



**Carlos Guilherme Silva de Oliveira**

**Fundos de investimento – a dificuldade de escolha pela  
performance do fundo versus a taxa de administração e o  
número de oferta**

**Dissertação de Mestrado**

Dissertação apresentada como requisito parcial para  
obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-  
graduação em Administração de Empresas, do Departamento  
de Administração da PUC-Rio.

Orientadora: Prof.<sup>a</sup> Graziela Xavier Fortunato

Rio de Janeiro  
abril de 2023



**Carlos Guilherme Silva de Oliveira**

**Fundos de investimento – a dificuldade de escolha pela  
performance do fundo versus a taxa de administração e o  
número de oferta**

Dissertação apresentada como requisito parcial para  
obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-  
Graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio.  
Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo:

**Prof<sup>a</sup>. Graziela Xavier Fortunato**

Orientadora

Departamento de Administração – PUC-Rio

**Prof. Jorge Ferreira da Silva**

Departamento de Administração – PUC-Rio

**Prof. Valcemiro Nossa**

Fucape Business School

Rio de Janeiro, 24 de abril de 2023

Todos os direitos reservados. A reprodução, total ou parcial do trabalho, é proibida sem a autorização da universidade, do autor e da orientadora.

## **Carlos Guilherme Silva de Oliveira**

Graduou-se em Administração de Empresas pelo Centro Universitário da Cidade em 2008. Possui pós-graduação em Gestão Financeira: Controladoria e Auditoria, pela FGV em 2019. Possui mais de 16 anos de experiência profissional no mercado financeiro, especificamente no varejo bancário.

### Ficha Catalográfica

Oliveira, Carlos Guilherme Silva

Fundos de investimento: a dificuldade de escolha pela performance baseada na taxa de administração / Carlos Guilherme Silva de Oliveira; orientadora: Graziela Xavier Fortunato. – 2023.

39 f. : il. color. ; 30 cm

Dissertação (mestrado)–Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2023.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Taxa de administração. 3. Performance do fundo. 4. Indústria de fundos de investimento. I. Fortunato, Graziela Xavier. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

## **Agradecimentos**

À minha orientadora pelo acolhimento, pelos ensinamentos e orientações, pela paciência e motivação pelo tema.

As professoras e os professores do programa de pós-graduação, pela transferência de conhecimento e disponibilidade, além de outras professoras e professores que não fizeram parte do programa, mas de certa forma deixam seu legado e serviram de estímulo para essa jornada

Aos colegas de turma, pela troca de experiência, apoio e a sinergia que conseguimos construir.

Aos meus primos, Carolina e Felipe, pelo apoio incondicional.

Aos meus pais, em especial a minha Mãe.

A todos amigos e familiares que apoiaram e incentivaram.

A Deus, sobre todas as coisas.

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001

## **Resumo**

Oliveira, Carlos Guilherme Silva; Fortunato, Graziela Xavier. **Fundos de investimento – a dificuldade de escolha pela performance do fundo versus a taxa de administração e o número de oferta.** Rio de Janeiro, 2023. 39p. Dissertação de Mestrado - Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Este estudo objetiva mostrar, mediante ao grande número de oferta de fundos de investimentos, a dificuldade do investidor em escolher um bom fundo, mesmo com o argumento largamente utilizado de que fundos de taxas de administração alta, por terem gestão ativa, entregam melhores resultados. Para isso, ordenou-se a totalidade dos fundos, ou seja, mais de 2.000 fundos de investimentos das classes de renda fixa, ações e multimercados em quadrantes de alta e baixa taxa de administração versus alto e baixo desempenho por diferentes intervalos. Os resultados reforçam o quão é difícil a escolha e ter taxa de administração alta não infere em resultados melhores.

## **Palavras-chave**

Taxa de administração; performance do fundo; indústria de fundos de investimento.

## **Abstract**

Oliveira, Carlos Guilherme Silva; Fortunato, Graziela Xavier (Advisor). **Investment funds – the difficulty of choosing performance based on management fee the number of offers.** Rio de Janeiro, 2023. 39p. Dissertação de Mestrado - Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

This study aims to show, through the large number of investment funds, how difficult is to choose a good fund, even with the widely used argument that funds with high management fees deliver better results, due to their active management. For this, all the funds, it means more than 2,000 investment funds of among fixed income, stock funds and multimarket funds were displayed in quadrants defined as high and low management fees versus high and low performance. The results reinforce how difficult the choice is and having a high administration rate does not infer better results.

## **Keywords**

Management fee; Fund Performance; Funds Industry.

## **Sumário**

1. Introdução	10
1.1 Objetivo do Estudo	11
1.2 Delimitação do Estudo	12
1.3 Relevância e Contribuição do Estudo	12
1.4 Estrutura da Dissertação	13
2. Referencial Teórico	13
2.1. Fundos de Investimento	13
2.2. Fundos de Gestão Ativa e Resultados Esperados	15
2.3. Hipótese de Mercado Eficiente	16
2.4. Estudos Recentes Sobre o Tema	16
3. Metodologia	18
3.1 Amostra e Coleta de Dados	18
3.2 Tratamento dos Dados	19
4. Análise dos Resultados	22
4.1 Fundos de Renda Fixa	23
4.2 Fundos Multimercado	26
4.3 Fundos de Ações	29
5. Conclusão	33
6. Referências Bibliográficas	35

## **Lista de Tabelas e Gráficos**

<b>Tabelas</b>	<b>Página</b>
Tabela 1: Estatística Descritiva das Taxas de Administração	21
Tabela 2: Média do Índice de Sharpe dos Fundos nos Diferentes Períodos	21
Tabela 3: Mediana da Taxa de Administração dos Fundos nos Diferentes Períodos como Ponto de Corte para os Quadrantes	22
Tabela 4: Quadro Resumo da Distribuição dos Fundos de Renda Fixa por Quadrante	26
Tabela 5: Quadro Resumo da Distribuição dos Fundos Multimercado por Quadrante	29
Tabela 6: Quadro Resumo da Distribuição dos Fundos de Ações por Quadrante.	32

## **Gráficos**

Gráfico 1 : Gráfico de Dispersão – Taxa de Administração x Índice de Sharpe	20
Gráfico 2: Distribuição dos Fundos de Renda Fixa no período de 12 meses	23
Gráfico 3: Distribuição dos Fundos de Renda Fixa no período de 24 meses	24
Gráfico 4: Distribuição dos Fundos de Renda Fixa no período de 36 meses	24
Gráfico 5: Distribuição dos Fundos Multimercado no período de 12 meses	26



Gráfico 6: Distribuição dos Fundos Multimercado no período de 24 meses	27
Gráfico 7: Distribuição dos Fundos Multimercado no período de 36 meses	27
Gráfico 8: Distribuição dos Fundos de Ações no período de 12 meses	29
Gráfico 9: Distribuição dos Fundos de Ações no período de 24 meses	30
Gráfico 10: Distribuição dos Fundos Ações no período de 36 meses	30

# 1

## Introdução

A indústria de fundos de investimentos vem apresentando constante crescimento no mercado brasileiro. Em janeiro de 2020, o total de fundos era de 22.314 com patrimônio líquido de R\$ 5,4 bilhões e em dezembro de 2022 já totalizava 29.156 fundos e patrimônio líquido de R\$ 7,4 bilhões, conforme dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA, 2022). Isso significa um crescimento de mais de 30% em termos de variação líquida de novos fundos, sabendo-se que há o fechamento de um grande número deles e mais de 37% de crescimento em termos de volumes financeiro. Para Silva *et al* (2022) investidores inexperientes veem a indústria de fundos como opção eficiente de maximizar seu o patrimônio, o que ajuda a explicar essa evolução.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), na instrução 409 no art.2, define fundos de investimentos como uma carteira de recursos constituída sob a formas de condomínio destinado à aplicação em ativos financeiros. A indústria de fundos propicia gestão profissional e acesso a produtos que o investidor comum provavelmente não teria, além disso, há custos que vêm associado à possibilidade de ganho em escala e economia de tempo para gestão dos ativos (Costa *et al*, 2010).

Os fundos podem ter gestão passiva ou ativa. Fundos de gestão passiva têm por objetivo seguir um índice de referência, seja de renda fixa ou variável (ANBIMA, 2013). A gestão passiva é menos onerosa, uma vez que a estratégia visa somente acompanhar um índice, tornando o processo mais barato o que pode impactar nos resultados. Já os fundos de gestão ativa buscarão a todo tempo retornos superiores ao índice de referência e com isso terão mais custos envolvidos para atingir tal resultado tornando-se uma estratégia mais onerosa (ANBIMA, 2013).

A expansão dessa indústria tem proporcionado grande oferta e o investidor tem a difícil missão de escolher um bom fundo. Normalmente, essa tarefa exige capacidade técnica. Ocorre que a tomada de decisão tende a ser baseada no histórico de rentabilidade versus risco que é atrelada à taxa de administração, pois fundos mais caros deveriam entregar mais resultados, por terem gestão ativa. A

informação de rentabilidade dos fundos é comumente disponibilizada por períodos de 1 mês (o mais recente), 12, 24 e 36 meses. Para Vasconcelos *et al* (2016), a escolha de um fundo é uma decisão complexa que vai além da escolha por rentabilidade passada, pois é agravada pelo número de oferta de fundos e estratégias diferentes.

A taxa de administração de um fundo é utilizada para suportar os custos de gestão e distribuição, ou seja, parte dessa taxa é utilizada para remunerar os agentes de investimentos: corretoras, assessores ou agentes autônomos de investimentos (AAI) e assim, chamam rebate. Esses agentes de investimento precisam obter certificações que os habilitem a operar no mercado, conforme prevê a Comissão de Valores Mobiliários instrução 434/2006, no entanto, o que os destacam é a relação de confiança que estabelecem com o cliente/investidor (Oliveira e Carraro, 2021). O rebate é um sinal claro que existe conflito de interesse na relação cliente/investidor e agente, pois é um incentivo para esses profissionais apresentarem opções de investimentos que maximizem seus ganhos pessoais, visando um comissionamento maior em detrimento aos objetivos dos clientes (Reis, 2022), assumindo, às vezes, mais riscos, por exemplo distanciando-se do perfil do cliente/investidor. Diante da grande oferta de fundos há a dificuldade de escolha do cliente/investidor que pode tender a selecionar aqueles com taxa de administração mais alta, tanto por sugestão do agente financeiro, como pela esperança de retornos mais altos, dado o argumento de gestão ativa. Com isso, levanta-se a dúvida sobre a melhor seleção.

## 1.1

### **Objetivo do Estudo**

Este estudo objetiva apresentar os fundos de investimentos organizados de maneira a relacionar facilmente a taxa de administração com a performance desses fundos e avaliar se os agentes de investimento, ao indicar os fundos com taxas de administração mais altas, realmente estão dando as melhores sugestões, reduzindo a dificuldade de escolha do cliente/investidor pelo grande número de oferta de fundos.

## 1.2

### **Delimitação do Estudo**

Esse estudo se delimita a analisar os fundos classificados no 1º nível da ANBIMA, de renda fixa, multimercado e ações. Não foram considerados os fundos cambiais. O período de três anos analisados de 2020 a 2022 foi um corte baseado no crescimento da oferta de fundos, que mesmo durante os anos da Covid-19 apresentou aumento de patrimônio líquido sob administração das gestoras de 22,5% (ANBIMA 2022). Além disso, o estudo se delimita a observar a quantidade de fundos por 2 critérios: taxa de administração e performance (rentabilidade versus risco) por gráficos de dispersão.

## 1.3

### **Relevância e Contribuição do Estudo**

Com a forte expansão da indústria e ampliação da oferta, aumenta também a complexidade de escolha do investidor comum que vê na gestão profissional uma oportunidade de alavancagem de seu patrimônio. Por isso, esse estudo irá analisar as três classes de fundos mais comercializadas para observar a dificuldade do investidor em realizar uma escolha através da taxa de administração pela rentabilidade passada ajustada ao risco, medida pelo Índice de Sharpe, tendo em vista que essas variáveis podem ser obtidas através das informações disponibilizadas pelas gestoras, e avaliar se fundos sugeridos com taxas de administrações maiores apresentam os melhores resultados, o que tem a ser um facilitador.

## **1.4**

### **Estrutura da Dissertação**

O capítulo 2 aborda temas relevantes para esse estudo como a descrição do funcionamento de fundos de investimentos, gestão ativa para contextualizar a razão da cobrança de taxa de administração, a teoria de mercado eficiente e trabalhos recentes sobre o tema. Em seguida, apresenta-se a metodologia e análise de resultado com a segregação dos fundos de forma gráfica, acrescentando uma análise temporal dos períodos de rentabilidade divulgadas pelas gestoras e por fim, no capítulo 5, as considerações finais.

## **2**

### **Referencial Teórico**

#### **2.1**

##### **Fundos de investimento**

O patrimônio de um fundo é resultado da captação de recursos financeiros dos investidores dividido pelas cotas emitidas. O investidor recebe uma determinada quantidade de cotas proporcionais ao valor investido e, os rendimentos obtidos são em função da valorização ou desvalorização da cota.

Os fundos são opções de investimento onde investidores conferem atribuições a uma gestão profissional com condições e regras previamente estabelecidas (ANBIMA, 2017). Eles são fiscalizados e normatizados pela CVM que é uma autarquia federal e representados e autorregulados pela ANBIMA. De acordo com a instrução CVM 555/14 no artigo 4, os fundos podem ser de condomínios abertos, quando os investidores podem solicitar resgate das cotas a qualquer tempo ou fechado, quando se faz necessário aguardar o prazo de duração do fundo, para solicitação de resgate.

O regulamento é uns dois principais documentos do fundo que deve conter o CNPJ e Razão Social, os dados do administrador tais quais: nome e CNPJ, a estratégia e o público-alvo, o custodiante, a taxa de administração, taxa de performance se houver, a política de investimento do fundo, a composição da

carteira, a forma de distribuição do resultado, o *benchmark* adotado, os fatores de risco, a forma de emissão e resgate das cotas, as competências dos membros da assembleia geral, a forma de comunicação com os cotistas e a tratativa dos encargos no decorrer do exercício do fundo, além de dados para contato. Informações como CNPJ e nome da administradora podem ser relevantes para os investidores, pois com esses dados é possível identificar a existência de outros fundos geridos por essa mesma gestora e avaliar os resultados apresentados.

Os *stakeholders* possuem papel fundamental para o pleno funcionamento do fundo, sendo os principais: os cotistas, fornecedores, empresas que emitem e comercializam papéis, bancos e seguradoras que emitem títulos de crédito, governo que comercializa papéis e dívida pública, distribuidores que auxiliam na comercialização das cotas, custodiantes, auditores e prestadores de serviços.

A remuneração do fundo ocorre por meio da taxa de administração, expressa de forma fixa em percentual anual e incide sobre todo patrimônio do fundo, independente da rentabilidade apresentada. A instrução CVM 409/04 prevê no artigo 61 que a taxa de administração irá remunerar todos os custos e despesas do fundo, devendo ser provisionada por dia útil.

Alguns fundos possuem a taxa de performance, que é um percentual adicional cobrado pelo gestor toda vez que o fundo superar o índice definido como referência (*benchmark*) (ANBIMA, 2015). A instrução CVM 555/14 define que o regulamento do fundo deve especificar se há a incidência de taxa de performance. Para que ocorra a cobrança é necessário atender alguns critérios, tais como: o índice de referência ser compatível com os ativos da carteira e o rendimento do fundo superá-lo em 100%. Essa ocorrência incide após o pagamento da taxa de administração e o período para cobrança deve respeitar o tempo mínimo de 6 meses (ANBIMA, 2015). Para Varga e Wengert (2011) é, portanto, a taxa do sucesso do fundo.

A aplicação de recursos em um fundo de investimento está sujeita a uma série de fatores de riscos: de mercado, de crédito de liquidez, operacional e legal. Um fundo de investimento funciona como uma empresa sob forma de condomínio cuja finalidade é aplicação dos recursos em ativos financeiros. É importante destacar que fundo de investimento não é coberto pelo Fundo Garantidor de Crédito, o que aumenta ainda mais o risco. No entanto, o fundo é uma carteira de ativos, que tem como característica a diversificação, que possibilita o gestor mitigar os riscos face à volatilidade dos ativos.

Markowitz (1952) define a diversificação de um portfólio com um grupo de ativos com baixa correlação para reduzir os riscos envolvidos. Trabalhos recentes

de Santos *et al* (2019) e Oliveira *et al* (2022) observaram carteiras de fundos de ações para inferir, através do modelo *Value at Risk* – *CVar* e *VaR* respectivamente, se os fundos de ações mais diversificados apresentavam menor risco. Ambos os trabalhos confirmaram o benefício da diversificação.

## 2.2

### Fundos de Gestão Ativa e os Resultados Esperados

Nos fundos de gestão ativa, os gestores buscam a todo tempo superar um *benchmark* definido de acordo com a estratégia do fundo, cujos mais comumente utilizados são: CDI ou Ibovespa. Para Rochman e Eid (2006), os argumentos de que, os mercados não são perfeitamente eficientes possibilitam a existência da gestão ativa, que exige do gestor maior envolvimento para entender os movimentos de mercados e gerar ganhos acima do *benchmark*.

Fama (1972) indica duas habilidades importantes para uma boa gestão ativa: a seletividade e o *timing*. Seletividade é a habilidade de identificar ativos mal precificados e o *timing* é a capacidade de comprar ou vender os ativos nos momentos corretos. Esses movimentos exigem mais pesquisas, equipe mais qualificada e consequentemente custos mais elevados que são refletidos nas taxas de administração. Para Guzella e Campani (2017) e Milan (2017), a gestão ativa tenta compensar os custos maiores em melhores retornos e para isso, os primeiros autores observaram mais de 800 fundos de ações no período de 10 anos e o segundo, 63 fundos de renda fixa no período de 5 anos por três aspectos: *duration* da carteira, classe e características individuais dos ativos.

Na tentativa de buscar variáveis que explicam ou mostram o desempenho dos fundos, Bossan e Pimental (2022) observaram êxito de 62% dos fundos de ações de 1996 a 2019 pelo Alfa de Jensen. Já Liu e Carins (2020) encontraram resultados opostos, mostrando que menos de 2% dos fundos, de 2000 a 2019, conseguiram entregar alfa (Alfa de Jensen) por longos períodos, ou seja, não conseguiram gerar ganhos superiores ao *benchmark*. O pouco sucesso dos fundos de gestão ativa também foi confirmado pelo *Scorecard* de Persistência da América Latina, considerando Brasil, Chile e México, que mede, como o nome sugere, a entrega consistente de retorno acima de um determinado *benchmark* dos fundos de gestão ativa. O resultado da análise de 193 fundos em 2022 apontou que menos de 5% dos fundos se mantiveram acima do *benchmark* por

pelo menos um período (1 ano) durante a janela de 4 anos. Isso leva a acreditar que a eficiência da gestão ativa normalmente é de curta duração.

### **2.3 – Hipótese de Mercado Eficiente**

Para Mussa *et al* (2008), a Hipótese de Mercado Eficiente – HME sempre é um tema de pesquisa e não há consenso sobre a eficiência de mercado. Fama (1970, 1991) define 3 formas de eficiência de mercado: a forma fraca – nenhum investidor poderia obter retornos em excesso através da análise de preços históricos, ou seja, as informações de preços passados não seriam úteis para obtenção de retornos extraordinários; a forma semiforte – nenhum investidor poderia obter retornos em excesso baseado em informações públicas, pois os preços se ajustariam rapidamente às novas informações; a forma forte – nenhum investidor poderia obter retornos em excesso usando qualquer informação, mesmo com base em dados confidenciais que não se tornaram públicos. Forti *et al* (2009) por meio de levantamentos bibliográficos identificaram a não eficiência em sua totalidade. No entanto, Malaquias e Eid (2013) testaram mais de 800 fundos multimercados na forma semiforte com resultados sem sucesso para retornos anormais, confirmado a eficiência de mercado e Faria *et al* (2016) observaram fundos de gestão passiva e ativa, alicerçados na HME e não encontraram diferença entre seus desempenhos.

### **2.4**

#### **Estudos Recentes Sobre o Tema**

A indústria de fundos tem papel importante no mercado de capitais brasileiro (Silva *et al*, 2022). Cada vez mais, tem surgido investidores migrando de seus investimentos tradicionais para a indústria de fundos (Oliveira e Carraro, 2021) em busca de maiores retornos sobre o capital investido. Diante desse cenário, cresce o número de estudos e debates acerca dos mais variados temas dessa indústria. Estudos recentes levam a crer que observar apenas o histórico de rentabilidade passada não se traduz em uma escolha eficiente de um fundo, mesmo porque há a teoria de eficiência de mercado na forma fraca, por isso os estudos têm se concentrado nas variáveis que afetam os resultados.



Oliveira e Sousa (2015) analisaram 173 fundos de ações de 2003 a 2010 e observaram que o desempenho estaria mais bem representado pela taxa de administração, Índice de Treynor, Índice de Sharpe generalizado, Índice de Modigliani e taxa de performance. Já Mendonça *et al* (2017) propuseram um modelo de pontuação para auxiliar o investidor comum no momento da escolha de um fundo e observaram 1.417 fundos de ações de gestão ativa, de 2004 a 2014 com as seguintes variáveis como direcionadoras de desempenho: condição de ser banco ou financeira, a alavancagem, se os fundos eram destinados a investidores qualificados, se fundos investiam em cotas de outros fundos, a taxa de performance, se os fundos tinham menos de um ano, o patrimônio líquido e o Índice de Sharpe. Silva *et al* (2022) também analisaram fundos de ações do entre 2014 e 2019 e se concentraram em menos variáveis como a taxa de administração, idade do fundo e tamanho do patrimônio líquido, sendo somente essa significativa, afinal fundos maiores reduzem ou diluem os custos de gestão e entregam mais retorno. Tais resultados estão em linha com Bossan e Pimentel (2022).

Maestri e Malaquias (2018) observaram 6.002 fundos multimercados de 2009 a 2015 para analisar se as características dos gestores influenciariam o desempenho do fundo, apontando resultados dentro das expectativas, pois gestores menos experientes montaram carteiras baseadas em renda fixa, cobrando menores taxas de administração e, a depender do período, apresentam melhores retornos ajustados ao risco. Já Storck e Motoki (2021) observaram 3.499 fundos de multimercado de 2016 a 2019, para analisar se liberdade de gestores é uma variável para retornos mais altos, encontrando resultados positivos.

Para Silva *et al* (2022), embora indústria de fundos no Brasil esteja em larga expansão, há uma grande concentração em poucas gestoras de grande porte. Mediante esse fato, observaram que a baixa concorrência não resulta em baixa performance. Na mesma linha, Tavares e Penedo (2023) observaram o comportamento da captação líquida das três principais classes de fundos renda fixa, multimercados e ações no período de 2001 a 2009 sob perspectivas particulares e observaram que os cinco maiores bancos do país fazem gestão de mais de 50% dos ativos alocados em fundos. Além disso, os fundos com maior patrimônio captam menos e com maior retorno passado captam mais, investidores qualificados dão mais relevâncias a fatores macroeconômicos em suas tomadas de decisão, captação líquida dos fundos multimercados se assemelham aos dos

fundos de ações e retorno médio dos multimercados se assemelham aos de renda fixa.

Em relação ao período de análise, Teles *et al* (2022) observaram o desempenho de fundos na janela da pandemia. No período considerado como durante, mais da metade dos fundos superaram o *benchmark*. Já no período considerado recuperação, a maior parte dos fundos passou a ter um desempenho inferior ao *benchmark*. Um dado importante, é que durante o período de análise (pré; durante e recuperação) as captações (as aplicações) foram maiores que os resgastes.

## 3

### Metodologia

#### 3.1

##### Amostra e Coleta de Dados

O objetivo desse estudo é agrupar os fundos de investimento em 4 quadrantes: alto e baixo desempenho, medidos pelo Índice de Sharpe, e alta e baixa taxa de administração para mostrar a dificuldade do cliente/investidor em escolher um fundo agravada pela ideia de que os agentes de investimentos indicam fundos com taxa de administração mais altas. Essa dificuldade é resultado não só da falta de educação financeira e desconhecimento dos produtos financeiros no mercado como da grande quantidade de fundos disponíveis para investimento.

A base de dados foi obtida através da plataforma ComDinheiro [www.comdinheiro.com.br](http://www.comdinheiro.com.br). O número de fundos disponíveis período de janeiro de 2020 a dezembro de 2022 era de 5.124 fundos, nas três classes de ativos: renda fixa, multimercado e ações. Desse total, optou-se pelos fundos que apresentaram histórico de rentabilidade nos últimos 36 meses. Esse estudo é destinado ao investidor de varejo, sendo assim, foram excluídos fundos qualificados e fundos exclusivos. A amostra passou a contemplar 2.622 fundos, sendo 1.023 de renda fixa, 968 multimercados e 631 ações com 94.392 observações. Essas três classes de fundos representam mais de 50% da oferta de fundos (ANBIMA, 2022). A

opção pelo período de 36 meses está relacionada ao período usualmente apresentado pelas gestoras.

### 3.2

#### Tratamento dos Dados

Os dados coletados na plataforma ComDinheiro ([www.comdinheiro.com.br](http://www.comdinheiro.com.br)) foram: taxa de administração e rentabilidade mensal. Para o Índice de Sharpe, calculou-se o retorno médio mensal e o risco pelo desvio padrão dos retornos dos fundos em intervalos de 12, 24 e 36 meses, conforme as equações (1) e (2) respectivamente:

$$Retorno\ Médio\ Mensal_{i,n} = \frac{\sum rentabilidade\ mensal_{i,t}}{n} \quad (1)$$

$$\sigma_{i,n} = \sqrt{\frac{\sum (Rentabilidade\ mensal_{i,t} - Retorno\ médio\ mensal_i)^2}{n}} \quad (2)$$

Onde:

Retorno médio mensal = rentabilidade mensal do fundo i no período n = 12; 24 e 36 meses

$\sigma_{i,n}$  – Desvio padrão do retorno do fundo i no período n= 12, 24 e 36 meses.

Para taxa livre de risco utilizada no Índice de Sharpe, adotou-se a rentabilidade do CDI mensal obtida através da plataforma do Banco Central do Brasil – Bacen (<https://www3.bcb.gov.br>), e em seguida o retorno médio mensal em 12, 24 e 36 meses, conforme equação (1). Com isso, o CDI mensal para 12 meses foi de 0,98%, 24 meses foi de 0,67% e 36 meses de 0,52%.

Por fim, o Índice de Sharpe – IS foi calculado pela equação (3), que mede o prêmio de risco de um ativo por unidade de risco, possibilitando ao investidor análise retorno x risco de um ativo, no caso, dos fundos analisados:

$$Indice\ Sharpe = \frac{R_{i,n} - R_f}{\sigma_{i,n}} \quad (3)$$

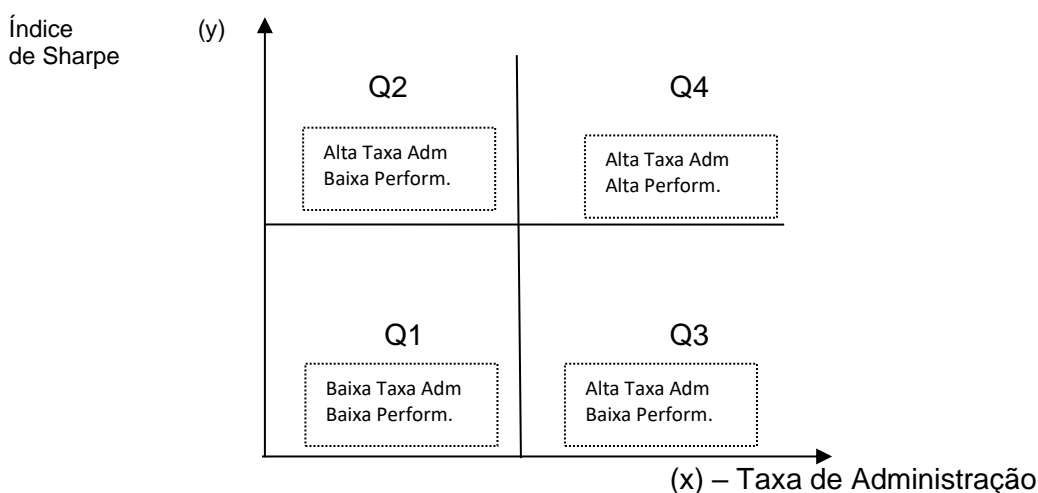
Onde:

$R_{i,n}$  – Retorno mensal do fundo  $i$  no período  $n = 12, 24$  e  $36$  meses

$R_f$  – Retorno mensal do CDI no período de  $12, 24$  e  $36$  meses

Com isso, os dados de taxa de administração e performance representada pelo Índice de Sharpe dos fundos foram distribuídos em quatro quadrantes conforme Gráfico 1.

O eixo  $x$  é representado pela taxa de administração e, terá como ponto de corte a mediana, evitando assim que *outliers* comprometam o ponto central. Esses valores estão apresentados na Tabela 3. O eixo  $y$  é representando pelo Índice de Sharpe e terá o ponto de corte igual a  $0,00$ . Interessante observar que o ponto de valor nulo foi o que permitiu uma melhor distribuição dos fundos, dados que uma boa parte performou pior que o CDI nos períodos observados. Por esse critério, apenas fundos com Índice de Sharpe positivo irão constar nos quadrantes Q2 - baixa taxa de administração e alta performance e Q4 - alta taxa de administração e alta performance.



**Gráfico 1:** Gráfico de Dispersão - Taxa de Administração x Índice de Sharpe.

Fonte: Elaborado pelo autor

A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva da taxa de administração dos fundos. Os fundos de renda fixa possuem as taxas de administração mais baixas, com média de  $0,53\%$ , como comumente encontrado no mercado, em seguida os

fundos de multimercado com taxa de 0,99% e os fundos de ações com média de 1,49%. A mediana dos fundos de multimercado e de ações se aproximam de suas médias, enquanto nos fundos de renda fixa, a mediana fica bem abaixo da média, mostrando que é frequente encontrar fundos menos arriscados mais baratos que 0,53%.

**Tabela 1:** Estatística Descritiva das Taxas de Administração.

<b>Taxa de Administração</b>	<b>Fundos Renda Fixa</b>	<b>Fundos Multimercado</b>	<b>Fundos de Ações</b>
Média	0,53 %	0,99 %	1,49 %
Mediana	0,35 %	1,00 %	1,50 %
Desvio Padrão	0,51	0,82	1,11
Mínimo	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Máximo	2,45 %	3,00 %	8,50 %

*Fonte:* Elaborada pelo autor

**Tabela 2:** Média do Índice de Sharpe dos Fundos nos Diferentes Períodos

<b>Índice de Sharpe</b>	<b>12 meses</b>	<b>24 meses</b>	<b>36 meses</b>
Renda Fixa	- 2,65	- 1,79	- 3,62
Multimercado	- 0,23	- 1,73	- 1,39
Ações	-1,88	-4,60	-3,01

*Fonte:* Elaborada pelo autor

Os dados da Tabela 2 mostram que com o CDI em torno de 0,98% mesmo que para 12 meses, os fundos de renda fixa tiveram Índice de Sharpe negativo, pois na média tiveram rentabilidade inferior do CDI, os fundos de multimercado e de ações também apresentaram Índice de Sharpe negativo, refletindo o baixo desempenho dos fundos de mais risco. À medida que o período aumenta, com CDI médio de 24 de 0,67% e 36 meses de 0,52%, os valores de Índices de Sharpe não apresentaram melhora significativa.

**Tabela 3:** Mediana da Taxa de Administração dos Fundos nos Diferentes Períodos como Ponto de Corte para os Quadrantes

Ponto de Corte	12 meses	24 meses	36 meses
Renda Fixa	0,35%	0,35%	0,35%
Multimercado	1,00%	1,00%	1,00%
Ações	1,50%	1,50%	1,50%

*Fonte:* Elaborada pelo autor

A mediana das taxas de administração dos fundos, utilizada como ponto de corte para os quadrantes são iguais como mostradas em destaque pela Tabela 3 para enfatizar a discrepâncias entre as classes de fundos e na sequência relacionar com a performance. Para fundos de renda fixa, as taxas devem ser mais baixas e para fundos de multimercado e de ação devem ser mais altas. Fundos de renda fixa, por oferecerem menos risco, demandam gestão menos agressiva e sofisticada, portanto, uma atividade com menos custo. Já os fundos de multimercado e ações vão na contramão dessa análise. Por oferecerem mais risco, necessitam de uma gestão mais atenta e, portanto, com custos maiores, refletindo nas taxas de administração.

## 4

### Análise de Resultados

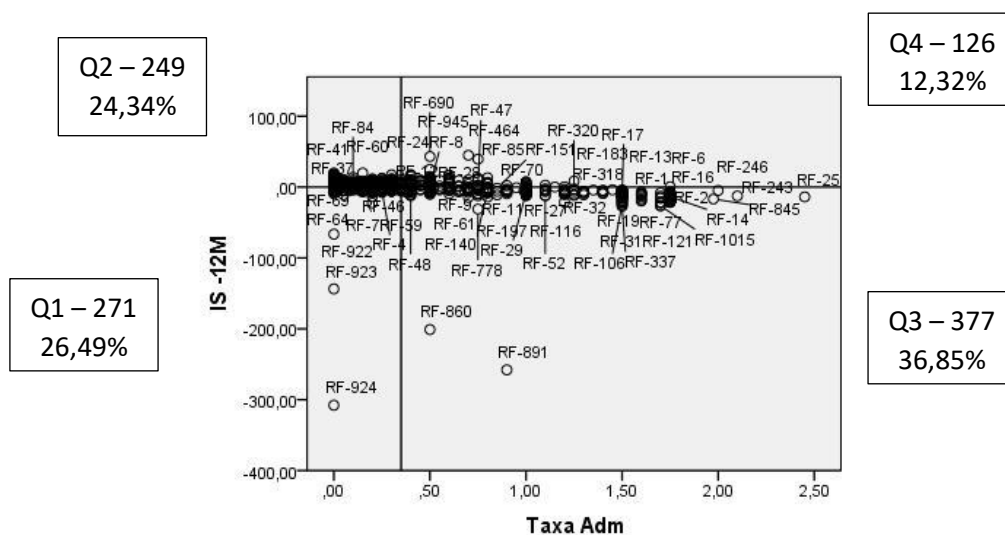
As análises foram realizadas por classes, em diferentes períodos, para observar a quantidade de fundos em cada quadrante. A ideia é que existam mais fundos no quadrante 1 e no quadrante 4, afinal, taxa de administração menores ofereceriam performance mais baixa baseado na gestão passiva e fundos com taxa de administração mais altas ofereceriam performance mais altas, baseada na gestão ativa. Com isso, mesmo com a grande quantidade de fundos oferecidos, o cliente/investidor não teria dificuldade de escolha, pois a seleção seria mais assertiva em relação à performance (menor risco, menor retorno ou maior risco, maior retorno). Em outras palavras, em uma grande gama de fundos, o cliente/investidor escolheria o fundo pelo seu desempenho, ainda que com dados passado, e estaria obtendo retorno ajustado ao risco de forma adequada. O que

ocorre é pelo grande número de oferta de fundos, o cliente/investidor é sugestionado pelo agente financeiro a escolher fundos de taxa de administração mais altas, não necessariamente obtendo melhores resultados. Se por um lado é esperado que fundos mais caros realmente entreguem melhores resultados, por outro, a realidade pode não se confirmar.

#### 4.1

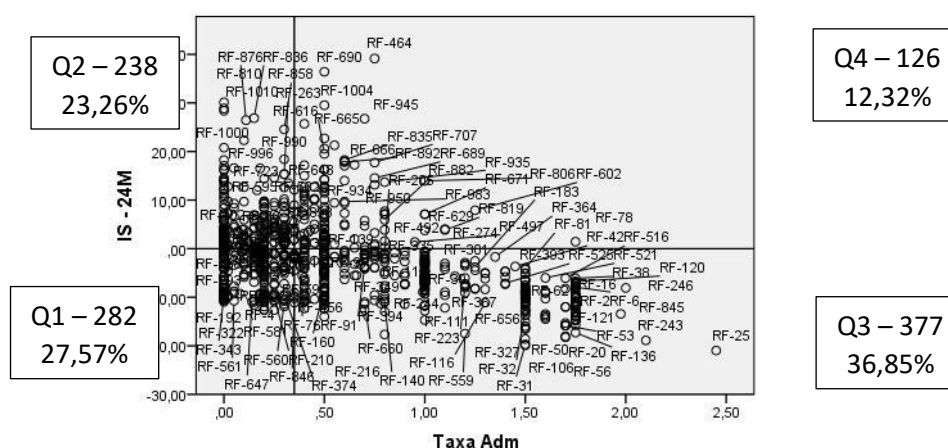
#### Fundos de Renda Fixa

Ao distribuir os fundos de renda fixa nos Gráficos 2, 3 e 4 de dispersão, obteve-se os seguintes resultados por períodos. Os gráficos estão em sequência para facilitar a visualização:



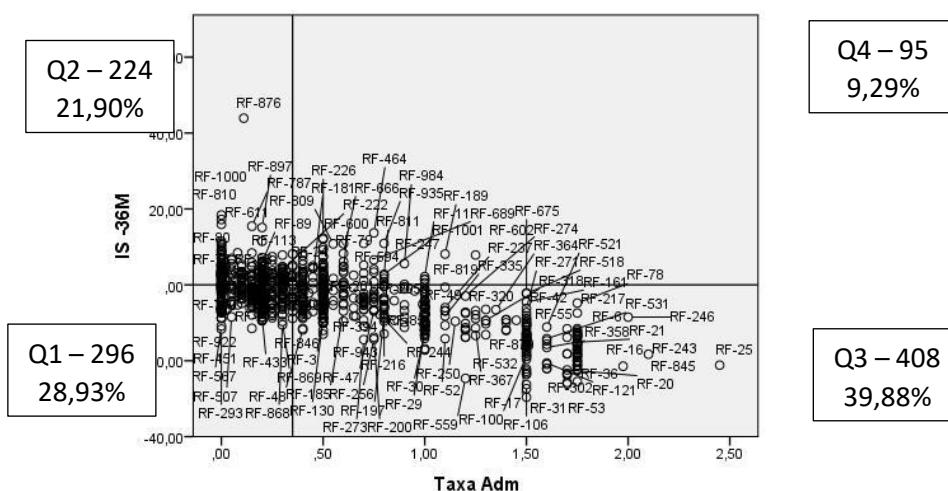
**Gráfico 2:** Distribuição dos Fundos de Renda Fixa no período de 12 meses

*Fonte:* Elaborado pelo autor



**Gráfico 3:** Distribuição dos Fundos de Renda Fixa no período de 24 meses

*Fonte:* Elaborado pelo autor



**Gráfico 4:** Distribuição dos Fundos de Renda Fixa no período de 36 meses

*Fonte:* Elaborado pelo autor

O Gráfico 2 exibe os fundos de renda fixa no período de 12 meses distribuídos nos quadrantes, possibilitando observar que o quadrante Q1 – baixa taxa de administração e baixa performance contém 26,49% do total de fundos; Q2 – baixa taxa de administração e alta performance contém 24,34%; Q3 – alta taxa de administração e baixa performance representa 36,85%; e Q4 – alta taxa de administração e alta performance contém 12,32%. À medida que se estende o período de análise para 24 e 36 meses, a expectativa era que a performance dos



fundos melhorasse, ou seja, que os quadrantes Q2 e Q4 fossem mais populosos, pois o tempo seria um fator significativo para o desempenho. Importante destacar que o quadrante mais populoso é o Q3, o que mostra baixa eficiência dos fundos, pois mesmo com taxa de administração mais altas, tais fundos oferecem baixa performance. Já o quadrante Q4 é o menos populoso, o que mostra que mesmo cobrando taxas altas de administração, pouco fundos entregam bons resultados. Os quadrantes Q1 e Q2 são muito semelhantes em termos de população. O quadrante Q2 mostra eficiência, pois mesmo cobrando taxas mais baixas, os fundos apresentam bons resultados.

O Gráfico 3 exibe os fundos de renda fixa de 24 meses distribuídos nos quadrantes, possibilitando observar que o quadrante Q1 – baixa taxa de administração e baixa performance contém 27,57% do total de fundos; Q2 – baixa taxa de administração e alta performance contém 23,26%; Q3 – alta taxa de administração e baixa performance contém 36,85%; e Q4 – alta taxa de administração e alta performance contém 12,32%. Os resultados não mudam em relação à distribuição de 12 meses. Isso mostra que mesmo estendendo o prazo de análise, a performance dos fundos não melhora, apesar da expectativa de um aumento de população nos quadrantes Q2 e Q4. O quadrante Q2, inclusive, reduziu de 24,34% para 23,26% do total dos fundos e o quadrante Q4 permaneceu com mesmo número de fundos.

O Gráfico 4 exibe os fundos de renda fixa de 36 meses distribuídos nos quadrantes, possibilitando observar que o quadrante Q1 – baixa taxa de administração e baixa performance contém 28,93% do total de fundos; Q2 – baixa taxa de administração e alta performance contém 21,90%; Q3 – alta taxa de administração e baixa performance contém 39,88%; e Q4 – alta taxa de administração e alta performance contém 9,29%. Os resultados não mudam significativamente em relação a 12 e 24 meses, no entanto, uma pequena diferença reflete resultados não esperados. Os quadrantes Q2 e Q4, que deveriam estar mais populosos, reduziram de tamanho em relação ao total, consequentemente os quadrantes Q1 e Q3 aumentaram. O quadrante Q3 foi o que mais cresceu, destacando que são fundos com taxas de administração mais altas e baixa performance. Todas essas análises podem ser acompanhadas de forma mais concisa com os números da Tabela 4.

**Tabela 4:** Quadro Resumo da Distribuição dos Fundos de Renda Fixa por Quadrante

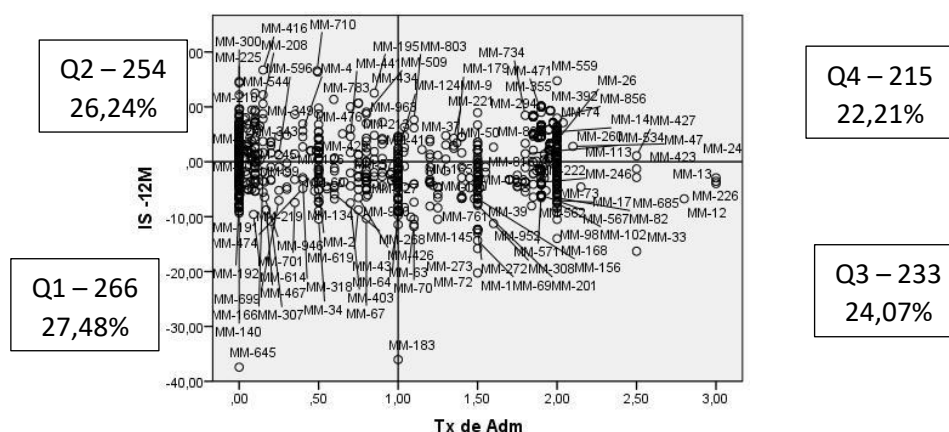
Quadrante	12 meses	24 meses	36 meses
Q1 – baixa taxa de adm. e baixa performance	271 26,49%	282 27,57%	296 28,93%
Q2 – baixa taxa de adm. e alta performance	249 24,34%	238 23,26%	224 21,90%
Q3 – alta taxa de adm. e baixa performance	377 36,85%	377 36,85%	408 39,88%
Q4 – alta taxa de adm. e alta performance	126 12,32%	126 12,34%	95 9,29%

Fonte: Elaborada pelo autor

## 4.2

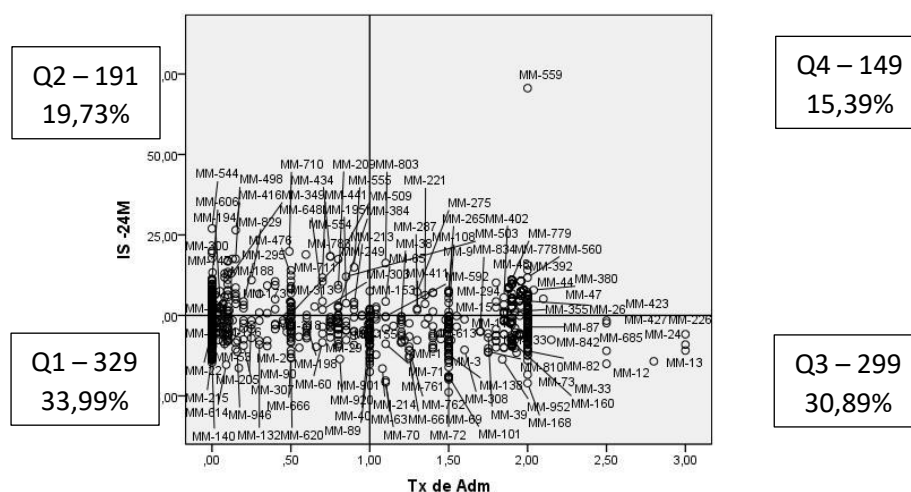
### Fundos de Multimercado

Ao distribuir os fundos multimercado nos Gráficos 5, 6 e 7 de dispersão, obteve-se os seguintes resultados por períodos. Os gráficos estão em sequência para facilitar a visualização:



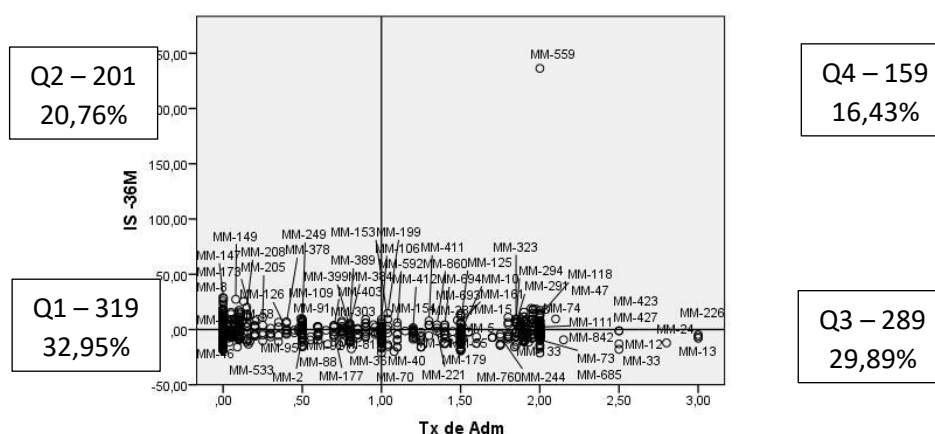
**Gráfico 5:** Distribuição dos Fundos Multimercado no período de 12 meses

Fonte: Elaborado pelo autor



**Gráfico 6:** Distribuição dos Fundos Multimercado no período de 24 meses

*Fonte:* Elaborado pelo autor



**Gráfico 7:** Distribuição dos Fundos Multimercado no período de 36 meses

*Fonte:* Elaborado pelo autor

O Gráfico 5 exibe os fundos multimercado no período de 12 meses distribuídos nos quadrantes, possibilitando observar que o quadrante Q1 – baixa taxa de administração e baixa performance contém 27,48% do total de fundos, Q2 – baixa taxa de administração e alta performance contém 26,24%, Q3 – alta taxa de administração e baixa performance contém 24,07% e Q4 – alta taxa de administração e alta performance contém 22,21%. Os quadrantes têm número semelhante de fundos, no entanto, o menos populoso é o quadrante Q4 que deveria ser o maior, pois são fundos de alta taxa de administração que apresentam boa performance, assim, a ideia de gestão ativa estaria coerente. Vale comparar

os quadrantes Q2 e o Q4, pois o primeiro contém mais fundos que o segundo. Isso mostra um ponto positivo, pois Q2 são fundos mais baratos que entregam bons resultados, mostrando-se eficientes, no entanto, como o número de fundos não é tão diferente, isso reforça a ideia da dificuldade de escolha assertiva, dado que a chance selecionar um fundo mais caro em detrimento de um mais barato ao avaliar o desempenho é semelhante.

O Gráfico 6 exibe os fundos multimercado no período de 24 meses distribuídos nos quadrantes, possibilitando observar que o quadrante Q1 – baixa taxa de administração e baixa performance contém 33,99% do total de fundos; Q2 – baixa taxa de administração e alta performance contém 19,73%; Q3 – alta taxa de administração e baixa performance contém 30,89%; e Q4 – alta taxa de administração e alta performance contém 15,39%. Perceba que os quadrantes Q1 e Q3 aumentam, ou seja, com um período de análise maior (24 meses) era esperado que os fundos apresentassem melhor performance e isso não ocorreu, ou seja, os fundos migraram para os quadrantes de baixa performance. Aparentemente, os fundos mais caros e com baixo desempenho se tornaram mais numerosos, mostrando a ineficiência dos fundos e dificultando a escolha assertiva do cliente/investidor.

O Gráfico 7 exibe os fundos multimercados no período de 36 meses distribuídos nos quadrantes, possibilitando observar que o quadrante Q1 – baixa taxa de administração e baixa performance contém 32,95% do total de fundos; Q2 – baixa taxa de administração e alta performance contém 20,76%; Q3 – alta taxa de administração e baixa performance contém 29,86%; e Q4 – alta taxa de administração e alta performance contém 16,43%. Mesmo aumentando o período da análise para 36 meses, o cenário não se altera, ou seja, os quadrantes de baixa performance são os mais populosos ou ao longo do tempo se tornam mais populosos. Destaca-se, nesse caso, o quadrante Q3 que são fundos que cobram taxa de administração alta e entregam baixo resultado. Os fundos de multimercado são mais arriscados e por essa razão, deveriam se concentrar mais no quadrante Q4, ou seja, por mais que os fundos cobrem taxa de administração mais alta, exatamente por ter uma gestão ativa e necessária, deveriam entregar melhores resultados e, portanto, ser o quadrante mais populoso. No entanto, os resultados mostram o oposto. Todas essas análises podem ser acompanhadas de forma mais concisa com os números da Tabela 5.

**Tabela 5:** Quadro Resumo da Distribuição dos Fundos Multimercado por Quadrante

Quadrante	12 meses	24 meses	36 meses
Q1 – baixa taxa de adm. e baixa performance	266 27,48%	329 33,99%	319 32,95%
Q2 – baixa taxa de adm. e alta performance	254 26,24%	191 19,73%	201 20,76%
Q3 – alta taxa de adm. e baixa performance	233 24,07	299 30,89%	289 29,86%
Q4 – alta taxa de adm. e alta performance	215 22,21%	149 15,39%	159 16,43%

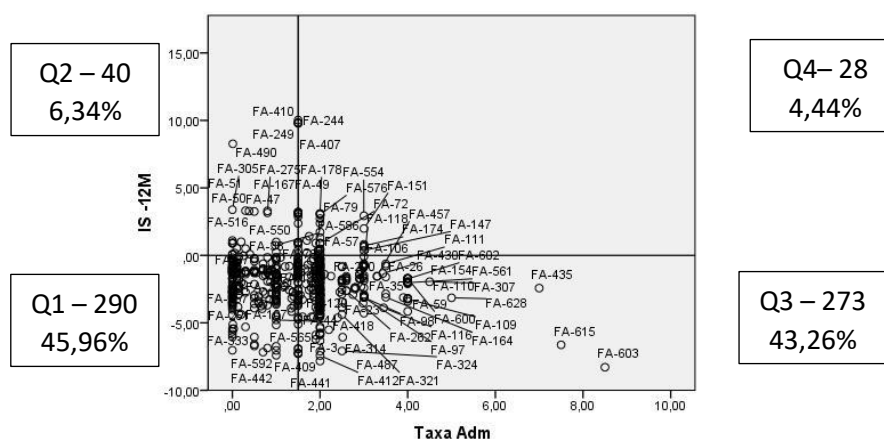
Fonte: Elaborada pelo autor

Por fim, é possível observar na Tabela 5 que os quadrantes Q1 e Q3 ficam mais populosos com o aumento da janela de tempo. Os fundos reduzem sua eficiência pois ficam mais numerosos nos quadrantes de baixa performance.

### 4.3

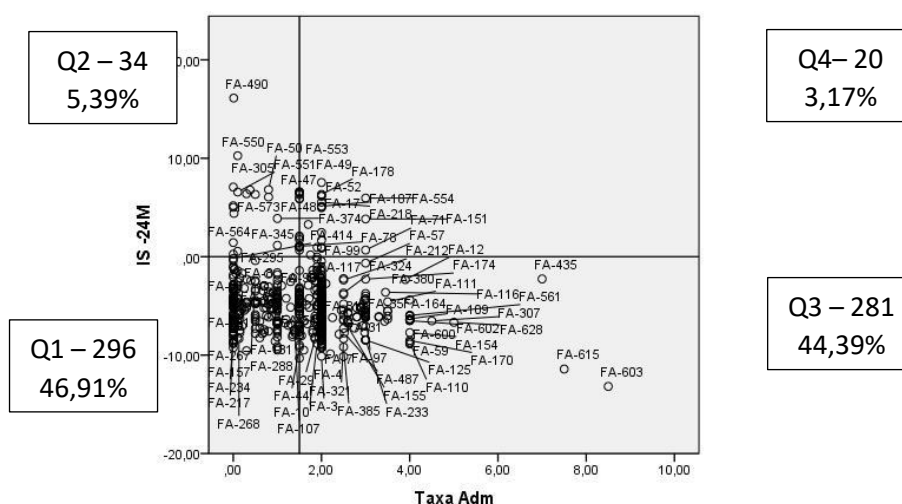
#### Fundos de Ações

Ao distribuir os fundos de ações nos Gráficos 8, 9 e 10 de dispersão, obteve-se os seguintes resultados por períodos. Os gráficos estão em sequência para facilitar a visualização:

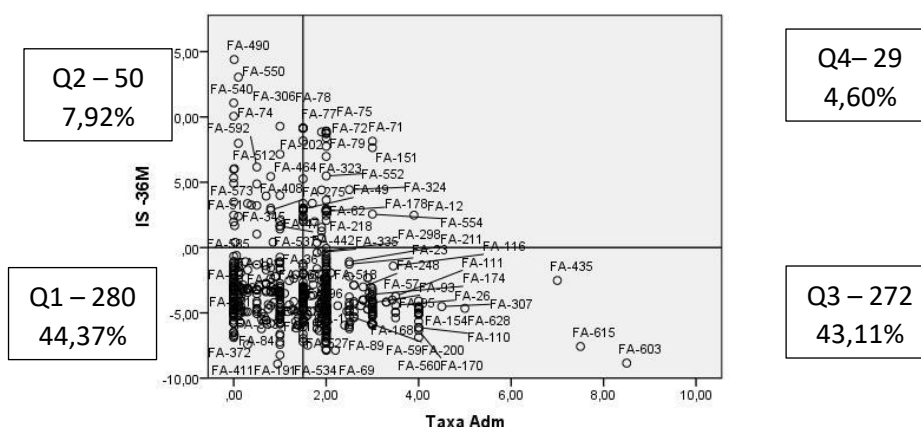


**Gráfico 8:** Distribuição dos Fundos de Ações no período de 12 meses

Fonte: Elaborado pelo autor

**Gráfico 9:** Distribuição dos Fundos de Ações no período de 24 meses

Fonte: Elaborado pelo autor

**Gráfico 10:** Distribuição dos Fundos de Ações no período de 36 meses

Fonte: Elaborado pelo autor

O Gráfico 8 exibe os fundos de ações no período de 12 meses distribuídos nos quadrantes, possibilitando observar que o quadrante Q1 – baixa taxa de administração e baixa performance contém 45,96% do total de fundos; Q2 – baixa taxa de administração e alta performance contém 6,34%; Q3 – alta taxa de administração e baixa performance contém 43,26%; e Q4 – alta taxa de administração e alta performance contém 4,44%. Os quadrantes mais populosos são Q1 e Q3 com fundos de baixa performance, não se diferenciando do perfil dos fundos multimercado. Vale destacar que o Q3 é o quadrante de fundos de alta

taxa de administração, mostrando que há uma parte significativa deles que cobra caro pela sua gestão, teoricamente ativa, e não entrega resultado satisfatório. O quadrante Q1 também é muito populoso, no entanto são fundos baratos, cuja expectativa de bons resultados não é tão alta, ou seja, espera-se pouco deles, no entanto, comparativamente, tais fundos surpreendem e isso colabora para a escolha mais assertiva do cliente/investidor.

O Gráfico 9 exibe os fundos de ação no período de 24 meses distribuídos nos quadrantes, possibilitando observar que o quadrante Q1 – baixa taxa de administração e baixa performance contém 46,91% do total de fundos; Q2 – baixa taxa de administração e alta performance contém 5,39%; Q3 – alta taxa de administração e baixa performance contém 44,39%; e Q4 – alta taxa de administração e alta performance contém 3,17%. À medida que aumenta a janela de tempo, os resultados surpreendem negativamente, pois os quadrantes Q1 e Q3 aumentam ainda mais de tamanho se comparados com 12 meses. O esperado era que os quadrantes Q2 e Q4, de desempenho mais alto, aumentassem, ou seja, fossem encontrados mais fundos nessas posições, o que não ocorreu.

O Gráfico 10 exibe os fundos de ações no período de 36 meses distribuídos nos quadrantes, possibilitando observar que o quadrante Q1 – baixa taxa de administração e baixa performance contém 44,37% do total de fundos; Q2 – baixa taxa de administração e alta performance contém 7,92%; Q3 – alta taxa de administração e baixa performance contém 43,11%; e Q4 – alta taxa de administração e alta performance contém 4,60%. Ao observar a análise por 36 meses, os resultados melhoram pouco. Os quadrantes Q2 e Q4 ficam mais populosos, no entanto, não são números absolutos significativos. Surpreende o pagamento de altas taxas de administração em fundos de baixa performance, e que, à medida que o tempo passa, não migram para quadrantes que entregam alto desempenho, mostrando que a gestão ativa não é eficiente para desacelerar as perdas do cliente/investidor ou mesmo recuperar os ganhos. Paga-se caro pela ineficiência a longo prazo, o que é suportado por Dalmácio *et al* (2007), Vasconcelos *et al* (2016) e Silva *et al* (2018), cujos resultados inferiram que altas taxas de administração não geraram melhores resultados.

Destaca-se ainda que pelo número de fundos disponíveis, o cliente/investidor tem mais chance de escolher fundos ineficientes, pois basta observar o número de fundos nos quadrantes Q1 e Q3. Todas essas análises podem ser acompanhadas de forma mais concisa com os números da Tabela 6.

**Tabela 6:** Quadro Resumo da Distribuição dos Fundos de Ações por Quadrante

<b>Quadrante</b>	<b>12 meses</b>	<b>24 meses</b>	<b>36 meses</b>
Q1 – baixa taxa de adm. e baixa performance	290 45,96%	296 46,91%	280 44,37%
Q2 – baixa taxa de adm. e alta performance	40 6,34%	34 5,39%	50 7,92%
Q3 – alta taxa de adm. e baixa performance	273 43,26%	281 44,39%	272 43,11%
Q4 – alta taxa de adm. e alta performance	28 4,44%	20 3,17%	29 4,60%

*Fonte:* Elaborada pelo autor

É possível observar na Tabela 6 que os fundos de ações em todos os períodos se concentraram nos quadrantes com Índice de Sharpe negativo: Q1 – baixa taxa de administração e baixa performance e Q3 – alta taxa de administração e baixa performance que somados tiveram mais de 80% do total de fundos. Mesmo com o mercado de ações em baixa pelos efeitos do período pandêmico, altas taxas de juros e efeito da guerra, os fundos de alta taxa de administração deveriam se recuperar mais rápido, afinal defendem a ideia de que são caros por terem melhor gestão. Isso não pôde ser observado nos resultados.



## 5

### Conclusão

Esse estudo analisou as classes de fundos de renda fixa, multimercado e ações, conforme definidas pela instrução CVM Nº 555/14, com o objetivo de inferir o quão fácil ou difícil é a escolha de um bom fundo de investimento sob a ótica da taxa de administração versus a performance dada a grande oferta.

Os resultados encontrados para os fundos de renda fixa mostram que o quadrante mais populoso é o Q3, cujas taxas de administração são altas o desempenho é baixo e mesmo com o aumento da janela de tempo, os fundos não migravam para quadrantes mais favoráveis, ou seja, para quadrantes Q2 ou Q4. O quadrante Q1 é o segundo mais populoso e novamente, é o que possui fundos de mais baixo desempenho, no entanto, com taxas de administração também mais baixas. Portanto, sendo a maioria dos fundos de renda fixa caros e com baixa performance, a dificuldade de escolha assertiva para um bom fundo de um cliente/investidor aumenta.

Os fundos multimercado tampouco colaboram para a seleção de um bom fundo por parte do cliente/investidor. Os quadrantes mais numerosos são o Q1 e Q3, os quais possuem fundos de baixo desempenho. O tamanho deles são semelhantes, em torno de 30% cada em relação ao total dos fundos de multimercado, e à medida que a janela de tempo aumenta, eles se tornam ainda mais populosos, ou seja, o desempenho não melhora. Em outras palavras, 60% do total de fundos de multimercado não performa bem e 30% deles cobram taxas de administração alta, sem a evidência de gestão ativa que entregue resultado satisfatório ao cliente/investidor.

O cenário não apresenta condições mais favoráveis aos fundos de ações. O comportamento dos fundos se repete e dessa vez de forma ainda mais acentuada. Os fundos de baixo desempenho que estão nos quadrantes Q1 e Q3 totalizam 80% do total. Desses, 50% cobram altas taxas de administração. O quadrante que deveria ser o mais populoso é o que apresenta menor número de fundos, ou seja, de 600 fundos de ações, apenas 30 deles estão no quadrante Q4 que são aqueles que entregam bons resultados, apesar da alta taxa de administração. Surpreendentemente, o quadrante Q3, que entrega bons

resultados e são baratos, é um quadrante com maior número de fundos quando comparado ao Q4, com um total de 50.

Independente da classe de fundos, a expectativa seria encontrar a maior quantidade nos quadrantes Q2 – baixa taxa de administração e alta performance; Q4 – alta taxa de administração e alta performance, pois representam os quadrantes com melhores resultados. Tais percentuais aumentariam as chances do investidor escolher um bom fundo. No entanto, os resultados apresentados contradizem as expectativas, ou seja, não foram identificadas evidências que facilitem o investidor no momento da escolha e sim, só reforçam a ideia de quão difícil é selecionar um bom fundo de investimento, e com isso, ele fica ainda mais suscetível à influência dos agentes financeiros.

## Referências Bibliográficas

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. Boletim de Fundos de Investimento. Disponível em: <https://data.anbima.com.br/informacoes/relatorios> Acesso em: dez. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL, Home Page <<http://www.bcb.gov.br>> Acesso em: dez. 2022.

BOSSAN, V.; PIMENTEL, R. R. Fundos de investimento em ações no Brasil: análise de desempenho e seus determinantes. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace**, v.13, n.2, 2022.

COSTA, T.; PENHA, R.; SILVA, M. Influência da cobrança de taxa de performance sobre desempenho de fundos de investimentos: impactos em fundos de diferentes classificações. **Seminários em Administração - XIII SEMEAD**, v.13, 2010.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 409**, de 18 de agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disp. em: [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 555**, de 17 dezembro de 2014. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disp. em: [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).

DALMÁCIO, F. Z.; NOSSA, V.; ZANQUETTO FILHO, H. 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, set./dez.2007.

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

FAMA, E. F. Components of investment performance. **The Journal of Finance**, v. 27, n. 3, p. 551-567, jun. 1972.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: II. **The Journal of Finance**, v.46, n.5, dez.1991.

FARIA, G. H.; SOUZA, K. G.; MALAQUIAS, R. F. 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.

FORTI, C.; PEIXOTO, F.; SANTIAGO, W. Hipótese da eficiência de mercado: um estudo exploratório no mercado de capitais brasileiro. **Gestão & Regionalidade**, v. 25, n. 75, set./dez.2009.

GUZELLA, M. S.; CAMPANI, C. H. Poder preditivo do desempenho de fundos brasileiros de ações a partir do  $R^2$  como medida do grau de seletividade. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 28, n. 74, p. 282-296, maio/ago. 2017.

LIU, B.; CAIRNS, A. Alfa passageiro: o desafio de um desempenho superior consistente. **S&P Dow Jones Índices**, 2020.

MAESTRI, C. O. N. M.; MALAQUIAS, R. F. Aspectos do gestor, alocação de carteiras e desempenho de fundos no Brasil. **Revista de Contabilidade & Finanças**, v.29, n.76, p.82-96, jan./abr. 2018.

MALAQUIAS, R.; EID JUNIOR, W. Eficiência de mercado e desempenho de fundos multimercados. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 1, p. 119–142, mar.2013.

MARKOWITZ, H. Portfolio selection. **The Journal of Finance**, v.7, n.1, p.77-91, mar.1952.

MENDONÇA, J. A.; CAMPANI, C. H.; LEAL, R. P. C. A escolha de fundos de ações e o investidor Individual. **Revista de Administração Contemporânea**, Rio de Janeiro, v.21, p. 41-62, abr. 2017.

MILAN, P. L. A. B. **Gestão ativa de carteiras de renda fixa: o valor da expectativa do gestor no contexto de eficiência de mercado**. Tese (Doutorado em Administração de Empresas), Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2017.

MILAN, P.; EID JUNIOR, W. Um retrato dos fundos de investimento no Brasil. **GVEXECUTIVO**, v.16, n.3, maio/jun. 2017.

MUSSA, A.; YANG, E.; TROVÃO, R.; FAMÁ, R. Hipótese de mercados eficientes e finanças comportamentais: as discussões persistem. **FACEF Pesquisa-Desenvolvimento e Gestão**, v. 11, n. 1, 2008.

OLIVEIRA, B. G.; SOUSA, A. F. Fundos de investimento em ações no Brasil: métricas para avaliação de desempenho. **REGE**, São Paulo, v.22, n.1, p. 61-76, jan./mar. 2015.

OLIVEIRA, F. E. C. **Desempenho de fundos de investimento em ações brasileiros. Dissertação** (Mestrado em Administração de Empresas). Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2008.

OLIVEIRA, G. S.; CARRARO, N. C. Pesquisa sobre o mercado de capitais e as qualificações necessárias para atuação como agentes de investimentos. **Brazilian Journal of Development**, v. 7, n. 11, p. 106694–106713, 2021.

OLIVEIRA, V. A.; ANTÔNIO, R. M.; GATSIOS, R. C. VaR histórico como ferramenta de avaliação da diversificação de fundo de ações. **Revista Ambiente Contábil**, v. 14, n. 2, jul./dez. 2022.

REIS, A. M. A. Agentes autônomos de investimento: uma análise sobre a ótica do problema principal-agente. **Revista Debates em Economia Aplicada**, v.2, n.1, 2022.

ROCHMAN, R. R.; EID JUNIOR, W. Fundos de investimento ativos e passivos no Brasil: comparando e determinando os seus desempenhos. In: **Encontro da Anpad**, p.1-16, 2006.

SANTOS, A. C.; **Uso da medida de risco CVAR para estimação de retornos de fundos multimercados brasileiros**. Dissertação (Mestrado em Economia), Universidade Federal de Goiás, Goiânia, 2019.

SILVA, S. E.; PEREIRA, L. F.; FONSECA, S. E.; IQUIAPAZA, R. A. Concorrência da indústria e a persistência do desempenho em fundos de ações no Brasil. **Brazilian Business Review**, v. 19, n. 3, p. 268-287, 2022.

SILVA, S. E.; ROMA, C. M. S.; IQUIAPAZA, R. A. A Taxa de administração sinaliza o desempenho dos fundos de investimento em ações no Brasil? **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v. 12, n. 3, art. 1, p. 286-302, jul./set. 2018.

SILVA, S. E.; SANTOS, J. H. C.; COAGUILA, R. A. I. Desempenho, custos, idade e tamanho em fundos de investimento em ações: análise com uso de regressão quantílica. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, João Pessoa, v. 10, n. 3, p. 43-60, set./dez.2022.

STORCK, B. A.; MOTOKI, F. Y. S. Fundos de investimento multimercado: a liberdade de ação do gestor importa? **Revista de Contabilidade e Organizações**, v.15, 2021.

TAVARES, V. B.; PENEDO, A. S. T. Fatores macroeconômicos, indicadores do fundo e tipo de gestor: o que influencia a captação líquida dos fundos de investimento no Brasil. **Revista Universo Contábil**, v. 18, p. 01-23, 2023.

TELES, P. P P.; LIMA, G. A.; SILVA, S. E.; IQUIAPAZA, R. A. Desempenho e risco de fundos de investimento em ações brasileiros no contexto da pandemia de COVID-19. **Revista Catarinense de Ciência Contábil**, v. 21, p. e-3282-e3282, 2022.

VARGA, G.; WENGERT, M. A indústria de fundos de investimentos no Brasil. **Revista de Economia e Administração**, v. 10, n. 1, p. 66-109, 2011.

VASCONCELOS, S. R. M.; SABES, S. F.; GONZALES, A. Rentabilidade recente de fundos de ações abertos no Brasil: análise da performance de um grupo de fundos de gestão ativa em relação as taxas de administração praticadas pelos gestores. **Revista Científica Hermes**, v.16, p.176-196, jul./dez. 2016.