,3%	2,1%	2,4%
	Marco	2,0%	-1,8%	-2,6%	-3,4%	0,3%	-1,7%	-1,4%
	Abril	-3,0%	-3,5%	-4,8%	-5,2%	-0,6%	-3,7%	-3,4%
	Maio	-9,0%	-9,4%	-9,5%	-11,9%	-7,8%	-9,2%	-8,8%
	Junho	7,0%	3,1%	2,4%	1,8%	5,8%	2,6%	2,7%
	Setembro	4,0%	2,2%	2,6%	3,3%	0,7%	2,2%	2,1%
	Dezembro	7,0%	4,3%	3,9%	4,7%	5,0%	3,7%	4,0%
2013	Janeiro	-1,0%	-1,9%	-2,6%	-2,0%	-1,5%	-1,8%	-1,7%
	Fevereiro	3,0%	-3,5%	-4,6%	-4,8%	-1,2%	-3,5%	-3,3%
	Marco	-1,0%	0,6%	1,0%	-0,9%	1,1%	0,9%	0,9%
	Abril	-1,0%	1,2%	2,0%	0,0%	1,0%	1,6%	1,6%
	Junho	0,1%	-9,3%	-9,5%	-12,0%	-6,9%	-9,1%	-9,2%
	Julho	0,0%	1,7%	1,2%	2,1%	2,1%	1,4%	1,4%
	Setembro	1,0%	2,6%	3,4%	1,0%	1,8%	3,4%	3,4%
	Outubro	4,0%	3,6%	4,6%	2,0%	3,4%	4,1%	3,9%
	Novembro	-1,2%	-2,1%	-2,2%	-2,8%	-2,0%	-1,7%	-1,8%
Dezembro	-3,8%	-0,5%	-0,9%	0,5%	-0,5%	-0,8%	-0,9%	
2014	Janeiro	-5,4%	-6,3%	-7,0%	-5,4%	-5,5%	-6,9%	-6,9%
	Fevereiro	1,1%	2,3%	3,1%	2,1%	0,5%	2,8%	2,8%
	Abril	2,8%	2,8%	2,9%	2,7%	2,7%	2,8%	2,7%

Omar Camargo CCV Ltda.

Ano	Mês	Carteiras	Índices					
		Retorno	Média Índices	IBrX-50	Ibovespa	ISE	IBRx-100	IBrA
2010	Agosto	-3,2%	-4,9%	-5,5%	-4,9%	-4,5%	-4,8%	-4,6%
	Junho	6,3%	3,1%	2,4%	1,8%	5,8%	2,6%	2,7%
	Julho	4,3%	2,6%	2,8%	2,6%	2,2%	2,8%	2,8%
2012	Agosto	-1,3%	-0,2%	-0,3%	1,4%	-1,8%	-0,3%	-0,1%
	Setembro	2,2%	2,2%	2,6%	3,3%	0,7%	2,2%	2,1%
	Outubro	-0,1%	-2,2%	-2,2%	-4,2%	-1,2%	-1,8%	-1,6%
	Novembro	0,8%	-0,8%	-0,9%	-1,6%	0,0%	-0,8%	-0,7%
	Dezembro	4,1%	4,3%	3,9%	4,7%	5,0%	3,7%	4,0%
	Janeiro	-2,1%	-1,9%	-2,6%	-2,0%	-1,5%	-1,8%	-1,7%
	Fevereiro	-2,3%	-3,5%	-4,6%	-4,8%	-1,2%	-3,5%	-3,3%
	Marco	-3,9%	0,6%	1,0%	-0,9%	1,1%	0,9%	0,9%
	Abril	-1,1%	1,2%	2,0%	0,0%	1,0%	1,6%	1,6%
	Maio	-2,3%	-1,1%	-0,4%	-3,3%	-1,3%	-0,2%	-0,1%
2013	Junho	-12,4%	-9,3%	-9,5%	-12,0%	-6,9%	-9,1%	-9,2%
	Julho	0,1%	1,7%	1,2%	2,1%	2,1%	1,4%	1,4%
	Agosto	-0,9%	0,6%	0,5%	1,8%	1,2%	0,0%	-0,4%
	Setembro	0,0%	2,6%	3,4%	1,0%	1,8%	3,4%	3,4%
	Outubro	-0,1%	3,6%	4,6%	2,0%	3,4%	4,1%	3,9%
	Novembro	-2,6%	-2,1%	-2,2%	-2,8%	-2,0%	-1,7%	-1,8%
	Dezembro	-3,6%	-0,5%	-0,9%	0,5%	-0,5%	-0,8%	-0,9%
2014	Janeiro	-6,1%	-6,3%	-7,0%	-5,4%	-5,5%	-6,9%	-6,9%
	Fevereiro	1,1%	2,3%	3,1%	2,1%	0,5%	2,8%	2,8%
	Abril	2,0%	2,8%	2,9%	2,7%	2,7%	2,8%	2,7%

Planner CV S.A.

Ano	Mês	Carteiras	Índices						
		Retorno	Média Índices	IBrX-50	Ibovespa	ISE	IBRx-100	IBrA	
2011	Abril	-1,0%	-4,1%	-4,9%	-4,5%	-2,7%	-4,5%	-4,0%	
	Maio	-0,7%	-1,4%	-2,2%	-1,3%	-0,3%	-1,6%	-1,6%	
	Junho	-4,9%	-0,7%	-0,2%	-1,6%	-1,2%	-0,2%	-0,2%	
	Julho	-4,2%	-6,3%	-6,5%	-7,2%	-5,2%	-6,2%	-6,2%	
	Agosto	-3,5%	-3,9%	-4,5%	-3,5%	-3,5%	-3,9%	-3,9%	
	Setembro	-11,8%	-7,3%	-7,6%	-10,0%	-4,8%	-7,0%	-7,0%	
	Outubro	10,7%	12,0%	12,5%	14,9%	9,8%	11,6%	11,5%	
	Novembro	2,7%	-0,2%	0,2%	-0,8%	-1,0%	0,3%	0,2%	
2012	Janeiro	11,9%	7,2%	7,9%	9,1%	5,3%	6,9%	6,9%	
	Fevereiro	8,2%	2,4%	1,2%	1,9%	4,3%	2,1%	2,4%	
	Marco	-4,1%	-1,8%	-2,6%	-3,4%	0,3%	-1,7%	-1,4%	
	Abril	-5,9%	-3,5%	-4,8%	-5,2%	-0,6%	-3,7%	-3,4%	
	Maio	-12,5%	-9,4%	-9,5%	-11,9%	-7,8%	-9,2%	-8,8%	
	Junho	-0,9%	3,1%	2,4%	1,8%	5,8%	2,6%	2,7%	
	Julho	-0,9%	2,6%	2,8%	2,6%	2,2%	2,8%	2,8%	
	Outubro	-0,1%	-2,2%	-2,2%	-4,2%	-1,2%	-1,8%	-1,6%	
	Novembro	1,0%	-0,8%	-0,9%	-1,6%	0,0%	-0,8%	-0,7%	
	Dezembro	-0,6%	4,3%	3,9%	4,7%	5,0%	3,7%	4,0%	
	2013	Janeiro	-0,9%	-1,9%	-2,6%	-2,0%	-1,5%	-1,8%	-1,7%
		Fevereiro	-0,7%	-3,5%	-4,6%	-4,8%	-1,2%	-3,5%	-3,3%
Marco		-2,2%	0,6%	1,0%	-0,9%	1,1%	0,9%	0,9%	
Abril		0,0%	1,2%	2,0%	0,0%	1,0%	1,6%	1,6%	
Maio		-3,0%	-1,1%	-0,4%	-3,3%	-1,3%	-0,2%	-0,1%	
Junho		-10,5%	-9,3%	-9,5%	-12,0%	-6,9%	-9,1%	-9,2%	
Agosto		-0,6%	0,6%	0,5%	1,8%	1,2%	0,0%	-0,4%	
Setembro		5,2%	2,6%	3,4%	1,0%	1,8%	3,4%	3,4%	
Outubro		-0,2%	3,6%	4,6%	2,0%	3,4%	4,1%	3,9%	
Novembro		-1,7%	-2,1%	-2,2%	-2,8%	-2,0%	-1,7%	-1,8%	
Dezembro		-3,1%	-0,5%	-0,9%	0,5%	-0,5%	-0,8%	-0,9%	
2014		Janeiro	-4,8%	-6,3%	-7,0%	-5,4%	-5,5%	-6,9%	-6,9%
	Fevereiro	-1,0%	2,3%	3,1%	2,1%	0,5%	2,8%	2,8%	
	Marco	4,9%	7,5%	7,9%	8,2%	6,1%	7,9%	7,6%	
	Abril	-2,2%	2,8%	2,9%	2,7%	2,7%	2,8%	2,7%	
	Junho	1,8%	3,0%	2,8%	3,0%	3,3%	2,9%	2,9%	

Rico CTVM

Ano	Mês	Carteiras	Índices					
		Retorno	Média Índices	IBrX-50	Ibovespa	ISE	IBRx-100	IBrA
2011	Outubro	8,8%	12,0%	12,5%	14,9%	9,8%	11,6%	11,5%
	Fevereiro	6,7%	2,4%	1,2%	1,9%	4,3%	2,1%	2,4%
	Marco	1,2%	-1,8%	-2,6%	-3,4%	0,3%	-1,7%	-1,4%
	Abril	-8,2%	-3,5%	-4,8%	-5,2%	-0,6%	-3,7%	-3,4%
	Maio	-11,8%	-9,4%	-9,5%	-11,9%	-7,8%	-9,2%	-8,8%
	Junho	4,4%	3,1%	2,4%	1,8%	5,8%	2,6%	2,7%
	Julho	5,7%	2,6%	2,8%	2,6%	2,2%	2,8%	2,8%
	Agosto	-1,3%	-0,2%	-0,3%	1,4%	-1,8%	-0,3%	-0,1%
	Setembro	4,7%	2,2%	2,6%	3,3%	0,7%	2,2%	2,1%
	Outubro	-3,1%	-2,2%	-2,2%	-4,2%	-1,2%	-1,8%	-1,6%
	Novembro	1,9%	-0,8%	-0,9%	-1,6%	0,0%	-0,8%	-0,7%
	Dezembro	4,0%	4,3%	3,9%	4,7%	5,0%	3,7%	4,0%
2012	Janeiro	-3,7%	-1,9%	-2,6%	-2,0%	-1,5%	-1,8%	-1,7%
	Fevereiro	-2,2%	-3,5%	-4,6%	-4,8%	-1,2%	-3,5%	-3,3%
	Marco	2,3%	0,6%	1,0%	-0,9%	1,1%	0,9%	0,9%
	Abril	-2,1%	1,2%	2,0%	0,0%	1,0%	1,6%	1,6%
	Maio	-2,1%	-1,1%	-0,4%	-3,3%	-1,3%	-0,2%	-0,1%
	Junho	-9,2%	-9,3%	-9,5%	-12,0%	-6,9%	-9,1%	-9,2%
	Julho	2,2%	1,7%	1,2%	2,1%	2,1%	1,4%	1,4%
	Agosto	0,1%	0,6%	0,5%	1,8%	1,2%	0,0%	-0,4%
	Setembro	2,6%	2,6%	3,4%	1,0%	1,8%	3,4%	3,4%
	Outubro	1,9%	3,6%	4,6%	2,0%	3,4%	4,1%	3,9%
	Novembro	1,5%	-2,1%	-2,2%	-2,8%	-2,0%	-1,7%	-1,8%
	Dezembro	-1,8%	-0,5%	-0,9%	0,5%	-0,5%	-0,8%	-0,9%
2013	Janeiro	-9,2%	-6,3%	-7,0%	-5,4%	-5,5%	-6,9%	-6,9%
	Fevereiro	-4,0%	2,3%	3,1%	2,1%	0,5%	2,8%	2,8%
	Abril	3,0%	2,8%	2,9%	2,7%	2,7%	2,8%	2,7%

Santander CCVM S/A

Ano	Mês	Carteiras	Índices					
		Retorno	Média Índices	IBrX-50	Ibovespa	ISE	IBRx-100	IBrA
2011	Abril	-2,5%	-4,1%	-4,9%	-4,5%	-2,7%	-4,5%	-4,0%
	Junho	-2,6%	-0,7%	-0,2%	-1,6%	-1,2%	-0,2%	-0,2%
2012	Fevereiro	3,9%	2,4%	1,2%	1,9%	4,3%	2,1%	2,4%
	Abril	-3,3%	-3,5%	-4,8%	-5,2%	-0,6%	-3,7%	-3,4%
	Maio	-10,6%	-9,4%	-9,5%	-11,9%	-7,8%	-9,2%	-8,8%
	Junho	2,9%	3,1%	2,4%	1,8%	5,8%	2,6%	2,7%
	Julho	3,8%	2,6%	2,8%	2,6%	2,2%	2,8%	2,8%
	Agosto	5,3%	-0,2%	-0,3%	1,4%	-1,8%	-0,3%	-0,1%
	Setembro	3,8%	2,2%	2,6%	3,3%	0,7%	2,2%	2,1%
	Outubro	-2,3%	-2,2%	-2,2%	-4,2%	-1,2%	-1,8%	-1,6%
	Novembro	0,5%	-0,8%	-0,9%	-1,6%	0,0%	-0,8%	-0,7%
	Dezembro	2,9%	4,3%	3,9%	4,7%	5,0%	3,7%	4,0%
2013	Janeiro	-4,0%	-1,9%	-2,6%	-2,0%	-1,5%	-1,8%	-1,7%
	Fevereiro	-5,6%	-3,5%	-4,6%	-4,8%	-1,2%	-3,5%	-3,3%
	Marco	-10,7%	0,6%	1,0%	-0,9%	1,1%	0,9%	0,9%
	Abril	-0,7%	1,2%	2,0%	0,0%	1,0%	1,6%	1,6%
	Maio	-0,7%	-1,1%	-0,4%	-3,3%	-1,3%	-0,2%	-0,1%
	Junho	-8,6%	-9,3%	-9,5%	-12,0%	-6,9%	-9,1%	-9,2%
	Julho	2,2%	1,7%	1,2%	2,1%	2,1%	1,4%	1,4%
	Agosto	-1,4%	0,6%	0,5%	1,8%	1,2%	0,0%	-0,4%
	Setembro	0,2%	2,6%	3,4%	1,0%	1,8%	3,4%	3,4%
	Outubro	2,3%	3,6%	4,6%	2,0%	3,4%	4,1%	3,9%
	Novembro	-2,1%	-2,1%	-2,2%	-2,8%	-2,0%	-1,7%	-1,8%
	Dezembro	-0,5%	-0,5%	-0,9%	0,5%	-0,5%	-0,8%	-0,9%
2014	Fevereiro	-0,1%	2,3%	3,1%	2,1%	0,5%	2,8%	2,8%
	Abril	0,4%	2,8%	2,9%	2,7%	2,7%	2,8%	2,7%
	Maio	1,1%	3,0%	2,8%	3,0%	3,3%	2,9%	2,9%

Um Investimentos S.A. CTVM

Ano	Mês	Carteiras	Índices					
		Retorno	Média	IBrX-50	Ibovespa	ISE	IBRx-100	IBrA
2009	Outubro	2,7%	0,8%	1,7%	1,8%	-2,7%	1,7%	1,7%
2011	Abril	-1,7%	-4,1%	-4,9%	-4,5%	-2,7%	-4,5%	-4,0%
	Maio	-3,6%	-1,4%	-2,2%	-1,3%	-0,3%	-1,6%	-1,6%
	Junho	-0,9%	-0,7%	-0,2%	-1,6%	-1,2%	-0,2%	-0,2%
	Julho	-9,4%	-6,3%	-6,5%	-7,2%	-5,2%	-6,2%	-6,2%
	Agosto	-2,7%	-3,9%	-4,5%	-3,5%	-3,5%	-3,9%	-3,9%
	Setembro	-15,9%	-7,3%	-7,6%	-10,0%	-4,8%	-7,0%	-7,0%
	Novembro	-2,4%	-0,2%	0,2%	-0,8%	-1,0%	0,3%	0,2%
2012	Janeiro	9,4%	7,2%	7,9%	9,1%	5,3%	6,9%	6,9%
	Fevereiro	4,5%	2,4%	1,2%	1,9%	4,3%	2,1%	2,4%
	Marco	2,2%	-1,8%	-2,6%	-3,4%	0,3%	-1,7%	-1,4%
	Abril	-10,7%	-3,5%	-4,8%	-5,2%	-0,6%	-3,7%	-3,4%
	Maio	-13,3%	-9,4%	-9,5%	-11,9%	-7,8%	-9,2%	-8,8%
	Junho	3,7%	3,1%	2,4%	1,8%	5,8%	2,6%	2,7%
	Julho	3,0%	2,6%	2,8%	2,6%	2,2%	2,8%	2,8%
	Agosto	1,2%	-0,2%	-0,3%	1,4%	-1,8%	-0,3%	-0,1%
	Setembro	4,4%	2,2%	2,6%	3,3%	0,7%	2,2%	2,1%
	Outubro	-2,9%	-2,2%	-2,2%	-4,2%	-1,2%	-1,8%	-1,6%
	Novembro	-0,8%	-0,8%	-0,9%	-1,6%	0,0%	-0,8%	-0,7%
	Dezembro	1,4%	4,3%	3,9%	4,7%	5,0%	3,7%	4,0%
2013	Janeiro	-2,8%	-1,9%	-2,6%	-2,0%	-1,5%	-1,8%	-1,7%
	Fevereiro	-1,6%	-3,5%	-4,6%	-4,8%	-1,2%	-3,5%	-3,3%
	Marco	-0,3%	0,6%	1,0%	-0,9%	1,1%	0,9%	0,9%
	Abril	-0,6%	1,2%	2,0%	0,0%	1,0%	1,6%	1,6%
	Maio	-2,3%	-1,1%	-0,4%	-3,3%	-1,3%	-0,2%	-0,1%
	Junho	-11,3%	-9,3%	-9,5%	-12,0%	-6,9%	-9,1%	-9,2%
	Julho	2,0%	1,7%	1,2%	2,1%	2,1%	1,4%	1,4%
	Agosto	-6,4%	0,6%	0,5%	1,8%	1,2%	0,0%	-0,4%
	Setembro	3,9%	2,6%	3,4%	1,0%	1,8%	3,4%	3,4%
	Novembro	-1,0%	-2,1%	-2,2%	-2,8%	-2,0%	-1,7%	-1,8%
	Dezembro	-2,6%	-0,5%	-0,9%	0,5%	-0,5%	-0,8%	-0,9%
	2014	Janeiro	-9,5%	-6,3%	-7,0%	-5,4%	-5,5%	-6,9%
Fevereiro		0,7%	2,3%	3,1%	2,1%	0,5%	2,8%	2,8%
Abril		-0,9%	2,8%	2,9%	2,7%	2,7%	2,8%	2,7%
Maio		1,5%	-3,2%	-3,4%	-3,3%	-3,3%	-3,1%	-2,9%

XP Investimentos CCTVM S.A.

Ano	Mês	Carteiras		Índices				
		Retorno	Média	IBrX-50	Ibovespa	ISE	IBRx-100	IBrA
2011	Abril	-3,0%	-4,1%	-4,9%	-4,5%	-2,7%	-4,5%	-4,0%
	Maio	1,8%	-1,4%	-2,2%	-1,3%	-0,3%	-1,6%	-1,6%
	Junho	3,2%	-0,7%	-0,2%	-1,6%	-1,2%	-0,2%	-0,2%
	Julho	-5,8%	-6,3%	-6,5%	-7,2%	-5,2%	-6,2%	-6,2%
	Agosto	-2,5%	-3,9%	-4,5%	-3,5%	-3,5%	-3,9%	-3,9%
	Setembro	-8,4%	-7,3%	-7,6%	-10,0%	-4,8%	-7,0%	-7,0%
	Outubro	6,8%	12,0%	12,5%	14,9%	9,8%	11,6%	11,5%
	Novembro	-12,6%	-0,2%	0,2%	-0,8%	-1,0%	0,3%	0,2%
2012	Janeiro	8,1%	7,2%	7,9%	9,1%	5,3%	6,9%	6,9%
	Fevereiro	6,1%	2,4%	1,2%	1,9%	4,3%	2,1%	2,4%
	Marco	-0,3%	-1,8%	-2,6%	-3,4%	0,3%	-1,7%	-1,4%
	Abril	-16,2%	-3,5%	-4,8%	-5,2%	-0,6%	-3,7%	-3,4%
	Maio	-6,9%	-9,4%	-9,5%	-11,9%	-7,8%	-9,2%	-8,8%
	Junho	5,2%	3,1%	2,4%	1,8%	5,8%	2,6%	2,7%
	Dezembro	6,3%	4,3%	3,9%	4,7%	5,0%	3,7%	4,0%
2013	Janeiro	0,5%	-1,9%	-2,6%	-2,0%	-1,5%	-1,8%	-1,7%
	Fevereiro	0,4%	-3,5%	-4,6%	-4,8%	-1,2%	-3,5%	-3,3%
	Marco	-2,2%	0,6%	1,0%	-0,9%	1,1%	0,9%	0,9%
	Abril	-9,1%	1,2%	2,0%	0,0%	1,0%	1,6%	1,6%
	Maio	-3,6%	-1,1%	-0,4%	-3,3%	-1,3%	-0,2%	-0,1%
	Junho	-9,1%	-9,3%	-9,5%	-12,0%	-6,9%	-9,1%	-9,2%
	Julho	2,2%	1,7%	1,2%	2,1%	2,1%	1,4%	1,4%
	Agosto	-4,9%	0,6%	0,5%	1,8%	1,2%	0,0%	-0,4%
	Novembro	-0,4%	-0,5%	-0,9%	0,5%	-0,5%	-0,8%	-0,9%
	Dezembro	-4,3%	-0,5%	-0,9%	0,5%	-0,5%	-0,8%	-0,9%
2014	Janeiro	-7,2%	-6,3%	-7,0%	-5,4%	-5,5%	-6,9%	-6,9%
	Fevereiro	4,1%	2,3%	3,1%	2,1%	0,5%	2,8%	2,8%
	Abril	0,9%	2,8%	2,9%	2,7%	2,7%	2,8%	2,7%

APÊNDICE E - Frequência de indicações agrupadas por setor do mercado

Setor NAICS	%	Setor NAICS	%
Bancos	9,01	Transporte rodoviário	0,41
Mineração de metais	7,24	Indústria de fumo	0,40
Geração, transmissão e distribuição de energia elétrica	6,68	Laboratório de exames médicos	0,38
Construção de edifícios residenciais	5,72	Atividades auxiliares ao transporte aquático	0,36
Extração de petróleo e gás	5,71	Outros tipos de escolas	0,32
Transformação de aço em produtos de a	4,12	Construção e empreendimentos imobiliários	0,30
Loja de departamentos	4,05	Indústria de motores, turbinas e transmissores de energia	0,30
Locadora de imóveis	3,87	Transporte aéreo regular	0,27
Abatedouros	3,42	Editoras de jornais, livros e base de dados	0,25
Indústria de papel , celulose e papel	2,95	Indústria de computadores e produtos eletrônicos	0,22
Atividades auxiliares ao transporte rodoviário	2,81	Bancos e assemelhados	0,18
Indústria de açúcar e produtos de confeitaria	2,69	Estaleiros	0,16
Telecomunicações	2,65	Forjarias e estamparias	0,16
Indústria química	2,40	Indústria de outros equipamentos de transporte	0,16
Indústria de carrocerias e trailers	2,14	Indústria de fertilizantes e pesticidas	0,15
Loja de roupas	1,93	Loja de comida e bebida	0,15
Escola de ensino superior	1,84	Atividades relacionadas a imóveis	0,14
Serviços de processamento de dados	1,71	Corretora de seguros	0,12
Educação	1,39	Indústria de outros produtos de minerais não metálicos	0,12
Outras indústrias	1,33	Outras indústrias	0,12
Bolsa de valores e commodities	1,26	Indústria de roupas de tecido	0,11
Indústria de móveis e afins	1,26	Distribuição de gás natural	0,10
Loja de artigos para saúde e cuidados pessoais	1,25	Indústria de produtos de madeira compensada e afins	0,10
Indústria de autopeças	1,12	Tecelagens	0,10
Outras atividades relacionadas a investimentos financeiros	1,10	Agricultura	0,08
Transporte ferroviário	1,10	Fundição	0,08
Locadora de automóveis	1,06	Outras indústrias de produtos de metal	0,08
Indústria de calçados	1,03	Serviços de apoio a empresas	0,05
Outros serviços de apoio	1,00	Serviços de informação	0,05
Seguradora	0,97	Apresentações artísticas	0,04
Indústria de roupas de malha	0,95	Indústria de computadores e periféricos	0,04
Consultório odontológico	0,92	Outras indústrias de tecidos	0,04
Impressão e atividades auxiliares	0,91	Comércio atacadista de remédios	0,03
Outras indústrias de alimentos	0,85	Indústria de estruturas metálicas	0,03
Atividades auxiliares ao transporte	0,78	Indústria química básica	0,03
Serviços de engenharia e arquitetura	0,75	Outras indústria de artigos de madeira	0,03
Água, esgoto e outros sistemas	0,71	TV a cabo	0,03
Comércio atacadista de bens não duráveis variados	0,64	Vendas por correio ou meio eletrônico	0,03
Editoras de software	0,64	Não classificado	0,01
Indústria de bebidas	0,63	Extração de minerais não metálicos	0,01
Outros serviços ambulatoriais de saúde	0,59	Indústria de máquinas industriais	0,01
Indústria de equipamentos aeroespaciais	0,58	Instituição de intermediação de crédito (não receptora de depósitos)	0,01
Administração de empresas e empreendimentos	0,44	Outras lojas de mercadorias variadas	0,01

APÊNDICE F - Cálculo de Sharpe das indicações realizadas pelas corretoras

Ágora CTVM S/A

Ano	Mês	Retorno	Desv. Padrão	I. Sharpe	Média
2009	Outubro	2,2%	0,0824	0,20	0,20
2011	Novembro	5,4%	0,0548	0,90	0,90
2012	Fevereiro	11,0%	0,1376	0,76	0,23
	Março	-3,3%	0,0713	-0,53	
	Abril	-10,8%	0,2056	-0,55	
	Junho	2,4%	0,0976	0,19	
	Julho	2,9%	0,1238	0,19	
	Agosto	2,0%	0,0749	0,20	
	Setembro	1,8%	0,1170	0,11	
	Outubro	1,1%	0,0480	0,12	
	Novembro	0,3%	0,0392	-0,06	
	Dezembro	6,5%	0,0313	1,92	
2013	Janeiro	3,7%	0,0474	0,67	-0,08
	Fevereiro	1,2%	0,0373	0,18	
	Março	-2,0%	0,0882	-0,28	
	Abril	-6,1%	0,2316	-0,28	
	Maio	-5,1%	0,2231	-0,25	
	Junho	-6,8%	0,0449	-1,64	
	Julho	2,9%	0,0656	0,37	
	Agosto	-1,2%	0,0878	-0,20	
	Setembro	3,6%	0,0641	0,49	
	Outubro	4,5%	0,0533	0,75	
Novembro	-3,8%	0,0637	-0,68		
2014	Fevereiro	3,5%	0,0579	0,61	0,61

Alpes CCTVM S/A

Ano	Mês	Retorno	Desv. Padrão	I. Sharpe	Média
2009	Novembro	10,6%	0,0961	1,05	1,05
2010	Outubro	0,5%	0,0929	0,00	0,00
2011	Maio	-1,5%	0,0406	-0,49	-0,76
	Junho	-2,0%	0,0685	-0,36	
	Julho	-6,6%	0,0568	-1,26	
	Agosto	-7,6%	0,0857	-0,94	
2012	Janeiro	7,5%	0,0857	0,81	0,52
	Marco	2,3%	0,0695	0,26	
	Abril	0,0%	0,0624	-0,08	
	Maio	-4,7%	0,1272	-0,41	
	Junho	4,2%	0,0208	1,79	
	Julho	3,2%	0,0575	0,46	
	Agosto	0,3%	0,0788	-0,03	
	Setembro	6,8%	0,0373	1,70	
	Outubro	0,8%	0,0806	0,04	
	Novembro	0,2%	0,0556	-0,06	
	Dezembro	6,6%	0,0490	1,23	
	2013	Janeiro	-3,3%	0,0712	
Fevereiro		-7,7%	0,0442	-1,86	
Marco		-5,5%	0,0788	-0,76	
Abril		-0,1%	0,0597	-0,11	
Maio		-2,2%	0,0399	-0,67	
Junho		-9,0%	0,0495	-1,91	
Julho		-0,5%	0,0387	-0,25	
Agosto		-0,6%	0,0763	-0,14	
Setembro		-2,9%	0,0348	-0,97	
Outubro		0,5%	0,0464	-0,01	
Novembro		0,2%	0,0692	-0,04	
Dezembro		-0,8%	0,0448	-0,28	
2014	Janeiro	-7,0%	0,0493	-1,51	-0,42
	Fevereiro	1,2%	0,0659	0,10	
	Abril	1,8%	0,0756	0,17	

Ativa S. A. CTCV

Ano	Mês	Retorno	Desv. Padrão	I. Sharpe	Média
2010	Fevereiro	0,9%	0,0581	0,07	0,85
	Julho	12,0%	0,0700	1,64	
2011	Abril	-3,5%	0,0450	-0,88	-0,68
	Agosto	-3,6%	0,0701	-0,58	
	Setembro	-9,2%	0,1049	-0,93	
	Novembro	-7,0%	0,2272	-0,33	
2012	Janeiro	8,0%	0,0696	1,08	0,33
	Fevereiro	3,5%	0,0517	0,58	
	Marco	-2,1%	0,0762	-0,34	
	Abril	-5,4%	0,0954	-0,62	
	Junho	3,2%	0,0504	0,54	
	Setembro	4,7%	0,0491	0,86	
	Novembro	0,6%	0,0413	0,02	
	Dezembro	5,4%	0,0937	0,52	
2013	Janeiro	-2,3%	0,0586	-0,48	-0,22
	Fevereiro	-2,1%	0,0483	-0,55	
	Marco	1,0%	0,0538	0,09	
	Abril	1,1%	0,0700	0,08	
	Mai	-2,9%	0,0891	-0,38	
	Junho	-9,8%	0,0551	-1,87	
	Julho	2,1%	0,0464	0,35	
	Agosto	3,0%	0,0795	0,32	
	Setembro	1,8%	0,0696	0,19	
	Outubro	3,4%	0,0525	0,55	
	Novembro	-2,2%	0,0723	-0,38	
	Dezembro	-1,9%	0,0461	-0,53	
2014	Janeiro	-6,9%	0,0556	-1,33	-0,63
	Fevereiro	-1,0%	0,0468	-0,31	
	Abril	-1,4%	0,0732	-0,26	

BB Banco de Investimentos S/A

Ano	Mês	Retorno	Desv. Padrão	I. Sharpe	Média
2011	Abril	-0,2%	0,0636	-0,11	-0,33
	Maio	2,5%	0,0828	0,24	
	Junho	-3,4%	0,0474	-0,82	
	Julho	-6,6%	0,0967	-0,74	
	Agosto	-1,6%	0,0658	-0,32	
	Setembro	-13,6%	0,1025	-1,38	
	Outubro	4,4%	0,0652	0,59	
	Novembro	-0,5%	0,0920	-0,11	
2012	Janeiro	3,7%	0,0846	0,38	0,07
	Fevereiro	3,8%	0,0582	0,56	
	Marco	-3,0%	0,0510	-0,69	
	Abril	-8,1%	0,2213	-0,39	
	Maio	-11,6%	0,1085	-1,11	
	Junho	3,9%	0,0441	0,77	
	Julho	4,2%	0,0722	0,52	
	Agosto	3,4%	0,1242	0,23	
	Setembro	4,7%	0,1020	0,42	
	Outubro	-4,3%	0,0844	-0,57	
	Novembro	4,3%	0,0921	0,41	
	Dezembro	1,8%	0,0531	0,25	
2013	Janeiro	-4,1%	0,1147	-0,40	-0,19
	Fevereiro	-1,5%	0,0637	-0,32	
	Marco	-0,5%	0,0621	-0,17	
	Abril	-1,9%	0,0924	-0,26	
	Maio	0,5%	0,0450	-0,01	
	Junho	-7,7%	0,0557	-1,47	
	Julho	0,9%	0,0425	0,10	
	Agosto	1,3%	0,0729	0,11	
	Setembro	-2,0%	0,0983	-0,25	
	Outubro	6,0%	0,0381	1,43	
	Novembro	-2,1%	0,0329	-0,79	
	Dezembro	-0,8%	0,0599	-0,22	
2014	Janeiro	-8,5%	0,0609	-1,48	-0,44
	Fevereiro	-0,3%	0,0800	-0,10	
	Abril	2,4%	0,0713	0,27	

BTG Pactual CTVM S. A.

Ano	Mês	Retorno	Desv. Padrão	I. Sharpe	Média
2011	Maio	-1,6%	0,0577	-0,36	-0,08
	Junho	-3,3%	0,0668	-0,57	
	Agosto	-0,1%	0,0887	-0,07	
	Outubro	9,9%	0,1191	0,79	
	Novembro	-4,3%	0,2557	-0,19	
2012	Janeiro	2,2%	0,0509	0,34	0,32
	Fevereiro	9,7%	0,0785	1,17	
	Marco	-1,6%	0,0713	-0,29	
	Abril	-1,6%	0,0692	-0,30	
	Junho	-0,8%	0,1661	-0,08	
	Agosto	4,1%	0,0534	0,68	
	Setembro	5,9%	0,0613	0,88	
	Outubro	1,4%	0,0556	0,17	
	Novembro	1,2%	0,0499	0,14	
	Dezembro	4,3%	0,0785	0,48	
2013	Fevereiro	-2,6%	0,0554	-0,56	-0,24
	Marco	1,9%	0,0958	0,15	
	Abril	0,3%	0,0805	-0,03	
	Maio	-3,0%	0,0568	-0,62	
	Junho	-7,5%	0,0669	-1,20	
	Julho	-1,1%	0,0512	-0,22	
	Agosto	-0,8%	0,0927	-0,14	
	Setembro	1,9%	0,0558	0,26	
	Outubro	4,1%	0,0641	0,57	
	Novembro	1,7%	0,0666	0,17	
Dezembro	-3,1%	0,0354	-1,01		
2014	Fevereiro	0,6%	0,0782	0,01	0,01

Citigroup GMB CCTVM S. A.

Ano	Mês	Retorno	Desv. Padrão	I. Sharpe	Média
2010	Janeiro	-6,9%	0,0618	-1,20	-0,12
	Fevereiro	2,3%	0,0275	0,64	
	Marco	2,3%	0,0894	0,20	
2011	Abril	-3,0%	0,0684	-0,51	-0,75
	Maio	-1,7%	0,0512	-0,43	
	Junho	-2,0%	0,0501	-0,51	
	Julho	-10,4%	0,0689	-1,59	
	Agosto	-2,4%	0,0895	-0,32	
	Setembro	-14,9%	0,1336	-1,15	
2012	Fevereiro	4,4%	0,0555	0,70	0,18
	Julho	0,9%	0,1089	0,04	
	Agosto	-0,8%	0,0780	-0,16	
	Setembro	2,6%	0,0620	0,34	
	Outubro	-1,5%	0,0635	-0,31	
2013	Novembro	3,2%	0,0598	0,45	-0,66
	Janeiro	0,4%	0,0692	-0,02	
	Fevereiro	-3,2%	0,0262	-1,40	
	Marco	-2,3%	0,0419	-0,66	
	Maio	-3,4%	0,0434	-0,90	
	Junho	-9,2%	0,0724	-1,34	
	Outubro	4,0%	0,0618	0,56	
Dezembro	-2,3%	0,0321	-0,86		
2014	Janeiro	-7,5%	0,0505	-1,59	-0,52
	Fevereiro	-0,3%	0,0811	-0,09	
	Abril	2,6%	0,0456	0,46	
	Maio	-2,8%	0,0389	-0,85	

Corretora Geral de VC Ltda.

Ano	Mês	Retorno	Desv. Padrão	I. Sharpe	Média
2011	Janeiro	1,3%	0,0572	0,14	-0,08
	Fevereiro	-6,8%	0,0856	-0,86	
	Marco	4,7%	0,0891	0,47	
2012	Abril	9,0%	0,0313	2,72	0,44
	Maio	-6,9%	0,0424	-1,75	
	Junho	5,1%	0,0437	1,06	
	Julho	3,3%	0,0429	0,64	
	Agosto	4,3%	0,1013	0,37	
	Setembro	0,7%	0,0837	0,03	
	Fevereiro	2,1%	0,0649	0,24	
	Julho	1,5%	0,0367	0,26	
	Agosto	2,7%	0,0643	0,34	
2013	Setembro	-2,6%	0,0560	-0,56	-0,28
	Outubro	-2,6%	0,0352	-0,87	
	Novembro	-0,2%	0,0435	-0,17	
	Janeiro	-1,8%	0,0531	-0,44	
	Fevereiro	-0,9%	0,1004	-0,14	
2014	Marco	3,0%	0,0501	0,50	0,07
	Maio	0,7%	0,0602	0,04	
	Junho	1,3%	0,0838	0,10	

Corretora Souza Barros CT S. A.

Ano	Mês	Retorno	Desv. Padrão	I. Sharpe	Média
2009	Outubro	-3,4%	0,0628	-0,62	-0,62
2010	Agosto	-0,2%	0,0437	-0,15	-0,15
2011	Abril	-4,1%	0,0718	-0,64	-0,33
	Maio	-1,4%	0,0585	-0,32	
	Junho	0,4%	0,0618	-0,01	
	Julho	-7,3%	0,0519	-1,51	
	Agosto	-2,9%	0,0617	-0,56	
	Setembro	-8,7%	0,0606	-1,52	
	Outubro	9,5%	0,0734	1,23	
	Novembro	2,8%	0,0312	0,72	
2012	Janeiro	7,6%	0,0716	1,00	0,61
	Fevereiro	8,1%	0,0228	3,32	
	Marco	8,6%	0,0386	2,10	
	Abril	-4,6%	0,0740	-0,69	
	Maio	-2,3%	0,0554	-0,51	
	Junho	1,1%	0,0570	0,10	
	Julho	2,6%	0,0305	0,68	
	Agosto	1,3%	0,0937	0,08	
	Setembro	4,5%	0,0374	1,06	
	Outubro	-0,2%	0,0411	-0,18	
	Novembro	1,4%	0,0359	0,24	
	Dezembro	0,9%	0,0408	0,10	
2013	Janeiro	0,7%	0,0534	0,04	-0,46
	Fevereiro	-1,9%	0,0393	-0,61	
	Marco	0,2%	0,0496	-0,07	
	Abril	-5,8%	0,0782	-0,81	
	Maio	-1,7%	0,0259	-0,84	
	Junho	-6,8%	0,0552	-1,33	
	Agosto	-1,4%	0,0798	-0,24	
	Outubro	4,4%	0,0510	0,76	
	Novembro	-1,4%	0,0329	-0,57	
	Dezembro	-2,4%	0,0315	-0,93	
2014	Abril	5,1%	0,0603	0,75	0,75

Geração Futuro CV S.A.

Ano	Mês	Retorno	Desv. Padrão	I. Sharpe	Média
2011	Abril	-4,2%	0,0421	-1,12	-0,39
	Maio	-2,9%	0,0522	-0,66	
	Julho	-8,1%	0,0625	-1,37	
	Agosto	-5,9%	0,0483	0,00	
	Outubro	9,8%	0,0762	1,22	
2012	Janeiro	8,4%	0,0855	0,93	0,04
	Fevereiro	4,4%	0,0442	0,88	
	Maio	-9,5%	0,0653	-1,53	
	Junho	-0,1%	0,1415	-0,04	
	Setembro	-0,2%	0,1218	-0,06	
	Outubro	-1,6%	0,0742	-0,29	
	Novembro	0,5%	0,0586	0,00	
	Dezembro	2,2%	0,0433	0,39	
2013	Janeiro	-4,5%	0,0473	-1,06	-0,31
	Fevereiro	-4,0%	0,0375	-1,19	
	Marco	-9,6%	0,2262	-0,44	
	Abril	-8,6%	0,2234	-0,41	
	Maio	1,6%	0,0556	0,19	
	Julho	0,7%	0,0513	0,05	
	Agosto	-4,6%	0,1671	-0,31	
	Setembro	2,6%	0,0641	0,33	
	Outubro	3,4%	0,0680	0,42	
	Novembro	-0,9%	0,0790	-0,18	
Dezembro	-2,3%	0,0333	-0,85		
2014	Janeiro	-8,6%	0,0447	-2,05	-0,49
	Fevereiro	0,3%	0,0811	-0,02	
	Abril	0,1%	0,0759	-0,05	
	Maio	1,7%	0,0729	0,16	

Gradual CCTVM S/A

Ano	Mês	Retorno	Desv. Padrão	I. Sharpe	Média
2011	Maio	-3,8%	0,0438	-0,98	-0,49
	Junho	-4,2%	0,0628	-0,75	
	Agosto	-2,1%	0,0856	-0,30	
	Setembro	-9,4%	0,0731	-1,36	
	Outubro	6,3%	0,0624	0,93	
	Novembro	-2,6%	0,0658	-0,48	
2012	Janeiro	8,9%	0,0814	1,03	0,35
	Fevereiro	5,7%	0,0658	0,79	
	Marco	0,1%	0,0838	-0,04	
	Abril	-4,5%	0,0730	-0,69	
	Julho	7,1%	0,1021	0,65	
2013	Abril	-7,6%	0,2042	-0,40	0,22
	Agosto	-2,0%	0,0944	-0,26	
	Setembro	7,1%	0,0675	0,98	
	Outubro	5,8%	0,0647	0,82	
	Novembro	0,2%	0,0737	-0,04	
2014	Janeiro	-5,9%	0,1273	-0,50	-0,07
	Marco	-0,2%	0,1592	-0,05	
	Abril	1,9%	0,0588	0,24	
	Maio	1,1%	0,0792	0,07	
	Junho	2,4%	0,0862	0,22	
	Julho	-1,1%	0,0372	-0,44	

HSBC CTVM S.A.

Ano	Mês	Retorno	Desv. Padrão	I. Sharpe	Média
2011	Abril	-3,1%	0,0738	-0,48	-0,27
	Maio	-1,9%	0,0444	-0,53	
	Junho	-2,9%	0,0478	-0,70	
	Agosto	0,9%	0,0981	0,04	
	Setembro	-6,4%	0,0792	-0,88	
	Outubro	7,7%	0,0820	0,88	
	Novembro	-0,4%	0,0514	-0,18	
2012	Janeiro	7,0%	0,0726	0,90	0,07
	Fevereiro	4,3%	0,0568	0,66	
	Marco	-3,3%	0,0700	-0,54	
	Abril	-11,9%	0,2294	-0,54	
	Maio	-8,3%	0,1106	-0,80	
	Junho	0,8%	0,0718	0,04	
	Julho	2,4%	0,0680	0,28	
	Agosto	3,2%	0,0780	0,35	
	Setembro	3,9%	0,0494	0,68	
	Outubro	-2,8%	0,0461	-0,72	
	Novembro	0,9%	0,0532	0,07	
	Dezembro	2,9%	0,0564	0,42	
2013	Janeiro	-1,6%	0,0678	-0,32	-0,29
	Fevereiro	-4,0%	0,0517	-0,87	
	Marco	0,0%	0,0469	-0,11	
	Abril	1,0%	0,0467	0,11	
	Maio	-1,9%	0,0735	-0,33	
	Junho	-6,7%	0,0638	-1,12	
	Julho	-0,5%	0,0563	-0,18	
	Agosto	0,0%	0,0848	-0,06	
	Setembro	0,8%	0,0650	0,04	
	Outubro	3,0%	0,0686	0,36	
	Novembro	-1,5%	0,0480	-0,42	
	Dezembro	-0,9%	0,0223	-0,61	
2014	Janeiro	-7,8%	0,0363	-2,28	-1,16
	Fevereiro	0,2%	0,0794	-0,04	

Omar Camargo CCV Ltda.

Ano	Mês	Retorno	Desv. Padrão	I. Sharpe	Média
2010	Agosto	-1,7%	0,0787	-0,28	-0,28
	Junho	5,3%	0,0517	0,93	
2012	Agosto	-1,3%	0,0831	-0,22	0,26
	Setembro	2,2%	0,1195	0,14	
	Outubro	-0,1%	0,0612	-0,09	
	Novembro	0,8%	0,0354	0,10	
	Dezembro	4,1%	0,0527	0,68	
2013	Janeiro	-2,9%	0,0689	-0,50	-0,37
	Fevereiro	-2,3%	0,0675	-0,42	
	Marco	-3,9%	0,0655	-0,67	
	Abril	-2,4%	0,0752	-0,39	
	Maio	0,0%	0,0654	0,30	
	Junho	-12,4%	0,1306	-0,99	
	Julho	0,1%	0,0528	-0,08	
	Agosto	-0,9%	0,0821	-0,17	
	Setembro	0,0%	0,0478	-0,10	
	Outubro	-0,1%	0,0561	-0,10	
	Novembro	-2,6%	0,0438	-0,71	
	Dezembro	-4,9%	0,0893	-0,60	
2014	Janeiro	-6,1%	0,0489	-1,34	-0,28
	Fevereiro	1,8%	0,0641	0,20	
	Abril	1,7%	0,0402	0,30	

Pax Corretora de Valores

Ano	Mês	Retorno	Desv. Padrão	I. Sharpe	Média
2011	Junho	0,0%	0,0418	-0,13	0,34
	Outubro	5,3%	0,0596	0,81	
2012	Fevereiro	6,7%	0,0631	0,98	0,47
	Marco	1,6%	0,0737	0,14	
	Abril	-2,5%	0,1280	-0,24	
	Maio	-8,9%	0,0886	-1,06	
	Junho	6,5%	0,0329	1,83	
	Setembro	4,2%	0,0594	0,62	
	Dezembro	6,6%	0,0609	1,00	
2013	Janeiro	-1,0%	0,0633	-0,23	-0,14
	Fevereiro	3,3%	0,0653	0,42	
	Marco	-0,8%	0,1162	-0,12	
	Abril	-0,6%	0,0548	-0,19	
	Junho	-6,1%	0,0864	-0,76	
	Julho	0,5%	0,0436	-0,01	
	Setembro	1,5%	0,1042	0,09	
	Outubro	4,1%	0,0916	0,39	
	Novembro	-1,4%	0,0676	-0,28	
	Dezembro	-4,7%	0,0772	-0,67	
2014	Janeiro	-5,8%	0,0443	-1,41	-0,28
	Fevereiro	1,9%	0,0913	0,16	
	Abril	3,2%	0,0621	0,43	

Planer CV S. A.

Ano	Mês	Retorno	Desv. Padrão	I. Sharpe	Média
2011	Abril	-1,0%	0,0809	-0,18	-0,27
	Maio	-0,7%	0,0602	-0,19	
	Junho	-4,9%	0,0588	-0,91	
	Julho	-4,2%	0,0655	-0,72	
	Agosto	-3,5%	0,1020	-0,39	
	Setembro	-11,8%	0,1074	-1,14	
	Outubro	10,7%	0,1188	0,86	
	Novembro	2,7%	0,0431	0,52	
2012	Janeiro	11,9%	0,0720	1,59	-0,08
	Fevereiro	8,2%	0,1383	0,55	
	Marco	-4,1%	0,0695	-0,67	
	Abril	-5,9%	0,1138	-0,56	
	Maio	-12,5%	0,1064	-1,22	
	Junho	-0,9%	0,1618	-0,08	
	Julho	-0,9%	0,0893	-0,16	
	Outubro	-0,1%	0,0755	-0,08	
	Novembro	1,0%	0,0513	0,09	
	Dezembro	-0,6%	0,0459	-0,25	
2013	Janeiro	-0,9%	0,0774	-0,18	-0,30
	Fevereiro	-0,7%	0,0775	-0,15	
	Marco	-2,2%	0,0422	-0,64	
	Abril	0,0%	0,0549	-0,10	
	Maio	-3,0%	0,0632	-0,55	
	Junho	-10,5%	0,0757	-1,46	
	Agosto	-0,6%	0,1014	-0,11	
	Setembro	5,2%	0,0427	1,10	
	Outubro	-0,2%	0,0519	-0,13	
	Novembro	-1,3%	0,0451	-0,39	
Dezembro	-3,6%	0,0576	-0,72		
2014	Janeiro	-4,5%	0,0767	-0,66	-0,18
	Fevereiro	-0,9%	0,0652	-0,22	
	Marco	4,9%	0,0649	0,68	
	Abril	-2,2%	0,0593	-0,45	
	Junho	1,8%	0,0481	0,27	
	Julho	-1,9%	0,0342	-0,71	

Rico CTVM

Ano	Mês	Retorno	Desv. Padrão	I. Sharpe	Média
2011	Outubro	8,8%	0,0733	1,14	1,14
	Fevereiro	6,7%	0,0659	0,94	
	Marco	1,2%	0,0858	0,08	
	Abril	-8,2%	0,2506	-0,35	
	Maio	-11,8%	0,1175	-1,05	
2012	Junho	4,4%	0,0479	0,81	0,24
	Julho	5,7%	0,0642	0,81	
	Agosto	-1,3%	0,0831	-0,22	
	Setembro	4,7%	0,0455	0,92	
	Outubro	-3,1%	0,1087	-0,33	
	Novembro	1,9%	0,0333	0,42	
	Dezembro	4,0%	0,0537	0,64	
	Janeiro	-3,7%	0,0479	-0,87	
	Fevereiro	-2,2%	0,0853	-0,32	
	Marco	2,3%	0,0939	0,19	
2013	Abril	-2,1%	0,0542	-0,48	-0,23
	Maio	-2,1%	0,0464	-0,55	
	Junho	-9,2%	0,0936	-1,03	
	Julho	2,2%	0,0519	0,33	
	Agosto	0,1%	0,0922	-0,05	
	Setembro	2,6%	0,0404	0,52	
	Outubro	1,9%	0,1029	0,14	
	Novembro	1,5%	0,0758	0,13	
	Dezembro	-1,8%	0,0283	-0,80	
	2014	Janeiro	-9,2%	0,0401	
Fevereiro		-4,0%	0,0613	-0,73	
Abril		3,1%	0,0674	0,38	

Santander CCVM S/A

Ano	Mês	Retorno	Desv. Padrão	I. Sharpe	Média
2011	Abril	-2,4%	0,0532	-0,54	-0,37
	Junho	-0,6%	0,0610	-0,19	
2012	Fevereiro	3,9%	0,0622	0,55	0,04
	Abril	-3,3%	0,0782	-0,49	
	Maio	-12,6%	0,0465	-2,82	
	Junho	3,3%	0,0454	0,61	
	Julho	3,5%	0,0471	0,64	
	Agosto	6,6%	0,0584	1,05	
	Setembro	3,2%	0,0494	0,54	
	Outubro	-0,3%	0,0901	-0,09	
	Novembro	-0,2%	0,0803	-0,09	
	Dezembro	2,5%	0,0392	0,51	
2013	Janeiro	-6,7%	0,0824	-0,87	-0,20
	Fevereiro	-7,6%	0,0750	-1,07	
	Marco	-5,9%	0,1912	-0,33	
	Abril	-0,4%	0,0800	-0,11	
	Maio	-0,1%	0,0718	-0,09	
	Junho	-8,3%	0,0898	-0,98	
	Julho	2,5%	0,0243	0,84	
	Agosto	1,3%	0,0565	0,14	
	Setembro	0,6%	0,0525	0,01	
	Outubro	2,5%	0,0807	0,24	
	Novembro	-0,3%	0,0941	-0,08	
	Dezembro	0,3%	0,0689	-0,03	
2014	Fevereiro	-0,6%	0,0656	-0,17	0,01
	Abril	-0,6%	0,0848	-0,13	
	Maio	2,9%	0,0771	0,31	

Um Investimentos S.A. CTVM

Ano	Mês	Média Retornos	Desv. Padrão	I. Sharpe	Média
2009	Outubro	2,7%	0,0706	0,31	0,31
2011	Abril	-1,7%	0,0825	-0,26	-0,57
	Maio	-3,6%	0,1022	-0,40	
	Junho	-0,9%	0,0497	-0,28	
	Julho	-9,4%	0,0672	-1,47	
	Agosto	-2,7%	0,0922	-0,35	
	Setembro	-15,9%	0,1074	-1,53	
	Novembro	-2,4%	0,0533	-0,54	
2012	Janeiro	9,4%	0,0628	1,42	0,14
	Fevereiro	4,5%	0,0396	1,02	
	Marco	2,2%	0,0693	0,24	
	Abril	-10,7%	0,1965	-0,57	
	Maio	-13,3%	0,0932	-1,48	
	Junho	3,7%	0,0565	0,56	
	Julho	3,0%	0,0630	0,40	
	Agosto	1,2%	0,0893	0,08	
	Setembro	4,4%	0,0495	0,79	
	Outubro	-2,9%	0,0459	-0,74	
	Novembro	-0,8%	0,0512	-0,25	
	Dezembro	1,4%	0,0633	0,15	
2013	Janeiro	-2,8%	0,0753	-0,44	-0,35
	Fevereiro	-1,6%	0,0732	-0,29	
	Marco	-0,3%	0,0541	-0,14	
	Abril	-0,6%	0,0483	-0,22	
	Maio	-2,3%	0,0726	-0,39	
	Junho	-11,3%	0,0720	-1,64	
	Julho	2,0%	0,0327	0,45	
	Agosto	-6,4%	0,1607	-0,43	
	Setembro	3,9%	0,0577	0,58	
	Novembro	-0,9%	0,0662	-0,21	
	Dezembro	-3,4%	0,0340	-1,15	
	2014	Janeiro	-8,9%	0,0676	
Fevereiro		0,2%	0,0571	-0,05	
Abril		0,0%	0,0546	-0,09	
Maio		2,0%	0,0622	0,24	

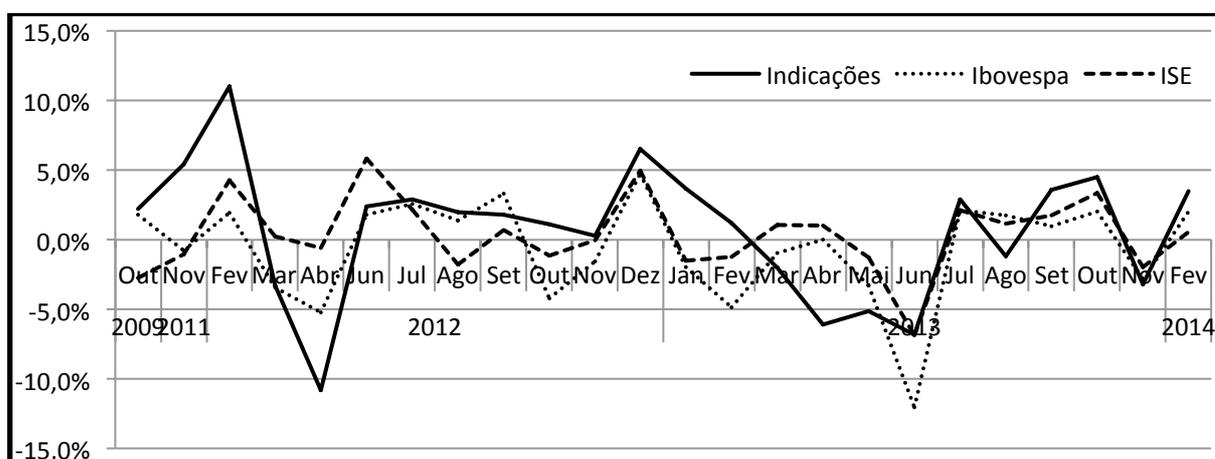
XP Investimentos CCTVM S.A.

Ano	Mês	Retorno	Desv. Padrão	I. Sharpe	Média
2011	Abril	-3,0%	0,0675	-0,51	-0,19
	Maio	1,8%	0,0612	0,22	
	Junho	3,2%	0,1259	0,22	
	Julho	-5,8%	0,0972	-0,65	
	Agosto	-2,5%	0,0894	-0,33	
	Setembro	-8,4%	0,1007	-0,89	
	Outubro	6,8%	0,0792	0,80	
	Novembro	-12,6%	0,3516	-0,37	
2012	Janeiro	8,1%	0,0665	1,14	0,41
	Fevereiro	6,1%	0,0424	1,33	
	Marco	-0,3%	0,0499	-0,16	
	Abril	-16,2%	0,3313	-0,51	
	Maio	-6,9%	0,0582	-1,27	
	Junho	5,2%	0,0339	1,39	
	Dezembro	6,3%	0,0644	0,91	
2013	Janeiro	0,5%	0,0774	0,00	-0,52
	Fevereiro	0,4%	0,0504	-0,01	
	Marco	-2,2%	0,0576	-0,46	
	Abril	-10,0%	0,2691	-0,39	
	Maio	-3,6%	0,0278	-1,49	
	Junho	-9,1%	0,0619	-1,56	
	Julho	2,2%	0,0370	0,45	
	Agosto	-4,9%	0,0520	-1,03	
Novembro	-0,5%	0,0651	-0,15		
2013	Dezembro	-4,5%	0,0839	-0,59	-0,47
	Janeiro	-7,0%	0,0378	-1,99	
	Fevereiro	4,0%	0,0525	0,67	
	Abril	0,6%	0,0775	0,01	

APÊNDICE G – Desempenho das corretoras de valores em comparação aos índices de mercado

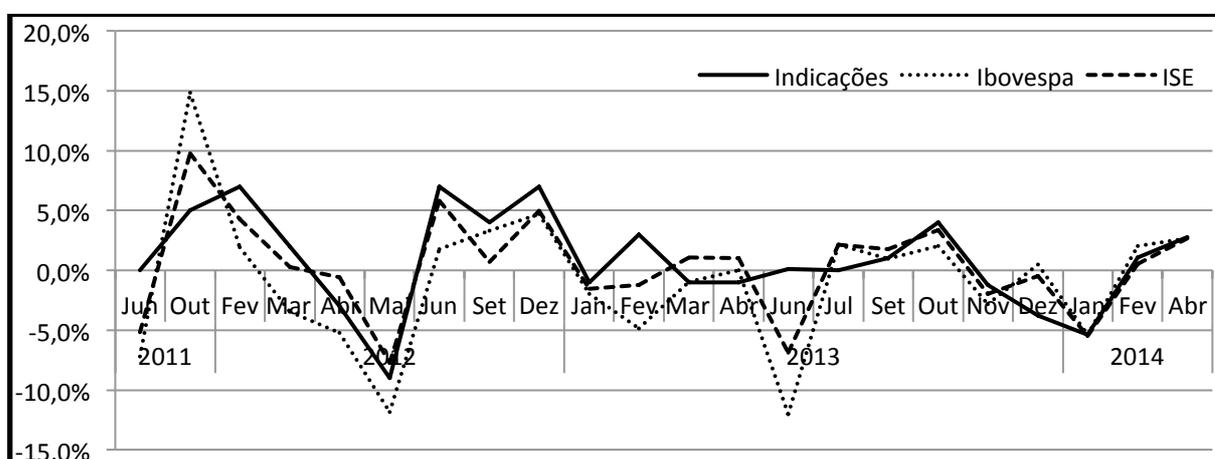
A corretora Ágora CTVM S/A obteve nos meses de suas indicações um retorno ligeiramente positivo se comparado aos índices de referência, porém, o desempenho não foi sistemático, apresentando uma grande oscilação entre resultados positivos e negativos.

Ágora CTVM S/A



O desempenho da Pax Corretora de Valores se manteve mais próximo da média de retorno dos índices de referência, porém, ainda assim, foi observado um retorno ligeiramente positivo mas não sistemático, ficando em vários meses abaixo dos valores utilizados como referência de comparação.

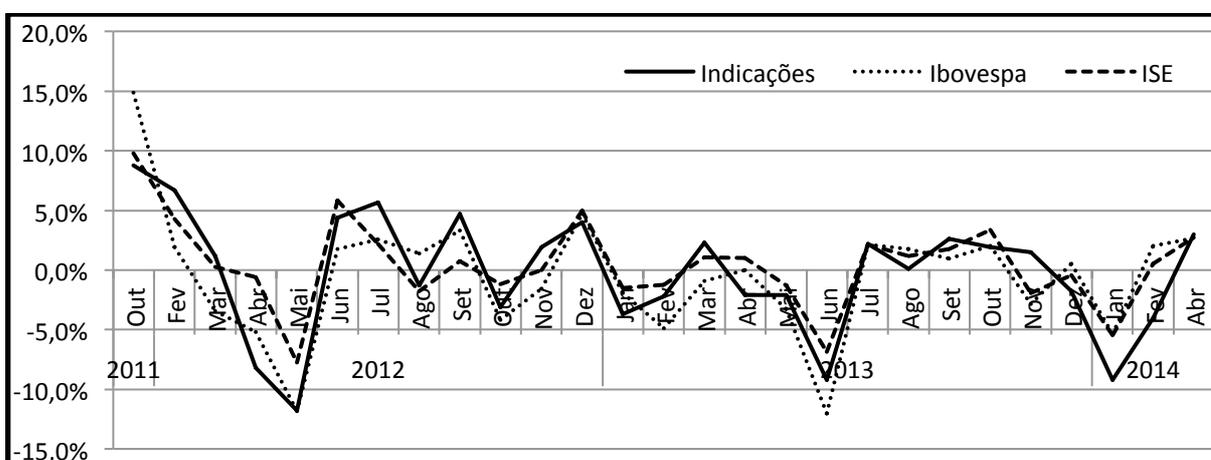
Pax Corretora de Valores



Nos retornos da Pax Corretora de Valores é possível observar uma proximidade muito grande com os retornos dos índices de mercado e, dois desvios de tendência, um no mês de fevereiro de 2013 e outro no mês de dezembro de 2010.

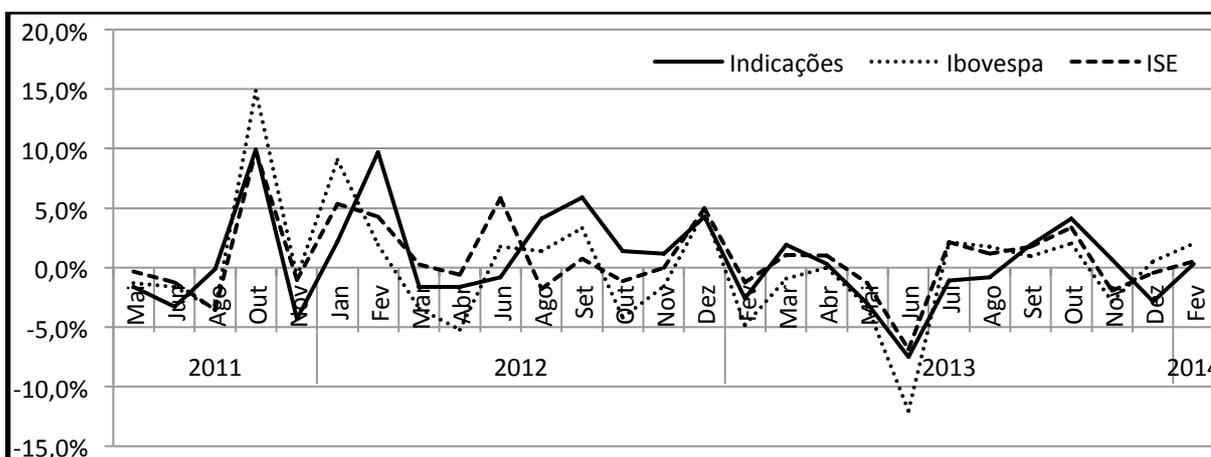
No caso da Rico CTVM, é também possível observar a existência da mesma tendência de retorno dos índices de referência, porém, no caso desta corretora, o desempenho médio no período foi inferior às carteiras dos índices.

Rico CTVM



As corretoras BTG Pactual CTVM S. A., Gradual CCTVM S/A e Corretora Souza Barros CT S.A. assim como as anteriormente apresentadas, possuem em seus retornos médios uma tendência em acompanhar os retornos dos índices de referência.

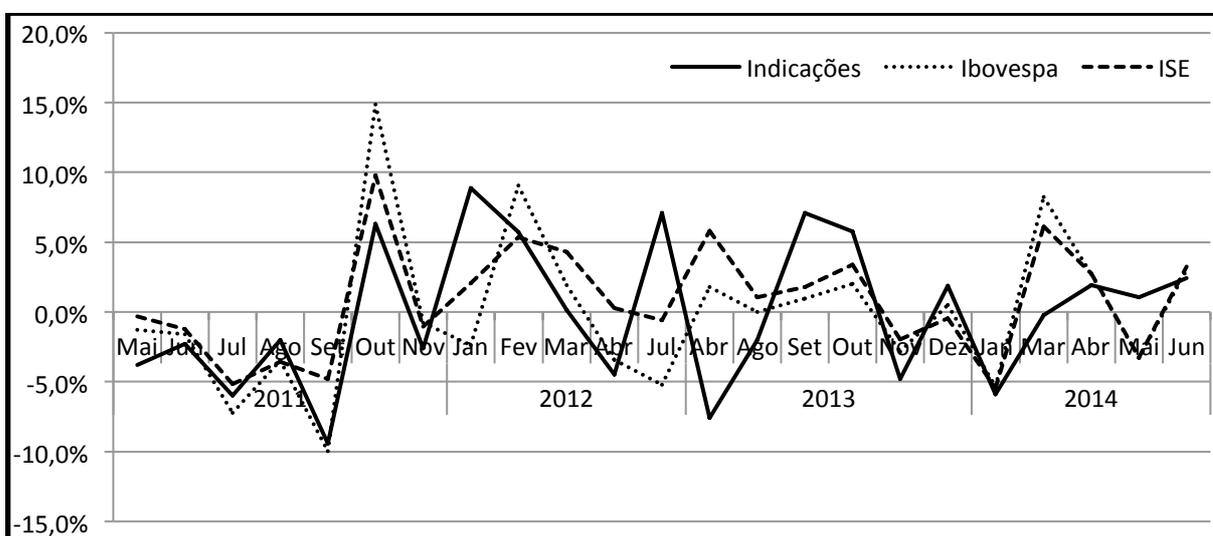
BTG Pactual CTVM S. A.



O maior período em que a corretora BTG Pactual CTVM S. A. conseguiu retornos superiores que os índices de referência foi entre agosto e novembro de 2012 e o maior retorno obtido pelas indicações desta corretora foi em fevereiro de 2012, porém, a corretora não consegue manter o desempenho para os demais períodos.

O desempenho da corretora Gradual CCTVM S/A também foi inferior à média dos índices de comparação, não conseguindo também desempenho superior de forma sistemática aos valores de comparação.

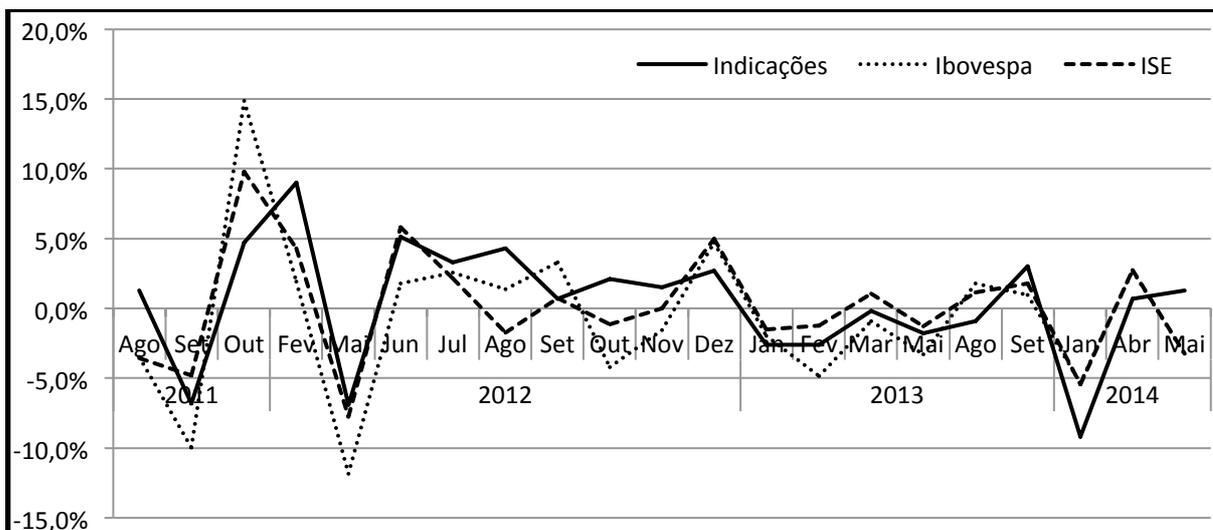
Gradual CCTVM S/A



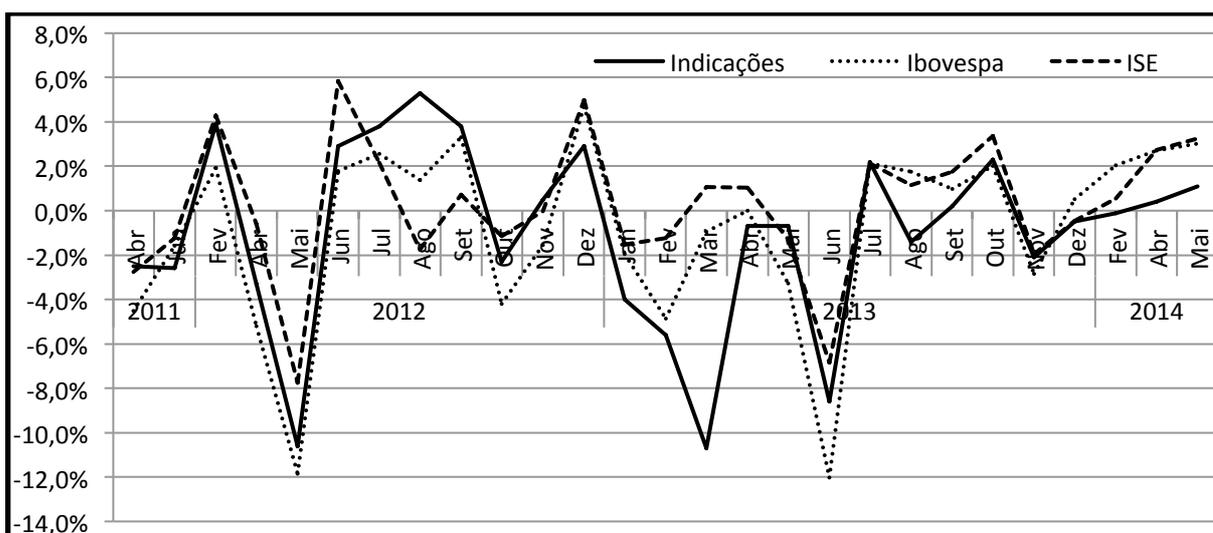
O destaque para os retornos das indicações da corretora Gradual CCTVM S/A são nos meses de janeiro e julho de 2012 e setembro e outubro de 2013, nestes meses, o desempenho das indicações da corretora foi consideravelmente superior aos índices de referência.

A Corretora Geral de VC Ltda., conseguiu retornos superiores em agosto e setembro de 2011, fevereiro, julho, agosto, outubro e novembro de 2012, setembro de 2013 e maio de 2014, o pior desempenho desta corretora ocorreu em janeiro de 2014.

Corretora Geral de VC

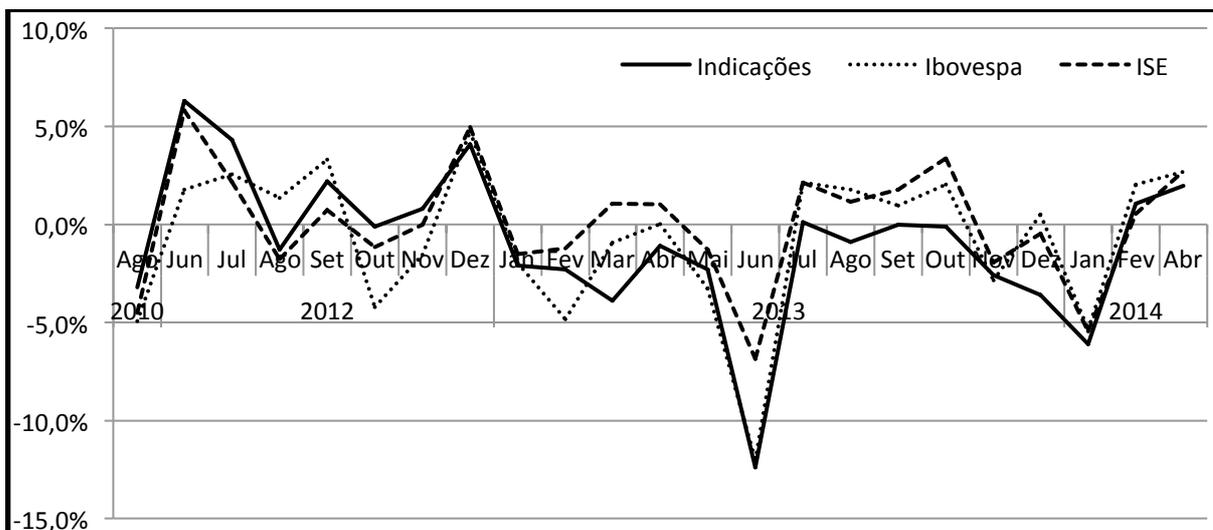


Santander CCVM S/A



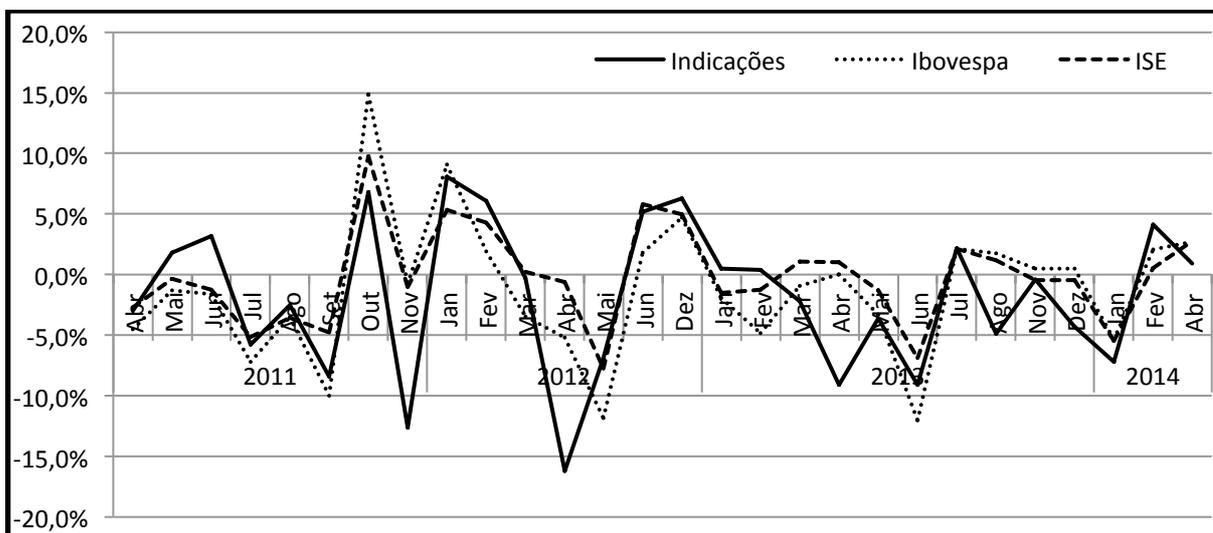
As indicações da corretora Santander CCVM S/A chama atenção no mês de março de 2013, os dois índices apresentaram valorização nos ativos de suas carteiras, ao passo que a indicação da corretora apresentou uma queda, o melhor desempenho da corretora em detrimento dos índices de referência foi em agosto de 2012.

Omar Camargo CCV Ltda.



Um dado importante que pode ser observado com relação aos retornos das indicações da corretora Omar Camargo CCV Ltda., é no de junho de 2013, onde os dois índices apresentaram uma grande desvalorização, o retorno das indicações acompanha o Ibovespa.

XP Investimentos CCTVM S.A.



Nos retornos das indicações da XP Investimentos CCTVM S.A., o que mais chama a atenção são as grandes quedas em novembro de 2011, abril de 2012 e abril de 2013, sendo que esta última, contraria a tendência dos índices de comparação.

Por fim, é apresentado o acompanhamento da Citigroup, a corretora que no acumulado dos retornos das indicações, apresentou o pior resultado entre as corretoras selecionadas para esta análise.

Os retornos das indicações da corretora Citigroup GMB CCTVM S.A. também não se desvia das tendências do mercado, apresentando as maiores diferenças em quedas nos meses de julho e setembro de 2011.

Citigroup GMB CCTVM S.A.

