



UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
FACULDADE DE GESTÃO E NEGÓCIOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM
ADMINISTRAÇÃO
GESTÃO ORGANIZACIONAL

**ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE DESEMPENHO E SEUS DETERMINANTES
COM ÊNFASE EM FUNDOS DE INVESTIMENTOS DE RENDA FIXA,
MULTIMERCADO E AÇÕES**

JOÃO PAULO SANTA CECÍLIA MORAES

Orientador: Prof.º Dr. Antônio Sérgio Torres Penedo

UBERLÂNDIA 2021

JOÃO PAULO SANTA CECÍLIA MORAES

**ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE DESEMPENHO E SEUS DETERMINANTES
COM ÊNFASE EM FUNDOS DE INVESTIMENTOS DE RENDA FIXA,
MULTIMERCADO E AÇÕES**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Gestão
Organizacional

Linha de Pesquisa: Finanças

Orientador: Prof.º Dr. Antônio
Sérgio Torres Penedo

UBERLÂNDIA 2021

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.

M827a
2021 Moraes, João Paulo Santa Cecília, 1994-
 Análise da relação entre desempenho e seus determinantes com
 ênfase em fundos de investimentos de renda fixa, multimercado e ações
 [recurso eletrônico] / João Paulo Santa Cecília Moraes. - 2021.

 Orientador: Antônio Sérgio Torres Penedo.
 Dissertação (mestrado profissional) - Universidade Federal de
Uberlândia. Programa de Pós-graduação em Gestão Organizacional.
 Modo de acesso: Internet.
 Disponível em: <http://doi.org/10.14393/ufu.di.2022.5004>
 Inclui bibliografia.
 Inclui ilustrações.

 1. Administração. I. Penedo, Antônio Sérgio Torres, 1979-,
(Orient.). II. Universidade Federal de Uberlândia. Programa de Pós-
graduação em Gestão Organizacional. III. Título.

CDU: 658

André Carlos Francisco
Bibliotecário - CRB-6/3408



UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
 Coordenação do Programa de Pós-Graduação em Gestão Organizacional
 Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco 5M, Sala 109 - Bairro Santa Mônica, Uberlândia-MG, CEP 38400-902
 Telefone: (34) 3239-4525 - www.fagen.ufu.br - ppggo@ufu.br



ATA DE DEFESA - PÓS-GRADUAÇÃO

Programa de Pós-Graduação em:	Gestão Organizacional				
Defesa de:	Dissertação de Mestrado Profissional, 71, PPGGO				
Data:	vinte e dois de julho de dois mil e vinte e um	Hora de início:	14h00	Hora de encerramento:	15h30
Matrícula do Discente:	11922GOM012				
Nome do Discente:	João Paulo Santa Cecília Moraes				
Título do Trabalho:	Análise da relação entre desempenho e seus determinantes com ênfase em fundos de investimentos de renda fixa, multimercado e ações				
Área de concentração:	Gestão Organizacional				
Linha de pesquisa:	Gestão Empresarial				
Projeto de Pesquisa de vinculação:	-				

Reuniu-se, por meio de webconferência, a Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-graduação em [Gestão Organizacional](#), assim composta: Professores Doutores: [Antonio Sérgio Torres Penedo - FAGEN/UFU](#), orientador do candidato; Rodrigo Fernandes Malaquias - FAGEN/UFU e Fábio Machado de Oliveira - UENF.

Iniciando os trabalhos o presidente da mesa, Dr. [Antonio Sérgio Torres Penedo](#), apresentou a Comissão Examinadora e o candidato, agradeceu a presença do público, e concedeu ao Discente a palavra para a exposição do seu trabalho. A duração da apresentação do Discente e o tempo de arguição e resposta foram conforme as normas do Programa.

A seguir o senhor(a) presidente concedeu a palavra, pela ordem sucessivamente, aos(às) examinadores(as), que passaram a arguir o(a) candidato(a). Ultimada a arguição, que se desenvolveu dentro dos termos regimentais, a Banca, em sessão secreta, atribuiu o resultado final, considerando o(a) candidato(a):

[Aprovado.](#)

Esta defesa faz parte dos requisitos necessários à obtenção do título de [Mestre](#).

O competente diploma será expedido após cumprimento dos demais requisitos, conforme as normas do Programa, a legislação pertinente e a regulamentação interna da UFU.

Nada mais havendo a tratar foram encerrados os trabalhos. Foi lavrada a presente ata que após lida e achada conforme foi assinada pela Banca Examinadora.



Documento assinado eletronicamente por **Antônio Sérgio Torres Penedo, Professor(a) do Magistério Superior**, em 22/07/2021, às 15:32, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Rodrigo Fernandes Malaquias, Professor(a) do Magistério Superior**, em 22/07/2021, às 15:32, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Fabio Machado de Oliveira, Usuário Externo**, em 23/07/2021, às 15:24, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://www.sei.ufu.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **2892437** e o código CRC **8FEE5FCC**.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente a Deus, por me proporcionar a oportunidade de participar deste programa de mestrado e as pessoas maravilhosas que tenho ao meu redor, família e amigos.

À minha família, principalmente meus pais Roberto e Elza, pelo apoio incondicional em tudo que me propus a fazer até hoje e pela valorização dos estudos, que foi algo que aprendi com eles. Aos meus irmãos Taisa, Otávio e Henrique, pela amizade e aprendizado constante.

À minha namorada Andressa, pelo amor, atenção e carinho, me apoiando nos momentos difíceis e me motivando a fazer o que me faz bem.

Aos meus professores, que contribuíram com o compartilhamento de conhecimento e experiências, tornando as aulas especiais e, muitas vezes, inspiradoras. Em especial, aos professores Dra. Janaína Maria Bueno e Dr. Carlos Roberto Domingues, pelas aulas sensacionais e atenção com minhas produções, além da Dra. Luciana Carvalho, que desde minha graduação sempre foi uma pessoa que tenho como referência acadêmica e que novamente foi importante na construção desta dissertação.

Ao meu professor e orientador Dr. Antônio Sérgio Torres Penedo, meu agradecimento especial pela confiança e liberdade na produção do trabalho, procurando antes de tudo entender minhas necessidades e dificuldades, e, assim, me apoiar.

À banca examinadora, professores Dr. Rodrigo Fernandes Malaquias e Dr. Fábio Machado de Oliveira, por gentilmente aceitarem o convite e contribuírem com importantes observações e sugestões.

Por fim, à todos os envolvidos na coordenação do mestrado e aos meus colegas de sala de aula, meu muito obrigado pelas trocas riquíssimas de conhecimento e experiências. Com certeza a presença de vocês tornou esta fase mais prazerosa e leve.

RESUMO

Os fundos de investimentos aumentaram seu patrimônio líquido em 250% nos últimos 10 anos e ultrapassaram os R\$ 6 trilhões em 2020. Com as taxas básicas de juros cada vez menores, os fundos de investimentos se apresentam ao investidor como boas opções de maior rentabilidade, de acordo com a disposição ao risco de cada um. Além disso, estes produtos possibilitam aos investidores o alcance a mercados, produtos e condições de custos e liquidez que dificilmente teriam acesso individualmente, o que facilita na diversificação e composição de carteiras mais rentáveis. Neste contexto, este trabalho tem como objetivos evidenciar a situação da produção acadêmica nacional quanto a relação do desempenho e seus determinantes para fundos de renda fixa, multimercado e de ações e analisar a relação entre o desempenho e seus determinantes para estas três classes na última década sob cenários de recessão ou crescimento econômico. Para realização do primeiro trabalho foi realizada revisão sistemática do conteúdo e resultados dos trabalhos brasileiros, sem limite temporal e para as três classes citadas. Os resultados do indicaram aquecimento da produção a partir de 2014, foco na classe dos fundos de ações, concentração de produções nos programas de mestrado da FGV e dispersão de publicações entre revistas e periódicos. Quanto aos autores mais produtivos houve dispersão, e para os mais referenciados foi identificada uma linha central que fundamenta a grande maioria dos trabalhos. Foram apresentadas as variáveis explicativas ou de controle utilizadas nos trabalhos e comparados os resultados de cada determinante entre os diferentes trabalhos revisados. Os resultados fornecem subsídios para trabalhos futuros, dada as oportunidades e lacunas expostas que ainda foram pouco discutidas na literatura. Já para o segundo artigo, foram coletados dados da base do Economática® entre 2010 e 2020 e realizadas regressões com dados em painel para verificação das relações desejadas. Os resultados evidenciaram que todas as 14 variáveis explicativas do modelo se mostraram sensíveis para análise do desempenho em diferentes cenários econômicos e/ou entre as classes. Em anos de crise, os fundos mais novos e sem taxas além das básicas de administração foram mais rentáveis. A recessão ainda provocou mais mudanças no comportamento das variáveis para fundos de renda fixa e ações, enquanto os multimercado se mostraram mais protegidos frente às oscilações do mercado, reforçando a estratégia de diversificação da classe.

Palavras-chave: Fundos de investimento, desempenho, determinantes de desempenho, revisão sistemática, crise.

ABSTRACT

Investment funds have increased their shareholders' equity by 250% in the last 10 years and exceeded R\$ 6 trillion in 2020. With basic interest rates getting lower, investment funds are presented to investors as good options with higher profitability, according to their risk disposition. In addition, these products enable investors to reach markets, products and cost and liquidity conditions that they would hardly have access to individually, which facilitates the diversification and composition of more profitable portfolios. In this context, this study aims to highlight the situation of national academic production regarding the relationship between performance and its determinants for “renda fixa”, “multimercado” and “ações” funds and to analyze the relationship between performance and its determinants for these three classes in the last decade and under recession or economic growth scenarios. To do the first work, a systematic review of the content and results of Brazilian works was carried out, with no time limit and for the three classes mentioned. The results indicated an increase in production as of 2014, focus on the class of “ações” funds, concentration of productions in FGV's master's programs and dispersion of publications among magazines and periodicals. As for the most productive authors, there was dispersion, and for the most referenced, a central line was identified that fundamentals the great majority of the works. The explanatory or control variables used in the studies were defined and the results of each determinant were compared between the different studies reviewed. The results provide subsidies for future work, data such as opportunities and exposed gaps that have been little discussed in the literature. For the second article, data from the Economática® database were collected between 2010 and 2020 and regressions were performed with panel data to verify the desired relationships. The results showed that all the 14 explanatory variables of the model were sensitive to performance analysis in different economic scenarios and/or between classes. In years of crisis, newer funds with no fees other than basic administration fees were more profitable. The recession caused further changes in the behavior of the variables for “renda fixa” and “ações” funds, while the “multimercado” funds proved to be more protected against market fluctuations, reinforcing the strategy of diversification of that class.

Keywords: Investment funds, performance, performance's determinants, systematic review, crisis.

LISTA DE TABELAS E FIGURAS

Tabela 1. Evolução patrimonial da indústria de fundos, fundos de renda fixa, ações e multimercado, comparados com a evolução da taxa SELIC no período de dez/06 a nov/20.....	15
Tabela 2. Tipo e produção por periódico ou instituição.	21
Tabela 3. Quantidade de artigos por autor.	23
Tabela 4. Variáveis explicativas e de controle dos trabalhos revisados e suas respectivas frequências de utilização.	27
Tabela 5. Resultados da relação entre determinantes do desempenho e desempenho dos fundos de investimento brasileiros.....	28
Tabela 6. Recorte de saturação das variáveis para desenvolvimento de trabalhos futuros.	29
Tabela 7. Estudos recentes que abordaram exclusivamente o desempenho dos fundos de ações e seus determinantes.	36
Tabela 8. Estudos recentes que abordaram exclusivamente o desempenho dos fundos multimercado e seus determinantes.	36
Tabela 9. Estudos recentes que abordaram o exclusivamente o desempenho dos fundos de renda fixa e seus determinantes.	37
Tabela 10. Variáveis utilizadas na pesquisa.	39
Tabela 11. Correlação entre as variáveis da amostra.	42
Tabela 12. Modelos 1, 2 e 3 para Retorno dos fundos de investimentos Renda Fixa.	43
Tabela 13. Modelos 3, 4 e 5 para Retorno dos fundos de investimentos Multimercado.....	45
Tabela 14. Modelos 7, 8 e 9 para Retorno dos fundos de investimentos em Ações.	47
Figura 1. Procedimentos de seleção para revisão sistemática da literatura aplicado a artigos.....	18
Figura 2. Procedimentos de seleção para revisão sistemática da literatura aplicada a teses e dissertações.	19
Figura 3. Evolução documental da produção acadêmica no tema.....	20
Figura 4. Distribuição de frequência dos trabalhos por classe de fundos de investimentos.....	22
Figura 5. Mapa de palavras chave com graduação anual.	22
Figura 6. Mapa de distribuição de coautoria das publicações revisadas.	23
Figura 7. Mapa de distribuição de coautoria e graduação anual das publicações revisadas.	24
Figura 8. Análise de cocitação para autores com duas ou mais citações.	25
Figura 9. Análise de Cocitação para autores com 7 ou mais citações.....	26

SUMÁRIO

SEÇÃO 1: INTRODUÇÃO GERAL	8
SEÇÃO 2: DESEMPENHO E SEUS DETERMINANTES: UM ESTUDO BIBLIOMÉTRICO PARA FUNDOS DE INVESTIMENTOS DE RENDA FIXA, MULTIMERCADO E DE AÇÕES.....	11
INTRODUÇÃO	12
MERCADO DE CAPITAIS E OS FUNDOS DE INVESTIMENTOS	13
PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	16
ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	19
CONSIDERAÇÕES FINAIS	29
SEÇÃO 3: A RELAÇÃO ENTRE DESEMPENHO E SEUS DETERMINANTES COM ÊNFASE EM FUNDOS DE INVESTIMENTOS DE RENDA FIXA, MULTIMERCADO E AÇÕES	32
INTRODUÇÃO	33
FUNDOS DE INVESTIMENTOS E DESEMPENHO	34
PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	37
RESULTADOS	41
CONSIDERAÇÕES FINAIS	50
SEÇÃO 4: CONSIDERAÇÕES FINAIS GERAIS	52
SEÇÃO 5: REFERENCIAS	55

SEÇÃO 1: INTRODUÇÃO GERAL

O cenário de incerteza por parte dos investidores em relação à economia, somado a grande volatilidade dos ativos influenciada pela pandemia do COVID-19 e a trajetória de redução da taxa de juros em 2020, abaixo do que era esperado no período pré-pandemia, ditaram os números consolidados do mercado de capitais e fundos de investimentos brasileiros em 2020. As emissões domésticas reduziram em 14,5%, os fundos de investimento de renda fixa perderam atratividade, registrando saída líquida de R\$ 41,2 bilhões, e os fundos multimercado registraram recorde em entrada líquida de recursos no ano (ANBIMA, 2021).

Mesmo registrando queda ou desaceleração em alguns indicadores importantes como emissão doméstica, captação líquida e patrimônio líquido, o mercado de capitais e os fundos de investimentos brasileiros apresentaram no segundo semestre de 2020 números que indicam perspectiva positiva para 2021 (ANBIMA, 2021). Enquanto a média mensal de emissão nos três primeiros meses da pandemia foi de R\$ 21,6 bilhões, entre junho e dezembro foi de R\$ 34,5 bilhões, sendo a emissão de dezembro a maior desde outubro de 2010, com valor total de R\$ 63,7 bilhões registrados. Para o mercado de renda variável, em específico, destaca-se a oferta inicial de ações que aumentou 344%, saindo de R\$ 10,2 bilhões em 2019 para R\$ 45,3 bilhões em 2020 (ANBIMA, 2021).

Os fundos de investimentos brasileiros alcançaram em 2020 patrimônio líquido superior a R\$ 6 trilhões (ANBIMA, 2021). O patrimônio mais representativo entre os fundos de investimentos foi o de renda fixa, atingindo média de 45,6% nos últimos 15 anos. Os fundos multimercado foram responsáveis por quase 50% das opções ofertadas aos investidores, já os fundos de ações apresentaram o maior crescimento proporcional do PL entre 2017 e 2019, porém, sua representatividade na composição total do PL geral dos fundos de investimentos registrado em novembro de 2020, no valor de R\$ 563,7 bilhões, ainda foi mais que 2 vezes menor que o PL dos fundos multimercado e quase 4 vezes menor que o total do patrimônio dos fundos de renda fixa (ANBIMA, 2020a). Apesar da concentração patrimonial nos fundos de renda fixa, a oferta de fundos desta classe é inferior a oferta de fundos de ações e multimercado, e, com a queda histórica da taxa SELIC, tende a diminuir esta diferença de PL devido ao movimento de migração dos investidores com menor aversão ao risco para fundos que buscam melhores rentabilidades (ANBIMA, 2021).

Os fundos de investimentos possibilitam aos investidores o alcance a mercados, produtos e condições de custos e liquidez que dificilmente teriam acesso individualmente, o que facilita a diversificação e a composição de carteiras mais rentáveis (Milani & Ceretta, 2013;

Varga & Wengert, 2011; Fonseca, Bressan, Iquiapaza, & Guerra, 2007). O investidor, portanto, pode optar tanto pelo acesso direto aos fundos quanto pela procura de gestão profissional em busca de benefícios de *know-how*, retornos mais seguros e volatilidades menores (Mendonça Júnior, Campani, & Leal, 2017)

Todavia, Gerth (2020) salienta a necessidade de análise cuidadosa que o investidor deve ter na escolha do gestor o qual destinará seus recursos, uma vez que em seu estudo para 1.669 fundos de ações ativos brasileiros, apesar de evidenciar que existem bons gestores disponíveis no mercado e que estes conseguem obter retornos anormais positivos em seus investimentos, constatou alta probabilidade de o investidor encontrar maus gestores, que gerem fundos com retornos anormais negativos e persistentes.

A determinação do desempenho dos fundos de investimentos brasileiros é objeto de estudo por pesquisadores brasileiros desde Rosenhek (2002), contudo, são evidenciadas diversas contradições nos resultados, ora apontando relações positivas entre desempenho e seus determinantes, ora relações negativas ou até relações insignificantes. Além disso, há concentração dos estudos para fundos de ações (Gerth, 2020; Silva, Malaquias, & Peixoto, 2020; Borges Júnior & Malaquias, 2019; Fonseca, Fernandes, Cunha, & Iquiapaza, 2018; Mendonça Júnior et al., 2017; Oliveira & Sousa, 2015; Milan & Eid Júnior, 2014; Milani & Ceretta, 2012) mesmo estes não sendo os fundos mais ofertados e nem os de maior concentração patrimonial no mercado de capitais brasileiro.

Diante ao apresentado, percebe-se que o investidor brasileiro está exposto a uma gama de opções de fundos de investimentos, mas possui poucas evidências na literatura nacional no que tange ao desempenho dos fundos de renda fixa, além das várias divergências de resultados entre os multimercado e de ações. A partir disso, o problema de pesquisa a ser respondido neste trabalho é qual a relação entre desempenho e seus determinantes com ênfase em fundos de investimentos de renda fixa, multimercado e ações.

Para responder ao problema de pesquisa apresentado, este trabalho se divide em 2 artigos e, por isso, seus respectivos objetivos gerais são listados abaixo:

1. Fornecer revisão sistemática do conteúdo e resultados dos trabalhos brasileiros, sem limite temporal, com ênfase na relação entre o desempenho dos fundos de investimentos de renda fixa, multimercado e ações brasileiros e seus determinantes;
2. Verificar e analisar quais variáveis possuem influência positiva ou negativa no desempenho de cada uma das classes citadas, considerando os anos de crescimento e recessão econômica brasileira na última década (2011-2020).

Como objetivos específicos, listam-se:

1. Identificar características da literatura acadêmica sobre fundos de investimentos, como classes de fundos mais trabalhados e variáveis mais abordadas;
2. Avaliar a evolução documental, por anos e por periódicos ou instituições, das produções sobre desempenho e seus determinantes para fundos de investimento brasileiros;
3. Verificar quem são os autores mais produtivos na área e aqueles mais citados para fundamentação teórica de trabalhos posteriores;
4. Analisar a influência dos determinantes do desempenho dos fundos de investimentos de renda fixa, multimercado e ações em anos em que a economia brasileira encarou recessão contra anos de crescimento;
5. Analisar o efeito de determinantes de desempenho ainda pouco explorados pela literatura ou com resultados contraditórios ou inconclusivos.

Para realização do trabalho, no que tange à revisão sistemática da literatura, foram exploradas publicações de autoria nacional tanto em periódicos quanto em programas de mestrado e doutorado em administração, com notas 6 ou 7, de acordo com a classificação CAPES (Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior) em novembro de 2020, e aplicadas leis básicas da bibliometria e outras análises que contribuem para construção da revisão e evidencição de lacunas e oportunidades. Já para a verificação e análise da relação entre as variáveis e o desempenho dos fundos de investimentos, foi utilizado o banco de dados do Economática® e realizadas regressões lineares múltiplas com dados em painel para identificação das relações.

Os resultados do trabalho contribuem e norteiam as futuras pesquisas da área, oferecendo um recorte atual dos estudos relacionados a fundos de investimentos e desempenho no cenário brasileiro, e resultados que podem receber atenções específicas e fundamentar interessantes discussões. Além disso, a abordagem de análise do desempenho não só de fundos de ações, mas também dos fundos multimercado e renda fixa, oferecem aos pesquisadores, investidores e gestores da área subsídios para melhor desenvolvimento de suas atividades sejam de pesquisa ou sejam de investimentos diretos e/ou indiretos.

O trabalho está dividido em 2 artigos, sendo o primeiro desenvolvido a partir da revisão sistemática da literatura nacional acerca da temática de interesse e o segundo explorando algumas oportunidades evidenciadas pela própria revisão e a relação do desempenho e seus determinantes para os fundos de investimento de renda fixa, multimercado e ações, considerando os anos de crescimento e recessão econômica brasileira na última década. Ao final de ambos os artigos, são apresentadas as considerações finais gerais do trabalho.

SEÇÃO 2: DESEMPENHO E SEUS DETERMINANTES: UM ESTUDO BIBLIOMÉTRICO PARA FUNDOS DE INVESTIMENTOS DE RENDA FIXA, MULTIMERCADO E DE AÇÕES

RESUMO: Os fundos de investimentos aumentaram seu patrimônio líquido em 250% nos últimos 10 anos e possibilitam aos investidores o alcance a mercados, produtos e condições de custos e liquidez que dificilmente teriam acesso individualmente, o que facilita na diversificação e composição de carteiras mais rentáveis. A partir de sua relevância, este trabalho busca evidenciar qual a situação da produção acadêmica nacional quanto a relação do desempenho e seus determinantes para fundos de renda fixa, multimercado e de ações. Para tanto, é realizada revisão sistemática do conteúdo e resultados dos trabalhos brasileiros, sem limite temporal e para as três classes citadas. Os resultados indicaram aquecimento da produção a partir de 2014, foco na classe dos fundos de ações, concentração de produções nos programas de mestrado da FGV e dispersão de publicações entre revistas e periódicos. Quanto aos autores mais produtivos houve dispersão, e para os mais referenciados foi identificada uma linha central que fundamenta a grande maioria dos trabalhos. Por último, foram apresentadas as variáveis explicativas ou de controle utilizadas nos trabalhos e comparados os resultados de cada determinante entre os diferentes trabalhos revisados. Os resultados fornecem subsídios para trabalhos futuros, dada as oportunidades e lacunas expostas que ainda foram pouco discutidas na literatura.

Palavras-chave: Desempenho, determinantes de desempenho, revisão sistemática, fundos de investimento.

ABSTRACT: Investment funds have increased their net worth by 250% in the last 10 years and enable investors to reach markets, products and cost and liquidity conditions that they would hardly have access to individually, which facilitates the diversification and composition of more profitable portfolios. Based on its relevance, this paper seeks to highlight the situation of national academic production regarding the relationship between performance and its determinants for “renda fixa”, “multimercado” and “ações” funds. For this purpose, a systematic review of the content and results of Brazilian works is carried out, with no time limit and for the three classes mentioned. The results indicated an increase in production from 2014 onwards, a focus on the class of “ações” funds, concentration of productions in FGV's master's programs and dispersion of publications among magazines and periodicals. As for the most productive authors, there was dispersion, and for the most referenced, a central line was found that underlies the vast majority of works. Finally, the explanatory or control variables used in the works were presented and the results of each determinant were compared between the different reviewed works. The results provide subsidies for future work, given the opportunities and gaps exposed that have been little discussed in the literature.

Keywords: Performance, performance's determinants, systematic review, investment funds.

INTRODUÇÃO

A indústria de fundos de investimentos brasileiros aumentou seu patrimônio líquido em 250% nos últimos 10 anos, quase atingindo R\$ 6 trilhões em novembro de 2020 (ANBIMA, 2020a). De acordo com Varga e Wengert (2011), aspectos ligados à tributação e a economia de impostos contribuíram em sua evolução.

O desenvolvimento deste mercado possibilitou a oferta de produtos com estratégias distintas e, desde Rosenhek (2002), as classes de fundos de investimentos como renda fixa, multimercado e ações são estudadas separadamente com o objetivo de maior entendimento de seus comportamentos e previsibilidade de desempenho. De acordo com o autor, em 1984 foram constituídos os primeiros Fundos de Renda Fixa no Brasil e em 1993 surgiram os Fundos de Ações de Carteira Livre. Em complemento, Malaquias e Eid Júnior (2014) citam o destaque dos fundos multimercado no início dos anos 2000, dada a similaridade de estratégia em relação aos conhecidos *hedge funds* de outros países.

Os fundos de investimentos possibilitam aos investidores o alcance a mercados, produtos e condições de custos e liquidez que dificilmente teriam acesso individualmente, o que facilita a diversificação e a composição de carteiras mais rentáveis (Milani & Ceretta, 2013; Varga & Wengert, 2011; Fonseca et al., 2007). O investidor, portanto, pode optar tanto pelo acesso direto aos fundos quanto pela procura de gestão profissional em busca de benefícios de *know-how*, retornos mais seguros e volatilidades menores (Mendonça Júnior et al., 2017).

A partir da evolução da relevância dos fundos de investimentos na economia nacional, percebeu-se maior interesse por parte dos pesquisadores no assunto, principalmente a partir de 2014. Assim como indicado por Oliveira, Saito, & Domingues (2020), quando há intensificação da produção acadêmica acerca de uma temática existe o lado positivo da soma de contribuições ao que já existe disponível nas fontes de pesquisa, contudo, “dificulta e demanda mais tempo para conseguir a estruturação dos seus resultados e avanços produzidos”.

Diante o exposto, o problema de pesquisa deste trabalho consiste em qual situação se encontra a produção acadêmica nacional com ênfase na relação entre os determinantes do desempenho dos fundos de investimentos de renda fixa, multimercado e ações brasileiros e seus respectivos desempenhos. A motivação de pesquisa parte inicialmente da relevância dos fundos de investimentos para movimentação de capital na economia brasileira, mas também pela exploração desta importante lacuna existente, que é a ausência de estudo bibliométrico a respeito desta temática.

O objetivo geral deste artigo, portanto, é fornecer revisão sistemática do conteúdo e resultados dos trabalhos brasileiros, sem limite temporal, com ênfase na relação entre o desempenho dos fundos de investimentos de renda fixa, multimercado e ações brasileiros e seus determinantes. A partir disto, são estabelecidos como objetivos específicos: identificar características relevantes da amostra revisada e evidenciar pontos de convergência e divergência na literatura para desenvolvimento de trabalhos futuros.

Para realização do trabalho, foram exploradas publicações de autoria nacional tanto em periódicos quanto em programas de mestrado e doutorado em administração, com notas 6 ou 7. Para composição da amostra, utilizaram-se os repositórios da SPELL® e Scopus® para pesquisa de artigos científicos, e bibliotecas eletrônicas de grandes instituições de ensino para dissertações e teses. Foram ainda aplicadas as três leis básicas da bibliometria: lei de Lotka, lei de Zipf e lei de Bradford; além da identificação da evolução documental no tema, a produção por periódicos ou instituições, quais as classes de fundos de investimento mais estudadas, os autores mais produtivos, cocitações, variáveis estudadas, saturação dos temas abordados e oportunidades a partir dos resultados compilados.

Os resultados do artigo contribuem e norteiam as futuras pesquisas da área, oferecendo um recorte atual dos estudos relacionados a fundos de investimentos e desempenho no cenário brasileiro, e resultados que podem receber atenções específicas e fundamentar interessantes discussões. A própria revisão sistemática e sua estrutura de refinamento de pesquisa também deve ser considerada uma contribuição, dada a ausência de trabalhos com este cunho na literatura nacional.

O restante do trabalho está dividido em 5 seções, sendo a próxima o referencial teórico, que aborda o mercado de capitais e os fundos de investimentos, e a seguinte, os procedimentos metodológicos. Na quarta seção são expostos os resultados da revisão sistemática da literatura e na quinta as considerações finais, resumizando os achados da pesquisa.

MERCADO DE CAPITAIS E OS FUNDOS DE INVESTIMENTOS

Mesmo em meio às incertezas do cenário econômico nacional, o mercado de capitais brasileiro irá fechar o ano de 2020 com a segunda maior captação de recursos desde 2014, ficando atrás apenas de 2019 (ANBIMA, 2020b). Ano a ano, este mercado vem se consolidando com números cada vez mais sólidos e com exceção de 2015, onde houve regressão na captação por emissões de 20,8%, comparado a 2014, todos os anos seguintes apresentaram aumentos

significativos de 3,5% em 2016, quase 63% em 2017, 21,1% em 2018 e mais de 73% em 2019, atingindo a marca de R\$ 432 bilhões (ANBIMA, 2020b).

As emissões de ações IPO e follow-on alcançaram, ainda em novembro de 2020, o volume de R\$ 99 bilhões captados no ano. O número representa a maior marca até então, superando em 10,3% todo o volume captado pela renda variável em 2019. A captação da renda variável apresentou força também pelo aumento considerável de suas operações no acumulado do ano até novembro/20 – 25,7% de alta se comparado ao mesmo período do ano anterior - (ANBIMA, 2020b). As quedas da taxa Selic, fechando o ano de 2020 a 2,00%, menor marca histórica (BCB, 2020), incentivam o investidor a migrarem os investimentos para renda variável, dada a tendência de baixo retorno nos investimentos em renda fixa (Gerth, 2020). Nesse sentido, o Boletim do Mercado de Capitais da ANBIMA de novembro de 2020 corrobora registrando a interrupção da evolução gradual que a renda fixa vinha apresentando em sua captação desde 2015, evidenciando queda de 37% em 2020 se comparado ao mesmo período de 2019 (ANBIMA, 2020b).

Todavia, Gerth (2020) salienta a necessidade de análise cuidadosa que o investidor deve ter na escolha do gestor o qual destinará seus recursos, uma vez que em seu estudo para 1.669 fundos de ações ativos brasileiros, apesar de evidenciar que existem bons gestores disponíveis no mercado e que estes conseguem obter retornos anormais positivos em seus investimentos, constatou alta probabilidade de o investidor encontrar maus gestores, que gerem fundos com retornos anormais negativos e persistentes. O autor ainda complementa que para reduzir este risco, o investidor deve optar, caso possível, por fundos exclusivos e com ticket de entrada mínimo de R\$ 5 mil.

Os fundos de investimento brasileiros, juntos, totalizaram em novembro de 2020 quase R\$ 6 trilhões na composição de seus patrimônios líquidos (ANBIMA, 2020a). O número representa aumento de 250% em 10 anos. De 2015 em diante, a evolução patrimonial dos fundos de investimento apresentou média de 15,26%, diminuindo o ritmo em 2020 devido aos impactos da pandemia do COVID-19, mas ainda assim mantendo crescimento, registrando 7,09% até novembro de 2020 (ANBIMA, 2020a).

O patrimônio mais representativo entre os fundos de investimentos é o de renda fixa, atingindo média de 45,6% nos últimos 15 anos. Contudo, a partir de 2017 a evolução patrimonial destes vem apresentando quedas sucessivas ano a ano, chegando a apenas 1% em novembro de 2020 se comparado a dezembro de 2019 (ANBIMA, 2020a). Já os fundos de ações apresentaram o maior crescimento proporcional do PL entre 2017 e 2019, porém, sua representatividade na composição total do PL geral dos fundos de investimentos registrado em

novembro de 2020, no valor de R\$ 563,7 bilhões, ainda é mais que 2 vezes menor que o PL dos fundos multimercado e quase 4 vezes menor que o total do patrimônio dos fundos de renda fixa (ANBIMA, 2020a). Nesse contexto, destaca-se a força dos fundos de investimento de renda fixa e multimercado como os mais representativos em volume financeiro no mercado de capitais brasileiro, e os fundos de ações como os que vem apresentando evoluções proporcionais de PL mais relevantes. Na Tabela 1, é apresentada a evolução patrimonial da indústria de fundos e das classes de interesse, além da comparação com a taxa Selic a partir de 2006.

Tabela 1. *Evolução patrimonial da indústria de fundos, fundos de renda fixa, ações e multimercado, comparados com a evolução da taxa SELIC no período de dez/06 a nov/20.*

Data	Fundos Total (MBRL)	% Ano anterior	Fundos Renda Fixa (MBRL)	% Ano anterior	Fundos de Ações (MBRL)	% Ano anterior	Fundos Multimercado (MBRL)	% Ano anterior	Taxa Selic
dez/06	R\$ 939,626.19		R\$ 510,238.33		R\$ 88,211.54		R\$ 213,348.18		13,25%
dez/07	R\$ 1,160,831.48	23.5%	R\$ 545,333.86	6.9%	R\$ 169,355.52	92.0%	R\$ 276,059.42	29.4%	11,25%
dez/08	R\$ 1,126,616.85	-2.9%	R\$ 549,665.67	0.8%	R\$ 112,475.74	-33.6%	R\$ 266,145.12	-3.6%	13,75%
dez/09	R\$ 1,403,649.93	24.6%	R\$ 618,938.34	12.6%	R\$ 166,002.20	47.6%	R\$ 335,925.51	26.2%	8,75%
dez/10	R\$ 1,671,906.78	19.1%	R\$ 726,139.06	17.3%	R\$ 189,058.74	13.9%	R\$ 405,222.27	20.6%	10,75%
dez/11	R\$ 1,942,837.67	16.2%	R\$ 911,217.89	25.5%	R\$ 181,485.07	-4.0%	R\$ 401,462.31	-0.9%	11,00%
dez/12	R\$ 2,272,338.38	17.0%	R\$ 1,050,899.33	15.3%	R\$ 202,561.01	11.6%	R\$ 478,600.66	19.2%	7,25%
dez/13	R\$ 2,471,473.96	8.8%	R\$ 1,121,056.20	6.7%	R\$ 205,989.60	1.7%	R\$ 510,462.70	6.7%	10,00%
dez/14	R\$ 2,693,573.82	9.0%	R\$ 1,248,175.84	11.3%	R\$ 176,254.37	-14.4%	R\$ 534,694.29	4.7%	11,75%
dez/15	R\$ 2,997,295.84	11.3%	R\$ 1,407,334.42	12.8%	R\$ 139,630.20	-20.8%	R\$ 590,238.58	10.4%	14,25%
dez/16	R\$ 3,494,573.76	16.6%	R\$ 1,676,809.73	19.1%	R\$ 149,795.97	7.3%	R\$ 670,808.98	13.7%	12,00%
dez/17	R\$ 4,150,273.42	18.8%	R\$ 1,917,080.40	14.3%	R\$ 228,170.69	52.3%	R\$ 839,629.17	25.2%	7,00%
dez/18	R\$ 4,642,801.85	11.9%	R\$ 2,043,948.38	6.6%	R\$ 305,920.28	34.1%	R\$ 977,143.66	16.4%	6,50%
dez/19	R\$ 5,469,310.28	17.8%	R\$ 2,146,919.90	5.0%	R\$ 496,516.89	62.3%	R\$ 1,184,904.83	21.3%	4,50%
nov/20	R\$ 5,857,101.66	7.1%	R\$ 2,169,451.07	1.0%	R\$ 563,737.83	13.5%	R\$ 1,370,016.15	15.6%	2,00%

Fonte: ANBIMA e ADVFN.

A indústria de fundos em novembro de 2020 contabilizava 21.704 fundos de investimentos distintos, sendo quase 50% fundos multimercado. Os fundos de renda fixa, que em 2006 representavam 28,6%, representou em novembro/20 apenas 12,4%. Apesar da concentração patrimonial nos fundos de renda fixa, a oferta de fundos desta classe é inferior a oferta de fundos de ações e multimercado (ANBIMA, 2020a). Além disso, os fundos de renda fixa vêm apresentado nos últimos 3 anos saída líquida de recursos, ao contrário dos outros dois citados. Enquanto os fundos de ações contabilizaram os 4 últimos anos de captação média de recursos na ordem de R\$ 55,4 bilhões/ano, os fundos multimercado registraram nos últimos 5 anos captação média de R\$ 64,1 bilhões/ano (ANBIMA, 2020a).

O mercado de capitais brasileiro possui evidências contraditórias quanto a efetividade da gestão ativa, mas ainda assim, indica oportunidades para que os gestores consigam agregar valor, questionando sua eficiência informacional (Malaquias & Eid Junior, 2014). Em trabalho com 107 fundos multimercado, estes autores constataram que os gestores conseguem agregar valor, contudo, os custos incorridos para obtenção dos retornos anormais positivos não chegam

aos investidores, ficando retidos nas próprias instituições administradoras. Esses resultados vão de encontro ao já exposto por Jensen (1978) e Fama (1991) em relação à Hipótese de Eficiência de Mercado (HEM), onde dizem que os custos necessários para obtenção de desempenho superior com base em informações públicas disponíveis “não se pagam”.

A literatura acadêmica nacional acerca da temática “desempenho dos fundos de investimento brasileiro e seus determinantes” possui razoável quantidade de trabalhos, contudo, as contradições nos resultados permeiam suas discussões. Exemplos disso são as diferentes evidências encontradas entre os trabalhos assim como citado por Malaquias & Eid Júnior (2014) para a gestão ativa, e outras variáveis como taxa de administração, tamanho e idade do fundo, características da administração e dos clientes do fundo, investimento e taxa de performance. Esta última variável apresentou evidências de influência positiva sobre o desempenho dos fundos de investimento (Silva, et al., 2020; Bastos, Pinto, Klotzle, & Silva, 2016; Matos, Penna, & Silva, 2015; Oliveira & Sousa, 2015; Malaquias & Eid Junior, 2014; Milan & Eid Junior, 2014), influência negativa (Borges Junior & Malaquias, 2018; Paz, Iquiapaza & Bressan, 2017) e resultados inconclusivos (Borges Junior & Malaquias, 2019; Mendonça Júnior, et al., 2017; Oliveira Filho, 2007).

PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta pesquisa é uma revisão bibliométrica, pois, de acordo com Araújo (2006), consiste na investigação científica sobre a produção de conhecimento em determinado assunto e proporciona possibilidades de estudos futuros para aprofundamento no tema. Além disso, a revisão bibliométrica contribui para análises e comparações mais amplas e minuciosas a partir de técnicas científicas de tratamento e interpretações dos dados (Gil, 2007).

O artigo explora as três leis de Taugue-Sutcliffe (1992): lei de Lotka, lei de Zipf e lei de Bradford. A primeira mensura a produtividade dos pesquisadores em uma área de conhecimento, a segunda mensura a frequência de ocorrência de determinadas palavras visando a formação de uma indexação automática com o tema abordado, e a terceira identificar a produtividade de periódicos e instituições dentro do assunto de interesse. Além destas, ainda são realizadas análises da evolução documental, análise de citações, em especial cocitações, e análises específicas ao conteúdo dos artigos revisados, a serem detalhadas na próxima seção.

Esta pesquisa pode ser considerada de cunho científico aplicado, pois, de acordo com Trujillo Ferrari (1982), contribui teoricamente com o planejamento de novas pesquisas e para compreensão teórica do tema estudado. A abordagem utilizada é a qualitativa, caracterizada

pela não utilização de instrumental estatístico na análise dos dados. Segundo Zanella (2013, p. 95), o qualitativo “origina-se na antropologia e utiliza métodos indutivos, objetivando a descoberta, a identificação e a descrição detalhada e aprofundada”. A autora ainda complementa que a pesquisa qualitativa é útil na determinação do que é e por que é importante.

Em relação ao seu objetivo, a pesquisa é exploratória e descritiva, dado o “objetivo em proporcionar visão geral acerca de determinado fato” (Gil, 2007, p. 27) e interesse em procurar conhecer a realidade estudada, suas características e seus problemas (Zanella, 2013). De acordo com Gil (2007), a pesquisa exploratória tem, muitas vezes, o papel de iniciar uma investigação mais ampla, contribuindo na delimitação e esclarecimento do tema escolhido e, assim, oferecer um produto passível de investigação mediante a procedimentos mais sistematizados.

Quantos aos procedimentos para coleta de dados, a pesquisa é bibliográfica. Segundo Gil (2007), este tipo de pesquisa desenvolve-se a partir da utilização de materiais já elaborados e com rigor científico analítico, principalmente proveniente de livros e artigos científicos. Como vantagens principais deste método, Gil (2007, p. 50) cita o fato de “permitir ao investigador a cobertura de uma gama de fenômenos muito mais ampla do que aquela que poderia pesquisar diretamente” e “ser indispensável nos estudos históricos”.

Ainda abordando os procedimentos de coleta de dados utilizados, Gil (2007) salienta o cuidado necessário ao pesquisador na obtenção dos dados para que sua pesquisa não amplie os erros da base utilizada e, conseqüentemente, comprometa a qualidade da pesquisa. Nesse sentido e no intuito de eliminar possível viés das fontes de dados utilizadas, foram explorados os repositórios da SPELL® (Scientific Periodicals Electronic Library) e Scopus® para pesquisa de artigos científicos, e bibliotecas eletrônicas da Fundação Getúlio Vargas (FGV), Universidade de São Paulo (USP), Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), Universidade do Vale do Rio dos Sinos (Unisinos) e Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (FECAP) para dissertações e teses.

A pesquisa de artigos, dissertações e teses se deu pelo interesse de revisar sistematicamente a literatura nacional e, a partir disso, apresentar o recorte de toda a produção acadêmica nacional relevante relacionada ao tema. Para os artigos não foram estabelecidas métricas de corte temporal e de classificação das revistas, sendo mantidos na revisão todos os resultados obtidos pela busca. Já para as dissertações e teses, foram selecionados como ponto de partida os programas nota 6 e 7 de mestrado e doutorado em administração pela CAPES, de acordo com classificação em novembro de 2020. Em seguida, foram avaliados os currículos lattes de todos os docentes e identificados os trabalhos de orientação com potencial relação com

os objetivos da atual pesquisa. Os critérios de refinamento de pesquisa e seleção de produções científicas foram aplicados tanto para os artigos, quanto para as dissertações e teses.

A pesquisa foi inicialmente dividida em 2 para busca dos artigos, dissertações e teses, dado os diferentes repositórios a serem explorados. Para revisão dos artigos, os acessos às bases de dados SPELL® e Scopus® ocorreram no mês de setembro, entre as datas 10/09/2020 à 16/09/2020. A pesquisa identificou 1.821 registros, nas bases SPELL® e Scopus®, que possuíam as palavras “fundos de investimento” ou “investment funds” no resumo. Ao se retirar todos os registros que não se tratavam de artigos, o número reduziu para 1.256. Para direcionar ao objetivo do trabalho, foi incluída a busca das palavras “desempenho” ou “performance” no resumo dos artigos, além de limitar a amostra apenas a fundos brasileiros, o que reduziu os números em 285 e 86 artigos, respectivamente.

A partir dos 86 artigos selecionados, foram excluídos os trabalhos duplicados (3) e realizado novo refinamento das informações com a busca das palavras “fund” e “desempenho” ou “fund” e “performance” nas palavras-chave e título dos artigos. A opção pela utilização da palavra “fund” em inglês para fundos foi devido ao fato de alguns artigos estarem intitulados ou com suas palavras chave em inglês, e outros por utilizarem a palavra fundo, no singular, ou fundos, no plural. Para manutenção do trabalho na amostra, este deveria possuir as duas palavras dentro dos campos buscados. Feito isso, 46 artigos restaram na amostra. Por último, foi realizada leitura dos resumos para manutenção apenas dos artigos que tinham como ênfase a explicação do desempenho pela influência de determinantes sobre o retorno dos fundos de investimentos brasileiros. A amostra final de artigos foi constituída de 29 trabalhos e a Figura 1 sintetiza todo o processo de análise e seleção adotado para construção das análises.

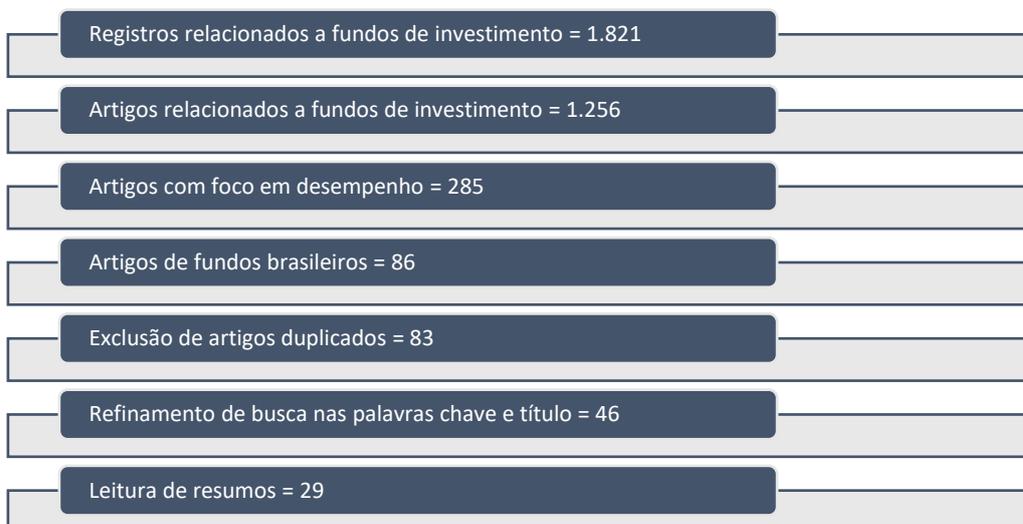


Figura 1. Procedimentos de seleção para revisão sistemática da literatura aplicado a artigos.
Fonte: Dados da pesquisa.

Para as teses e dissertações, foram utilizadas os repositórios das bibliotecas eletrônicas da Fundação Getúlio Vargas (FGV), Universidade de São Paulo (USP), Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), Universidade do Vale do Rio dos Sinos (Unisinos) e Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (FECAP) entre o período de 01/11/20 a 03/11/20. Alguns trabalhos não estavam disponíveis nos repositórios e, portanto, foi solicitado os trabalhos às bibliotecas de suas respectivas instituições via email. 3 trabalhos foram desconsiderados pela indisponibilidade das informações devido a existência do documento apenas físico/impresso na biblioteca e esta estar fechada sem previsão de retorno das atividades. Diante disso, foram identificadas 25 produções vinculadas ao tema da atual pesquisa, sendo 23 dissertações de mestrado e 2 teses de doutorado. O mesmo refinamento de busca nas palavras chave e título foi realizado e foram retornados 22 registros. As dissertações ou teses que foram publicadas em periódicos posteriormente (4) foram desconsideradas, a fim de manter os registros mais atuais e com maior rigor científico, dada as avaliações e revisões sugeridas pelas revistas as quais foram submetidos. Por fim, foram lidos os resumos para a manutenção daqueles com ênfases similares aos objetivos da revisão, que envolve a análise da relação entre desempenho e seus determinantes, restando 6 trabalhos. A Figura 2 sintetiza o processo realizado para as dissertações e teses.

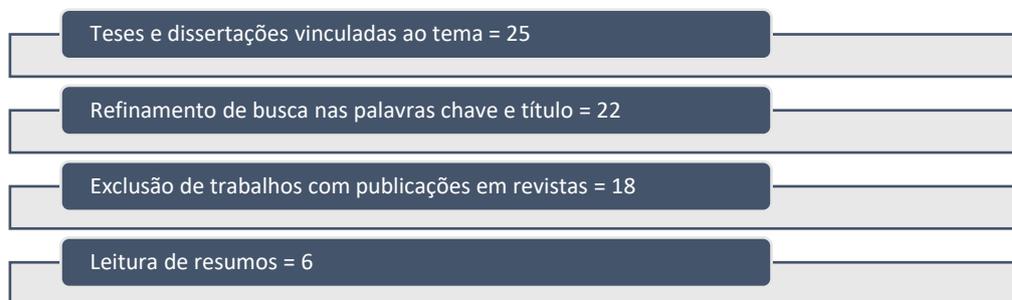


Figura 2. Procedimentos de seleção para revisão sistemática da literatura aplicada a teses e dissertações.
Fonte: Dados da pesquisa.

Os dados foram rigorosamente tratados e tabulados por meio do Microsoft Excel®, além de utilizados os softwares de apoio JabRef para gestão das referências bibliográficas e VOSviewer para análise de citações.

ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Dado os procedimentos de seleção, a amostra final a ser explorada constituiu-se de 35 produções, sendo 29 (83%) artigos científicos e 6 dissertações de mestrado (17%). A figura 3 evidencia a evolução documental das produções acadêmicas da temática. Além do registro

anual, foi evidenciada a média móvel das publicações nos últimos 3 anos, dado o viés de publicação tardia de algumas teses e dissertações, que tiveram suas publicações realizadas até 3 anos depois de suas conclusões.

Os anos de 2017 e 2018 foram os mais relevantes em produção, com 5 e 6 publicações respectivamente, contudo, o ano de 2019 freou a evolução. Já em 2020, as 3 publicações até setembro, indicam um possível reaquecimento do tema dentro da literatura nacional. Se avaliada a média móvel dos últimos 3 anos da produção documental, percebe-se que a temática envolvendo fundos de investimento e desempenho quase dobrou em 2014 e, a partir dali, manteve números superiores de publicação, alcançando seu pico (12) em 2018 e 2019, e podendo ser alcançado ainda até o final de 2020.

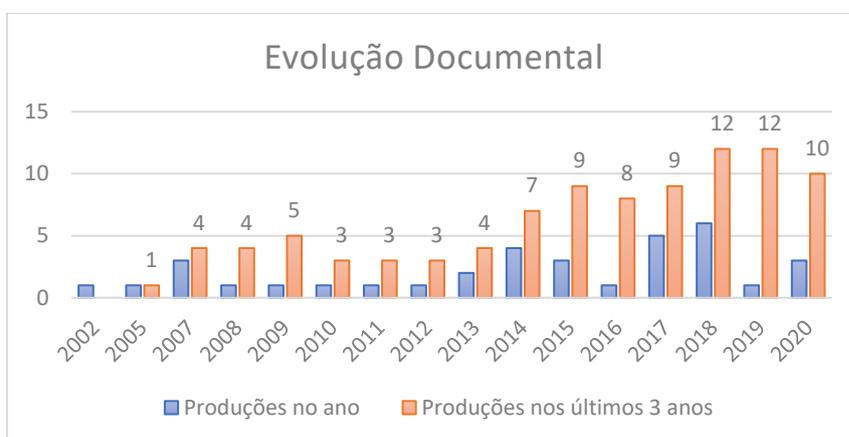


Figura 3. Evolução documental da produção acadêmica no tema.

Fonte: Dados da pesquisa.

Software: Office.

Na Tabela 2, as produções foram listadas por tipo e periódicos ou instituições. Para os programas de mestrado e doutorado em administração, foi evidenciada a concentração dos estudos na Fundação Getúlio Vargas, sendo todas as dissertações fruto de seus programas. Ainda, se considerássemos as teses e dissertações que foram publicadas posteriormente em periódicos, o número de produções da FGV subiria para 8, enquanto, a Universidade Federal do Rio de Janeiro contribuiria com 2 produções. Para as publicações em revistas, ao contrário do que é visto para as dissertações, existe dispersão significativa. 22 revistas já publicaram sobre a temática, sendo que o máximo de publicações entre elas foi de 2 artigos (7 revistas).

Tabela 2. *Tipo e produção por periódico ou instituição.*

Tipo	Periódicos ou Instituição	Qntde	Qualis
Dissertação	FGV/SP	6	-
Artigo	Brazilian Business Review	1	A2
Artigo	Contabilidade Vista & Revista	1	A2
Artigo	Revista Contabilidade & Finanças - USP	1	A2
Artigo	Revista Contabilidade e Finanças	2	A2
Artigo	Revista de Administração Contemporânea	2	A2
Artigo	Revista de Administração de Empresas	2	A2
Artigo	Revista Universo Contábil	1	A2
Artigo	REAd. Revista Eletrônica de Administração	1	B1
Artigo	Revista Brasileira de Finanças	2	B1
Artigo	Revista de Administração Mackenzie	2	B1
Artigo	Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade	2	B1
Artigo	Revista de Gestão	1	B1
Artigo	Revista Organizações em Contexto	1	B1
Artigo	Revista Alcance	1	B2
Artigo	Revista Catarinense da Ciência Contábil	1	B2
Artigo	Revista de Administração da UFSM	2	B2
Artigo	Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade	1	B2
Artigo	Revista Pensamento Contemporâneo em Administração	1	B2
Artigo	Revista de Finanças Aplicadas	1	B3
Artigo	Revista Evidenciação Contábil & Finanças	1	B3
Artigo	Revista Contexto	1	B4
Artigo	Revista de Economia e Administração	1	Descontinuada

Nota. Classificação Qualis referente ao quadriênio 2013-2016, podendo sofrer alterações quando atualizada, ou seja, o Qualis referenciado é específico ao momento de construção do artigo, podendo algum periódico ter outra classificação durante a leitura do trabalho.

Fonte: Dados da pesquisa.

Software: Office.

Ao se analisar qual a ênfase dada pelos artigos revisados, identifica-se predominância de trabalhos explorando as relações entre desempenho e fundos de ações. O resultado não surpreende devido aos fundos de ações apresentarem maior volatilidade de retorno historicamente se comparado com os fundos de renda fixa ou multimercado e, por isso, o interesse pelo entendimento de como se dá seu desempenho em detrimento dos demais é plausível, contudo, evidencia uma lacuna interessante a ser explorada. O número de fundos de renda fixa e multimercado disponíveis para investimento superam consideravelmente, em quantidade e patrimônio, os fundos de ações listados, e com isso, o maior aprofundamento sobre as relações deles com seus retornos e desempenho pode agregar à literatura acadêmica e aos gestores do mercado. A distribuição dos trabalhos analisados é evidenciada na Figura 4.

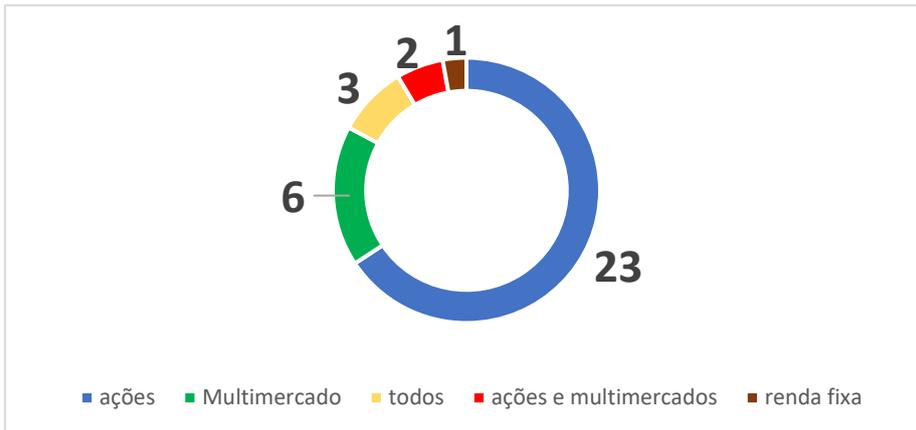


Figura 4. Distribuição de frequência dos trabalhos por classe de fundos de investimentos.
 Fonte: Dados da pesquisa.
 Software: Office.

Para a análise de frequência das palavras-chave, foi construído mapa de palavras com graduação por anos para identificar de forma visual os temas explorados ao longo dos anos, além de indicar de que forma se comportou o amadurecimento da literatura em torno da temática. Os resultados, evidenciados na Figura 5, indicam direcionamento dos estudos aos fundos de ações, explorando temas como gestão ativa e avaliação de desempenho. O interesse inicial em fundos de investimento em geral e fundos multimercado até 2014 cederam espaço aos fundos de ações, corroborando os resultados da Figura 4. A partir de 2015, foram produzidos apenas 4 trabalhos com foco em fundos multimercado ou fundos em geral, enquanto fundo de ações foram o objeto exclusivo de estudo de 15 produções.

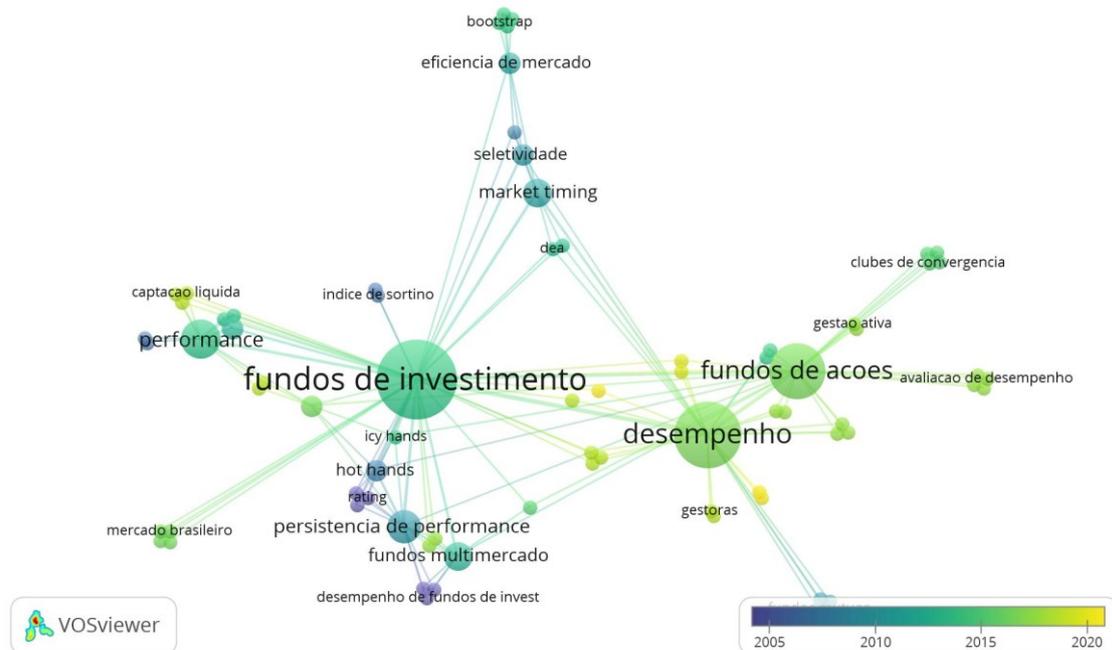


Figura 5. Mapa de palavras chave com graduação anual.
 Fonte: Dados da pesquisa.
 Software: VOSviewer.

Os autores foram ordenados pela quantidade de publicações, de forma decrescente e com a quantidade mínima de 2 trabalhos, conforme pode ser visto na Tabela 3. Os 35 trabalhos revisados totalizam 58 autores, contudo, apenas 11 deles com mais de uma produção. Iquiapaza e Malaquias, com 6 e 5 produções respectivamente, são os pesquisadores de maior relevância e que mais contribuíram, em termos de volume, na construção do conhecimento da temática no cenário brasileiro.

Tabela 3. *Quantidade de artigos por autor.*

Autor	Qntde
Iquiapaza, R. A.	6
Malaquias, R. F.	5
Bressan, A. A.	3
Fernandes, A. R.; Fonseca, S. E.; Roma, C. M. S.; Silva, S. E.; Borges Junior, D. M.; Ceretta, P. S.; Eid Júnior, W.; Milani, B.	2

Fonte: Dados da pesquisa.

Software: Office.

A seguir, na Figura 6, é apresentada a análise de coautoria, que identifica considerável dispersão nas publicações com a formação de pequenos clusters de 2, 3 ou 4 autores produzindo juntos apenas 1 artigo. Ainda assim, podem ser identificados 2 clusters, sendo cada um deles liderados pelos autores mais produtivos. Enquanto os trabalhos de Iquiapaza se desenrolam sobre os fundos de ações e metodologicamente é influenciado pelos modelos originais de fatores CAPM, Fama & French (1993; 2015) e Carhart (1997), Malaquias balanceia suas publicações com parte dedicada a fundos de ações e parte a fundos multimercado, sendo a análise de desempenho realizada a partir da perspectiva de diferentes fatores de interesse.

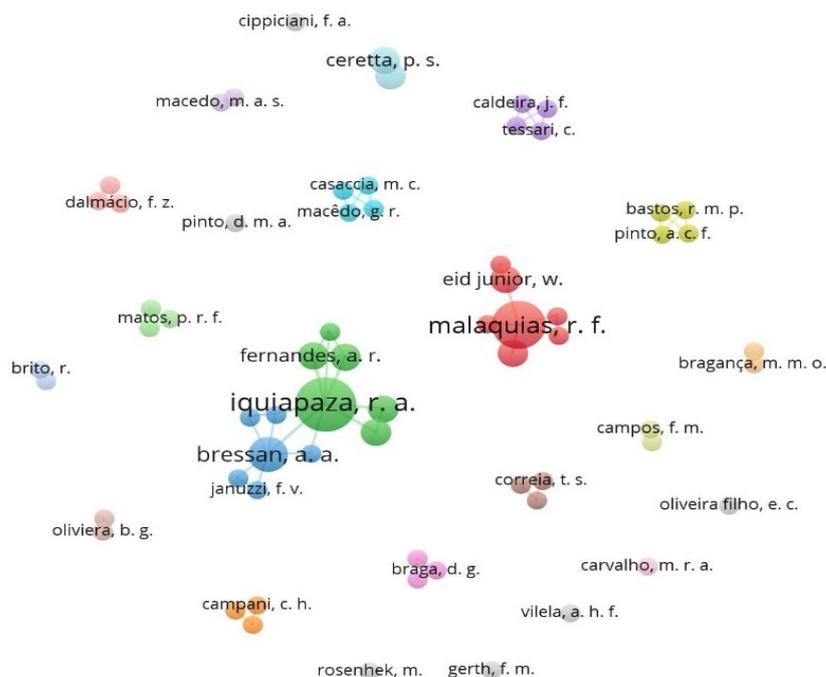


Figura 6. Mapa de distribuição de coautoria das publicações revisadas.

Fonte: Dados da pesquisa.

Software: VOSviewer.

Ainda em relação aos autores, os clusters são apresentados em graduação anual para visualização daqueles com publicações mais recentes. A Figura 7 evidencia a significância dos autores Iquiapaza e Malaquias dentro da temática, uma vez que seus trabalhos percorrem por todo o período analisado. Os trabalhos de Iquiapaza em torno de fundos de investimento iniciam-se em 2007, enquanto Malaquias se introduz no assunto em 2014 e ambos intensificam suas produções a partir de 2018, com 4 publicações cada.

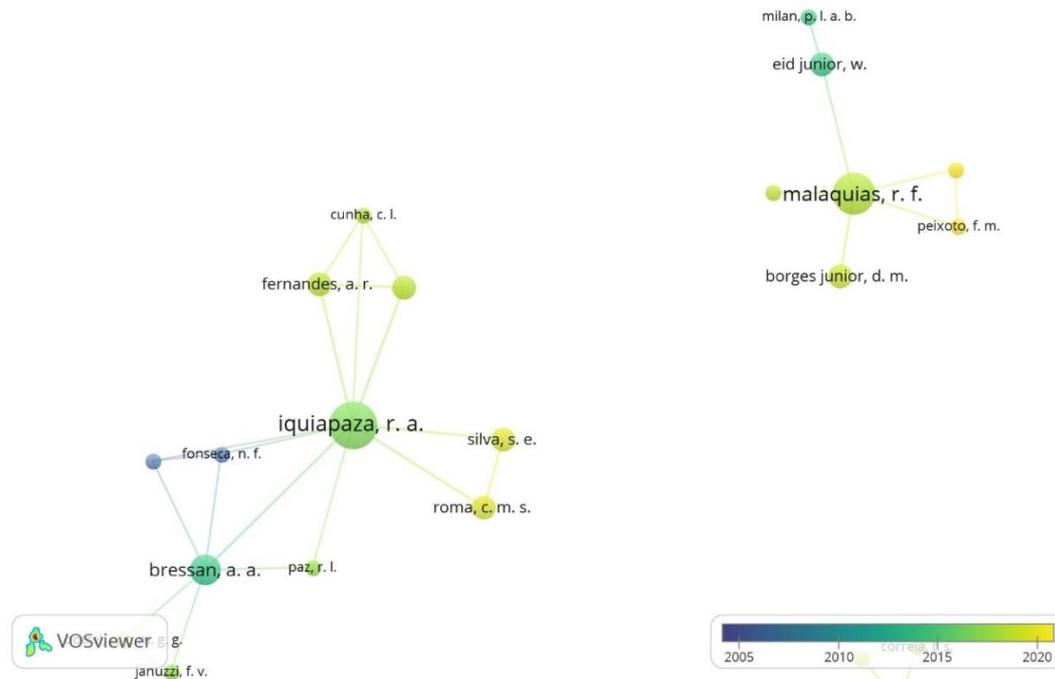


Figura 7. Mapa de distribuição de coautoria e graduação anual das publicações revisadas.

Fonte: Dados da pesquisa.

Software: VOSviewer.

Foi realizada, também, análise de citações, mais precisamente de cocitações, com o objetivo de mensurar a relação entre dois documentos com base no número de publicações onde eles são concomitantemente citados. Foram encontrados 652 autores, sendo 185 com mais de uma citação. A Figura 8 demonstra a formação de 3 *clusters* compostos pelos documentos mais referenciados e que influenciaram na construção do conhecimento sobre a relação entre o desempenho dos fundos de investimento e seus determinantes. Fica evidente que, apesar da formação dos *clusters*, existe uma linha tênue entre eles, uma vez que existe concentração de ligações tanto do *cluster* azul quanto o verde com o *cluster* vermelho, evidenciado pela quantidade de citações dos autores Sharpe (26 citações), Fama (26), Treynor (17), French (16), Jensen (14), Eid Júnior (12), Varga (11), Carhart (9), Rochman (9), Elton (9), Merton (9), Paulo Matos (9). Entre os 15 mais citados, 12 fazem parte do *cluster* vermelho, enquanto apenas Titman (20) e Grinblatt (16) representam o verde, e Wermers (13) o *cluster*

azul. A análise, portanto, sugere uma fundamentação da temática a partir do *cluster* vermelho, e outras duas correntes de estudos com abordagens e metodologias mais próximas entre si.

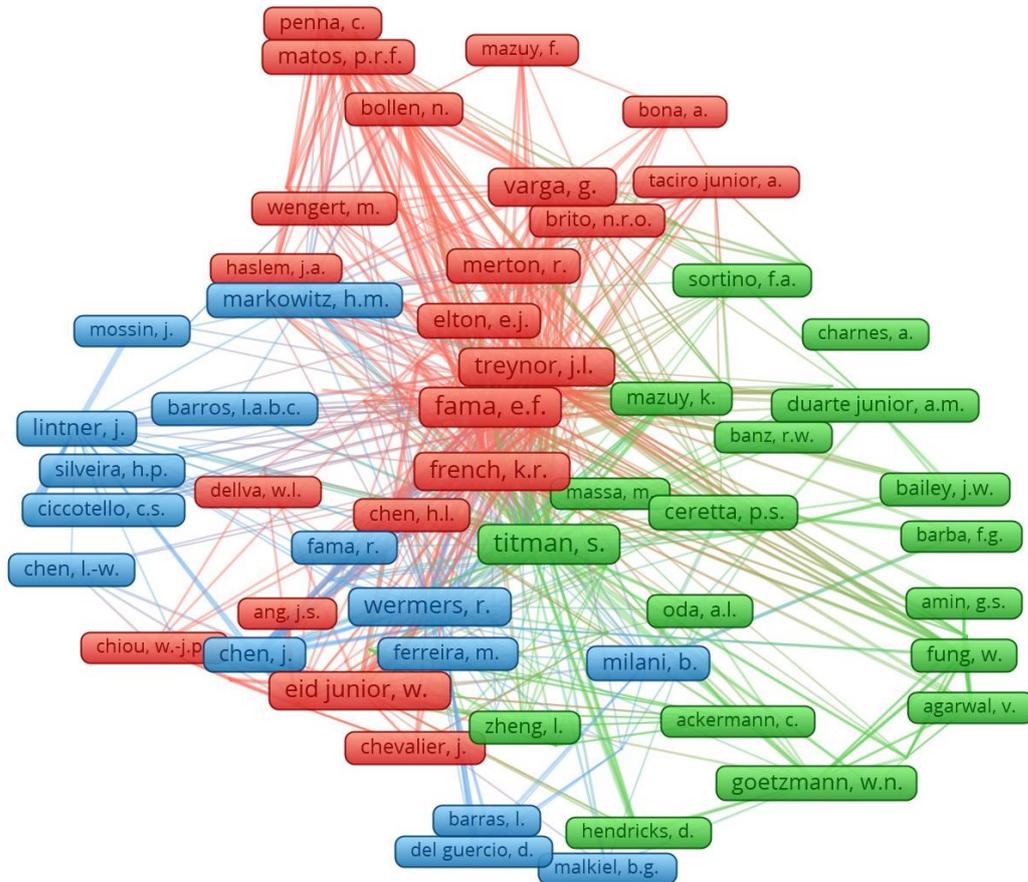


Figura 8. Análise de cocitação para autores com duas ou mais citações.

Fonte: Dados da pesquisa.

Software: VOSviewer.

Um recorte mais detalhado dos autores mais citados é exposto na Figura 9. Se considerados apenas aqueles com mais de 7 citações, são separados 2 *clusters*, sugerindo complementariedade e contraposições temáticas. O *cluster* vermelho agrupa autores responsáveis pelas primeiras contribuições da temática à literatura acadêmica, desenvolvendo o assunto ao longo do tempo, sendo num primeiro momento com interesse maior na formação e construção dos fundamentos do conhecimento, e ao passar dos anos adicionando caráter mais empírico, com o objetivo de corroborar ou complementar o que até então havia sido proposto ou exposto. Já o *cluster* verde agrupa autores com trabalhos com caráter mais empírico e atual, sendo a publicação mais antiga de 1989. Percebe-se também neste grupo ganho de espaço de trabalhos com recortes amostrais e objetivos de pesquisa mais particulares e maior representatividade de estudos com os fundos de investimentos brasileiros como objeto de pesquisa. Ainda assim, destacam-se a relação entre os grupos, uma vez que Sharpe, Fama, French, Titman, Wermers, Jegadeesh, Carhart e Ceretta são citados com todos os 21 autores.

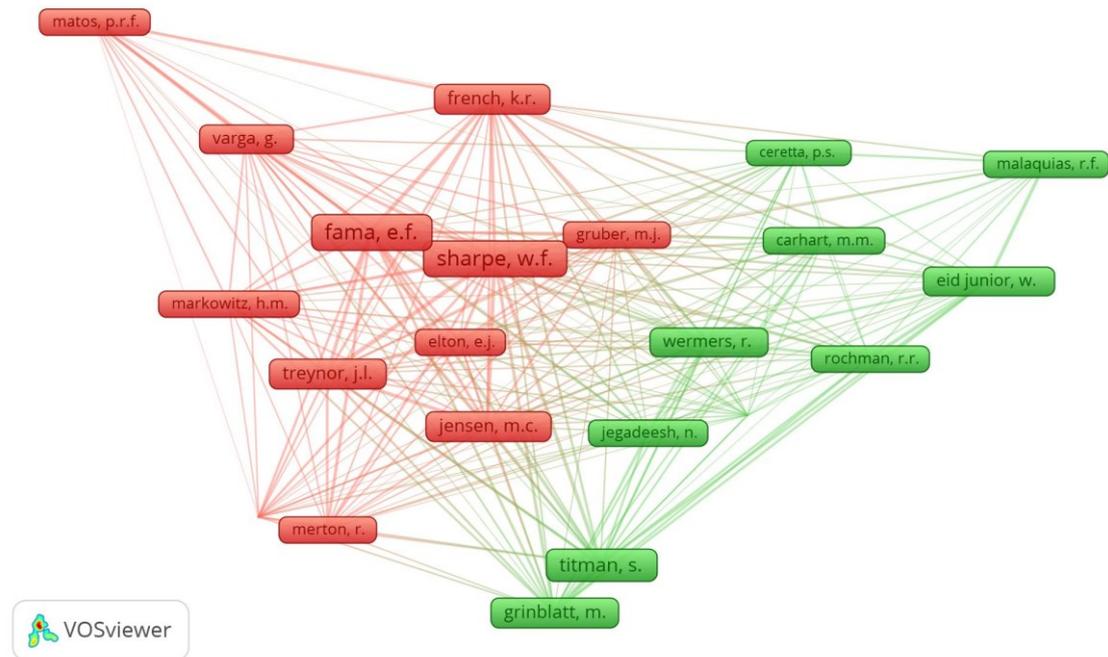


Figura 9. Análise de Cocitação para autores com 7 ou mais citações.

Fonte: Dados da pesquisa.

Software: VOSviewer.

A partir da leitura dos resumos e procedimentos metodológicos dos artigos revisados, foram evidenciadas as variáveis explicativas ou de controle mais recorrentes nos trabalhos e disponibilizadas na Tabela 4. Os números indicam que as variáveis “tamanho do fundo”, “taxa de administração”, “gestão ativa”, “idade”, “taxa de performance” e “características da administração do fundo” são, nesta ordem, as mais procuradas pelos autores para o desenvolvimento de suas obras. Já em contrapartida, variáveis como “setor econômico de atuação”, “taxa de mortalidade”, “underpricing”, “sustentabilidade corporativa”, “despesas do fundo”, “flow” e “classificação ANBIMA” apareceram apenas uma vez. A lista demonstrada na tabela proporciona aos interessados embasamento para a utilização de variáveis independentes consolidadas na temática seja para desenvolvimento de trabalhos com novas variáveis de interesse, seja para análises práticas de mercado. Além disso, contribui para identificar oportunidades e lacunas na literatura acadêmica, uma vez que evidencia temas ainda pouco discutidos.

Tabela 4. *Variáveis explicativas e de controle dos trabalhos revisados e suas respectivas frequências de utilização.*

Variáveis explicativas e de controle	%
Tamanho do fundo, e Taxa de administração	Acima de 51%
Gestão ativa, Idade, e Taxa de performance	Entre 36% e 50%
Características da administração do fundo, dos clientes, e Investimento	Entre 16% e 35%
Retorno passado, Cotistas, Volatilidade, Alavancagem, FICFI, Fatores, Captação, Risco, Governança, Resgate, Crise, e Perfil do gestor	Entre 7% e 15%
Liquidez, Natureza do capital, variáveis macroeconômicas, Setor econômico de atuação, taxa de mortalidade, Underpricing, Sustentabilidade corporativa, Despesas do fundo, Flow (Captação/Resgate), e Classificação ANBIMA	Até 6%

Nota. **Gestão ativa:** considera-se variáveis alfa, *stock picking*, *market timing*; rotatividade/ *turnover*/ composição da carteira; habilidade do gestor medido por simulação *bootstrap*; **Característica de administração do fundo:** quantidade de fundos administrados pela gestora; gestora nacional ou internacional; gestora interno ou externo; rating de risco da administradora; natureza das PJ gestoras (relação com banco comercial); **Características dos clientes do fundo:** investidor qualificado, exclusivo e/ou de varejo ou institucional; **Investimento:** nível médio de investimento no exterior, aplicação inicial e/ou mínima; **Governança:** Selo ANBIMA e dummy Novo Mercado; **Captação:** abertura de oferta no mercado e líquida; **Natureza do capital:** private equity, venture capital, nacional, estrangeiro ou estatal; **Taxa de Resgate:** taxa de resgate e período para resgate; **Perfil do gestor/executivo:** gênero, formação acadêmica e nível de especialização, anos na instituição, anos de mercado (experiência), idade e tempo gerindo o fundo; **Classificação ANBIMA:** tipo do fundo (dividendos, livre, IBOV ativo, IBRX ativo).

Fonte: Dados da pesquisa.

Software: Office.

Ainda sobre as variáveis independentes, é válido ressaltar a opção de alguns trabalhos pela utilização de fatores provenientes de trabalhos seminais como o de Fama & French (1993), Carhart (1997) e Fama & French (2015). O fator momento, que contrasta os fundos vencedores dos fundos perdedores, foi o mais recorrente nos artigos revisados, sugerindo importância do desempenho passado recente na avaliação do desempenho dos fundos de investimento brasileiro.

A literatura acadêmica nacional ainda apresenta resultados conflitantes quanto à influência dos determinantes do desempenho dos fundos de investimento. Ao mesmo tempo que trabalhos apontam para relações positivas, outros encontram o oposto e alguns não retornam relações significantes. A partir disso, foi elaborada a Tabela 5 com o objetivo de sumarizar os resultados obtidos pelos autores que buscaram trabalhar o desempenho e seus determinantes. De forma sintetizada, é possível verificar tais divergências. Válido ressaltar que só foram incluídas na tabela as variáveis que tiveram pelo menos 5 evidenciações dos resultados em seus trabalhos. As demais 19 variáveis expostas na Tabela 4 não foram incluídas por apresentarem quantidade inferior.

Tabela 5. Resultados da relação entre determinantes do desempenho e desempenho dos fundos de investimento brasileiros.

Variável	Relação positiva	Relação negativa	Sem significância
Tamanho do fundo	(Silva, Malaquias, & Peixoto, 2020); (Silva, Roma, & Iquiapaza, 2020); (Borges Junior & Malaquias, 2019); (Borges Junior & Malaquias, 2018); (Correia, Costa, & Lucena, 2018); (Fernandes, Fonseca, & Iquiapaza, 2018); (Maestri & Malaquias, 2018); (Silva, Roma, & Iquiapaza, 2018); (Cippiciani, 2017); (Paz, Iquiapaza, & Bressan, 2017); (Malaquias & Eid Junior, 2014); (Milan & Eid Junior, 2014); (Pinto, 2014); (Milani & Ceretta, 2013); (Milani & Ceretta, 2012).	(Melo & Macedo, 2013); (Gusmão, Terra, & Braga, 2010)	(Mendonça Júnior, Campani, & Leal, 2017); (Oliveira Filho, 2007)
Taxa de administração	(Silva, Roma, & Iquiapaza, 2020); (Paz, Iquiapaza, & Bressan, 2017); (Malaquias & Eid Junior, 2014)	(Silva, Malaquias, & Peixoto, 2020); (Borges Junior & Malaquias, 2019); (Borges Junior & Malaquias, 2018); (Correia, Costa, & Lucena, 2018); (Silva, Roma, & Iquiapaza, 2018); (Paz, Iquiapaza, & Bressan, 2017); (Matos, Penna, & Silva, 2015); (Oliviera & Sousa, 2015); (Malaquias & Eid Junior, 2014); (Pinto, 2014)	(Milan & Eid Junior, 2014); (Dalmácio, Nossa, & Zanquetto Filho, 2007); (Oliveira Filho, 2007)
Idade	(Borges Junior & Malaquias, 2018); (Correia, Costa, & Lucena, 2018); (Vilela, 2015); (Milani & Ceretta, 2013)	(Silva, Roma, & Iquiapaza, 2020); (Borges Junior & Malaquias, 2019); (Silva, Roma, & Iquiapaza, 2018); (Mendonça Júnior, Campani, & Leal, 2017); (Matos, Penna, & Silva, 2015); (Vilela, 2015); (Pinto, 2014); (Milani & Ceretta, 2013); (Milani & Ceretta, 2012)	(Milan & Eid Junior, 2014); (Oliveira Filho, 2007)
Gestão ativa	(Silva, Roma, & Iquiapaza, 2020); (Maestri & Malaquias, 2018); (Fernandes, Fonseca, & Iquiapaza, 2018); (Fonseca, Fernandes, Cunha, & Iquiapaza, 2018); (Cippiciani, 2017); (Caldeira, Moura, Santos, & Tessari, 2014); (Malaquias & Eid Junior, 2014); (Milani & Ceretta, 2012); (Leusin & Brito, 2008)	(Milan & Eid Junior, 2014)	(Bragança & Pessoa, 2017); (Melo & Macedo, 2013); (Casaccia, Galli, Macêdo, & Leitao, 2011); (Oliveira Filho, 2007)
Taxa de performance	(Silva, Malaquias, & Peixoto, 2020); (Matos, Penna, & Silva, 2015); (Oliviera & Sousa, 2015); (Malaquias & Eid Junior, 2014); (Milan & Eid Junior, 2014)	(Borges Junior & Malaquias, 2018); (Paz, Iquiapaza, & Bressan, 2017)	(Borges Junior & Malaquias, 2019); (Mendonça Júnior, Campani, & Leal, 2017); (Oliveira Filho, 2007)
Características dos clientes	(Gerth, 2020); (Silva, Malaquias, & Peixoto, 2020); (Mendonça Júnior, Campani, & Leal, 2017); (Paz, Iquiapaza, & Bressan, 2017)	(Gerth, 2020); (Paz, Iquiapaza, & Bressan, 2017)	(Milan & Eid Junior, 2014)
Características da administração	(Maestri & Malaquias, 2018); (Mendonça Júnior, Campani, & Leal, 2017); (Matos, Penna, & Silva, 2015); (Gusmão, Terra, & Braga, 2010)	(Paz, Iquiapaza, & Bressan, 2017); (Gusmão, Terra, & Braga, 2010)	.
Retorno Passado	(Mendonça Júnior, Campani, & Leal, 2017); (Oliviera & Sousa, 2015); (Carvalho, 2005); (Rosenhek, 2002)	.	(Bragança & Pessoa, 2017); (Melo & Macedo, 2013)
Investimento	(Gerth, 2020); (Silva, Malaquias, & Peixoto, 2020); (Paz, Iquiapaza, & Bressan, 2017)	(Paz, Iquiapaza, & Bressan, 2017)	(Milan & Eid Junior, 2014)
FICFI	(Borges Junior & Malaquias, 2019); (Borges Junior & Malaquias, 2018); (Mendonça Júnior, Campani, & Leal, 2017); (Malaquias & Eid Junior, 2014)	(Malaquias & Eid Junior, 2014)	.
Perfil do gestor	(Correia, Costa, & Lucena, 2018)	(Correia, Costa, & Lucena, 2018); (Cippiciani, 2017); (Malaquias & Eid Junior, 2014)	(Correia, Costa, & Lucena, 2018)

Fonte: Dados da pesquisa.

Software: Office.

Por último, é apresentada na Tabela 6 uma sugestão de desenvolvimento de trabalhos futuros por meio da sinalização dos temas saturados e insaturados, de forma a indicar potenciais lacunas e assuntos emergentes a serem explorados, e ao mesmo tempo, evidenciar outros que não vem demonstrando novidades nos resultados dos trabalhos mais atuais. Enquanto tamanho do fundo e gestão ativa impactam positiva e majoritariamente no desempenho dos fundos de investimento, de acordo com a literatura revisada, a taxa de administração impacta negativamente em pelo menos 62% dos trabalhos. As variáveis idade, FICFI e taxa de performance, apesar de serem amplamente estudadas, ainda apresentam oportunidades de pesquisa devido a inconsistência dos resultados de sua influência sobre o desempenho dos fundos de investimentos brasileiros. O mesmo ocorre, em escala menor, para as variáveis características dos clientes e da administração, retorno passado e investimento. Já variáveis insaturadas, como crise, alavancagem, captação, governança, volatilidade e resgate, apresentam pouca maturidade para fundos de investimentos brasileiros no que tange a determinação do desempenho e, por isso, podem ser considerados assuntos emergentes e interessantes para aprofundamento dos estudos. Acrescenta-se ainda a possibilidade de utilização da variável crise como variável moderadora das relações entre o desempenho e seus determinantes, retomando o trabalho de Malaquias & Eid Júnior (2014) a dias atuais.

Tabela 6. Recorte de saturação das variáveis para desenvolvimento de trabalhos futuros.

Saturado		Insaturado
Tamanho do fundo	Idade	Alavancagem
Taxa de administração	Taxa de performance	Crise
Gestão ativa	Características dos clientes	Captação
-	Características da administração	Governança
-	Retorno passado	Volatilidade
-	Investimento	Resgate
-	FICFI	-

Fonte: Dados da pesquisa.

Software: Office.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os fundos de investimento brasileiros totalizam quase R\$ 6 trilhões e contabilizam mais de 21.700 opções distintas ao investidor (ANBIMA, 2020a). Ao mesmo tempo que os fundos de investimento de renda fixa são os mais representativos em termos de patrimônio líquido, os fundos multimercado representam quase 50% de todas as opções disponíveis nesta indústria e os fundos de ações são os que mais crescem o PL proporcionalmente desde 2017, totalizando R\$ 563,7 bilhões em novembro de 2020 (ANBIMA, 2020a).

O mercado de capitais brasileiro se mostra interessante aos pesquisadores dada as evidências contraditórias da literatura nacional acerca da efetividade da gestão ativa por parte das administradoras de fundos. O interesse em validar a possibilidade de ganhos extraordinários contrapôs resultados, assim como os já evidenciados neste trabalho, e corrobora em partes o exposto por Jensen (1978) e Fama (1991) sobre a HEM, onde os gestores podem até alcançar desempenhos superiores com base nas informações públicas disponíveis, contudo, ao se descontar os custos para obtenção deste resultado, os mesmos não são superados e, portanto, os lucros não chegam ao principal interessado que é o investidor.

A partir desta oportunidade de pesquisa, este trabalho desenvolveu uma revisão sistemática da literatura nacional sobre o desempenho dos fundos de investimento brasileiros e seus determinantes nas bases de dados da SPELL® e Scopus® e nos repositórios digitais de importantes instituições de ensino nacionais, as quais hospedam as produções acadêmicas das dissertações de mestrado e teses de doutorado dos programas nota 6 e 7 em Administração. As principais contribuições são sintetizadas abaixo:

- Identificação da evolução da produção acadêmica dentro da temática proposta, evidenciando aumento considerável em 2014, pico em 2017 e 2018, estagnação em 2019 e tendência de reaquecimento em 2020;
- Exposição das produções por instituições ou periódicos, destacando concentração de estudos na FGV para dissertações e dispersão de publicações em revistas;
- Demonstração das classes de fundos de investimento mais exploradas pela amostra revisada, sendo os fundos de ações o objeto de pesquisa mais estudado;
- Exposição da análise de frequência das palavras-chave, indicando maior orientação para os fundos de ações a partir de 2015, os quais foram objeto de quase 80% da produção do período;
- Ordenação dos autores mais produtivos, evidenciando dispersão entre os autores, com exceção de Iquiapaza e Malaquias, que contribuíram com 17% e 14% da produção da amostra, respectivamente;
- Apresentação da análise de coautoria, indicando dispersão nas publicações com a formação de pequenos clusters produzindo apenas 1 artigo e dois grupos mais atuantes em torno dos autores mais produtivos já citados;
- Evidenciação das variáveis explicativas ou de controle mais ou menos utilizadas nos trabalhos da temática proposta, fornecendo subsídios para trabalhos futuros, seja para embasamento quanto a escolha das variáveis de interesse e/ou controle, seja para explorar

oportunidades e lacunas ainda pouco discutidas;

- Demonstração da análise de cocitação, sugerindo complementariedades e contraposições dentro da temática abordada e evidenciando os autores referência no assunto para desenvolvimento de trabalhos na área;
- Sumarização dos resultados encontrados pelos trabalhos revisados quanto a relação entre o desempenho dos fundos de investimentos e seus determinantes, evidenciando as contradições da literatura acadêmica nacional e fornecendo, de maneira prática e visual, comparações para fundamentar discussões;
- Sugestão para trabalhos futuros por meio da evidenciação de saturação das variáveis dos estudos revisados.

O trabalho, portanto, contribui e se justifica pela relevância do seu objeto de estudo, fundos de investimento, no mercado de capitais brasileiro, pela oportunidade de alcance de desempenho superior pelos gestores de fundos de investimentos, dada a possível condição de ineficiência de mercado conforme visto em Malaquias e Eid Júnior (2014), e pelos diferentes resultados evidenciados neste trabalho.

O estudo possui limitações quanto a base de dados e ao objeto de estudo, se restringindo apenas à trabalhos nacionais e fundos de investimentos brasileiros. Além disso, esta revisão passou por análise subjetiva realizada a partir da leitura dos resumos com objetivo específico de trabalhar os determinantes do desempenho dos fundos de investimento e, portanto, possui viés de seleção do autor. Portanto, para pesquisas futuras, sugere-se a ampliação do objeto de estudo às fronteiras internacionais, tanto relacionada a base de dados quanto à nacionalidade dos fundos, e a exploração objetiva de filtros para seleção e exclusão de publicações para realização de novas revisões. O aprofundamento da relação do desempenho e seus determinantes aqui expostos podem oferecer, também, interessante problema de pesquisa futuro.

SEÇÃO 3: A RELAÇÃO ENTRE DESEMPENHO E SEUS DETERMINANTES COM ÊNFASE EM FUNDOS DE INVESTIMENTOS DE RENDA FIXA, MULTIMERCADO E AÇÕES

RESUMO: A indústria brasileira de fundos de investimentos superou R\$ 6 trilhões em patrimônio líquido em 2020 e com as taxas básicas de juros cada vez menores, os fundos de investimentos se apresentam ao investidor como boas opções de maior rentabilidade, de acordo com a disposição ao risco de cada um. Este estudo analisa a relação entre o desempenho e seus determinantes na última década com ênfase nas três principais classes de fundos de investimento disponíveis: renda fixa, multimercado e de ações. Além disso, são considerados os anos em que houveram crescimento ou recessão na economia brasileira, de forma a tornar os resultados mais aplicáveis ao investidor na prática. Para realização do trabalho, os dados foram coleados da base do Economática® entre os anos de 2010 e 2020 e submetidos a regressão com dados em painel. Os resultados evidenciaram que todas as 14 variáveis explicativas do modelo se mostraram sensíveis para análise do desempenho em diferentes cenários econômicos e/ou entre as classes. Em anos de crise, os fundos mais novos e sem taxas além das básicas de administração foram mais rentáveis. A recessão ainda provocou mais mudanças no comportamento das variáveis para fundos de renda fixa e ações, enquanto os multimercado se mostraram mais protegidos frente às oscilações do mercado, reforçando a estratégia de diversificação da classe.

Palavras-chave: Fundos de investimento, desempenho, determinantes do desempenho, crise.

ABSTRACT: The Brazilian fund industry exceeded R\$ 6 trillion in shareholders' equity in 2020 and with ever-lower basic interest rates, investment funds are presented to the investor as good options with greater profitability, according to their risk disposition. This study analyzes the relationship between performance and its determinants with an emphasis on the three main classes of investment funds available: “renda fixa”, “multimercado” and “ações”. In addition, the years in which there was growth or recession in the Brazilian economy are considered, in order to make the results more applicable to the investor in practice. To carry out the work, the data were collected from the base of Economática® and submitted to regression with panel data. The results showed that all the 14 explanatory variables of the model were sensitive to performance analysis in different economic scenarios and/or between classes. In years of crisis, newer funds with no fees other than basic administration fees were more profitable. The recession caused further changes in the behavior of the variables for “renda fixa” and “ações” funds, while the “multimercado” funds proved to be more protected against market fluctuations, reinforcing the strategy of diversification of that class.

Keywords: Investment funds, performance, performance's determinants, crisis.

INTRODUÇÃO

O mercado de fundos de investimentos brasileiro superou os R\$ 6 trilhões em patrimônio líquido na passagem de ano de 2020 para 2021 (ANBIMA, 2021). Mesmo diante um cenário de incertezas provocados principalmente pela pandemia do COVID-19 e queda ou desaceleração de alguns indicadores, os números do segundo semestre para o mercado de capitais, como um todo, indicam perspectiva positiva para 2021. A queda da taxa de juros registrada ao longo de 2020, atingindo os números mais baixos da história, forçam os investidores a se exporem ao risco em busca de retornos mais atrativos e, conseqüentemente, se aventurarem por opções antes desconhecidas.

Neste novo cenário, o investidor passa a se interessar por produtos distintos à poupança ou fundos de renda fixa, que passam a render cada vez menos devido ao acompanhamento próximo às taxas básicas de juros, e por isso, os fundos de investimento em geral passam a ser boas oportunidades para aqueles que desejam maiores retornos de acordo com suas disposições ao risco. De acordo com Fonseca, Bressan, Iquiapaza, & Guerra (2007), os fundos possibilitam melhores condições de mercado, menores custos e consultoria profissional ao pequeno investidor, além de facilitar a diversificação dos investimentos devido aos volumes financeiros movimentados e o interesse em diluir o risco e aumentar o potencial de retorno.

Ainda assim, Gerth (2020) reforça a necessidade de análise cuidadosa do investidor para que não destine seus recursos de maneira errônea, uma vez que seu estudo apontou que apesar de existir bons gestores no mercado, que garantem retornos anormais positivos, há altas probabilidades de se escolher gestores que gerem fundos com retornos anormais negativos e persistentes. Essa dificuldade ainda aumenta quando o investidor se depara com 16.457 fundos de investimento de renda fixa, multimercado ou de ações disponíveis para alocarem seus recursos (ANBIMA, 2021).

Outro fator relevante para avaliação dos fundos de investimentos e relevante na decisão de um investidor para aplicação de seus recursos é o momento em que a economia está, se em crescimento ou em recessão. Malaquias & Eid Junior (2014) encontraram que a relação do desempenho dos fundos multimercado e seus determinantes foi melhor ajustada quando considerados os períodos de crises financeiras na análise dos dados.

Diante ao exposto, este trabalho procura responder ao seguinte problema de pesquisa: Qual a relação entre desempenho e seus determinantes com ênfase em fundos de investimentos de renda fixa, multimercado e ações, considerando os anos de crescimento e recessão econômica brasileira?

O objetivo, portanto, é verificar e analisar quais variáveis possuem influência positiva ou negativa no desempenho de cada uma das classes citadas na última década, visto que existem oportunidades na consolidação dos resultados dos estudos nacionais, principalmente para fundos de renda fixa e multimercado. A utilização dos anos em que economia brasileira encarou recessão, para comparação com os anos de crescimento, fornece importantes contribuições de acordo com o cenário macro o qual os fundos estão inseridos. Além disso, a análise de determinantes ainda pouco estudados ou então com resultados contraditórios ou inconclusivos é objetivo secundário deste trabalho.

De acordo com Matos, Penna, & Silva (2015), uma justificativa de estudo se dá em analisar a evolução de algo ao longo do tempo e a ordem de grandeza dos montantes envolvidos. Nesse sentido, a pesquisa se justifica pela relevância do patrimônio líquido gerido pelos fundos de investimentos brasileiros no mercado de capitais. Além disso, pode-se citar a contraposição dos períodos de crise e de crescimento, para evidenciação do comportamento dos determinantes sob diferentes cenários econômicos, e a verificação do desempenho dos fundos por um período amostral longo como diferenciais para a obtenção de resultados relevantes à literatura e aos profissionais do mercado de investimentos.

O trabalho está dividido em 5 seções, sendo a primeira esta introdução, a segunda o referencial teórico para construção da fundamentação teórica deste trabalho, e a terceira a explicação dos procedimentos metodológicos utilizados para responder ao problema de pesquisa apresentado. A quarta seção são apresentados os resultados, sendo analisados classe a classe de fundos, e, por último, feitas as considerações finais.

FUNDOS DE INVESTIMENTOS E DESEMPENHO

A busca pelo aprimoramento das técnicas de administração de carteira de investimentos e o estudo de modelos matemáticos e estatísticos que garantam ao investidor maior racionalização do seu processo de decisão em busca de retornos maiores a um dado nível de risco são alvos constantes entre os pesquisadores da área financeira (Fonseca, et al., 2007; Carvalho, 2005).

De acordo com Fonseca, et al. (2007), o risco passou a fazer parte da análise de investimentos a partir do desenvolvimento da Teoria Moderna dos Portfólios, de Markowitz (1952), e o conceito de diversificação melhor aplicado. A teoria teve sua eficácia comprovada anos depois com o trabalho Sharpe (1966) e a criação de um dos indicadores mais conhecidos

de avaliação de desempenho de fundos de investimentos, o Índice de Sharpe (IS) (Mendonça Júnior, Campani, & Leal, 2017; Varga, 2001).

Sharpe (1994), contudo, salienta que, qualquer que seja a aplicação, é fundamental lembrar que o IS não incorpora informações sobre a correlação de ativos adicionais. Varga (2001) ainda ressalta problemas na utilização do IS para ativos com volatilidade muito baixa, como fundos de renda fixa, que acabam retornando IS enormes devido ao valor baixo do denominador da fórmula, e a obtenção de IS negativos, dada a dificuldade de se utilizar valores esperados e, por isso, estimar com base na série histórica. Em um modelo de mercado, um IS negativo não tem sentido, já que o investidor sempre terá disponível a opção pelo investimento na taxa sem risco.

Essas limitações influenciaram trabalhos posteriores a utilizarem a regressão linear paramétrica, pois, segundo Fonseca, Fernandes, Cunha, & Iquiapaza (2018), permitem análises que se podem compreender influências e relações ao longo do tempo e/ou entre indivíduos por meio de variáveis dependentes, explicativas e de controle. Os autores ainda complementam que este método é um dos mais utilizados e que ganhou espaço principalmente a partir do trabalho de Jensen (1968). Nesta linha, Varga (2001) apresenta a taxa de retorno realizada como o indicador de desempenho “mais simples e talvez o mais utilizado na prática”. Essa métrica supõe, implicitamente, que o passado se repetirá de alguma forma e, portanto, permite análises de regressão entre determinantes e retorno.

Para Sharpe, Alexander, & Bailey (1995) desempenhos superiores no passado podem ser provenientes do acaso e, por isso, não esperáveis no futuro, ou então podem ser resultado de gestão ativa competente. Gusmão, Terra, & Braga (2010) complementam que desempenhos inferiores podem ser causados por azar, alta rotatividade de ativos ou por outras variáveis, sendo necessárias medidas que indiquem o que de fato os influenciaram.

Os fundos de investimento brasileiros totalizaram mais de R\$ 6 trilhões em dezembro de 2020 (ANBIMA, 2021) e se dividem em 10 classes, sendo os fundos de renda fixa, multimercado e ações, os de interesse para este trabalho. Desde Rosenhek (2002), a determinação do desempenho dos fundos de investimentos brasileiros é objeto de estudo dos pesquisadores brasileiros, contudo, são evidenciadas diversas contradições nos resultados. Apesar da concentração dos estudos para fundos de ações, trabalhos como os de Gusmão, et al. (2010) para fundos de renda fixa e os de Carvalho (2005), Melo & Macedo (2013), Malaquias & Eid Junior, (2014), Caldeira, Moura, Santos, & Tessari (2014), Bragança & Pessoa (2017), Maestri & Malaquias (2018) para fundos multimercado, retratam a importância da indústria de fundos como um todo para o cenário acadêmico e prático brasileiro. Para evidenciar tais

contribuições, são apresentados nas Tabelas 7, 8 e 9 os trabalhos recentes que tiveram como objeto de pesquisa fundos de investimento de ações, multimercado e/ou renda fixa, respectivamente, e que buscaram estabelecer relações entre o desempenho e seus determinantes.

Tabela 7. *Estudos recentes que abordaram exclusivamente o desempenho dos fundos de ações e seus determinantes.*

Autores	Ano	Principais resultados
(Gerth)	2020	Gestores geram retornos anormais positivos e negativos. Investidor “comum”, não qualificado, e com investimento menores que R\$ 5 mil está exposto a mais riscos.
(Silva, Malaquias, & Peixoto)	2020	Fundos com menor home bias apresentaram melhor desempenho. Investidores qualificados e com maiores investimentos tendem a apresentar um menor nível de home bias.
(Silva, Roma, & Iquiapaza)	2020	Turnover de ativos contribui no desempenho. Fundos mais jovens alcançam melhores desempenho.
(Borges Junior & Malaquias)	2019	Restrições de resgate contribuem com desempenho.
(Borges Junior & Malaquias)	2018	FICFI tem desempenho superior aos demais fundos.
(Fernandes, Fonseca, & Iquiapaza, 2018)	2018	Fatores de risco, mercado, tamanho e momentum são os parâmetros que se mostram importantes para o retorno dos fundos.
(Fonseca, Fernandes, Cunha, & Iquiapaza)	2018	Crise americana de 2008 impactou negativamente performance dos fundos brasileiros.
(Silva, Roma, & Iquiapaza)	2018	Idade e taxa de administração prejudicam desempenho dos fundos. Governança não apresentou significância.

Fonte: Dados da pesquisa.

Tabela 8. *Estudos recentes que abordaram exclusivamente o desempenho dos fundos multimercado e seus determinantes.*

Autores	Ano	Principais resultados
(Maestri & Malaquias)	2018	Composição da carteira é o fator que mais auxilia na explicação de alteração do desempenho dos fundos. Os melhores retornos foram entregues por fundos maiores, com gestores menos experientes, mais investimentos em renda fixa e maior quantidade de fundos.
(Bragança & Pessoa).	2017	Persistência de desempenho não evidenciada pela gestão ativa dos fundos. Gestores tiveram sorte e não habilidade.
(Malaquias & Eid Junior)	2014	Gestão ativa no Brasil agrega valor se avaliado o retorno bruto. Se considerados os custos necessários, não agrega. As relações entre o desempenho e os determinantes melhor se ajustaram quando considerados os períodos de crise.
(Melo & Macedo)	2013	Estratégias de stock picking ou market timing não contribui no desempenho.
(Carvalho)	2005	Evidenciado persistência na performance dos 10% melhores administradores dos fundos multimercado.

Fonte: Dados da pesquisa.

Tabela 9. *Estudos recentes que abordaram o exclusivamente o desempenho dos fundos de renda fixa e seus determinantes.*

Autores	Ano	Principais resultados
(Gusmão, Terra, & Braga)	2010	Administradoras privadas nacionais e estrangeiras apresentam um desempenho superior às administradoras estatais. Depois do acontecimento da mudança de avaliação dos fundos, da curva de juros para a marcação a mercado, administradoras estatais melhoram significativamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

Assim como o trabalho de Mendonça Júnior, et al. (2017) este artigo verifica características específicas dos fundos de investimentos brasileiros e, similar a proposta dos autores de buscar a previsão de desempenho por meio dessas características relevantes, esta pesquisa tem o intuito de identificar as relações do desempenho e seus determinantes para as diferentes classes de fundos e assim, oferecer ao investidor embasamento teórico para tomada de decisão.

PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O objetivo desta pesquisa é exploratório, pois de acordo com Gil (2007) procura ampliar o conhecimento sobre um fenômeno a partir da exploração mais aprofundada de uma dada realidade. A abordagem é quantitativa, pois se caracteriza pela utilização de instrumentos estatísticos tanto para coleta quanto para o tratamento dos dados e possui a finalidade de estabelecer relações entre variáveis, sendo seu objetivo medir e quantificar os resultados da investigação (Zanella, 2013). Quanto aos procedimentos para coleta de dados, a pesquisa é documental, pois se desenvolve pela utilização de dados secundários (Gil, 2007).

A amostra foi composta por 10.023 fundos de investimentos, sendo estes ativos ou cancelados, pertencentes às classes de renda fixa (1.497), multimercado (6.863) e ações (1.663), de acordo com a classificação ANBIMA, não exclusivos e sem restrições relacionadas à tamanho do fundo, representado pelo seu patrimônio líquido, ou outras limitações já utilizadas em outros trabalhos. A opção pela exclusão dos fundos exclusivos se deu pela impossibilidade de aplicação de recursos por diferentes investidores, uma vez que são fundos restritos a participantes predeterminados pela instituição administradora (Caldeira et al., 2014). Foram excluídos ainda 6 fundos por terem apresentado 0 cotistas de média desde o início de suas séries. O trabalho totalizou 96.470 observações, constituindo painel desbalanceado de informações.

Diante tais definições, o estudo está sujeito ao viés de incubação, uma vez que fundos pequenos e/ou novos assumem mais riscos e, portanto, possuem posturas diferentes. Contudo,

na visão dos autores, a inclusão destes fundos é relevante, pois os investidores possuem disponível grande oferta destes no mercado e, por isso, não faria sentido suas ausências visto a orientação prática objetivada pelo trabalho. Além disso, a amostra utilizada não está sujeita ao viés de sobrevivência, devido a permanência dos fundos cancelados. Os resultados e o comportamento de suas variáveis, antes de seus fechamentos, são relevantes para a interpretação dos resultados.

Os dados foram obtidos pela plataforma do Economática®, em frequências anuais e o período amostral definido se deu entre 2011 e 2020, com o objetivo de fornecer resultados atuais sob a lente dos números da última década. O período escolhido também contribui para avaliação do desempenho e seus determinantes sob períodos de crise, uma vez que os anos de 2014, 2015, 2016 foram marcados pelos reflexos da crise político-econômica de 2014 ocasionados principalmente pelo elevado custo fiscal e estagnação da economia originada por erros de políticas públicas (Barbosa Filho, 2017). Ressalta-se também o ano de 2020 que também será considerado como ano de crise devido aos impactos causados pela pandemia de COVID-19.

Para mensuração do desempenho foi utilizado o retorno médio mensal dos fundos. Essa variável elimina os vieses de fundos que iniciaram ou encerraram suas atividades no decorrer do ano, colocando em igualdade fundos que operaram um, dois ou mais meses. De acordo com Varga (2001) a taxa de retorno é um indicador simples e prático, enquanto Fonseca et al. (2018) ressaltam a possibilidade de analisar sua relação com variáveis explicativas. A utilização do retorno como variável dependente, em procedimentos semelhantes aos aqui adotados, pode ser vista também em Cippiciani (2017) e Silva et al. (2020). Ademais, apesar de haver a limitação de ser uma variável que não considera a exposição ao risco, o modelo aqui proposto utiliza a variável beta como medida de volatilidade, de forma a minimizar o viés da ausência de ponderação pelo risco da variável retorno e, conforme apontado por Milani, Ceretta, Barba & Casarin (2010), demonstrar o quanto de risco sistemático o fundo assumiu para sua carteira.

A determinação do desempenho se dá por inúmeros fatores e, por isso, uma extensa lista de variáveis é utilizada neste trabalho para maior entendimento de como este desempenho se comporta de acordo com as informações disponíveis aos investidores. As variáveis escolhidas são listadas na Tabela 10 e foram definidas por 2 motivos principais: facilidade de obtenção e visualização por parte dos investidores e pelo embasamento empírico, já que vários outros trabalhos também se utilizaram das mesmas variáveis dependentes e independentes. Estas últimas foram escolhidas a partir da revisão da literatura e aquelas com menor número de estudos ou com resultados contraditórios para fundos de investimentos brasileiros foram

classificadas como explicativas e aquelas com maior saturação de resultados foram classificadas como de controle. A variável moderadora crise também é exposta na tabela.

Tabela 10. *Variáveis utilizadas na pesquisa.*

Variável	Interpretação	Referências	Sinal Esperado
Variável Dependente			
retmedio	Retorno mensal médio do ano analisado. Proxy de desempenho.	(Silva, Roma, & Iquiapaza, 2020); (Januzzi, Botrel, & Bressan, 2017).	NA
Variáveis Explicativas			
L.retmedio	Retorno mensal médio do ano anterior. Indica o desempenho do fundo ano anterior ao ano analisado.	(Mendonça Júnior, Campani, & Leal, 2017); (Bragança & Pessoa, 2017); (Oliviera & Sousa, 2015); (Melo & Macedo, 2013)	+
captliq	Captção Líquida: Captção Total - Resgate Total. Mensura o saldo de captção e resgate do fundo no ano.	(Fernandes, Fonseca, & Iquiapaza, 2018); (Januzzi, Botrel, & Bressan, 2017).	+
aplic	Aplicação Mínima do fundo. Proxy de investimento.	(Gerth, 2020); (Silva, Malaquias, & Peixoto, 2020); (Paz, Iquiapaza, & Bressan, 2017); (Milan & Eid Junior, 2014)	+
beta	Volatilidade. Cálculo realizado a partir das oscilações do fundo e do Índice em cada um de n intervalos. Intervalo de 1 ano definido. Fórmula detalhada via Econômatica.	(Cippiciani, 2017); (Matos, Penna, & Silva, 2015); (Melo & Macedo, 2013); (Leusin & Brito, 2008)	-
Variáveis de Controle			
idade	Dias de existência do fundo, calculado pela data de interesse e a data de início. Para fundos cancelados, considerar no ano de seu encerramento, a data do encerramento de suas atividades.	(Silva, Roma, & Iquiapaza, 2020); (Borges Junior & Malaquias, 2019); (Correia, Costa, & Lucena, 2018); (Mendonça Júnior, Campani, & Leal, 2017).	-
resgate	Dias de cotização somados aos dias de liquidação. Indica o prazo para disponibilização do saldo do investimento ao investidor.	(Borges Junior & Malaquias, 2019); (Januzzi, Botrel, & Bressan, 2017).	+
dficfi	Variável dummy, sendo 1 para fundos que investem em cotas de outros fundos e 0 para o contrário.	(Borges Junior & Malaquias, 2019); (Mendonça Júnior, Campani, & Leal, 2017); (Malaquias & Eid Junior, 2014)	+
dtxperf	Variável dummy, sendo 1 para fundos que cobram taxa de performance e 0 para o contrário.	(Silva, Malaquias, & Peixoto, 2020); (Borges Junior & Malaquias, 2019); (Paz, Iquiapaza, & Bressan, 2017).	+ / -
dinvquali	Variável dummy, sendo 1 para fundos destinados a investidores qualificados e 0 para o contrário.	(Gerth, 2020); (Silva, Malaquias, & Peixoto, 2020); (Mendonça Júnior, Campani, & Leal, 2017).	+
dcredpriv	Variável dummy, sendo 1 para fundos com pelo menos 50% de crédito privado e 0 para o contrário.	-	+ / -
dbanco	Variável dummy, sendo 1 para fundos de grandes bancos comerciais e 0 para o contrário.	(Mendonça Júnior, Campani, & Leal, 2017); (Paz, Iquiapaza, & Bressan, 2017).	-
dalav	Variável dummy, sendo 1 para fundos alavancados e 0 para o contrário.	(Mendonça Júnior, Campani, & Leal, 2017); (Oliviera & Sousa, 2015); (Melo & Macedo, 2013)	-
Variáveis de Controle			
txadm	Taxa de administração real calculada pela diferença do retorno bruto anual da taxa de administração subtraído pelo retorno anual acumulado.	(Silva, Malaquias, & Peixoto, 2020); (Borges Junior & Malaquias, 2019); (Correia, Costa, & Lucena, 2018); (Paz, Iquiapaza, & Bressan, 2017).	-

lnpl	Logaritmo natural de Patrimônio Líquido. Proxy de tamanho do fundo.	(Silva, Malaquias, & Peixoto, 2020); (Silva, Roma, & Iquiapaza, 2020); (Borges Junior & Malaquias, 2019).	+
Variável Moderadora			
crise	Variável dummy para os anos de 2014, 2015, 2016 e 2020.	(Peixoto, Carvalho, & Cordeiro Júnior, 2019); (De Paula & Pires, 2017); (Barbosa Filho, 2017).	+

Nota. Para grandes bancos comerciais foi realizado filtro pela coluna 'Administradora' da base de dados do Economática, sendo considerados: Itaucard, Santander Brasil Asset Management, Banrisul, Banrisul Corretora, BB Gestão de Recursos DTVM, BNB, BNP Paribas Asset Management, Bradesco, Bradesco Asset Management, BTG Pactual Serviços Financeiros AS DTVM, Caixa Econômica Federal, Citibank, Credit Suisse Hedging-Griffo, HSBC Global Asset Management, Itaú Unibanco, JP Morgan Asset Management, Safra Asset Management, Votorantim Asset Management.

Fonte: Dados da pesquisa.

Selecionadas as variáveis, alguns ajustes foram necessários para prosseguimento das análises. Foram excluídos fundos que iniciaram suas atividades em 2020, pois suas informações consolidadas do ano estavam inconsistentes e um fundo que apresentou taxa de administração negativa, indicando problema nos dados do fundo. Para corrigir possíveis problemas com observações extrema (*outliers*), os dados foram suavizados a 0,1% e 1%. O método utilizado foi o de *winsorização*¹, que substitui os valores extremos (acima e abaixo dos percentis limite definidos) pelos maiores e menores valores remanescentes da distribuição. A escolha por 0,1% e 1% se deu pela diferença de grandezas entre as variáveis suavizadas, sendo aquelas maiores passíveis de maior suavização.

Antes de iniciar as regressões, foi verificado o grau de correlação entre as variáveis da amostra por meio do coeficiente de correlação linear de *Pearson*. Esta análise tem por objetivo identificar potenciais relações avaliando as variáveis uma a uma e sinalizando possíveis problemas de multicolinearidade na amostra, se caso as relações apresentarem correlações fortes (>0,6). A seguir, foi realizada a regressão linear múltipla com todas as variáveis escalares e dummies, com exceção da variável moderadora, e feitos os testes de Breusch-Pagan e Cook-Weisberg para verificação da presença de heterocedasticidade e teste VIF para multicolinearidade. Para corrigir a heterocedasticidade, foi optado pela utilização da regressão com erro-padrão robusto, permitindo que a estimação obtivesse estimadores não enviesados (Fávero, Belfiore, Takamatsu, & Suzart, 2014).

Para melhor adequação aos vieses de cortes transversais e séries temporais, a análise estatística utilizada foi a regressão com dados em painel, uma vez que este método se comporta bem nos âmbitos temporais e espaciais, controlando efeitos de heterogeneidade entre os objetos e vieses de agregação (Moraes & Luciana, 2017). Para definição do modelo mais adequado foi realizado teste de Breusch-Pagan Lagrange entre métodos *Pooled* ou Efeitos Aleatórios, sendo

¹ Método de suavização de valores extremos por meio de comando do software Stata® disponibilizado por Nicholas Cox.

o último o indicado quando rejeitada a hipótese nula do teste. O método de efeitos fixos não foi considerado, neste caso, devido à particularidade das variáveis dummies da amostra, que são invariantes e, por isso, seriam desconsideradas quando aplicada a regressão. De acordo com Fávero, Belfiore, Silva, & Chan (2009), a grande vantagem da opção pelo modelo de Efeitos Aleatórios é a estimação de todos os coeficientes, mesmo aqueles invariantes no tempo, e, portanto, seus efeitos marginais.

Dado todos os testes realizados, foram construídos 9 modelos, sendo 3 para cada classe de fundos de investimentos: renda fixa, multimercado e ações. O primeiro modelo abrange todo o período analisado, entre 2011 e 2020. O segundo avalia apenas os anos em que a economia brasileira não atravessava momentos de recessão. Por fim, o terceiro modelo trabalha com os anos em que houve crise, sendo eles 2014, 2015, 2016 e 2020. Os três modelos foram aplicados para cada uma das classes, sendo os modelos 1, 2 e 3 para renda fixa, 4, 5 e 6 para multimercado, e 7, 8 e 9 para ações, conforme demonstrado a seguir:

Modelos 1, 4 e 7: $\mathbf{R} = \mathbf{b} + \text{VAR}_{\text{explicativas}} + \text{VAR}_{\text{controle}}$

Modelos 2, 5 e 8: $\mathbf{R} = \mathbf{b} + \text{VAR}_{\text{explicativas}} + \text{VAR}_{\text{controle se crise}} = 0$

Modelos 3, 6 e 9: $\mathbf{R} = \mathbf{b} + \text{VAR}_{\text{explicativas}} + \text{VAR}_{\text{controle se crise}} = 1$

Para criar, manipular e gerenciar as informações coletadas pelo site da Economática® e os dados resultantes das análises estatísticas descritivas e de regressão, foi utilizado o software Stata®.

RESULTADOS

A primeira análise realizada entre as variáveis da amostra foi a correlação linear de *Pearson*, pois, de acordo com Fávero et al. (2009) é fundamental para antecipação de possíveis problemas com multicolinearidade. Segundo o autor, deve ser verificado se a correlação entre as variáveis explicativas do modelo são altas, pois, se isso ocorrer, talvez sejam boas dependentes uma da outra e, por isso, não se recomenda a presença simultânea de ambas para explicação de uma terceira variável. O coeficiente é uma medida de grau de associação linear entre -1 e 1, sendo até 0,4 relação fraca, entre 0,4 e 0,6 moderada e a partir de 0,6 relação forte. A Tabela 11 apresenta todos os coeficientes obtidos para as variáveis escalares a serem utilizadas no modelo.

Tabela 11. *Correlação entre as variáveis da amostra.*

	retmedio	L.retmedio	captliq	aplic	txadm	beta	lnpl	idade	resgate
retmedio	1								
L.retmedio	0.0811*	1							
captliq	0.0325*	0.0245*	1						
aplic	-0.0210*	-0.0208*	-0.0139*	1					
txadm	0.1568*	0.0038	0.0158*	-0.0408*	1				
beta	0.0241*	0.0441*	0.0294*	-0.1404*	0.1864*	1			
lnpl	0.0761*	0.0869*	0.1416*	-0.0431*	-0.2236*	-0.0598*	1		
idade	-0.0166*	-0.0221*	-0.0984*	-0.0807*	0.0100*	0.0540*	0.1703*	1	
resgate	-0.0062	0.0002	0.0049	-0.0137*	0.0388*	0.0102*	-0.0180*	-0.0624*	1

* $p < 0.05$.

Fonte: Dados da pesquisa.

Todos os coeficientes apresentaram relação fraca, contudo, quase todos significantes. O resultado sugere ausência de multicolinearidade, e ainda contribui ao apresentar relações significantes, ao nível 95% de confiança, entre praticamente todas as variáveis. Nesta análise inicial, todas as variáveis escalares parecem explicar o desempenho dos fundos, contudo, conclusões mais assertivas serão fornecidas após a aplicação dos modelos de regressão com dados em painel e com a separação por classe de fundos, tornando os resultados mais particulares às classes de fundos de interesse e com a consideração dos efeitos temporais e espaciais característicos do método de painel.

Após rotação da regressão, foi identificado presença de heterocedasticidade no modelo e utilizado método de erro-robusto padrão para correção. Para multicolinearidade, não foram identificados problemas no teste VIF, sendo todas as variáveis, inclusive as dummies, inferiores a 2. Quanto à definição do modelo mais adequado para análise dos dados em painel, foi adotado o método de efeitos aleatórios para os 8 primeiros modelos e o método *Pooled* para o nono modelo, conforme resultados do teste de Breusch-Pagan Lagrange.

Os três primeiros modelos em painel, apresentados na Tabela 12, retratam o comportamento dos fundos de investimentos de renda fixa durante todo o período amostral, além de apresentar os recortes para os períodos considerados como crise e anos fora da crise. As variáveis que se mostraram mais assertivas quanto a determinação do desempenho dos fundos de renda fixa, mensurado pelo retorno e independente do período analisado, foram taxa de administração e captação líquida, influenciando positivamente, enquanto idade, resgate, ficfi, taxa performance, influenciam negativamente.

A taxa de administração, contudo, mesmo apresentando significância nas interações com o desempenho nas três amostras, destaca-se maior relevância em tempos de crise. Isso sugere que em tempos difíceis para a economia, a taxa de administração se torna mais relevante para

melhor desempenho por parte dos fundos de investimentos de renda fixa. A captação líquida, de maneira similar, indicou influências positivas para qualquer cenário, sugerindo que fundos com captações maiores tendem a ter melhores resultados, possivelmente explicado pela maior segurança que o gestor do fundo tem de trabalhar com os recursos disponíveis. Fundos de bancos comerciais apresentaram retornos superiores aos demais quando analisado todo o período e em períodos de crise.

Ao passo que a taxa de administração se mostrou positiva, a taxa de performance apresentou influências negativas nos três modelos. Além disso, os fundos de investimentos em cotas de outros fundos também retornaram relações semelhantes. Estas relações sugerem que os fundos de renda fixa não possuem margem suficiente para garantir, além das taxas de administração, o pagamento de taxas de performance ou sobreposição de taxas de fundos investidos em outros fundos, e por isso, quando os tem, seus retornos são prejudicados. Os fundos mais antigos e aqueles com maior tempo para resgate também apresentaram retornos inferiores.

Tabela 12. Modelos 1, 2 e 3 para Retorno dos fundos de investimentos Renda Fixa.

	Período Completo	Fora Crise	Em Crise
L.retmedio	0.124 (0.0764)	-0.0124 (0.0573)	0.251** (0.125)
Captliq	9.73e-08*** (2.04e-08)	0.000000103*** (2.49e-08)	9.38e-08*** (2.50e-08)
Aplic	-3.84e-08 (2.43e-08)	-7.53e-08*** (2.63e-08)	2.55e-09 (3.27e-08)
Txadm	0.382** (0.177)	0.369* (0.218)	0.673*** (0.236)
Beta	-0.232 (0.864)	-0.800 (1.026)	-0.0501 (1.265)
Lnpl	0.0384*** (0.0143)	0.0569*** (0.0187)	0.0365 (0.0250)
Idade	-0.0000353*** (0.00000718)	-0.0000342*** (0.00000808)	-0.000158*** (0.0000125)
Resgate	-0.000380*** (0.0000968)	-0.000219* (0.000116)	-0.000712*** (0.000177)
Dficfi	-0.268*** (0.0799)	-0.236** (0.104)	-0.441*** (0.112)
Dtxperf	-0.198** (0.0798)	-0.194* (0.101)	-0.361*** (0.131)
Dinvquali	0.0573 (0.0467)	0.0507 (0.0637)	0.0651 (0.0549)

Dcredpriv	0.00740 (0.0355)	-0.0168 (0.0534)	-0.118** (0.0532)
Dbanco	0.110** (0.0443)	0.0818 (0.0564)	0.243*** (0.0658)
Dalav	0.161* (0.0949)	0.306* (0.175)	-0.0492 (0.131)
_cons	0.0729 (0.183)	-0.0541 (0.265)	0.238 (0.268)
Nº obs	7994	4482	3512
Nº de fundos	1497	1282	1416
Rho	0.0856	0.194	0.763
BreuschPagan	90,56***	27,03***	5,03**
Ef. Aleatórios	SIM	SIM	SIM

Nota. Desvios padrão entre parênteses. * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os fundos com restrições maiores relacionados a aplicação mínima, ao contrário do apresentado por Correia, Costa, & Lucena (2018), mostrou relação negativa a 1% de significância com o retorno dos fundos de renda fixa nos anos fora de crise. Em cenários de crescimento, os fundos alavancados e maiores em patrimônio líquido também apresentaram retornos superiores, assim como para todo o período. Em anos de crise, fica evidenciado que a presença de crédito privado pode prejudicar na construção de retornos maiores e que o desempenho passado, em contrapartida, contribui no retorno futuro. Para os demais períodos, não foram obtidas relações significantes.

Em resumo, os resultados sugerem retornos interessantes dos fundos de renda fixa de grandes bancos comerciais, jovens e líquidos, mas que captam mais recursos do que liquidam. Em anos de crise, se atentarem ao histórico de retorno no período anterior e presença de crédito privado em sua composição de capital. Enquanto bons retornos anteriores indicam retorno posterior melhor, a presença de mais de 50% de crédito privado aponta impacto negativo. Por fim, fora de períodos de crise, considerar também a alavancagem e o tamanho dos fundos, sendo ambos determinantes positivos à obtenção de retornos maiores.

A Tabela 13 apresenta os resultados para os três modelos para os fundos multimercado. O desempenho dos fundos multimercado é influenciado negativamente, em todos os cenários analisados, pelo desempenho passado, aplicação mínima, fundos de investimentos em cotas de outros fundos, cobrança de taxa de performance, idade, resgate e alavancagem. Ao mesmo tempo, patrimônio líquido, taxa de administração e restrição a investidores qualificados apresentaram impactos positivos.

Os resultados para tamanho corroboram o encontrado por Maestri & Malaquias (2018) e Malaquias & Eid Junior (2014), inclusive em tempos de crise. Já a taxa de administração apresenta resultados novos quando comparados à trabalhos anteriores. Para qualquer cenário, a

variável impactou positivamente o desempenho dos fundos multimercado. Os resultados contrariam Malaquias & Eid Júnior (2014) para tempos de crise, em contrapartida, corrobora para períodos fora de crise. De acordo com os autores, essas taxas, mesmo não tendo esse objetivo, podem servir de incentivo à gestão, além de que há um raciocínio coerente entre se esperar que fundos com maiores taxas de administração também apresentem melhor desempenho, uma vez que o investidor se dispõe a pagar mais por uma boa administração.

Diferente dos trabalhos de Bragança & Pessoa (2017) e Melo & Macedo (2013), o retorno passado demonstrou prejudicar o desempenho dos fundos no ano seguinte. Este impacto negativo é compartilhado por fundos de investimentos em cotas de outros fundos, que corrobora em partes o trabalho de Malaquias & Eid Junior (2014) quando evidenciam que em anos de crise estes fundos apresentam retornos inferiores, porém contradiz para períodos fora de crise.

Tabela 13. Modelos 3, 4 e 5 para Retorno dos fundos de investimentos Multimercado.

	Período Completo	Fora Crise	Em Crise
L.retmedio	-0.104^{***} (0.0318)	-0.0760^{**} (0.0370)	-0.152^{***} (0.0475)
captliq	3.11e-08 (6.98e-08)	7.23e-08 (5.01e-08)	0.000000154 (0.000000134)
aplic	-0.000000179^{***} (4.56e-08)	-0.000000159^{***} (3.91e-08)	-0.000000193^{***} (5.33e-08)
txadm	0.980^{***} (0.107)	0.645^{***} (0.0945)	0.738^{***} (0.0940)
beta	-0.142 (0.199)	0.101 (0.276)	-0.453 (0.320)
lnpl	0.152^{***} (0.0190)	0.102^{***} (0.0188)	0.150^{***} (0.0234)
idade	-0.000109^{***} (0.0000130)	-0.0000657^{***} (0.0000121)	-0.0000915^{***} (0.0000165)
resgate	-0.000630^{***} (0.000223)	-0.000456^{**} (0.000201)	-0.000558^{**} (0.000269)
dficfi	-0.467^{***} (0.0586)	-0.315^{***} (0.0557)	-0.381^{***} (0.0594)
dtxperf	-0.440^{***} (0.0591)	-0.296^{***} (0.0564)	-0.360^{***} (0.0571)
dinvquali	0.253^{***} (0.0490)	0.227^{***} (0.0461)	0.236^{***} (0.0556)
dcredpriv	0.0380 (0.0515)	-0.0803 (0.0569)	0.00594 (0.0543)
dbanco	-0.114^{***} (0.0427)	-0.0873^{**} (0.0397)	-0.0719 (0.0461)

dalav	-0.549*** (0.105)	-0.342*** (0.105)	-0.365*** (0.114)
_cons	-1.181*** (0.249)	-0.498** (0.253)	-0.978*** (0.298)
Nº obs	32117	17458	14659
Nº de fundos	6863	5597	6555
rho	0.523	0.364	0.572
BreuschPagan	568,06***	56,04***	61,93***
Ef. Aleatórios	SIM	SIM	SIM

Nota. Desvios padrão entre parênteses. * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

Fonte: Dados da pesquisa.

Em relação à taxa de performance, os resultados contradizem Malaquias & Eid Junior (2014). De acordo com Carpenter (2000), o incentivo proporcionado pela compensação de boa performance, pode motivar os gestores a assumirem posições mais arriscadas de investimento e, conseqüentemente, afetar negativamente o desempenho de suas carteiras.

A idade, o prazo de resgate, a aplicação mínima e a alavancagem se mostraram significantes para qualquer período, sendo todas as relações negativas. Os números reforçam o obtido por Vilela (2015) para fundos mais antigos que apresentaram retornos piores a fundos mais novos e Melo & Macedo (2013) para alavancagem. Em contrapartida, os fundos multimercado que são restritos a investidores qualificados tendem a performar melhor que os demais, tanto em períodos de crescimento quanto em recessão econômica.

A captação líquida, a volatilidade e o crédito privado não apresentaram significância com o desempenho em nenhum período analisado, enquanto a vinculação à bancos comerciais se revelou prejudicial na obtenção de retornos maiores para os fundos multimercado para o período completo e fora de crise.

A Tabela 14 apresenta os resultados para os fundos de investimentos em ações e evidencia as variáveis captação líquida, taxa de administração, volatilidade, tamanho, idade, fundos de investimentos em cotas de outros fundos e restrição a investidores qualificados, como aquelas que se mostraram significantes em qualquer um dos 3 cenários estudados, sendo assim, determinantes consistentes do desempenho dos fundos de ações brasileiros.

A idade apresentou comportamento positivo em períodos fora de crise e ao longo de 2011 e 2020, mas quando analisada em anos de crise, seu sinal de influência inverteu e apontou para impactos negativos no desempenho. De acordo com Vilela (2015), isso sugere que a experiência se mostra como um fator que agrega valor para os fundos de investimentos, contudo, em anos de recessão, fundos mais jovens podem ser mais rentáveis, uma vez que seus gestores devem se dedicar mais a fim de levantar recursos junto aos investidores e, para atraí-los, é necessário a garantia de maiores retornos.

Tabela 14. Modelos 7, 8 e 9 para Retorno dos fundos de investimentos em Ações.

	Período Completo	Fora Crise	Em Crise
L.retmedio	0.0198 (0.0282)	0.0211 (0.0586)	0.0112 (0.0385)
captliq	0.00000107*** (0.000000141)	0.00000117*** (0.000000185)	0.00000114*** (0.000000262)
aplic	0.000000178* (9.57e-08)	0.000000141 (0.000000117)	0.000000141 (9.20e-08)
txadm	0.807*** (0.0534)	0.624*** (0.0669)	0.545*** (0.0411)
beta	0.524*** (0.185)	0.381* (0.211)	0.471** (0.233)
lnpl	0.282*** (0.0260)	0.250*** (0.0281)	0.257*** (0.0297)
idade	0.0000459** (0.0000189)	0.000112*** (0.0000253)	-0.0000418** (0.0000168)
resgate	0.000277 (0.000390)	0.000906* (0.000470)	-0.0000592 (0.000346)
dficfi	-0.507*** (0.0746)	-0.489*** (0.0903)	-0.215*** (0.0618)
dtxperf	-0.223*** (0.0637)	-0.0639 (0.0741)	-0.279*** (0.0586)
dinvquali	0.521*** (0.0745)	0.477*** (0.0793)	0.378*** (0.0794)
dcredpriv	2.442 (2.460)	3.206 (3.691)	1.140 (0.808)
dbanco	0.115* (0.0655)	0.0379 (0.0795)	0.129** (0.0637)
dalav	0.0359 (0.0663)	0.0847 (0.0739)	0.0540 (0.0798)
_cons	-3.994*** (0.258)	-3.202*** (0.282)	-3.292*** (0.279)
Nº obs	8124	4321	3803
Nº de fundos	1663	1286	-
rho	0.162	0.242	-
BreuschPagan	100,17***	18,62***	0,00
Ef. Aleatórios	SIM	SIM	NÃO

Nota. Desvios padrão entre parênteses. * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

Fonte: Dados da pesquisa.

Apesar de contrariar as evidências de grande parte da literatura sobre o impacto das taxas de administração sobre o desempenho dos fundos de ações, como nos trabalhos de Silva, Malaquias, & Peixoto (2020), Borges Junior & Malaquias (2018; 2019), Correia et al. (2018), Silva, Roma, & Iquiapaza (2018), Matos, Penna, & Silva (2015), Oliviera & Sousa (2015) e

Pinto (2014), o estudo indicou que a variável contribui para desempenhos melhores. Os resultados corroboram Silva, Roma, & Iquiapaza (2020) que encontraram, em trabalho de avaliação do turnover da carteira e o desempenho dos fundos de ações, que gestores que movimentam mais suas carteiras são capazes de entregar melhor desempenho ao investidor mesmo com pagamento das taxas de administração.

Os fundos maiores se apresentaram como importantes determinantes do desempenho, corroborando trabalhos de Silva, Malaquias, & Peixoto (2020), Silva, Roma, & Iquiapaza (2020), Borges Junior & Malaquias (2018; 2019), Fernandes, et al. (2018), Milani & Ceretta (2012; 2013). Independente do momento, fundos com maiores patrimônios líquidos indicam maior segurança ao investidor em relação a garantia de resultados superiores. Em contrapartida, os resultados para fundos de investimentos em cotas de outros fundos contrariam trabalhos recentes de Borges Junior & Malaquias (2018; 2019) e Mendonça Júnior, et al. (2017) e apresentaram impacto negativo para todos os cenários na amostra aqui estudada.

Quanto à taxa de performance, os fundos que a cobram apresentaram impacto negativo principalmente em anos de crise. Em momentos fora de crise, a variável perdeu significância, não sendo um determinante relevante para obtenção de retornos maiores. O achado permite pensar na existência de um mercado eficiente quando a economia está forte e, por isso, a impossibilidade de se alcançar retornos anormais. Ao mesmo tempo, outra possibilidade é a taxa de performance simplesmente não estar funcionando como incentivo à desempenhos superiores. De toda forma, assim como apontado por Malaquias & Eid Junior (2014), os custos incorridos na obtenção de retornos anormais positivos “não se pagam”, e, por isso, devem ser evitados os fundos que possuam taxas além das suas básicas de administração.

Os resultados ainda sugerem que fundos de ações que conseguem manter níveis maiores de captação de recursos do que de resgate possuem retornos maiores. Além disso, os fundos de ações restritos a investidores qualificados e mais voláteis tendem a obter maiores retornos, evidenciando um perfil mais agressivo e de apetite ao risco em busca de melhores números.

Apesar de não serem determinantes por todo o período, os resultados obtidos para as variáveis aplicação mínima, prazo de resgate e relação com banco comercial reforçam a necessidade de avaliação dessas características para uma tomada de decisão mais assertiva entre investimentos em fundos de ações. Retorno passado, crédito privado e alavancagem não indicaram relações significantes para nenhum período.

Em síntese, em condições favoráveis da economia, a maturidade, o tamanho, a volatilidade e a captação se mostraram bons determinantes de desempenho. Atenção positiva também aos fundos de ações menos líquidos, sem cotas de outros fundos e restrito a investidores

qualificados. Quando em períodos de crise, considerar aqueles ofertados por bancos comerciais, sem taxa de performance e mais jovens, uma vez que a segurança dos grandes bancos, a ausência de mais taxas sobre o retorno e a necessidade de captação de novos clientes e recursos por parte dos fundos mais novos parece implicar em uma gestão de carteira mais rentável.

Avaliando as variáveis de maneira geral, uma a uma, os resultados indicam:

- Retorno passado: impacta negativamente os fundos multimercado em qualquer cenário. Em períodos de crise, contribui no retorno dos fundos renda fixa.
- Captação líquida: contribui com o retorno dos fundos de renda fixa e de ações em todos os cenários. Indiferente para fundos multimercado.
- Aplicação mínima: mais relevante para fundos multimercado, sendo a necessidade de investimentos mínimos maiores desnecessária para maior retorno sob qualquer cenário. Relações distintas para fundos de ações e renda fixa.
- Taxa de administração: resultados contrariam a literatura, registrando impacto positivo em 100% dos modelos testados;
- Volatilidade: significativa apenas para fundos de ações. Sob qualquer momento da economia, o risco para estes fundos é pago com maior retorno.
- Tamanho: fundos maiores indicam melhores retornos em 8 dos 9 modelos testados. Apenas em crises, os fundos de renda fixa performam independentemente de seus patrimônios líquidos.
- Idade: em anos de crise, os fundos mais novos apresentam melhor desempenho para qualquer classe. Já fora da crise, os fundos de ações mais antigos parecem fazer bom uso de sua experiência e assim obter retornos maiores, enquanto os fundos de renda fixa e multimercado respondem melhor se mais jovens;
- Resgate: negativo sob qualquer cenário econômico para fundos de renda fixa e multimercado. Em anos de crescimento econômico, prazos mais longos possibilitam os gestores de fundos de ações a trabalhar melhor com o recurso investido e assim garantir maiores retornos ao seu investidor;
- FICFI: negativo para qualquer classe em qualquer cenário. Resultado sugere que a sobreposição de taxas corrói o desempenho líquido obtido pelos gestores;
- Taxa de performance: negativa em qualquer cenário e para qualquer classe, com exceção dos fundos de ações em anos fora de crise. Resultado contradiz boa parte da literatura e possibilita interpretações, como: existência de eficiência de mercado, baixo incentivo à desempenhos superiores, exposição exagerada a riscos e/ou sobreposição de taxas.- Investidor Qualificado: positivo para fundos multimercado e de ações sob qualquer momento da economia. Indiferente

para fundos renda fixa, possivelmente explicado pela característica mais conservadora desta classe de fundo;

- Crédito Privado: determinantes apenas em momentos de crise para fundos renda fixa. Para os demais cenários e classe, indiferente.

- Bancos comerciais: de maneira geral, impacto positivo para fundos de renda fixa e de ações e negativo para multimercado.

- Alavancagem: relevante positivamente fora de crise para fundos de renda fixa, negativo sob qualquer cenário econômico para multimercado e indiferente para fundos de ações.

A limitação deste trabalho se dá pela unificação de todos os fundos de ações, multimercado e renda fixa em apenas 1 classe para cada, desconsiderando diferenças internas de classificação e que podem ser determinantes para diferentes desempenhos. Contudo, o interesse do trabalho é oferecer de forma geral ao investidor aspectos importantes das classes no momento de optar por onde alocar seus investimentos, e, por isso, a utilização de muitos grupos internos foi evitada, uma vez que dificultaria a leitura e comparação dos resultados.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com mais de R\$ 6 trilhões em patrimônio, os fundos de investimentos são importantes formas de investimento para os brasileiros e, por isso, os estudos relacionados aos seus desempenhos se justificam, assim como já feito por Silva, Roma, & Iquiapaza (2020), Borges Junior & Malaquias (2019), Correia, Costa, & Lucena (2018), Mendonça Júnior, et al. (2017), Matos, et al. (2015) e Leusin & Brito (2008).

Apesar da concentração maior de estudos para fundos de ações, este trabalho procurou evidenciar os determinantes do desempenho para as três classes de fundos mais procuradas pelo investidor: renda fixa, multimercado e ações. Além de contribuir com os resultados por tipo de classe, o estudo atualiza os resultados obtidos por Malaquias & Eid Junior (2014) para fundos multimercado, onde os autores também fizeram uso da variável crise como moderadora das relações de suas hipóteses, e amplifica tal influência para os demais fundos mais procurados pelos investidores brasileiros. Evidenciado pelos resultados, a utilização da crise como moderadora sugere mudanças importantes no comportamento dos determinantes do desempenho, principalmente para fundos de renda fixa e de ações.

Em anos de crise, fundos mais novos e sem taxas além da administração se apresentam como opções mais rentáveis de investimento ao investidor. O cenário de recessão ainda provoca

outras mudanças de comportamento interessante nas variáveis que determinam o desempenho, sendo os fundos de investimentos em renda fixa e de ações, os mais afetados, com 6 e 4 alterações respectivamente. Já os fundos multimercado apresentam apenas 1 alteração, e portanto, se apresentam como os mais bem preparados para manutenção de seus resultados diante uma crise. Esse resultado reforça a diversificação oferecida por este tipo de fundo e, conseqüentemente, maior proteção frente às oscilações do mercado.

O desempenho dos fundos de renda fixa se mostrou sensível à 12 das 14 variáveis independentes do modelo em pelo menos um dos cenários analisados. Apenas volatilidade e restrição a investidores qualificados não apresentaram relações significantes, permitindo inferir relação com a característica mais conservadora de investimento da classe. Em contrapartida, fundos mais jovens, com captações líquidas e taxas de administração maiores, prazos de resgate mais curtos, que não cobram taxa de performance e que não possuem cotas de outros fundos foram determinantes sob qualquer cenário, em crise ou fora dela, e por isso, merecem maior atenção.

Os fundos multimercado se mostraram indiferentes, sob qualquer cenário econômico, às variáveis captação líquida, volatilidade e crédito privado. Ao mesmo tempo, destaca-se para esta classe a estabilidade dos impactos dos determinantes do desempenho independentemente se a economia está passando por momentos de recessão ou crescimento. Nenhum resultado apontou inversão de sinal para as relações entre as variáveis de interesse e controle para com o desempenho, apenas ocorrendo perda de significância da relação com bancos comerciais em períodos fora de crise.

Os fundos de ações apresentaram comportamento razoavelmente uniforme entre as variáveis e cenários econômicos, sofrendo apenas 4 alterações de significância ou sinal das relações. Dentre estas, destaca-se a inversão de sinal para a idade entre anos de crescimento e recessão econômica, evidenciando que fundos mais antigos tendem a ter menores retornos em tempos de crise. De acordo com o exposto por Vilela (2015), os gestores dos fundos jovens devem se dedicar mais a fim de levantar recursos junto aos investidores e isso tende a refletir em retornos maiores. Outro ponto que chama a atenção é a relação positiva com a volatilidade. Diferentemente de todas as outras classes, apenas os fundos de ações demonstraram se relacionar com esta variável, o que sugere a necessidade de apetite ao risco do investidor ao optar por esta classe em busca de retornos maiores.

Válido ressaltar ainda o aspecto amplo tratado neste trabalho no que diz respeito às classificações mais específicas dos fundos de investimentos dentro de suas respectivas classes. Apesar de sugerir o comportamento das variáveis estudadas, o investidor deve sempre se atentar

às características específicas do fundo ao qual irá investir, sendo os resultados aqui apresentados um direcionador, que utilizou por base os resultados de todos os fundos de investimentos não exclusivos das classes fundos de renda fixa, multimercado e de ações.

Como sugestão para trabalhos futuros, a utilização de variáveis escalares como proxies de determinantes, que aqui foram trabalhados como dummies, pode enriquecer o resultado de influência junto ao desempenho. O trabalho com os períodos amostrais estabelecidos dentro das classes de fundos também pode agregar aos pesquisadores e gestores de fundos, uma vez que teriam esta análise num nível de profundidade ainda maior. Por último, o trabalho pode ser replicado por meio dos métodos do *Generalised Method of Moments* (GMM) e análise multinível, em busca de maior robustez das informações aqui expostas.

SEÇÃO 4: CONSIDERAÇÕES FINAIS GERAIS

O investidor brasileiro está exposto a mais de 21 mil opções diferentes de fundos e diante um cenário de incertezas na economia potencializado pelos efeitos da pandemia do COVID-19 e pela trajetória de redução da taxa de juros em 2020, faz-se necessário aprofundamento sobre o comportamento do desempenho e seus determinantes para as principais classes de fundos procuradas no mercado de capitais para investimento de recursos.

Diante tal cenário, este trabalho buscou evidenciar, por meio de revisão sistemática da literatura, a situação atual do conteúdo e resultados dos trabalhos brasileiros, sem limite temporal, com ênfase na relação entre o desempenho dos fundos de investimentos de renda fixa, multimercado e de ações brasileiros e seus determinantes e ainda verificar e analisar a influência de variáveis, respaldadas na literatura, sobre o desempenho das classes citadas, considerando os anos de crescimento e recessão econômica brasileira na última década.

Por meio da revisão da literatura, identificou-se características importantes dos estudos brasileiros dentro da temática. Apesar de não ser um assunto novo, foi a partir de 2014 o aquecimento da produção acadêmica, sendo os fundos de ações os mais procurados. Avaliando a fonte das produções, evidenciou-se concentração de dissertações pelos programas de mestrado da FGV e dispersão de publicações entre as revistas e periódicos. Cenário similar quando analisados os autores brasileiros mais produtivos, identificando 2 com cerca de 30% do total das publicações e dispersão entre os demais.

Para visualização dos autores mais referenciados no assunto foi realizada análise de cocitação, sugerindo complementariedades e contraposições dentro da temática abordada. Mesmo existindo diferentes linhas de trabalho visualizadas quando agrupados os autores, os

resultados indicam uma linha central de referências que fundamentam a grande maioria dos trabalhos, apresentando autores como Sharpe, Fama, Treynor, French, Jensen e Carhart.

Foram apresentadas as variáveis explicativas ou de controle mais ou menos utilizadas pelos trabalhos revisados, fornecendo subsídios para trabalhos futuros, seja para embasamento quanto a escolha das variáveis de interesse e/ou controle, seja para explorar oportunidades e lacunas ainda pouco discutidas. Ainda sobre as determinantes do desempenho, a revisão sumarizou os resultados encontrados pelos trabalhos, evidenciando resultados corroborativos e contraditórios, fornecendo, de maneira prática e visual, comparações para fundamentar discussões.

As análises da relação entre os determinantes e o desempenho dos fundos de investimentos de renda fixa, multimercado e de ações retornaram relações significantes para a maior parte das variáveis para os três cenários analisados: 2011 a 2020, anos de crescimento econômico representados por 2011, 2012, 2013, 2017, 2018 e 2019, e anos de crise representados por 2014, 2015 e 2016, referente à crise político-econômica de 2014, e 2020, devido aos impactos da COVID-19 sobre o comportamento de todo o mercado de capitais.

Em anos de crise, fundos mais novos e sem taxas além da administração se apresentam como opções mais rentáveis de investimento ao investidor. O cenário de recessão ainda provoca outras mudanças de comportamento interessante nas variáveis que determinam o desempenho, sendo os fundos de investimentos em renda fixa e de ações, os mais afetados, com 6 e 4 alterações respectivamente. Os fundos multimercado apresentaram apenas 1 alteração.

O desempenho dos fundos de renda fixa se mostrou sensível à 12 das 14 variáveis independentes do modelo em pelo menos um dos cenários analisados. Apenas volatilidade e restrição a investidores qualificados não apresentaram relações significantes, permitindo inferir relação com a característica mais conservadora de investimento da classe. Em contrapartida, fundos mais jovens, com captações líquidas e taxas de administração maiores, prazos de resgate mais curtos, que não cobram taxa de performance e que não possuem cotas de outros fundos foram determinantes sob qualquer cenário, em crise ou fora dela, e por isso, merecem maior atenção.

Os resultados indicaram que os determinantes mais relevantes para os fundos de ações foram captação líquida, taxa de administração, volatilidade, tamanho, idade, restrição à investidores qualificados e investimento em cotas de outros fundos. Sob qualquer cenário econômico, estas variáveis mantiveram relações significantes com o retorno do ano analisado e, portanto, são fundamentais na tomada de decisão relacionada a investimentos nesta classe. Ainda é válido ressaltar algumas mudanças ocorridos entre os modelos testados, destacando-se

a inversão de sinal para idade em tempos de crise, que corroborou Vilela (2015) ao indicar retorno inferior dos fundos mais antigos à fundos mais novos em momentos de recessão econômica. Além disso, diferentemente de todas as outras classes, apenas os fundos de ações demonstraram se relacionar com a volatilidade, sendo sua influência positiva, o que sugere a necessidade de apetite ao risco do investidor ao optar por esta classe em busca de retornos maiores.

Os fundos multimercado, diferentemente dos demais, se apresentam mais preparados para manutenção de seus resultados independente do momento da economia. Não houve mudança de sinal para as relações entre os determinantes do desempenho quando analisados os anos de crescimento para os anos de recessão, sendo destacada apenas 1 alteração de significância, onde a relação com bancos comerciais deixou de ser relevante em momentos de crise. Esses resultados reforçam a diversificação oferecida por este tipo de fundo e, conseqüentemente, maior proteção frente às oscilações do mercado.

Mesmo diante aos resultados aqui expostos, o investidor deve sempre se atentar às características específicas do fundo ao qual irá investir, sendo os resultados aqui apresentados um direcionador, que utilizou por base os resultados de todos os fundos de investimentos não exclusivos das classes fundos de renda fixa, multimercado e de ações. Os resultados do trabalho contribuem e norteiam as futuras pesquisas da área, oferecendo um recorte atual dos estudos relacionados a fundos de investimentos e desempenho no cenário brasileiro, e resultados que podem receber atenções específicas e fundamentar interessantes discussões. Além disso, a abordagem de análise do desempenho não só de fundos de ações, mas também dos fundos multimercado e renda fixa, oferecem aos pesquisadores, investidores e gestores da área subsídios para melhor desenvolvimento de suas atividades sejam de pesquisa ou sejam de investimentos diretos e/ou indiretos.

Para pesquisas futuras, sugere-se a ampliação da revisão sistemática da literatura às fronteiras internacionais, a exploração de determinantes do desempenho ainda pouco trabalhados para fundos de investimentos brasileiros, a replicação das regressões em painel dentro das classes de fundos, visando maior profundidade das informações dada as várias subdivisões existentes neste mercado, e a utilização de outros métodos econométricos, como *Generalised Method of Moments* (GMM) e análise multinível, para comparação e formação de resultados ainda mais robustos.

SEÇÃO 5: REFERENCIAS

- ADVFN. (2021). Fonte: <https://br.advfn.com/indicadores/taxa-selic/valores-historicos>
- ANBIMA. (20 de dezembro de 2020a). Fonte: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/industria-de-fundos-registra-r-20-4-bilhoes-em-saida-liquida-de-recursos-em-novembro.htm
- ANBIMA. (20 de dezembro de 2020b). Fonte: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais.htm
- ANBIMA. (25 de janeiro de 2021). Fonte: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/classe-multimercados-registra-recorde-em-entrada-liquida-de-recursos-no-ano.htm
- Araujo, C. A. (2006). Bibliometria: evolução histórica e questões atuais. *Em Questão*, 12, 11-32.
- Barbosa Filho, F. D. (2017). A crise econômica de 2014/2017. *Estudos Avançados*, 31(89), 51-60. <https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890006>
- Bastos, R. M., Pinto, A. C., Klotzle, M. C., & Silva, P. V. (2016). Fundos de Investimento e Desempenho Pós-IPO no Brasil. *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração*, 10, 134–151. <https://doi.org/10.12712/rpca.v10i3.648>
- BCB. (21 de dezembro de 2020). Fonte: <https://www.bcb.gov.br/>
- Borges Junior, D. M., & Malaquias, R. F. (2018). Performance dos Fundos de Investimento em Cotas no Brasil. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 17, 75–88. <https://doi.org/10.16930/2237-7662/rccc.v17n51.2568>
- Borges Junior, D. M., & Malaquias, R. F. (2019). Restrições de Resgate em Fundos de Ações, Liquidez dos Ativos e Desempenho. *Revista de Administração de Empresas*, 59, 43–56. <https://doi.org/10.1590/s0034-759020190105>
- Bragança, M. M., & Pessoa, M. S. (2017). Análise de Performance de Fundos de Investimento Multimercado no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, 15, 93–134. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v15n1.2017.60434>
- Caldeira, J. F., Moura, G. V., Santos, A. A., & Tessari, C. (2014). Seleção de carteiras com modelos fatoriais heterocedásticos: aplicação para fundos de fundos multimercados. *Revista de Administração Mackenzie*, 15, 127–161. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712014000200006>
- Campos, F. M., & Lemme, C. F. (2009). Investimento socialmente responsável no mercado de capitais: análise do desempenho de índices internacionais e fundos de ações brasileiros que consideram questões ambientais e sociais. *REAd. Revista Eletrônica de Administração*, 15, 2–21.

- Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *The Journal of Finance*, 52, 57-82. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x>
- Carpenter, J. (2000). Does option compensation increase managerial risk appetite? *The Journal of Finance*, v.55, n. 1, 2311-2331. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00288>
- Carvalho, M. R. (2005). Avaliação de desempenho de fundos multimercado: resultados passados podem ser utilizados para definir uma estratégia de investimento? *Revista de Economia e Administração*, 4, 367-387.
- Casaccia, M. C., Galli, O. C., Macêdo, G. R., & Leitao, C. (2011). Análise do desempenho de fundos de investimentos: um estudo em ações brasileiras no período de janeiro de 2004 a agosto de 2009. *Revista Organizações em Contexto*, 7, 1-30. <https://doi.org/10.15603/1982-8756/roc.v7n13p1-30>
- Cippiciani, F. A. (2017). *Será que o Grau de Atividade Explica a Performance dos Fundos de Investimento em Ações Ativos no Brasil?* (Dissertação de Mestrado). Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (FECAP), São Paulo, Brasil.
- Correia, T. S., Costa, I. L., & Lucena, W. G. (2018). Influência dos Perfis de Profissionais de Empresas Gestoras no Desempenho de Fundos de Investimento à Luz da Teoria da Sinalização. *Revista Universo Contábil*, 14, 72-92.
- Dalmácio, F. Z., Nossa, V., & Zanquetto Filho, H. (2007). Avaliação da relação entre a performance e a taxa de administração dos fundos de ações ativos brasileiros. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 1, 1-20. <https://doi.org/10.17524/repec.v1i3.13>
- De Paula, L. F., & Pires, M. (2017). Crise e perspectivas para a economia. *Estudos Avançados*, 31(89). <https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890013>
- Duarte Júnior, A. M. (2005). *Gestão de Riscos para fundos de investimentos*. São Paulo: Prentice Hall.
- Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, 46, 1575-1617. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *The Journal of Finance*, 3, 3-56. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *The Journal of Financial Economics*, 116, 1-22. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. L., & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro, RJ: Elsevier.
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Takamatsu, R. T., & Suzart, J. (2014). *Métodos Quantitativos com Stata*. Rio de Janeiro, RJ: Elsevier.
- Fernandes, A. R., Fonseca, S. E., & Iquiapaza, R. A. (2018). Modelos de Mensuração de Desempenho e sua Influência na Captação Líquida de Fundos de Investimento. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 29(78), 435-451. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201805330>

- Fonseca, N. F., Bressan, A. A., Iquiapaza, R. A., & Guerra, J. P. (2007). Análise do desempenho recente de fundos de investimento no Brasil. *Contabilidade Vista & Revista*, 18, 95–116.
- Fonseca, S. E., Fernandes, A. R., Cunha, C. L., & Iquiapaza, R. A. (2018). Fundos de Investimento: 'Performance' Aplicando Modelo Carhart e Análise Envoltória de Dados. *Revista de Administração Contemporânea*, 22, 355–379. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2018170174>
- Gerth, F. M. (2020). *Gestores de fundos de ações são capazes de entregar retornos anormais positivos de forma recorrente?* (Dissertação de Mestrado). Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, Brasil.
- Gil, A. C. (2007). *Métodos e técnicas de pesquisa social* (5 ed.). São Paulo, SP: Atlas.
- Gusmão, A. B., Terra, P. R., & Braga, D. G. (2010). A natureza do capital influencia o desempenho das administradoras de fundos de investimento de renda fixa? *Contexto - Revista do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da UFRGS*, 10, 87–96.
- Januzzi, F. V., Botrel, P. C., & Bressan, A. A. (2017). As Captações Líquidas Afetam o Desempenho dos Fundos de Ações Ibovespa- Ativo? Um Estudo Aplicado ao Mercado Brasileiro. *Revista de Finanças Aplicadas*, 8, 1–24.
- Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945–1964. *The Journal of Finance*, 23(2), 389-416. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00815.x>
- Jensen, M. C. (1978). Some anomalous evidence regarding market efficiency. *Journal of Financial Economics*, 6, 95-101. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(78\)90025-9](https://doi.org/10.1016/0304-405X(78)90025-9)
- Leusin, L., & Brito, R. (2008). Market timing e avaliação de desempenho dos fundos brasileiros. *Revista de Administração de Empresas*, 48, 22–36. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902008000200003>
- Maestri, C. O., & Malaquias, R. F. (2018). Aspects of manager, portfolio allocation, and fund performance in Brazil. *Revista Contabilidade e Finanças*, 29, 82–96. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201804590>
- Malaquias, R. F., & Eid Junior, W. (2014). Fundos multimercados: desempenho, determinantes do desempenho e efeito moderado. *Revista de Administração Mackenzie*, 15, 135–163. <https://doi.org/10.1590/1678-69712014/administracao.v15n4p135-163>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal Of Finance*, [s.1], v. 7, n. 1., pp. 77-91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>
- Matos, P. R., Penna, C. M., & Silva, A. B. (2015). Fundos Mútuos de Investimento em Ações no Brasil: Incentivos, Gestão e Convergência. *Brazilian Business Review*, 12, 115–149. <https://doi.org/10.15728/bbr.2015.12.2.6>
- Melo, R. A., & Macedo, M. A. (2013). Análise multicriterial do desempenho de longo prazo das carteiras de ações de fundos de investimento multimercado macro no brasil no

- período de 2005 a 2010. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 1, 69–89. <https://doi.org/10.18405/recfin20130205>
- Mendonça Júnior, J. A., Campani, C. H., & Leal, R. P. (2017). A Escolha de Fundos de Ações e o Investidor Individual. *Revista de Administração Contemporânea*, 21, 41–62. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160037>
- Milan, P. L., & Eid Junior, W. (2014). Elevada Rotatividade de Carteiras e o Desempenho dos Fundos de Investimento em Ações. *Revista Brasileira de Finanças*, 12, 469–497. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v12n4.2014.41445>
- Milani, B., & Ceretta, P. S. (2012). Tamanho e rentabilidade dos fundos brasileiros de investimento em ações. *Revista Alcance*, 19, 461–475.
- Milani, B., & Ceretta, P. S. (2013). Efeito tamanho nos fundos de investimento brasileiros. *Revista de Administração da UFSM*, 6, 119–138. <https://doi.org/10.5902/198346593607>
- Milani, B., Ceretta, P. S., Barba, F. G., & Casarin, F. (2010). Fundos de investimento brasileiros: a influência dos momentos superiores na avaliação de desempenho. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 12(36), 289-303.
- Moraes, J. P., & Luciana, C. (2017, novembro). Relação entre os ativos intangíveis e o desempenho econômico das empresas que compõem o índice IBRX 100 - Índice Brasil. In *Anais do XX Semead - Seminários em Administração*, São Paulo, Brasil.
- Oliveira Filho, E. C. (2007). *Desempenho de Fundos de Investimentos em Ações Brasileiros*. (Dissertação de Mestrado). Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, Brasil.
- Oliveira, A. P., Saito, L. M., & Domingues, C. R. (2020). A produção científica sobre Capacidades Dinâmicas: um estudo bibliométrico de 1997 a 2018. *Future Studies Research Journal: Trends and Strategies [FSRJ]*, 12, 223-241. <https://doi.org/10.24023/FutureJournal/2175-5825/2020.v12i2.483>
- Oliviera, B. G., & Sousa, A. F. (2015). Fundos de investimento em ações no Brasil: métricas para avaliação de desempenho. *Revista de Gestão*, 22, 41–56.
- Paz, R. L., Iquiapaza, R. A., & Bressan, A. A. (2017). Influence of Investors' Monitoring on Equity Mutual Funds' Performance. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7, 79–101.
- Peixoto, M. F., Carvalho, L., & Cordeiro Júnior, C. E. (2019, agosto). Deslistagem Voluntária e Estrutura Piramidal de Controle: uma análise das empresas da B3. In *Anais do XXX Enangrad*, Uberlândia, Brasil.
- Pinto, D. M. A. (2014). *Desempenho dos fundos de investimento de ações brasileiras: um estudo do período de 2000 a 2014*. (Dissertação de Mestrado). Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, Brasil.
- Rosenhek, M. (2002). *Performance de Fundos Mútuos de Investimento no Brasil: Uma Análise dos Fenômenos de Hot-Hands, Sinalização e Persistência de Retornos*. (Dissertação de Mestrado). Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, Brasil.
- Sharpe, W. F. (1966). Mutual Fund Performance. *The Journal of Business*, 39(1), pp. 119-138. <https://doi.org/10.1086/294846>

- Sharpe, W. F. (1994). The Sharpe Ratio. *Journal of Portfolio Management*, [s.n.]. <https://doi.org/10.3905/jpm.1994.409501>
- Sharpe, W. F., Alexander, G. J., & Bailey, J. (1995). *Investments*. New Jersey, NJ: Prentice Hall.
- Silva, N. D., Malaquias, R. F., & Peixoto, F. M. (2020). Home Bias e Desempenho: Um Estudo com Fundos de Ações Brasileiros. *Revista de Administração da UFSM*, 13, 58–71. <https://doi.org/10.5902/1983465927864>
- Silva, S. E., Roma, C. M., & Iquiapaza, R. A. (2018). A Taxa de Administração Sinaliza o Desempenho dos Fundos de Investimento em Ações no Brasil? *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 12, 286–302. <https://doi.org/10.17524/repec.v12i3.1717>
- Silva, S. E., Roma, C. M., & Iquiapaza, R. A. (2020). Portfolio turnover and performance of equity investment funds in Brazil. *Revista Contabilidade e Finanças*, 31, 332–347. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201909420>
- Tague-Sutcliffe, J. (1992). An introduction to informetrics. *Information Processing & Management*, 28, 1-3. [https://doi.org/10.1016/0306-4573\(92\)90087-G](https://doi.org/10.1016/0306-4573(92)90087-G)
- Trujillo Ferrari, A. (1982). *Metodologia da Pesquisa Científica*. São Paulo, SP: McGraw-Hill do Brasil.
- Varga, G. (2001). Índice de Sharpe e outros Indicadores de Performance aplicados a fundos de ações brasileiros. *RAC*, 5(3), p. 215-245. <https://doi.org/10.1590/S1415-6552001000300011>
- Varga, G., & Wengert, M. (2011). A indústria de fundos de investimentos no Brasil. *Revista de Economia e Administração*, 10, 66-109.
- Vilela, A. H. (2015). *Desempenho dos anos iniciais dos fundos multimercados e de ações brasileiros de 2003 a 2013*. (Dissertação de Mestrado). Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, Brasil.
- Zanella, L. C. (2013). *Metodologia de pesquisa* (2 ed.). Florianópolis, SC: Departamento de Ciências da Administração/UFSC.