

UNIVERSIDADE FEDERAL DE ALAGOAS
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

PAULO GABRIEL CAVALCANTI SODRÉ DE ALMEIDA

**FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM AÇÕES BRASILEIROS: UM ESTUDO
SOBRE GESTÃO ATIVA**

Maceió
2022

PAULO GABRIEL CAVALCANTI SODRÉ DE ALMEIDA

**FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM AÇÕES BRASILEIROS: UM ESTUDO
SOBRE GESTÃO ATIVA**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Alagoas, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Keuler Hissa Teixeira.

Maceió
2022

Catálogo na fonte
Universidade Federal de Alagoas
Biblioteca Central
Divisão de Tratamento Técnico

Bibliotecária: Taciana Sousa dos Santos – CRB-4 –2062

A447f Almeida, Paulo Gabriel Cavalcanti Sodré de.

Fundos de investimentos em ações brasileiros: um estudo sobre gestão ativa / Paulo Gabriel Cavalcanti Sodré de Almeida. – 2022.

42 f. : il. color.

Orientador: Keuler Hissa Teixeira.

Monografia (Trabalho de Conclusão de Curso em Ciências Econômicas)
– Universidade Federal de Alagoas. Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade. Maceió, 2022.

Bibliografia: f. 39-42.

1. Fundos de investimentos. 2. Ações (Finanças). 3. Hipótese de
Mercados Eficientes. 4. Gestão ativa. I. Título.

CDU: 336.76



ANEXO III

REGULAMENTO PARA TCC DO CURSO DE ECONOMIA

FICHA DE AVALIAÇÃO DO TCC

TÍTULO DO TCC: FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM AÇÕES BRASILEIRAS: UM ESTUDO SOBRE GESTÃO ATIVA

ALUNO(A): PAULO GABRIEL CAVALCANTI SODRÉ DE ALMEIDA

Nº MATRÍCULA: 17111532

DATA DA APRESENTAÇÃO: 28 / 01 / 2022

BANCA EXAMINADORA

PROF. ORIENTADOR: KEULER HISSA TEIXEIRA

PROF. AVALIADOR 1: ADHEMAR RANCIARO NETO

PROF. AVALIADOR 2: ANA CAROLINA DA CRUZ LIMA

NOTAS ATRIBUÍDAS

MEMBROS DA BANCA	NOTA TRABALHO ESCRITO (NTE) Peso 08 (NTE X 8) /10	NOTA DEFESA ORAL (NDO) Peso 02 (NDO X 2) /10	NOTA FINAL	ASSINATURA DOS PROFESSORES
1. PROF. ORIENTADOR:	9,0	9,0	9,0	<i>Keuler Hissa Teixeira</i>
2. PROF. AVALIADOR 1:	9,0	9,0	9,0	<i>A. R. Neto</i>
3. PROF. AVALIADOR 2:	9,0	9,0	9,0	<i>Ana Carolina da Cruz Lima</i>
MÉDIA FINAL DO TCC [(1+2+3) / 3]		9,0		

OBSERVAÇÕES

Maceió, 28 / 01 / 2022

Prof. Dr. Roberto R. Simiqueli
Coordenador de Graduação em Economia
Prof. Roberto Resende Simiqueli
Coordenador do Curso de Economia

FOLHA DE APROVAÇÃO

PAULO GABRIEL CAVALCANTI SODRÉ DE ALMEIDA

**FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM AÇÕES BRASILEIROS: UM ESTUDO
SOBRE GESTÃO ATIVA**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Alagoas, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovado em: ____/____/____

Comissão Examinadora

Prof. Dr. Keuler Hissa Teixeira
Universidade Federal de Alagoas
Orientador

Prof. Dr. Adhemar Ranciaro Neto
Universidade Federal de Alagoas
Examinador Interno

Profa. Dra. Ana Carolina da Cruz Lima
Universidade Federal do Rio de Janeiro
Examinador Externo

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, aos meus pais, que dedicam toda sua vida à minha felicidade e sucesso, sem eles, este momento jamais aconteceria. Dentre todos os tipos de fortuna possíveis, a minha maior é ter a família que tenho, sou grato todos os minutos da minha vida a eles.

À Letícia, minha fã número um, que me incentiva e me desafia todos os dias a ser uma pessoa melhor, que acredita em mim quando não tenho mais forças para acreditar.

Aos amigos que a faculdade me proporcionou e me ajudaram em diversas situações, principalmente em momentos difíceis durante esta jornada; em especial a João Victor e Raul. Aos tantos outros que levarei pelo resto da vida e fizeram a trajetória ser mais leve e cheia de momentos marcantes: Nathália, Paulo Humberto, Anderson, Guilherme, Letícia Soares, Hércio e muitos outros que de alguma forma contribuíram para este capítulo da minha vida.

Ao meu orientador, Keuler Hissa, que não foi somente um grande mestre em sala de aula, mas também uma pessoa extremamente paciente com um orientando agoniado em quase todo o trabalho, além de um ótimo amigo para jogar conversa fora nas longas reuniões que deram origem a este estudo.

A todos da banca examinadora, que dispuseram de parte importante de seu tempo e se comprometeram em examinar este trabalho.

Aos demais professores do curso de Economia, que foram responsáveis por boa parte da minha formação intelectual e profissional, além de grandes autoridades em suas áreas de conhecimento, em especial àqueles que fizeram uma grande diferença: Camila Hermida, Alexandra e Anderson Aristides.

A todo o time da MCI Capital, que abriu as portas para minha trajetória profissional e proporcionam o melhor ambiente de trabalho possível, além de me desafiarem todos os dias a superar os meus limites.

RESUMO

Este estudo tem, como finalidade, analisar o desempenho dos fundos de ações brasileiros no período de 2010 a 2021 com objetivo de entender as variáveis que influenciam as performances dos fundos de diferentes estratégias. Há um extenso debate dentro da academia e em âmbito profissional sobre a capacidade de gestores e investidores de gerar retornos constantes por um longo período de tempo em excesso a uma carteira de mercado, sob a égide da Hipótese de Mercados Eficientes (HME); uma vez que é observado que alguns gestores se sobressaem ao longo do tempo, enquanto outros não, faz-se necessário uma investigação acerca de determinantes de desempenho. Para tanto, colheu-se dados da Anbima e CVM e foi estimado um modelo econométrico para analisar o desempenho dos fundos em relação ao índice Ibovespa no período de 01/01/2010 a 31/12/2020. Foi encontrado, ao longo do estudo, que fundos de gestoras independentes ou de conglomerados não pertencentes ao grupo dos cinco principais bancos comerciais no Brasil, fundos com classificação Anbima Ações Livres, com maior patrimônio sob gestão e mais antigos, tendem a possuir uma performance superior. Enquanto isso, fundos dos maiores bancos comerciais em operação no Brasil, classificados como Índice Ativo, tendem a ter piores desempenhos.

Palavras-chave: Fundos de investimentos; Ações; Gestão Ativa; Hipótese de Mercados Eficientes.

ABSTRACT

This study has the goal of making an analysis of Brazilian equities mutual funds performance between 2010 and 2021 in order to understand the many variable that can be relevant to the profitability of the different kinds of strategies of these funds. There is a considerable debate within the academy and the financial market players about the hability of portfolio manangers and investor to perform better than the investments indexes, while making an active investing, according the Efficient Markets Hypothesis (EMH); once there are some investors who create value over its benchmarks along the time, it's relevant to make an investigation about the reasons why some may have better profitabilty than others. Therefore, data collected from Anbima and CVM were used to creat an econometric model for the performance analysis of the Ibovespa Index between 01/01/2010 and 01/01/2021. Along the study, the output found was that independent asset managements and those who didn't belong to any of the five main brazilian financial institutions, whose funds were classified as Anbima Ações Livres, with greatest assets under management and largest track record tend to have a better performance. On the other hand, funds of the five biggest brazilian financial institutions with the strategy classification of Anbima Índice Ativo, tend to have worst results.

Key-words: Mutual funds; Stocks; Brazilian Equities; Active Management; Efficient Market Hypothesis.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Principais gestoras de recursos em custódia e quantidade de fundos na amostra	29
Tabela 2 – Quantidade de fundos por quartil de performance de acordo com sua classificação Anbima	32
Tabela 3 – Determinantes da Performance dos Fundos	33

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Fronteira Eficiente	16
---	-----------

LISTA DE EQUAÇÕES

Quadro 1 – Estudos de autores relevantes para a discussão proposta	21
---	-----------

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Evolução da taxa Selic desde 2000.	27
Gráfico 2 - Número de fundos de ações no Brasil por ano desde 2002.....	28
Gráfico 3 - Quantidade de fundos por quartil de acordo com o perfil da gestora. .	30

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
1 REFERENCIAL TEÓRICO	13
1.1 Escolas de Análise	13
1.2 Teorias Clássicas das Finanças.....	15
1.3 Hipótese dos Mercados Eficientes.....	17
2 CONTEXTUALIZAÇÃO	19
2.1 A Indústria de Fundos de Investimentos	19
2.2 Gestão Ativa <i>Versus</i> Passiva e a Performance dos Fundos de Ações	20
3 METODOLOGIA E BASE DE DADOS	23
3.1 Base de Dados	23
3.2 Modelo Econométrico	25
4 RESULTADOS E DISCUSSÕES.....	27
4.1 Resultados Preliminares	27
4.2 Análise Econométrica.....	32
4.2.1 Discussão	34
CONCLUSÃO.....	37
REFERÊNCIAS.....	39

INTRODUÇÃO

A performance de portfólios é objeto de discussão quando se fala do mercado de ações. Os trabalhos de Eugene Fama (1960, 1970) tal como a Teoria Moderna do Portfólio, formulada por Markowitz (1952), e o estudo sobre o desempenho dos fundos mútuos de Jensen (1968) são fundamentais para compreender a eficiência dos mercados e da gestão de carteiras. Os mercados são, de acordo com os autores acima, eficientes, isto é, os preços refletem todas as informações disponíveis e os agentes possuem um grau de racionalidade que não seria possível gerar performance consistente e anormal acima das carteiras de mercado. Mesmo assim, performances notórias de investidores como Warren Buffet e Peter Lynch parecem colocar em xeque essa teoria ou, pelo menos, sugerir que há um espaço para a irracionalidade do mercado (HAGSTROM, 2019).

A indústria de fundos de investimento no Brasil vem apresentando forte crescimento nos últimos anos. Desde o início de 2016, quando se iniciou um *bull market*¹ na bolsa de valores brasileira, em que o índice Ibovespa subiu de 37 mil até 131 mil pontos em junho de 2021, acumulando uma alta aproximada de 254% no período (B3, 2021), os fundos de investimentos em ações bateram recordes de captação, saindo de um saldo líquido aproximado de R\$ 140 bilhões, em dezembro de 2015, para aproximadamente R\$ 700 bilhões, de acordo com Anbima (2021), representando um crescimento de cinco vezes no valor sob custódia dos fundos de ações. Além disso, os *exchange traded funds* (ETF's), que são fundos passivos, ou seja, replicam um determinado índice de referência ou *benchmark* e são negociados em bolsa, tiveram forte crescimento em sua demanda, saindo de um valor em torno de R\$ 2 bilhões em patrimônio líquido para R\$ 41 bilhões em junho de 2021 (ANBIMA, 2021).

O crescimento dessa indústria enfatiza a discussão dos mercados eficientes, uma vez que essa linha de pensamento, conforme Jensen (1968), sugere que os fundos de investimentos de gestão ativa (aqueles que buscam ter uma rentabilidade superior a um nível de referência) possuem, em geral, uma performance pior que o mercado devido a seus altos custos com taxas, além de uma baixa capacidade dos gestores desses fundos de prever o comportamento do mercado. Por isso, o investidor deveria optar por seguir um fundo de gestão passiva ou simplesmente replicar a carteira de mercado.

¹ *Bull Market* é o nome dado a mercados em tendência de alta, em alusão ao touro, que ataca de baixo para cima. Os mercados com tendência de baixa são chamados *bear market*, que simboliza o urso, pois seu ataque é de cima para baixo.

Posto que, no Brasil, há uma quantidade razoável de fundos de ações que conseguiram obter rentabilidade superior ao índice Ibovespa ao longo dos últimos anos (EID JUNIOR e ROCHMAN, 2008), o presente trabalho tem como objetivo estudar a indústria dos fundos de ações brasileiros para os anos de 2010 a 2020 e buscar identificar determinantes de performance relevantes, com o objetivo de entender padrões presentes naqueles que conseguiram entregar valor para seu cotista acima do seu *benchmark*² e entender os que possuem performance inferior.

O período a ser analisado pelo trabalho justifica-se pela mudança de comportamento do mercado de capitais no Brasil, tal como das diferentes situações econômicas que o país enfrentou nesse espaço de tempo. O índice Ibovespa caiu, de seu ponto máximo em 2010 à mínima em janeiro de 2016, cerca de 49,3% e, desde então, subiu 254% até sua máxima histórica em níveis nominais, em junho de 2021 (B3, 2021). Portanto, será relevante o estudo do desempenho dos fundos analisados em períodos tanto de *bear* quanto de *bull market*.

Outrossim, o tema desta monografia possui importância tanto no âmbito do mercado profissional quanto no acadêmico, dado que sua usabilidade irá complementar o debate sobre a alocação de portfólio em fundos de ações de gestão passiva ou ativa em ambos os ambientes. Uma vez que trabalhos como os de Eid Júnior e Rochman (2008), Faria, Souza e Malaquias (2014), entre outros, tratam da viabilidade do investimento em fundos de gestão ativa, o presente trabalho busca acrescentar à discussão acadêmica uma análise sobre determinantes da performance desse tipo de fundo.

O primeiro capítulo trata dos referenciais teóricos e possui quatro subseções, as quais buscam trazer à tona as discussões presentes dentro das teorias financeiras e econômicas, como a Hipótese dos Mercados Eficientes (HME), que é um dos cerne do debate sobre viabilidade de gestão ativa ou passiva em fundos de ações. Além disso, é feita uma revisão das teorias de alocações de portfólio que são fundamentais para o início da discussão existente no trabalho. As discussões aqui presentes são indispensáveis para a compreensão da motivação da realização deste estudo, uma vez que ele busca colaborar com uma perspectiva diferente no âmbito dos trabalhos que estudam fundos de investimentos.

O capítulo dois aborda a metodologia utilizada dentro da base de dados extraída para o estudo das determinantes de performance dos fundos de investimentos analisados.

² *Benchmark* é o nome dado a um índice de referência a ser seguido ou superado.

Em seguida, o capítulo três discute os dados levantados de maneira qualitativa e quantitativa e os resultados da pesquisa. Por fim, consta a conclusão a fim de encerrar o trabalho por meio de uma síntese do que foi ponderado.

1 REFERENCIAL TEÓRICO

O capítulo irá tratar das teorias de portfólio formuladas ao longo do tempo em que os mercados financeiros se desenvolvem, tal como busca trazer os pontos que enfatizam a discussão proposta à luz da teoria das finanças. Dessa forma, será discutido o início das propostas de análises do comportamento dos mercados, passando pela Teoria Moderna do Portfólio, pela Hipótese dos Mercados Eficientes (HME) e pelos dados atuais da indústria de fundos de investimento e as discussões das performances em fundos de gestão ativa *versus* passiva. Tais estudos são relevantes para que haja uma melhor compreensão acerca das teorias que fomentam a discussão sobre a maneira mais adequada de gerir portfólios, uma vez que não há consensos na literatura a respeito do modelo ideal de gestão.

1.1 Escolas de Análise

A busca por uma explicação do comportamento do mercado é objeto de estudo há, pelo menos, mais de um século. Metodologias de análise, como técnica e fundamentalista, possuem um arcabouço de premissas para sugerir a melhor maneira de fazer investimentos em ativos nos quais os preços sofram constantes flutuações. De acordo com Belmont (2010), o mercado acionário se caracteriza pela assimetria de informações, o que gera forte volatilidade e oportunidade de compra e venda de ativos.

De acordo com Lemos (2016, p.22): “Análise técnica é o estudo da ação do mercado, primariamente por meio do uso de gráficos, com o objetivo de prever tendências futuras”. O autor cita outra definição para essa abordagem: “A análise técnica é a interpretação da ação do mercado para antecipar os movimentos futuros dos preços” (LEMOS, 2016, p. 22). Araújo Júnior (2009, p. 18) define que: “A análise técnica consiste no estudo do comportamento histórico do mercado, observando suas tendências e reações, com vista à determinação de seu estado atual e de suas condições futuras”.

No século XIX, o jornalista Charles Dow desenvolveu princípios que ficariam conhecidos como a “Teoria de Dow” no intuito de explicar o movimento de preços e

volatilidade dos mercados líquidos (BELMONT, 2010): 1 – todas as informações disponíveis estão refletidas no preço; 2 – o mercado se move em tendências, que podem ser primárias, secundárias ou terciárias. A primeira são os movimentos, ou pernas, de mais longo prazo; já a segunda são movimentos intermediários de correções dentro de uma onda primária e a terceira se caracteriza por correções ainda menores e de prazos mais curtos; 3 – volumes confirmam tendências, ou seja, para que haja uma tendência de alta, é necessário um alto volume à medida que o preço do ativo sobe e um baixo volume quando o preço cai. O inverso também é verdadeiro. Em uma tendência de baixa, o volume sobe quando o preço do ativo cai. 4 – Uma tendência não dura para sempre e, em algum momento, se reverterá (BELMONT, 2010).

Sobre análise fundamentalista, Malta e Camargos (2016, p. 53) definem:

A análise fundamentalista, cuja proposição inicial se deu com a publicação do livro *Security Analysis*, por Graham e Dodd, em 1934, baseia-se na análise quantitativa, qualitativa e temporal dos fundamentos da empresa, traduzida em diversos índices e indicadores econômico-financeiros e de mercado, e visa, basicamente, a avaliar o desempenho da empresa, como forma de identificar os resultados (consequências) retrospectivos e prospectivos das diversas decisões financeiras tomadas, e a partir disso, fazer um prognóstico da empresa.

A análise fundamentalista possui ênfase na contabilidade. Thomsett (1998) explica que os indicadores financeiros auxiliam os analistas a identificar tendências e projetar resultados futuros. Para que sejam avaliados os resultados futuros, é utilizada uma técnica conhecida como *valuation*. Damoradan (2011) afirma que existem duas abordagens dessa técnica: intrínseco e relativo. Na primeira, o autor afirma que o valor intrínseco de um ativo depende do pelo fluxo de caixa esperado ao longo do tempo do ativo e o de seu grau de incerteza. Já a abordagem relativa consiste na comparação dos indicadores financeiros e preço de mercado dos ativos similares, portanto, o *valuation* intrínseco busca uma visão do valor gerado de um negócio, o relativo traz uma estimativa mais realista do valor (DAMODARAN, 2011).

A obra de Graham e Dodd (1934), o clássico *Security Analysis*, ensina uma série de premissas necessárias para avaliar um ativo. Mais tarde, Graham (1949) lança seu clássico “O Investidor Inteligente”, sua ideia central é que, a partir de uma análise minuciosa dos demonstrativos financeiros, seria possível comprar uma empresa por um valor consideravelmente abaixo de seu valor intrínseco, uma vez que o mercado

negligenciava uma série de empresas e, em algum momento, esse fato seria revertido e os preços refletiriam o verdadeiro valor da ação.

1.2 Teorias Clássicas das Finanças

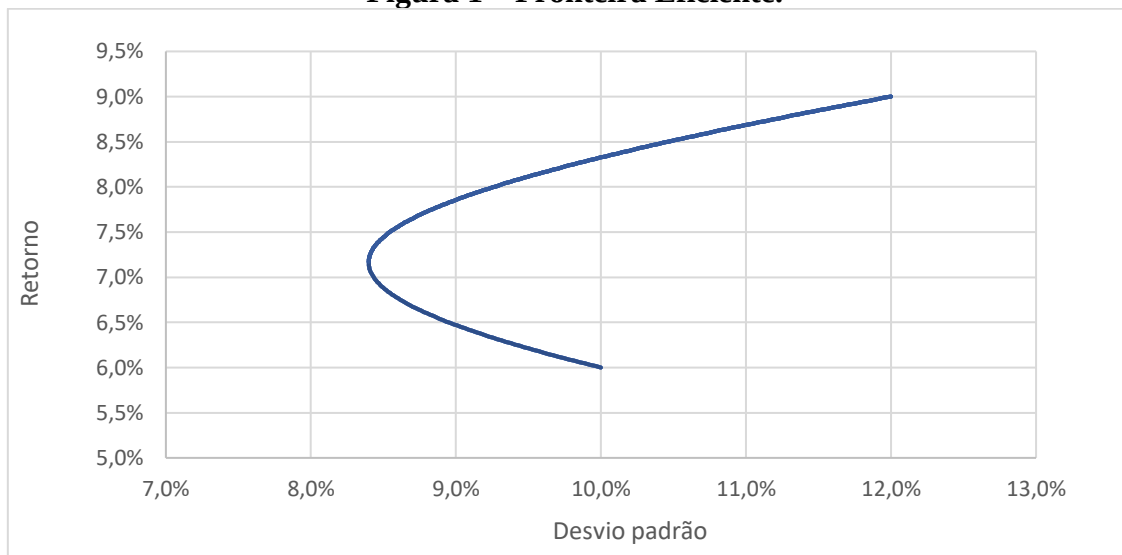
Markowitz (1952) dá origem à Teoria Moderna do Portfólio, que é um ponto de inflexão na teoria sobre construção de carteiras, ao modificar o conceito de diversificação. Ao contrário do que se propunha à época, de que a diversificação se dava pelo maior número de ativos constituindo um portfólio, o autor argumenta que há um fato de correlação, que varia de -1 a 1, em que, quanto menor, maior a diversificação e, portanto, menor o risco. Dessa forma, um portfólio bem diversificado deve ser o mais descorrelacionado possível. O autor sugere que, no intuito de se formar o melhor portfólio, o investidor precisa olhar para o retorno esperado da carteira e a variabilidade desses. O retorno esperado de dois ativos se dá por:

$$R_p = \sum_{i=1}^N W_i R_i \quad (1)$$

R_i é o retorno esperado pelo ativo i , e W_i é o peso do ativo i no portfólio. Já o desvio padrão da carteira é dado por:

$$\sqrt{(W_1^2 * \sigma_1^2) + (W_2^2 * \sigma_2^2) + 2 * W_1 * W_2 * \sigma_1 * \sigma_2 * \rho_{12}} \quad (2)$$

Na qual, σ_i é o desvio padrão do i -ésimo retorno do ativo e ρ_{12} é a correlação dos ativos 1 e 2. Uma vez que se tem o retorno esperado, variâncias e covariâncias dos ativos, uma combinação diversa dos ativos dá origem ao gráfico no formato “*bullet*”, conforme a figura 1.

Figura 1 – Fronteira Eficiente.

Fonte: Elaboração própria, a partir de Markowitz (1952).

O nível de risco que cada investidor aceitará depende de fatores inerentes ao seu perfil. Tobin (1958) define três tipos de investidor: Propenso ao risco; avesso ao risco e indiferente ao risco. O primeiro perfil aceita maiores volatilidades em troca de maior retorno; o segundo renuncia ao retorno em troca de maior segurança, ou menor volatilidade; o terceiro analisa apenas o retorno esperado e irá alocar recursos no ativo que apresentar maiores expectativas de retorno, independente da volatilidade assumida na operação.

Com base no trabalho de Markowitz (1952), Sharpe (1964) formulou o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Ele afirma que um portfólio não pode apresentar diversificação completa, não importa o grau de diversificação da carteira, isso porque além do risco diversificável, o qual chamou de “não sistemático”, existe um risco inerente ao mercado, não diversificável, chamado “sistemático” e medido pelo coeficiente β . Sobre o CAPM, Mussa *et al.* (2008, p. 4) definem:

Por este modelo, o retorno de qualquer ativo é determinado pelo retorno do ativo livre de risco e pelo prêmio de mercado multiplicado pelo fator beta, que mede a sensibilidade dos retornos do ativo em relação à carteira de mercado. Trata-se, portanto, de um modelo de fator único, o beta, que seria o fator que explicaria a diferença de retorno exigido entre os ativos, numa relação linear.

Fernandes *et al.* (2018, p. 437) explicam que o CAPM “representa uma relação linear entre o retorno de uma ação e seu prêmio de risco. As premissas do modelo são expectativas homogêneas e existência de um ativo livre de risco”. O modelo apresenta a seguinte equação:

$$R_i = R_f + \beta_i(R_M - R_f) \quad (3)$$

Na qual, R_i representa o retorno do ativo, R_f é o retorno do ativo livre de risco, β_i é o risco sistemático e $R_M - R_f$ é o prêmio de risco do mercado em relação ao ativo livre de risco. Já o β é calculado pela equação a seguir:

$$\beta_i = \frac{cov(R_i, R_M)}{var(R_M)} \quad (4)$$

Sharpe (1964) argumenta que, uma vez que a diversificação irá reduzir apenas parcialmente o risco de uma carteira, apenas o β é importante para que se tenha o retorno esperado.

1.3 Hipótese dos Mercados Eficientes

O nível de eficiência dos mercados e o grau de racionalidade de seus agentes é um dos pontos centrais no debate sobre a capacidade de geração de performance anormal por parte de fundos de investimento e portfólios individuais.

A teoria dos mercados eficientes predominava nas grandes universidades americanas na década de 1960 (MARKS, 2013). De acordo com o autor, a ideia central se baseia na premissa de que todos os agentes financeiros são racionais, possuem acesso homogêneo a todas as informações disponíveis e reagem rapidamente a novos dados. Para Assaf Neto (2003), um mercado eficiente é aquele cujos preços refletem todas as informações disponíveis e se ajustam rapidamente a novas informações. Uma vez que isso seja verdade, não é financeiramente viável que se tente fazer uma gestão ativa de um portfólio de ações, ou seja, deve-se apenas replicar a carteira de mercado.

A base da hipótese da eficiência de mercado (HEM) está na afirmativa de que o preço de um ativo reflete as informações disponíveis sobre a instituição emissora, impossibilitando aos investidores qualquer ganho anormal (MUSSA *et al.* 2008). Fama (1970) é o precursor das teorias que impulsionam o debate acerca da racionalidade dos mercados; ele afirma que existem três formas de eficiência: fraca, semiforte e forte. Na primeira, a totalidade das informações passadas disponíveis está incorporada aos preços correntes e, portanto, eles não são eficientes para preverem o comportamento de preços futuros. A segunda forma adiciona o componente de informações públicas que estão

contidas nos preços e, na terceira, as informações privadas estão precificadas, assim, *insider traders*³ não conseguiriam obter retornos anormais ao longo do tempo.

Fama (1970) propõe três condições suficientes para a verificação de eficiência no mercado: custo de transação zero; informações disponíveis e sem custo a todos os participantes do mercado e expectativas homogêneas quanto ao preço futuro e consenso quanto aos fatores que compõem os preços atuais.

No Brasil, o teste da forma de eficiência do mercado local já foi objeto de estudo por diversos autores, como examinados por Forti, Peixoto e Santiago (2009), os quais averiguaram que 42% dos autores estudados aceitam a HME para a forma fraca do mercado brasileiro, já 58% rejeitam essa hipótese, entretanto, e argumentam que os vieses estatísticos dos trabalhos ou falta deles torna inconclusivo se o mercado brasileiro é eficiente para a forma fraca. Eles citam ainda o trabalho de Camargos e Barros (2003) que examinam 10 estudos, dos quais sete desses aceitam a eficiência de mercado para a forma fraca. Forti, Peixoto e Santiago (2009) ainda encontram que 100% dos trabalhos aceitam a eficiência do mercado de ações do Brasil para a forma semiforte, tal como todos esses a rejeitam para a forma forte. Todavia, os autores apontam que esse resultado não infere na eficiência da forma semiforte, uma vez que os estudos em questão buscavam dados de ineficiência informacional, o que pode, segundo Fama (1970), gerar grande variabilidade nos resultados.

Schiehl (1996), ao analisar o retorno das ações do índice Ibovespa do período de 1987 a 1995, concluiu que o mercado brasileiro é eficiente na forma semiforte; já Camargos e Carvalho (2011) rejeitaram a hipótese de eficiência do mercado brasileiro para a forma semiforte, quando analisaram o efeito da distribuição de dividendos no preço das ações de 85 empresas listadas na antiga BM&FBovepa⁴.

³ Termo utilizado para definir pessoas que operam no mercado financeiro em posse de informação privilegiada.

⁴ Em 2017, a BM&F Bovespa se fundiu com a Cetip e foi criada a B3, empresa hoje responsável pela bolsa de valores no Brasil.

2 CONTEXTUALIZAÇÃO

2.1 A Indústria de Fundos de Investimentos

Fundo de Investimento configura-se como um condomínio de comunhão de recursos com o fim de realizar investimentos em ativos financeiros (CVM, 2014). Nas últimas duas décadas, os fundos de investimentos têm se tornado a principal alternativa para os pequenos investidores. Já no início do século XXI, o número de fundos mútuos nos Estados Unidos era maior do que o número de ações listadas na *NYSE* ⁵ (ROUWENHORST, 2016). No Brasil, existem mais de 24 mil fundos divididos em todas as categorias disponíveis, se considerarmos os fundos de investimento em cotas. Desses, mais de 3 mil são da categoria de ações (ANBIMA, 2021).

O ano de 2018 terminou com 813.780 cpfs cadastrados na bolsa brasileira (B3) e, dois anos depois, em 2020, esse número saltou para 3.229.318⁶, mesmo em ano de forte recessão global devido à crise sanitária da Covid-19. Silva *et al.* (2020) citam a influência da XP Investimentos nesse processo de crescimento do mercado financeiro brasileiro ao conseguir atingir um público detentor de alto volume de recursos e com pouco acesso a soluções de investimentos por parte de seus bancos.

A expressiva variação positiva no patrimônio líquido dos fundos de investimento em renda variável, tanto de gestão ativa quanto de gestão passiva, que viram sua custódia sair de R\$ 247 bilhões, em 2015, para R\$ 748 bilhões, em 2020, tal como o crescimento acelerado de novos entrantes na bolsa de valores brasileiras, mostram o maior apetite por risco por parte dos investidores, uma vez que a taxa Selic sai de 14,25% ao ano em 2016 até chegar a sua mínima de 2% ao ano em 2020 (ANBIMA, 2021). Berchielli (2003) aponta que a taxa de juros é uma das variáveis que influenciam o preço das ações, sendo quanto mais baixa, maior a predisposição dos investidores a buscar ativos de maior risco. No mesmo período, o mercado de fundos de renda fixa salta de R\$ 1,4 trilhão sob gestão para R\$ 2,3 trilhões, crescimento de 64%, consideravelmente inferior aos percentuais dos ativos de maior risco anteriormente citados (ANBIMA, 2021).

⁵ Bolsa de valores de Nova Iorque, mais conhecida pela sigla *NYSE*.

⁶ Em outubro de 2021, esse número subiu para 4 milhões.

2.2 Gestão Ativa Versus Passiva e a Performance dos Fundos de Ações

Dado o debate sobre a eficiência de mercado, é corriqueira a discussão sobre a capacidade de investidores profissionais de gerar uma performance consistente acima da carteira de mercado. Do ponto de vista do investidor individual, a decisão entre fazer a gestão de seu próprio portfólio ou delegá-la para um terceiro é objeto de constante dúvida.

Castro e Minardi (2009) apontam que gestão passiva consiste em deter uma carteira composta por todos os ativos disponíveis no mercado, ou seja, busca seguir um índice de referência. Na gestão passiva, há menores custos de negociação e, uma vez que o mercado possui eficiência informacional, não é possível obter retornos consistentes acima da média no longo prazo. Além disso, os fundos de ações que fazem a gestão ativa da carteira, ou seja, buscam um retorno superior à carteira de mercado, possuem custos consideravelmente mais altos dos que os fundos passivos, tornando o desempenho médio líquido daquela classe inferior no longo prazo.

No intuito da avaliação sobre a viabilidade econômica de se investir em fundos de ações com gestão ativa, a questão central é se há geração de valor, de fato, pelos gestores do fundo, ao ponto que seja justificável ter um custo mais alto com a intenção de se obter uma rentabilidade média superior ao mercado.

O estudo pioneiro na análise de performance dos fundos de investimento foi realizado por Jensen (1968), que analisou 115 fundos de 1945 a 1964 e concluiu que não houve um resultado consideravelmente superior à carteira de mercado pela habilidade dos gestores de preverem o comportamento dos preços dos ativos.

Laes (2010) estuda o rendimento de 812 fundos de ações brasileiros entre 2002 e 2009 e conclui que há “pouquíssimos fundos” que agregam valor ao cotista ao longo do tempo, tendo a maioria “desagregado” por efeito de capacidade de gestão e não de fatores aleatórios. Angelidis, Giamouridis e Tessaromatis (2013) apontam que o fator de seleção de ações representa a maior parte da má performance dos gestores de fundos mútuos. Tais resultados insinuam a maior eficácia da escolha de uma gestão passiva.

Faria, Souza e Malaquias (2014) analisam o desempenho de uma amostra de fundos ativos e passivos de ações e multimercados no Brasil de 2006 a 2011, com base na Hipótese dos Mercados Eficientes, e encontram que a performance dos fundos de ações não é significativamente diferente, independentemente de sua modalidade de gestão, o que confirma a hipótese da eficiência informacional do mercado. Os autores compararam

uma média do índice Sharpe⁷ de fundos de ações de gestão ativa e passiva, além do mesmo índice para fundos multimercados *long and short* para chegarem à conclusão final.

Eid Júnior e Rochman (2008) analisam 699 fundos abertos de 68 gestores do período de 2001 a 2006, nas classes de ações, multimercado, renda fixa e cambial. Os autores afirmam não haver consenso sobre a discussão de geração de valor por parte desse veículo de investimento e chegam à conclusão de que os fundos de ações e multimercados adicionam valor ao cotista, enquanto os de renda fixa e cambial não. Eles citam que, em relação aos determinantes de performance, os fundos mais antigos e com maiores patrimônios possuem desempenho melhor em relação aos demais, quando se trata de fundos de ações. Oliveira (2020), ao estudar 84 fundos de ações de gestão ativa entre 2015 e 2019, conclui que essa modalidade conseguiu agregar valor ao investidor acima de seu *benchmark* e afirma que a HME não se confirmou no seu trabalho.

Sobre o efeito da cobrança de taxas de administração no resultado dos fundos, Dalmácio, Nossa e Filho (2007) averiguaram em um período de 32 meses que a performance de fundos de ações de diferentes classes, no Brasil, não foi afetada pelos custos desses, sugerindo que outros fatores são mais relevantes no resultado da gestão. Por outro lado, Silva, Roma e Iquiapaza (2018) identificam que a cobrança de altas taxas de administração apresentam uma correlação negativa com a performance, sugerindo que o investidor deve procurar fundos com menores taxas para obter melhores resultados. Os autores apontam, ainda, que fundos maiores entregam performances superiores.

O quadro 1 abaixo mostra um resumo de algum dos principais estudos utilizados nesse trabalho.

Quadro 1 – Estudos de autores relevantes para a discussão proposta.

Autores	Objeto do estudo	Conclusão
Forti, Peixoto e Santiago (2009)	Forma de eficiência do mercado brasileiro de acordo com trabalhos prévios.	42% dos autores aceitam a eficiência do mercado brasileiro para a forma fraca, enquanto 58% a rejeitam. 100% deste aceitam a eficiência para a forma semi-forte.
Schiehl (1996)	Forma de eficiência do mercado brasileiro de ações.	O mercado brasileiro é eficiente para forma semi-forte para o período de 1987 a 1995.

⁷ Índice que mede o nível de risco e retorno de um ativo, dado seu retorno, desvio padrão e uma taxa livre de risco.

Faria, Souza e Malaquias (2014)	Performance de fundos de ações e multimercados ativos e passivos no Brasil.	Hipótese de eficiência informacional do mercado confirmada, uma vez que os fundos de ações não possuem performance significativamente diferentes.
Jensen (1968)	Resultado dos fundos de ações ativas.	Fundos não agregam valor em média, devido aos altos custos e baixa capacidade preditiva de gestão.
Dalmácio, Nossa e Filho (2007)	Efeito da taxa de administração sobre a performance dos fundos.	Performance dos fundos não foi afetada pelos custos. Existem fatores mais relevantes como determinantes de performance.
Silva, Roma e Iquiapaza (2018)	Efeito da taxa de administração sobre performance dos fundos.	Existe uma correlação negativa entre custos e performance. Fundos com menores custos tendem a performar melhor
Eid Júnior e Rochman (2006)	Desempenho de fundos de ação, cambial, renda fixa e multimercados no Brasil.	Gestão ativa adiciona valor ao investidor em detrimento da gestão passiva.

Fonte: Elaboração própria (2021).

3 METODOLOGIA E BASE DE DADOS

3.1 Base de Dados

Foram analisados os fundos de ações sobreviventes entre os períodos de 01/01/2010 a 01/01/2021, compreendendo um período de 11 anos com dados de retornos diários acumulados. Para o trabalho, concentrou-se na análise dos fundos de ação de gestão ativa. Os dados utilizados para o estudo foram extraídos da base Economatica, além de dados públicos da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (Anbima) e Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A Anbima classifica os fundos por três níveis, sendo o primeiro dividido entre: renda fixa, fundos de ações, multimercados e cambial. O segundo nível diz respeito ao tipo de gestão, podendo ser ativo ou passivo. Já o terceiro nível, por sua vez, é referente à estratégia.

As classificações de estratégia de terceiro nível para os fundos de ações se dividem em sete, sendo elas:

1 – Valor/crescimento: buscam investir em empresas cujo valor das ações esteja sendo negociado abaixo do seu “valor justo”.

2 – Setoriais: investe em empresas no mesmo setor econômico.

3 – Dividendos: fundos que investem em empresas com um histórico de *Dividend Yield*⁸ alto e consistente.

4 – *Small caps*: investem majoritariamente em empresas de baixo valor de mercado; o fundo é obrigado a ter pelo menos 85% de sua carteira e empresas que não estejam entre as 25 maiores participações no índice IBrX – Índice Brasil. Os 15% restantes podem ser alocados em outras ações maiores, contanto que não estejam entre as 10 maiores participações do mesmo índice.

5 – Sustentabilidade/governança: investem em empresas com bons níveis de governança corporativa ou com destaque em sustentabilidade social ou empresarial. O fundo precisa explicar os critérios utilizados para investir em cada empresa.

6 – Índice Ativo (*Indexed Enhanced*): Para bater o índice de referência, o fundo busca fazer deslocamentos táticos em relação ao índice.

7 – Ações Livres: fundos que não possuem compromisso com uma estratégia específica.

⁸ Percentual do lucro líquido distribuído aos acionistas em relação ao valor de mercado em forma de proventos.

A amostra estudada consiste em 158 fundos, excluindo-se os fundos *master*, pois não há possibilidade de o investidor acessar esse veículo, e fundos da categoria setorial, uma vez que as restrições sobre investir em um determinado setor podem não atender aos objetivos do trabalho de avaliar a capacidade de criação de valor por meio da gestão ativa. Excluiu-se da amostra de fundos sobreviventes aqueles com patrimônio líquido inferior a R\$ 15 milhões, fundos exclusivos e aqueles com taxa de administração inferior a 1,00% ao ano, tendo em vista que essa indústria tem por prática taxas mais altas, então buscou-se maior homogeneização dos fundos com essa exclusão.

O período de análise é justificado pelos diferentes momentos econômicos que o país passou, sendo 2010 um ano com crescimento na ordem de 7% do PIB brasileiro, 2015 e 2016 anos de recessão econômica, no qual o primeiro desses é marcado por uma alta no IPCA. Além disso, o Brasil teve quatro presidentes no período, passou por um processo de *impeachment* em 2016 e o mundo foi afetado pela pandemia da Covid-19 em 2020. Todo esse ambiente desafiador fez com que o CDI acumulado no período da análise superasse o índice Ibovespa, o *benchmark* do estudo e da indústria dos fundos brasileiros de ações, em 91,7 pontos percentuais.

Nem todos os fundos da amostra possuem o Ibovespa como principal *benchmark*, no entanto, a comparação contra esse índice é pertinente para o estudo por homogeneizar a performance analisada, além de ser o principal índice de referência para investimentos em ações no país, o que seria equivalente a dizer que, quando se busca uma gestão de portfólio ativa, envolverá custos com taxas de administração e performance. Em face disso, o mínimo que o investidor busca é um retorno acima do índice Ibovespa.

Os 158 fundos foram classificados de acordo com sua performance definida pelo excesso de retorno do fundo em relação ao índice Ibovespa para o período estudado de 1/1/2010 a 1/1/2021; dessa forma, o prêmio sobre o Ibovespa dos fundos nesse período é dado na equação 5.

$$\text{Excesso de retorno} = R_{\text{fundo}} - R_{\text{Ibov}} \quad (5)$$

R_{fundo} é o retorno do fundo em determinado período e R_{Ibov} é o retorno do *benchmark* do estudo. Da mesma forma, em termos de retorno acumulado, o cálculo foi feito conforme a equação 6 abaixo:

$$\text{Excesso de performance} = R_{\text{acumulado fundo}} - R_{\text{acumulado Ibov}} \quad (6)$$

Dentro do período do estudo, o Ibovespa obteve retorno acumulado de 69,43%. Dentro da divisão dos quartis, o grupo dos 25% com melhor performance começa com os fundos que obtiveram retorno em excesso acima de 167,18%, que representa a performance do fundo BNP Paribas Small Caps FIA; o segundo quartil tem seus fundos dentre aqueles que obtiveram um excesso de retorno acumulado a partir de 76,55%, desempenho do Bradesco FIA Ibrx Multipatrocinado e o terceiro quartil possui seu limite de desempenho com o fundo Geração Futuro Fia Garda, que obteve 13,86% de performance acima do Ibovespa no período. Abaixo desse, todos os fundos estão no quarto quartil.

3.2 Modelo Econométrico

A partir dessa prerrogativa da performance acumulada em excesso ao índice Ibovespa, foi feita uma análise econométrica de corte transversal, uma vez que suas unidades são os fundos de investimentos. Por conseguinte, foi estimada uma regressão usando o método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), conforme o modelo abaixo:

$$\begin{aligned} PERFORMANCE_i = & \beta_0 + \beta_1 INDIE_i + \beta_2 PAT_i + \beta_3 DIAS_i + \beta_4 DIAS_i^2 \\ & + \beta_5 COT_i + \sum_{k=2}^5 \alpha_k ANBIMA + u_i \end{aligned} \quad (7)$$

Onde, $PERFORMANCE_i$ é a variável dependente representada pelo excesso de performance acumulada de cada fundo em relação à performance acumulada do índice Ibovespa dentro do período analisado. $INDIE_i$ é uma variável *dummy* que representa o conglomerado financeiro do qual o fundo faz parte, sendo = 1, caso faça parte de gestora dos cinco principais bancos comerciais em operação no Brasil: Itaú, Banco do Brasil, Bradesco, Caixa e Santander, e igual 0 para gestoras independentes e outros. PAT_i representa o patrimônio médio do fundo sob gestão ao longo dos 12 meses antecedentes ao último dia da amostra. $DIAS_i$ é a idade de cada fundo em dias desde a data da primeira cota até o último dia da amostra, ou seja, 1/1/2021. $DIAS_i^2$ é a idade do fundo em dias ao quadrado. $ANBIMA$ é uma variável categórica que representa um conjunto de *dummies*, dividida pela classificação Anbima de cada fundo, na qual a classificação Ações Livre foi

a variável referência. COT_i é definido pela quantidade de cotistas por fundo. As performances foram classificadas por unidade de fundo e representam o valor acumulado de cada um.

As variáveis escolhidas no modelo justificam-se por:

- 1 – $INDIE_i$ (Gestora): tradicionalmente os cinco maiores bancos comerciais brasileiros possuem mais recursos, no entanto, como a área de investimentos não faz parte de seu núcleo principal de monetização, isso incentiva os melhores gestores e analistas a se tornarem independentes e abrirem seus próprios fundos, piorando a qualidade da gestão dos fundos dos chamados “bancões”.
- 2 – PAT_i (Patrimônio): de acordo com Eid Junior e Rochman (2008), motivos de economia de escala e maior poder de barganha fazem com que fundos com mais recursos possam ter desempenho superior, no entanto os fundos menores possuem mais agilidade e isso pode fazer diferença na performance final.
- 3 – $DIAS_i$ (Idade): fatores como experiência do gestor e possíveis custos mais altos para fundos mais jovens indicam que fundos mais velhos tenham um desempenho mais favorável, em linha com Eid Junior e Rochman (2008).
- 4 – $ANBIMA$ (Classificação Anbima): hipótese de que a classificação que o fundo participa influencia a qualidade da gestão do portfólio e, consequentemente, o desempenho final.
- 5 – COT_i (Cotistas): A quantidade de cotistas de um fundo pode ter influência na performance final, uma vez que, em momentos de alta volatilidade e incerteza no mercado, é possível que haja volumes expressivos de resgates, os quais podem influenciar negativamente no desempenho final.

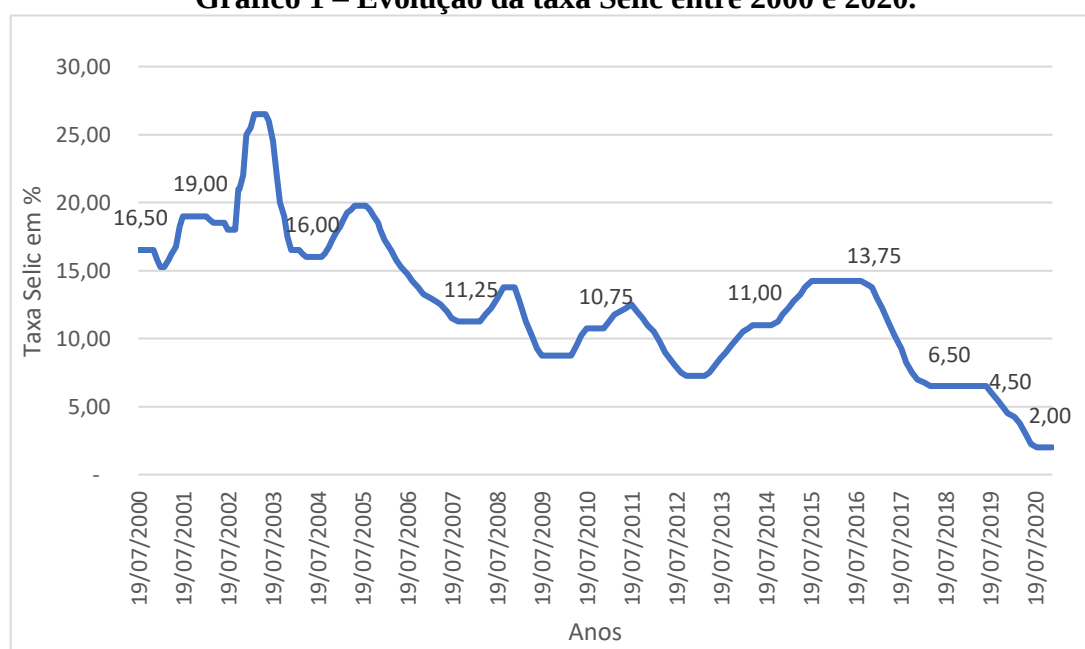
4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

4.1 Resultados Preliminares

O presente trabalho examinou uma amostra de fundos de ações sobreviventes brasileiros, de gestão ativa, e algumas de suas características que justificam a performance observada em relação ao índice Ibovespa no período de 1/1/2010 a 1/1/2021 principal *benchmark* para tal classe de ativos. Das sete classificações Anbima de fundos de ações, excluimos os fundos setoriais, pelo fato de que o investimento limitado a apenas um setor é prejudicial na análise final de desempenho; fundos com menos de R\$ 15 milhões de patrimônio líquido e com taxas de administração inferiores a 1,00% também foram excluídos para dar mais homogeneidade à amostra estudada.

Nesse período, o mercado financeiro brasileiro passou por mudanças estruturais, tais como a queda significativa na taxa de juros básica, a Selic, que foi de 14,25% em 2015 para 2,00% em 2020, conforme apontado abaixo pelo gráfico 1. Oliveira (2020) aponta que a redução da taxa de juros foi fator primordial para o crescimento da indústria de fundos de ações, uma vez que ela se beneficia da queda da Selic, tanto em rentabilidade quanto em número de novos investidores.

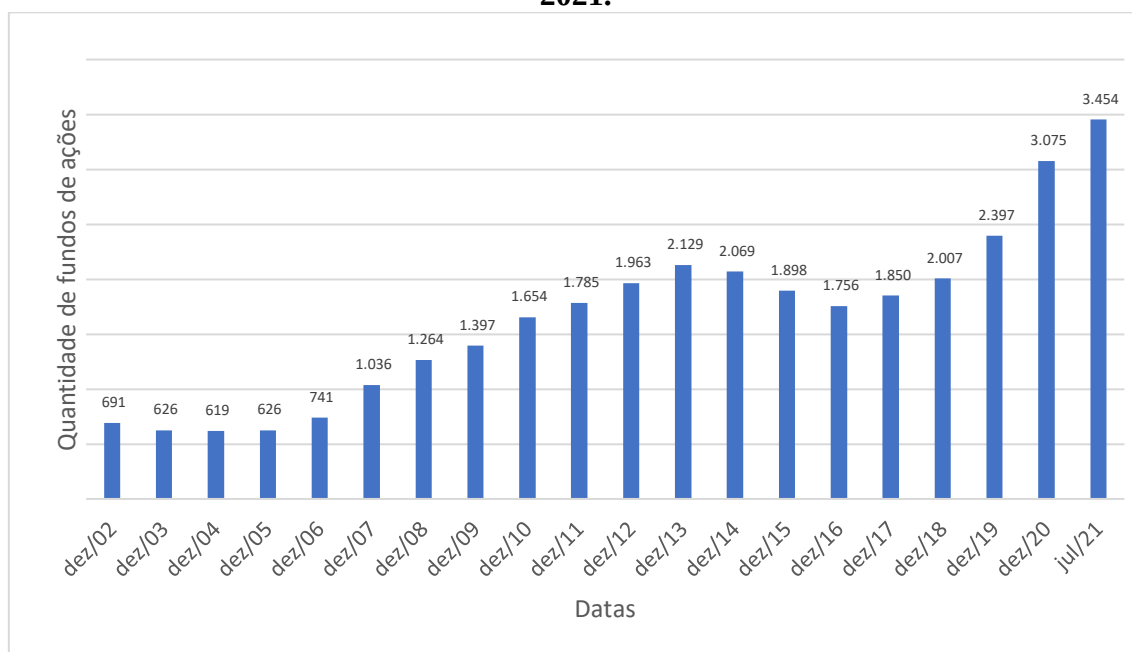
Gráfico 1 – Evolução da taxa Selic entre 2000 e 2020.



Fonte: Elaboração própria, a partir de dados do Bacen (2021).

O gráfico 2 mostra a evolução do número de fundos de ações no Brasil. O crescimento no período de maior redução dos juros brasileiros coincide com o aumento de 96,7% na quantidade desse tipo de produto no mercado.

Gráfico 2 – Número de fundos de ações no Brasil por ano entre 2002 e julho de 2021.



Fonte: Elaboração própria, a partir de dados da Anbima (2021).

Dentre as cinco gestoras de recursos com o maior número de fundos na amostra, quatro delas estão entre os principais bancos comerciais no Brasil, sendo estes Itaú Unibanco, Bradesco, Banco do Brasil e Santander. Já quando a análise é feita sobre o patrimônio total que cada gestora detém em recursos, outros participantes do mercado aparecem entre aqueles com maior custódia, no entanto os principais bancos comerciais mantêm destaque, apontando que seu poder de mercado influencia a captação de seus fundos de maneira expressiva. A tabela 1 abaixo mostra as principais gestoras de recursos no Brasil em quantidade de fundos da amostra estudada e patrimônio sob gestão em ações em milhões de reais. O conglomerado dos principais bancos possui 61 fundos na amostra, o que representa 38% desse total. BTG Pactual, XP e Opportunity possuem alto volume em recursos sob gestão, porém poucos fundos na amostra, em parte isso se deve por conta da pouca idade destes dois primeiros, que se tornaram mais relevantes no mercado ao longo da década, já o último, por ter um foco maior em gestão recursos, concentra mais suas estratégias em poucos produtos.

Tabela 1 – Principais gestoras de recursos em custódia e quantidade de fundos na amostra entre 2010 e 2020.

Gestora	Quantidade de fundos na amostra	Custódia em (R\$) milhões
Itau Unibanco e Itau Dtvn	23	46.881,96
Bram Bradesco Asset Management SA Dtvn	17	17.209,80
BB Dtvn S.A	12	28.094,62
Santander Brasil Gestao de Recursos Ltda	7	6.261,14
BTG Pactual	3	64.045,65
Caixa	2	14.673,10
Opportunity Hdf Administradora Recu Ltda	1	42.702,27
Xp Asset Management	1	17.256,48

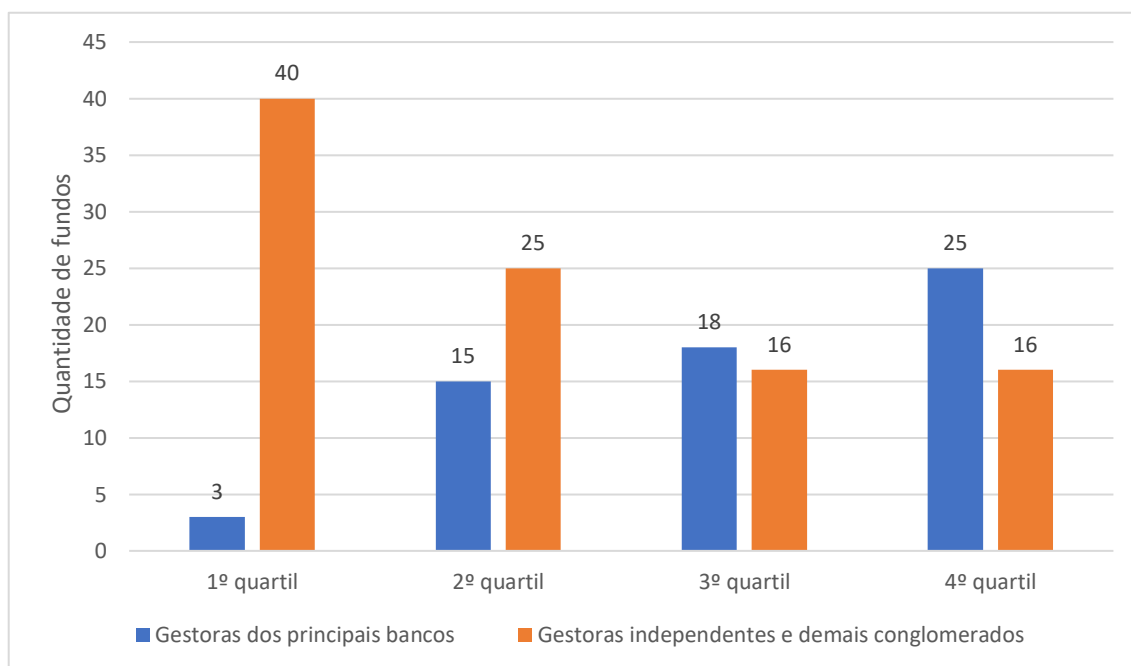
Fonte: Elaboração própria, com base em Anbima (2021).

Para analisar as características dos fundos, eles serão divididos em quartis de acordo com sua performance em relação ao índice Ibovespa no acumulado de 1/1/2010 a 1/1/2021.

No estudo da performance, foi analisado como os fundos dos cinco principais bancos comerciais do país, Itaú Unibanco, Bradesco, Banco do Brasil, Santander e Caixa se comportam em termos de entrega de rentabilidade para o cotista em relação às demais instituições. Entre os fundos do primeiro quartil, apenas 6,98% pertencem aos principais bancos brasileiros. Já no quarto quartil, os fundos dos grandes bancos correspondem por 61% da amostra. Dos fundos do quarto quartil, 87,8% tiveram uma performance acumulada no período inferior ao índice Ibovespa; desses, 24, ou 67% da amostra são dos grandes bancos, sete do Bradesco, seis do Itaú, cinco do Banco do Brasil, quatro do Santander e dois da Caixa, ambos com performance acumulada abaixo do Ibovespa. Dos cinco principais bancos do Brasil, quatro estão entre as sete maiores gestoras de ações, Itaú, o segundo colocado, Banco do Brasil, em quarto, Bradesco em sexto e Caixa em sétimo. O Santander ocupa apenas a vigésima posição, porém, na amostra, é a quarta instituição com o maior número de fundos.

Observou-se que os principais conglomerados financeiros em questão possuem mais fundos nos quartis inferiores, aumentando a quantidade à medida que a performance vai caindo do primeiro ao quarto quartil. Já em relação aos fundos das demais gestoras a relação é inversa, a maior parte está no primeiro quartil e vai caindo até os quartis de pior performance. O gráfico 3 abaixo mostra essa relação observada.

Gráfico 3– Quantidade de fundos por quartil de acordo com o perfil da gestora entre 2010 e 2020.



Fonte: Elaboração própria, a partir de Anbima (2021).

Em relação à custódia média dos fundos, as gestoras independentes e demais conglomerados ficam acima com um patrimônio médio por fundo de R\$ 411.191,00 contra R\$ 326.740,00 dos principais bancos. No entanto, ao comparar-se a quantidade de cotistas de cada um, o segundo grupo possui um número médio consideravelmente maior, 51.802 contra 2.603. Na amostra, cinco fundos do primeiro grupo se destoam muito nesse indicador, com quantidade de cotistas muito acima dos demais fundos. Mesmo assim, ao excluirmos esses fundos da amostra, o número médio de cotistas dos principais bancos fica em 5.123.

Outro indicador muito relevante durante o estudo foi a classificação Anbima de cada fundo. Das sete classificações para fundos de ações, foi excluído a categoria “setorial” por ser menos aderente ao que buscou-se analisar neste trabalho. Sendo assim, foram estudados os fundos das categorias Ações Livres, índice Ativo, *Small Caps*, Dividendos, Valor/Crescimento e Sustentabilidade/governança.

A classificação Ações Livre é a com a maior quantidade de fundos na amostra, com 64 dos 158 do total. Sua característica é não possuir uma estrutura definida de tipo de ações que o fundo pode possuir em portfólio ou seguir uma estratégia de gestão

definida, o que dá mais liberdade aos gestores (ANBIMA, 2021). A maior parte dos fundos dessa classificação estão no primeiro quartil, com 29, correspondente a 45,31% desses. O número de fundos diminui quando se avança pelos quartis. O segundo quartil possui 19 fundos, equivalente a 29,69%; três quartos dos fundos classificados como Ações Livre compõem os primeiros quartis, ou seja, estão entre os 50% de melhor performance no período sobre o índice Ibovespa. Do total dos 48 fundos Ações Livre nos dois primeiros quartis, 44 são de gestoras independentes ou conglomerados que não fazem parte dos maiores bancos brasileiros, ou seja, 91,67% da amostra.

A segunda classificação mais popular entre os fundos é Índice Ativo, que segue a estratégia *Indexed Enhanced*, cujo objetivo é bater um índice realizando desvios táticos de alocação em relação a ele, com o gestor atribuindo maiores ou menores pesos àqueles ativos do índice de acordo com sua convicção (ANBIMA, 2021). Chama a atenção o fato de que os fundos dessa classificação estão mais concentrados nos quartis inferiores; de todos os presentes no estudo, 58,5% pertencem aos maiores bancos e 41,4% às demais gestoras. De todos os 41 fundos que compõem o quarto quartil, 24 são de Índice Ativo, o que representa 58% da amostra, enquanto essa classificação não teve nenhum representante no primeiro quartil e apenas sete fundos no segundo, o equivalente a 17,07% do total.

As demais classificações possuem relativamente poucos fundos dentre os estudados. *Small Caps*, aqueles que investem em empresas de menor capitalização de mercado e Dividendos, que buscam empresas que melhor distribuem diretamente seus lucros para os acionistas em forma de proventos, possuem, cada um, 16 fundos, o equivalente a 10,1% do total; os fundos Valor/Crescimento, classificação que segue mais à risca o princípio de buscar empresas descontadas sobre métricas de *valuation*, são 14, ou 8,86% do total da amostra e, por último, os fundos Sustentabilidade e Governança, que dirigem seus investimentos para empresas com práticas voltadas ao ESG, teve 7 fundos na amostra, apenas 7,7% do total.

Desses, a categoria que obteve melhor performance foi a *Small Caps*, na qual, quanto melhor o quartil, mais fundos estavam presentes; seis deles, ou 37,50%, estavam no grupo dos 25% de melhor performance. Valor/Crescimento esteve mais pulverizado, mas ainda em maior quantidade presente no melhor grupo, com 42,86% da amostra dessa classificação. 75% da classificação Dividendos estavam divididos entre segundo e terceiro quartil. Sustentabilidade e Governança concentraram seus fundos no grupo dos

50% de performance inferior. A tabela 2 abaixo mostra essa relação da quantidade de fundos de cada classificação de estratégia com seu quartil de performance.

Tabela 2 – Quantidade de fundos por quartil de performance de acordo com sua classificação Anbima.

Classificação	1º Quartil	2º quartil	3º Quartil	4º Quartil
Ações livre	29	19	8	8
Valor/Crescimento	6	2	4	2
Small Caps	6	5	3	2
Índice Ativo	0	7	10	24
Sustentabilidade e Governança	0	1	3	3
Dividendos	2	6	6	2
Total de fundos	43	40	34	41

Fonte: Elaboração própria (2021).

4.2 Análise Econométrica

Conforme os dados da tabela 3, foi constatado ao longo da análise que os erros da amostra não possuíam distribuição normal. O modelo que servirá de base para a análise é o modelo 3, escolhido pelo critério de informação de Akaike. O teste de Jarque-Bera para verificar a normalidade dos erros foi realizado e obteve-se o resultado de $2.2e^{-14}$, portanto, a hipótese nula (H_0) de que os erros seguiam distribuição normal foi rejeitada a 1% de significância.

Uma vez que os erros não seguem distribuição normal, foi levantada a hipótese de que eles também não possuíam variância constante, o que caracteriza heterocedasticidade. Para tanto, o teste Breush-Pagan foi realizado a fim de verificar o que foi outrora suposto. Obteve-se o valor $\text{prob} > \chi^2 = 0,000$, portanto, a hipótese nula de que os erros possuem variância constante foi rejeitada a 1% de significância, o que levou o modelo a ser corrigido pelo erro padrão robusto de White. Por fim, foi feito o teste de índice condicional para verificar multicolinearidade, na qual verificou-se a ausência dessa, com um valor de 8,24.

No modelo, regredindo a performance contra as variáveis Indie, Patrimônio, Dias, Dias² e a *dummy* Anbima, composta pelas seis classificações de fundos estudadas, onde a categoria Ações Livres foi a variável de referência, o valor do coeficiente de Indie foi -76,5616 e foi estatisticamente significativo ao menos de 1%; tudo mais mantido constante, gestoras dos grandes bancos adicionam uma performance em excesso média de -76,56 pontos percentuais. O patrimônio, medido em unidade de milhão reais, obteve um

coeficiente de 0,0567, com significância estatística a menos de 1%. Dessa forma, a cada milhão de reais em adição ao patrimônio do fundo, isso significa um retorno médio adicional de 0,057 pontos percentuais, com tudo o mais mantido constante.

As variáveis relativas à idade do fundo, dias e dias ao quadrado foram, ambas, significativas a 1% e seus coeficientes foram, respectivamente, -0,1353 e $9,16 \times 10^{-6}$. O resultado encontrado no segundo é naturalmente baixo, uma vez que uma unidade de dia tem uma influência baixa na performance do fundo, no entanto, com um acumulado de dias maior, a relação é significativa.

Em relação ao conjunto de variáveis *dummies* Anbima, manteve-se a classificação Ações Livres como a variável de referência, uma vez que é a que possui maior número de fundos e era esperado que a performance agregada dos fundos nessa categoria fosse superior, em média. Os coeficientes das classificações Valor/crescimento, *Small Caps*, Dividendos, Índice Ativo e Sustentabilidade/governança foram, respectivamente: -49,571; -187,888; -44,9649; -102,0374 e -46,2419. Apenas Índice Ativo foi significativa a menos de 1%, Dividendos e Sustentabilidade/governança apresentaram significância estatística a 10% e as demais não foram significantes a qualquer nível. O R^2 e R^2 ajustado obtiveram o valor de 0,4820 e 0,4505, respectivamente, indicando que, aproximadamente, 45% do excesso de performance está explicado no modelo.

Tabela 3 – Determinantes da Performance dos Fundos entre 2010 e 2020.

Variáveis	Modelo (1)	Modelo (2)	Modelo (3)	Modelo (4)
Indie (Ref. Gestoras independentes e outros)				
Gestoras dos grandes bancos	-125,1571***	-106,4104***	-76,5616***	-73,6399***
Patrimônio	-	0,0672***	0,0567***	0,0565***
Dias	-	-0,0203***	-0,1353**	-0,1390**
Dias ao quadrado	-	-	0,0000**	0,0000**
Cod. Anbima (Ref. Ações livres)				
Ações Valor/Crescimento	-	-	-49,571	-51,246
Ações Small Caps	-	-	-187,888	-199,136
Ações Dividendos	-	-	-44,9649 ⁺	-45,6287 ⁺
Ações Índice Ativo	-	-	-102,0374***	-98,6691***
Ações Sustentabilidade/Gov.	-	-	-46,2419 ⁺	-48,5235 ⁺
Cotistas	-	-	-	-0,0001 ⁺
constante	153,8187***	237,4633***	600,2473***	611,6172***
N	158	158	158	158
R^2	0,2068	0,3789	0,4820	0,4842
R^2 ajustado	0,2018	0,3668	0,4505	0,4491
Breusch-Pagan (valor-p)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Jarque-Bera (valor-p)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Índice Condicional	-	1,70	8,24	8,35
F	544,401	320,538	163,866	166,241

AIC	1963,4260	1928,7931	1912,1082	1913,4360
BIC	1969,5512	1941,0435	1942,7341	1947,1245
LL	-979,7130	-960,3966	-946,0541	-945,7180

+ p<.10, * p<.05, ** p<.01, *** p<.001

Fonte: Elaboração própria (2021).

4.2.1 Discussão

Pontos relevantes são destacados ao cruzarmos as informações da discussão preliminar com os dados econométricos. Um dos pontos primordiais é olhar para a performance dos fundos pertencentes aos grandes bancos em comparação àqueles de gestoras independentes ou que fazem parte de demais conglomerados financeiros que não os principais na área comercial no país.

Um padrão observado dentro da análise de quartil de desempenho foi que, à medida que os desempenhos dos fundos pioravam do primeiro ao quarto quartil, aumentava o número de fundos das principais instituições bancárias e diminuía o número de fundos das demais gestoras. Quando é observado o volume em gestão em cada gestora, é evidente a grande diferença em número de fundos das gestoras dos maiores bancos em relação às independentes ou pertencentes a demais conglomerados financeiros na amostra. Em relação ao patrimônio, essa diferença não é tão alta, tendo em vista o alto volume de recursos que BTG Pactual, XP e Opportunity possuem.

Como era suspeitado ao início da pesquisa, o modelo econométrico confirma, de fato, que há uma diferença significativa na performance dos fundos dos dois grupos de gestoras analisados para o período do estudo; nele, os fundos dos grandes bancos obtiveram um desempenho inferior ao de gestoras. A partir daí, é válido fazer os seguintes questionamentos: como os fundos de ações desses bancos sobrevivem um longo período de tempo com performance inferior ao principal índice de referência do mercado de ações brasileiros e por que os fundos dessas gestoras obtiveram performance inferior? É provável que essas instituições detenham tamanho poder de mercado e uma atividade comercial de prospecção de clientes que podem se dar ao luxo de passarem por prejuízos financeiros com os fundos, sendo assim, conseguem se manter em operação, algo que seria quase impossível em uma gestora independente, que, sem um volume de receitas significativas, não duraria muito tempo no mercado. Em relação à performance, isso provavelmente ocorre por conta da atratividade para essas instituições em fortalecer sua gestora de recursos, dado que não é a área de maior retorno financeiro para os bancos;

além disso, essa área possui uma alta rotatividade de gestores e analistas dentro dos fundos e é comum observar gestores com bom desempenho dentro de conglomerados financeiros se desligarem das instituições para darem início à sua própria gestora.

Conforme esperado, os fundos com maior patrimônio e mais antigos tiveram performances melhores; o resultado foi em linha com o constatado por Eid Júnior e Rochman (2008). Fundos com maior patrimônio possuem maior poder de escala e diluição de custos operacionais, que incidem diretamente sobre a performance da cota, além disso, esses também acessam informações de maneira mais exclusiva, ao terem melhor acesso aos diretores e executivos das maiores companhias e conseguem fazer análises mais assertivas. Essa assimetria de informações tende a prejudicar os menores fundos, que nem sempre conseguem conversar de maneira constante com as empresas.

Os dados sobre a idade dos fundos é condizente com a hipótese de que, quanto mais antigo, maior a experiência da equipe de gestão, conforme o proposto por Eid Junior e Rochman (2008), além disso, por se tratar de um mercado com alta competição, no qual fundos acabam por possuir uma vida útil baixa, os fundos mais antigos, por serem sobreviventes de mais longa data, tendem a possuir maior patrimônio, portanto, dois efeitos se complementam na questão da idade: maior experiência dos gestores e tendência de maior patrimônio pelos mais antigos, por serem sobreviventes a mais tempo.

Duas categorias chamam a atenção pela discrepância de resultados: Ações Livre e Índice Ativo. A primeira é onde estão a maior parte dos fundos de melhor performance, na qual 67% dos fundos do primeiro quartil fazem parte desta categoria e a segunda contém a maioria daqueles de desempenho inferior, o equivalente a 58,5% dos fundos do quarto quartil. Além disso, estatisticamente, o coeficiente de todas as outras categorias, quando comparado a Ações Livres, que foi a variável de referência na *dummy* ANBIMA, explicita que as outras classificações possuem coeficiente negativo. Um dos motivos para isso acontecer deve ser o fato de que os fundos Ações Livres possuem maior liberdade no seu mandato, não precisam se manter investidos em ativos de um determinado índice ou em uma categoria específica de empresas (ANBIMA, 2021). Essa categoria, junto com *Small Caps*, concentra a maior parte dos fundos da amostra nos primeiros quartis e diminui a quantidade à medida que se avança para os quartis inferiores. *Small Caps* costumam ter como *benchmark* o índice Smll, que é o índice brasileiro para ações dessa categoria e ele teve um retorno acumulado de 137,23%, ou seja, 67,8 pontos percentuais acima do Ibovespa para o período analisado. Dos 16 fundos *Small Caps*, 12 bateram o

índice Smll, desses, apenas quatro são de gestoras independentes ou demais conglomerados.

O caso dos fundos classificados como Índice Ativo é o mais atípico, dos total de fundos da amostra, 43,9% batem o Ibovespa e 56,1% não. Nenhum deles está no primeiro quartil, embora seja a segunda classificação mais popular entre as estudadas. Sua metodologia consiste em pequenos desvios da carteira em relação ao índice, ou seja, o gestor replica o *benchmark* com alterações nos pesos dos ativos de acordo com sua preferência. O número de cotistas, como o esperado, teve uma influência negativa na performance.

CONCLUSÃO

A despeito dos principais trabalhos publicados na área de análise de fundos de investimentos, que focam, em sua maioria, na viabilidade da gestão ativa por parte dos investidores, este estudo buscou analisar algumas determinantes de performance dos fundos de gestão ativa no Brasil no período de 1/1/2010 a 1/1/2021, além de discutir as teorias de finanças que dão luz à discussão da atratividade do investimento em fundos de ações de gestão ativa.

Para analisar o desempenho dos fundos, foi utilizado a diferença de performance acumulada dos fundos em pontos percentuais no período em questão em relação ao índice Ibovespa, que foi o *benchmark* utilizado para tal análise. As variáveis escolhidas para o estudo foram: gestora, tamanho do patrimônio, idade dos fundos, classificação Anbima e número de cotistas. A amostra do estudo consistiu em 158 fundos de investimentos em ações brasileiras sobreviventes dentro do período.

As hipóteses para a escolha das variáveis foram: 1 – existe uma diferença entre as performances dos fundos dos principais bancos brasileiros: Itaú, Banco do Brasil, Caixa, Santander e Bradesco em relação a gestoras independentes ou de demais conglomerados financeiros. Dos 158 fundos da amostra, 61 pertenciam a esse grupo, equivalente a 38,6%, tornando pertinente a análise. 2 – Fundos maiores possuem melhor performance por possuírem melhor escala. 3 – Fundos mais antigos têm melhor performance por, entre outros fatores, terem tendência de possuir equipes mais experientes. 4 – A classificação dos fundos perante a Anbima influencia a performance, uma vez que cada categoria possui regras de gestão diferentes. 5 – Fundos com números maiores de cotistas podem performar pior devido a momentos de aumento da volatilidade de mercado.

Foi constatado na pesquisa que fundos de gestoras independentes possuem performance significativamente melhor do que os dos grandes bancos. Fundos com maior patrimônio e mais velhos apresentaram performance melhor, de acordo com o esperado. Dentro das classificações Anbima, os principais desempenhos ficaram na categoria Ações Livres e os piores na categoria Índice Ativo. Na categoria *Small Caps*, a maior parte dos fundos ficou concentrada nos quartis de melhor desempenho, enquanto Sustentabilidade/governança, categoria de menor quantidade de fundos na amostra, ficou concentrada nos quartis inferiores. Ações Dividendos e Valor/Crescimento foram as categorias sem um padrão claro de distribuição nos quartis de performance. O número de cotistas também possuiu influência negativa variável dependente.

Por fim, sugere-se para trabalhos futuros uma análise do efeito dos custos com taxas de administração e performance sob o desempenho dos fundos de ações, tal como buscar novas variáveis que possam explicar a diferença de performance entre eles.

REFERÊNCIAS

ANGELIDIS, Timotheos; GIAMOURIDIS, Daniel; TESSAROMATIS, Nikolaos. Revisiting mutual fund performance evaluation. **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 5, p. 1759-1776, 2013. Disponível em: https://econpapers.repec.org/article/eejbfina/v_3a37_3ay_3a2013_3ai_3a5_3ap_3a1759-1776.htm. Acesso em: 07 ago. 2021

ARAÚJO JÚNIOR, José Bonifácio de. **Modelagem do processo de análise fundamentalista de uma empresa com utilização de vetores autoregressivos**. 2009. 143f. Dissertação (Mestrado, Programa Multiinstitucional e Inter-Regional em Ciências Contábeis) – Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Brasília, 2009.

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

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). **Consolidado Histórico de Fundos de Investimento**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fundos-de-investimento.htm. Acesso em: 10 set. 2021

BELMONT, Daniele Ferreira de Sousa. **Teoria das ondas de elliott: uma aplicação ao mercado de ações da bm&fbovespa**. 2010. 97 f. Dissertação (Mestrado em Economia do Trabalho e Economia de Empresas) – Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa, 2010.

BERCHIELLI, Francisco O. **Economia monetária**. São Paulo: Saraiva, 2003.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO (B3). **B3 atinge 4 milhões de contas em renda variável**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/4-milhoes-de-pfs.htm. Acesso em: 4 nov. 2021.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO (B3). **Dados públicos de produtos listados e de balcão**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/boletim-diario/dados-publicos-de-produtos-listados-e-de-balcão/. Acesso em: 13 de out. 2021

CARVALHO, M. D.; CAMARGO, A. M. **Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro, 2000-2010: estudo de evento dos anúncios de distribuição de dividendos**. 2011. Trabalho apresentado ao 31º Encontro Nacional de Engenharia de Produção, Belo Horizonte, 2011.

CASTRO, B. R.; MINARDI, A. M. A. F. Comparação do desempenho dos fundos de ações ativos e passivos. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, n. 2, art. 102, p. 143-161, 2009. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/4492/comparacao-do-desempenho-dos-fundos-de-acoes-at--->. Acesso em: 07 ago. 2021

DA SILVA, Sabrina Espinele; ROMA, Carolina Magda; IQUIAPAZA, Robert Aldo. A taxa de administração sinaliza o desempenho dos fundos de investimento em ações no

Brasil? **Revista de Educação e Pesquisa Em Contabilidade (REPeC)**, v. 12, n. 3, art. 1, p. 286-302, 2018. Disponível: <https://www.repec.org.br/repec/article/view/1717>. Acesso em: 7 ago. 2021

DALMÁCIO, Flávia Zóboli; NOSSA, Valcemiro; ZANQUETTO FILHO, Hélio. Avaliação da relação entre a performance e a taxa de administração dos fundos de ações ativos brasileiros. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 1, n. 3, p. 1-20, Brasília, 2007. Disponível em: <https://www.repec.org.br/repec/article/view/13>. Acesso em: 07 ago. 2021.

DAMODARAN, Aswath. **The little book of valuation: how to value a company, pick a stock and profit**. John Wiley & Sons, 2011.

FAMA, E.F. **Efficient market hypothesis**. Ph. D. dissertation, University of Chicago, Graduate School of Business, 1960.

FAMA, Eugene. **Efficient capital markets: a review of theory and empirical work**. The Journal of Finance. Cambridge, v. 25, p.383-417, 1970. Disponível: <https://www.jstor.org/stable/2325486>. Acesso em: 08 ago. 2021.

FARIA, G. H.; DE SOUZA, Kamyrr Gomes; MALAQUIAS, Rodrigo Fernandes. Análise do desempenho dos fundos de investimentos brasileiros de gestão ativa e gestão passiva. **Revista da Faculdade de Administração e Economia**, v. 8, n. 1, p. 138-161, 2016. Disponível em: <https://www.metodista.br/revistas/revistas-metodista/index.php/ReFAE/article/view/5676>. Acesso em: 08 ago. 2021.

FERNANDES, Anderson Rocha de J.; FONSECA, Simone Evangelista; IQUIAPAZA, Robert Aldo. Modelos de mensuração de desempenho e sua influência na captação líquida de fundos de investimento. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 29, p. 435-451, São Paulo, 2018. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/150640>. Acesso em: 07 ago. 2021.

FORTI, Cristiano Augusto Borges; PEIXOTO, Fernanda Maciel; SANTIAGO, Wagner de Paulo. Hipótese de Eficiência de Mercado: Um estudo exploratório no mercado de capitais brasileiro. **Gestão & Regionalidade**, vol. 25, n. 75, set-dez/2009. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/36502/hipotese-da-eficiencia-de-mercado--um-estudo-ex--->. Acesso em: 7 ago. 2021.

HAGSTROM, Robert G. **O jeito Warren Buffet de investidor: os segredos do maior investidor do mundo**. Tradução de Marina Silvia Mourão Netto, 2ª ed. São Paulo: Benvirá, 2019.

JENSEN, Michael C. The performance of mutual funds in the period 1945-1964. **The Journal of finance**, v. 23, n. 2, p. 389-416, 1968. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00815.x>. Acesso em: 8 ago. 2021

JUNIOR, William Eid; ROCHMAN, Ricardo Ratner. **Fundos de Investimento Ativos e Passivos no Brasil: Comparando e Determinando os seus Desempenhos**. In: VII Encontro Brasileiro de Finanças. 2008.

LAES, Marco Antonio. **Análise da performance dos fundos de investimentos em ações no Brasil**. 2010. Dissertação (Mestrado em Teoria Econômica) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

LEMOS, Flavio Alexandre Caldas de Almeida. **Análise técnica dos mercados financeiros**. São Paulo: Saraiva Educação SA, 2017.

MALTA, Tanira Lessa; DE CAMARGOS, Marcos Antônio. Variáveis da análise fundamentalista e dinâmica e o retorno acionário de empresas brasileiras entre 2007 e 2014. **REGE-Revista de Gestão**, v. 23, n. 1, p. 52-62, 2016. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rege/article/view/121067>. Acesso em: 7 ago. 2021.

Markowitz, H. Portfolio Selection. **The Journal of Finance**, vol. 7, n. 1, p. 77-91. March. 1952. Disponível em: https://www.math.hkust.edu.hk/~maykwok/courses/ma362/07F/markowitz_JF.pdf. Acesso em: 7 ago. 2021.

MARKS, Howard. **The Most Important Thing Illuminated: Unommon Sense for the Thoughtful Investor**. New York: Columbia University Press, 2013.

MUSSA, Adriano *et al.* Hipótese de mercados eficientes e finanças comportamentais: as discussões persistem. **FACEF Pesquisa-Desenvolvimento e Gestão**, v. 11, n. 1, 2010.

OLIVEIRA, Ramon Silva Brandão. **Vale a pena investir em fundos de investimentos**. Eficiência de desempenho dos fundos em investimentos em ações no Brasil de 2015 a 2019. 2020. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) – Faculdade de Economia, Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2020. Disponível em: <https://repositorio.ufba.br/handle/ri/32524>. Acesso em: 7 ago. 2021.

ROUWENHORST, K. Geert. Structured Finance and the Origins of Mutual Funds in 18th-Century Netherlands. In: CHAMBERS, David; DIMSON, Elroy (Eds.). **Financial Market History: reflections on the past for investors today**. Charlottesville: CFA Institute Research Foundation, 2016. p. 207-226.

SCHIEHLL, Eduardo. **O efeito da divulgação das demonstrações financeiras no mercado de capitais brasileiro: um estudo sobre a variação no preço das ações**. 1996. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 1996. Disponível em: <https://lume.ufrgs.br/handle/10183/31361>. Acesso em: 7 ago. 2021.

SHARPE, William F. Capital Asset Prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. **The journal of finance**, v. 19, n. 3, p. 425-442, 1964. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>. Acesso em: 10 ago. 2021

SILVA, Diego Ferreira; ASSIS, Vitor Ferreira; DE OLIVEIRA, João Paulo Leonardo. De uma pequena corretora a um banco múltiplo estudo de caso sobre a XP investimentos. **Brazilian Journal of Development**, v. 6, n. 11, p. 87593-87605, 2020.

Disponível em: <https://brazilianjournals.com/index.php/BRJD/article/view/19784>. Acesso em: 08 ago. 2021.

THOMSETT, Michael C. **Mastering fundamental analysis**. New York: Dearborn Trade Publishing, 1998.

TOBIN, James. Liquidity preference as behavior towards risk. **The review of economic studies**, v. 25, n. 2, p. 65-86, 1958. Disponível em: https://econpapers.repec.org/article/ouprestud/v_3a25_3ay_3a1958_3ai_3a2_3ap_3a65-86..htm. Acesso em: 7 ago. 2021.