

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
FACULDADE DE GESTÃO E NEGÓCIOS

VICTÓRIA VIANA DE CARVALHO

A PERFORMANCE DOS FUNDOS SUSTENTÁVEIS É SUSTENTÁVEL?
UMA ANÁLISE DE FUNDOS BRASILEIROS QUE ADOTAM
PRÁTICAS ESG

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Fernandes Malaquias

Uberlândia, 2026

VICTÓRIA VIANA DE CARVALHO

**A PERFORMANCE DOS FUNDOS SUSTENTÁVEIS É SUSTENTÁVEL?
UMA ANÁLISE DE FUNDOS BRASILEIROS QUE ADOTAM
PRÁTICAS ESG**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Administração.

Área de Concentração: Finanças e Mercado de Capitais.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Fernandes Malaquias

Uberlândia, 2026

VICTÓRIA VIANA DE CARVALHO

**A PERFORMANCE DOS FUNDOS SUSTENTÁVEIS É SUSTENTÁVEL? UMA
ANÁLISE DE FUNDOS BRASILEIROS QUE ADOTAM PRÁTICAS ESG**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Administração.

Área de Concentração: Finanças e Mercado de Capitais

Uberlândia, ____ de _____ de _____

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Rodrigo Fernandes Malaquias, FAGEN/UFU
Orientador

Prof. Dr. Luciano Ferreira Carvalho, FAGEN/UFU

Prof. Dr. Marcelo Ruy, FAGEN/UFU

A Performance dos Fundos Sustentáveis é Sustentável? Uma Análise de Fundos Brasileiros que Adotam Práticas ESG

Is the Performance of Sustainable Funds Sustainable? An Analysis of Brazilian Funds that Adopt ESG Practices

Resumo

Práticas ASG (Ambiente, Social e Governança), ou ESG (*Environmental, Social and Governance*), podem proporcionar diversos benefícios para as empresas e para a sociedade. Desta forma, iniciativas relacionadas às práticas ESG podem fundamentar estratégias de investimento. Neste contexto, esta pesquisa aborda a performance ajustada ao risco de fundos brasileiros que possuem práticas sustentáveis. Especificamente, o objetivo desta pesquisa consiste em analisar se a performance dos fundos sustentáveis tende a ser persistente ao longo do tempo. A performance ajustada ao risco foi mensurada com base no Alfa de Jensen, considerando-se o período de Janeiro/2005 a Dezembro/2022. A hipótese de pesquisa foi testada por meio de análise de regressão com dados em painel. Os principais resultados indicaram que, em média, a performance passada dos fundos não apresentou efeito positivo na performance futura. A principal contribuição desta pesquisa reside na análise da persistência de performance de fundos sustentáveis brasileiros em um horizonte temporal extenso (2005-2022), fornecendo evidências empíricas sobre a relação entre retornos ajustados ao risco passados e futuros nesse segmento ainda pouco explorado na literatura nacional. Como sugestão para pesquisas futuras, recomenda-se a inclusão do período pandêmico (2020-2021) como variável dummy de crise, de modo a investigar se o comportamento dos fundos sustentáveis durante a pandemia de COVID-19 difere dos demais períodos de restrição financeira já considerados na literatura.

Palavras-chave: Fundos de Investimentos; Sustentabilidade; Práticas ESG; Fundos de Ações; Fundos Mútuos.

Publicações Decorrentes deste Projeto: A versão inicial desta pesquisa foi apresentada no EGEN-2023. Depois de revisada e ampliada, foi aceita para publicação no periódico “Revista Catarinense da Ciência Contábil” (publicação prevista para o Volume 25 de 2026).

Abstract

Environmental, Social, and Governance (ESG) practices can provide various benefits for companies and society. Thus, initiatives related to ESG practices can help the definition of investment strategies. In this context, this research examines the risk-adjusted performance of Brazilian funds with sustainable practices. Specifically, the aim of this study is to analyze whether the performance of sustainable funds tends to be persistent over time. Risk-adjusted performance was measured based on Jensen's Alpha, considering the period from January 2005 to December 2022. The research hypothesis was tested through panel data regression analysis. The main findings indicated that, on average, the past performance of funds did not have a positive effect on future performance. The main contribution of this research lies in the analysis of performance persistence among Brazilian sustainable funds over an extended time horizon (2005–2022), providing empirical evidence regarding the relationship between past and future risk-adjusted returns in a segment that remains under-explored in the domestic literature. As a suggestion for future research, it is recommended to include the pandemic period (2020–2021) as a crisis dummy variable to investigate whether the behavior of sustainable funds during the COVID-19 pandemic differs from that observed during other periods of financial constraint already addressed in the literature.

Keywords: *Investment Funds; Sustainability; ESG Practices; Equity Funds; Mutual Funds.*

SUMÁRIO

1. Introdução	7
2. Revisão da Literatura e Pesquisas Anteriores.....	8
3. Aspectos Metodológicos	12
4. Resultados.....	14
5. Considerações Finais	16
Referências	18

1. Introdução

De acordo com a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA, 2023a), os fundos de investimentos mostram-se como o segundo destino mais expressivo para onde os brasileiros aportam seus investimentos. Tem-se, assim, a relevância de se analisar as práticas adotadas nesse segmento. Muitos fundos de investimentos não evidenciam adequadamente ou não descrevem os riscos nas demonstrações financeiras (CAMPOS; LEÃO; SANTOS, 2019), o que pode desencorajar novas aplicações por parte dos cotistas.

Com o objetivo de se conhecer melhor o assunto, inicialmente, foi realizado um levantamento de estudos anteriores sobre fundos de investimentos, considerando-se os últimos cinco anos. Os estudos encontrados mostram abordagens diversas. Observou-se o interesse na análise do desempenho dos fundos de previdência pública e privada (SOARES; CAMPANI, 2020), a avaliação às exposições dinâmicas dos fundos de previdência privada (CAMPANI; BRITO, 2018) e a efetividade de técnicas de seleção de fundos de investimento (PAULA; IQUIAPAZA, 2021).

Encontraram-se também análises sobre a influência de características e comportamento de um determinado gestor nas escolhas dos fundos (MAESTRI; MALAQUIAS, 2018; CORREIA; COSTA; LUCENA, 2018), onde é estudada também a possibilidade de ocorrência do chamado *window dressing* (MARQUES; SAMPAIO; SILVA, 2020). Existem, ainda, estudos que trazem a influência de períodos de crise/incerteza (PIMENTEL; BOSSAN, 2020; GUIMARÃES; MALAQUIAS, 2022), de corrupção no contexto de empresas e fundos (DIAS; MALAQUIAS, 2022), também verificando a relação da sazonalidade nos fundos de ações (GROSSI; MALAQUIAS, 2020), afora estudos que mensuram a relação do fluxo de captação com informações não observáveis (AMARAL; LEAL, 2020) e análises sobre os determinantes dos índices de rotatividade de carteiras (MILAN; EID JR., 2015).

Embora os estudos sobre fundos de investimento venham despertando atenção no meio acadêmico, de acordo com o levantamento realizado, foi identificado que ainda há oportunidade para se explorar mais questões relacionadas às práticas ASG (Ambiente, Social e Governança), ou ESG (*Environmental, Social and Governance*) no contexto de fundos de investimentos. Desta forma, esta pesquisa aborda a performance ajustada ao risco de fundos brasileiros que possuem práticas sustentáveis. Especificamente, o objetivo desta pesquisa consiste em analisar se a performance dos fundos sustentáveis tende a ser persistente ao longo do tempo.

Diante do exposto, a seguinte pergunta de pesquisa orienta este estudo: *A performance passada dos fundos de investimentos sustentáveis brasileiros apresenta efeito positivo sobre a performance futura desses fundos?*

Esta pesquisa encontra-se dividida em quatro seções além desta introdução. Na segunda seção apresenta-se a revisão da literatura e de estudos anteriores sobre fundos de investimentos, abordando-se, também, investimentos e sustentabilidade. Na terceira seção tem-se os aspectos metodológicos do estudo, seguida da análise de resultados. A quinta e última seção apresenta as considerações finais, limitações e sugestões de pesquisas futuras.

2. Revisão da Literatura e Pesquisas Anteriores

Os estudos sobre fundos de investimentos no mercado financeiro, usualmente, possuem como teoria de base a Hipótese de Eficiência de Mercado (FAMA, 1970; 1991). De acordo com essa teoria, os preços dos ativos no mercado financeiro estariam ajustados em relação às informações disponíveis, de forma que seria difícil gerar valor extraordinário de forma consistente; entretanto, é oportuno salientar as três classificações relativas à eficiência de mercado: eficiência fraca, eficiência semi-forte e eficiência forte.

Por meio da análise dos estudos atuais acerca do tema, observou-se que os autores Grossi e Malaquias (2020) buscaram verificar a existência do efeito da sazonalidade de janeiro para o fluxo financeiro em fundos de ações. Os resultados indicaram padrões de comportamento que poderiam ser encontrados na indústria de fundos em intervalos regulares do calendário, como determinado mês do ano, sendo esse fato uma contraposição dos postulados da eficiência de mercado.

Soares e Campani (2020), acerca do desempenho de fundos de previdência, utilizaram a análise do Alfa de Jensen para determinar quais fundos forneciam alfas positivos/negativos e também, analisou-se o alfa em fundos agressivos, tendo em vista que os fundos propostos eram uma mistura de produtos de renda fixa e variável. Os resultados mostraram um baixo desempenho dos fundos. Silva, Roma e Iquiapaza (2020) analisaram o *turnover* da carteira e o desempenho de fundos de investimentos em ações no Brasil, onde observa-se que se os gestores têm boas informações, negociam mais, na busca de lucros superiores, por outro lado, os autores afirmam que os gestores podem estar negociando embasado em informações irrelevantes ou sem justificativa.

O contexto sobre sustentabilidade também vem ganhando destaque no campo de investimentos, observando-se as práticas ESG para alocação de recursos. De acordo com Silva (2023), o termo “sustentabilidade empresarial” vem sendo usado há décadas, porém ainda de

forma genérica. O tema “sustentabilidade” tem estado na agenda de vários órgãos reguladores e associações, o que evidencia a sua relevância. Por exemplo, recentemente a ANBIMA realizou um levantamento analisando padrões de comportamento em gestoras, bancos e corretoras no que se refere ao tema; outro exemplo refere-se ao “Guia ASG” / “Guia ASG II”, lançado pela ANBIMA, envolvendo “Aspectos ASG para gestores e para fundos de investimento” (ANBIMA, 2023b).

Cunha e Samanez (2014) analisaram o desempenho histórico dos investimentos sustentáveis no mercado acionário brasileiro, considerando o período de dezembro de 2005 a dezembro de 2010. Os resultados indicaram que o desempenho financeiro desses investimentos não foi satisfatório no período. Guimarães e Malaquias (2022) analisaram no período de 2006 a 2020 a performance ajustada ao risco de 3.840 fundos vinculados à perspectiva ESG, considerando períodos de restrições financeiras. Os autores destacaram que é esperado que investimentos vinculados às práticas ESG continuem a crescer. De acordo com a análise dos autores, a performance dos fundos vinculados às práticas ESG não foi superior à performance dos demais fundos avaliados pelos autores (GUIMARÃES; MALAQUIAS, 2022).

Dessa forma, nota-se que mesmo que as pesquisas apontem que essa prática venha a crescer, esses resultados podem ainda não estar refletidos nas ações das empresas. Com o tempo, pode haver inversão nesse cenário, tendo em vista a crescente preocupação com questões sustentáveis.

Bergman, Marion e Santos (2019), no período de 2010 a 2014, mostraram que os investimentos sustentáveis (IS) apresentam uma característica defensiva, com retornos acima do mercado apenas em momentos de crise e abaixo do mercado em momentos de crescimento econômico, além disso mostram que os IS possuem uma performance ajustada ao risco positiva. Iquiapaza e Silva (2017), analisando se existem diferenças de desempenho entre os fundos de investimentos socialmente responsáveis (SRI) e os fundos convencionais, observaram que os fundos de investimentos em (SRI) e os fundos de investimento em ações convencionais possuem desempenho semelhante, porém nos períodos de 2009 a 2012 os fundos SRI mostraram uma melhor relação risco/retorno.

Ao confrontar os resultados dos estudos anteriormente mencionados, nota-se uma divergência relevante que merece aprofundamento. De um lado, Bergman, Marion e Santos (2019) identificaram performance ajustada ao risco positiva para investimentos sustentáveis brasileiros no período de 2010 a 2014, enquanto Cunha e Samanez (2014) reportaram desempenho financeiro insatisfatório para esse mesmo segmento entre 2005 e 2010. Essa aparente contradição pode ser explicada, ao menos em parte, pelas diferenças nos períodos

analisados, nas metodologias adotadas e na composição das amostras de cada estudo. Ademais, o próprio crescimento e amadurecimento do segmento ESG no Brasil ao longo do tempo pode ter contribuído para a melhora dos resultados em períodos mais recentes, à medida que gestores e empresas incorporaram de forma mais efetiva os critérios de sustentabilidade em suas práticas.

Outro ponto que merece discussão refere-se ao papel dos períodos de crise na performance dos fundos sustentáveis. Bergman, Marion e Santos (2019) apontaram que os investimentos sustentáveis brasileiros apresentam características defensivas, com retornos acima do mercado principalmente em momentos de crise. Esse achado é consistente com o argumento de que empresas com boas práticas ESG tendem a ser mais resilientes em cenários adversos, em função de sua maior preocupação com a gestão de riscos de longo prazo. Guimarães e Malaquias (2022), por sua vez, ao analisarem fundos ESG em períodos de restrições financeiras, não encontraram evidências de que a performance desses fundos fosse superior à dos demais fundos. Essa contradição entre os estudos reforça a necessidade de se investigar com maior profundidade como os critérios ESG se traduzem, ou não, em retornos consistentemente superiores, especialmente em contextos de instabilidade macroeconômica.

No que diz respeito à questão central desta pesquisa: a persistência de performance, é importante reconhecer que a literatura sobre fundos de investimento em geral, não apenas ESG, tem encontrado resultados mistos. A Hipótese de Eficiência de Mercado (FAMA, 1970; 1991) sugere que retornos extraordinários passados não devem, sistematicamente, prever retornos futuros, pois os preços dos ativos já incorporam as informações disponíveis. Sob essa perspectiva, um gestor que obteve alfa positivo em determinado período pode ter se beneficiado de condições favoráveis de mercado ou de decisões pontuais bem-sucedidas, sem que isso implique necessariamente habilidade replicável. No contexto específico dos fundos sustentáveis, a questão ganha uma camada adicional de complexidade: os critérios de elegibilidade ESG restringem o universo de ativos disponíveis para o gestor, o que pode tanto limitar oportunidades de geração de alfa quanto introduzir vieses de composição de carteira que afetam a persistência dos resultados ao longo do tempo.

Vale destacar, também, que os estudos de Iquiapaza e Silva (2017) e de Guimarães e Malaquias (2022) convergem ao indicar que fundos sustentáveis e fundos convencionais tendem a apresentar desempenho semelhante quando analisados em períodos mais amplos, o que pode ser interpretado como evidência de que a adoção de critérios ESG, por si só, não representa uma fonte sistemática de vantagem ou desvantagem competitiva em termos de retorno ajustado ao risco. Esse resultado é coerente com a visão de que o mercado de capitais incorpora progressivamente as informações relacionadas às práticas de sustentabilidade, de

forma que gestores com estratégias ESG deixam de obter retornos extraordinários à medida que essas informações se tornam amplamente disponíveis e precificadas. Nesse sentido, a investigação da persistência de performance constitui uma contribuição adicional ao debate, pois permite avaliar não apenas o nível médio de desempenho dos fundos sustentáveis, mas a estabilidade desse desempenho ao longo do tempo; dimensão relevante tanto para investidores quanto para gestores e reguladores do mercado de capitais brasileiro.

A discussão sobre persistência de performance em fundos de investimento tem raízes nos debates acerca da Hipótese de Eficiência de Mercado (FAMA, 1970; 1991). Em mercados eficientes, seria difícil para um gestor obter consistentemente retornos superiores ajustados ao risco, pois os preços dos ativos já refletem todas as informações disponíveis. Nesse sentido, se os fundos sustentáveis não conseguem manter performance superior de forma consistente, isso pode ser interpretado como evidência favorável à eficiência de mercado no segmento ESG. Por outro lado, caso haja persistência de performance, seja positiva ou negativa, isso poderia sugerir a existência de habilidade diferenciada de gestão ou, alternativamente, de ineficiências de mercado exploráveis nesse nicho.

Outro aspecto relevante para o debate teórico refere-se ao papel dos critérios ESG na seleção de ativos e na geração de valor. Argumenta-se que empresas com melhores práticas ambientais, sociais e de governança tendem a apresentar menores riscos idiossincráticos no longo prazo, o que poderia, em tese, se traduzir em retornos mais estáveis para os fundos que as detêm. Contudo, a literatura empírica ainda não chegou a um consenso sobre se essa hipótese se sustenta na prática, especialmente em mercados emergentes como o brasileiro, onde a maturidade do segmento ESG é mais recente e a disponibilidade de dados históricos é mais limitada (GUIMARÃES; MALAQUIAS, 2022; CUNHA; SAMANEZ, 2014). Esse conjunto de lacunas reforça a relevância de estudos que se dediquem a investigar, de forma sistemática, o comportamento dos fundos sustentáveis ao longo do tempo e em diferentes contextos econômicos.

3. Aspectos Metodológicos

O objetivo geral da pesquisa consiste em analisar se a performance dos fundos sustentáveis tende a ser persistente ao longo do tempo. Desta forma, foram selecionados para compor a amostra os fundos brasileiros com maior aderência às práticas sustentáveis; neste caso, observando-se estudos anteriores (por exemplo: SILVA; IQUIAPAZA, 2017), foram selecionados os fundos de ações da sub-categoria: sustentabilidade/governança. O período de análise inicia-se em Janeiro/2005 e finaliza-se em Dezembro/2022, compreendendo, portanto,

um intervalo de tempo que permite a inclusão de uma variável de controle sobre momentos de crise.

Durante o período, foram coletados dados de retornos diários. Com dados diários, a cada mês e para cada fundo, foi construída a medida de performance ajustada ao risco; ou seja, tem-se, a cada mês do período de análise, uma medida de performance ajustada ao risco para cada fundo. A medida de performance utilizada foi o Alfa de Jensen (1968), conforme apresentado na Equação 1.

$$R_i - R_f = \alpha_i + \beta_i * (R_m - R_f) + \varepsilon_i \quad (1)$$

Na Equação 1, R_i representa o retorno diário do fundo “i”; R_f representa a taxa livre de risco; α_i representa o Alfa de Jensen; R_m representa o retorno de mercado, no caso, o retorno diário do Ibovespa; ε_i representa o termo de erro do modelo.

Após estimar os parâmetros da Equação 1, foram coletadas também variáveis de controle para os fundos da amostra, sendo elas: tamanho do fundo, captação líquida mensal, idade do fundo e uma *dummy* para indicar fundos exclusivos, além da inclusão de uma variável de controle para períodos de crise. Sobre a variável de controle para períodos de crise, foi utilizado o mesmo parâmetro que o adotado por Guimarães e Malaquias (2022), ou seja, uma variável *dummy* que recebeu 1 para os anos de 2008, 2011, 2013, 2014 e 2015, recebendo 0 para os demais períodos (GUIMARÃES; MALAQUIAS, 2022).

Em relação às demais variáveis de controle, o tamanho do fundo foi mensurado pelo Logaritmo Natural do patrimônio do fundo no início de cada mês; o Logaritmo Natural foi utilizado com o objetivo de se eliminar efeitos de diferenças de escala entre as variáveis da pesquisa. A idade dos fundos, em anos, foi calculada no início de cada ano. A captação líquida mensal representa o total de aportes menos o total de resgates recebidos pelo fundo no mês, ponderado pelo patrimônio do fundo. A *dummy* para fundos exclusivos recebe 1 para fundos nesta categoria e 0 para os demais fundos.

O banco de dados, composto por observações mensais sobre a performance ajustada ao risco para um conjunto de fundos de investimento, reúne características de observações *cross-section* distribuídas ao longo do tempo. Ou seja, tem-se a possibilidade de se desenvolver os testes quantitativos por meio da análise de dados em painel. A Equação 2 indica o modelo de pesquisa, sendo o principal parâmetro de interesse representado por β_1 (o parâmetro correspondente à performance defasada em um período).

$$Alfa_{it} = \alpha_i + \beta_1 * Alfa_{it-1} + \beta_2 * Idade_{it} + \beta_3 * Crise_t + \beta_4 * Exclusivo_{it} + \beta_5 * CaptaçãoLíquida + \beta_6 * Tamanho_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Na Equação 2, $Alfa_{it}$ representa a performance ajustada ao risco (Alfa de Jensen) do fundo “i” no mês “t”; $Alfa_{it-1}$ representa a performance ajustada ao risco (Alfa de Jensen) do fundo “i” no mês “t-1”; $Idade_{it}$ representa a idade do fundo “i”, em anos, no mês “t”; $Crise_t$ representa uma variável *dummy* para períodos de crise que recebe 1 para os anos de 2008, 2011, 2013, 2014 e 2015, e 0 para os demais períodos; $Exclusivo_{it}$ é uma variável *dummy* que recebe 1 quando o fundo “i” é classificado como exclusivo no mês “t”, e 0 para os demais fundos/casos; $CaptaçãoLíquida_{it}$ indica o total de aportes e resgates recebidos pelo fundo “i” no mês “t”, dividido pelo patrimônio do fundo “i” no mês “t”; $Tamanho_{it}$ representa o Logaritmo Natural do patrimônio do fundo “i” no início do mês “t”; α_i , β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 , β_6 , ε_{it} representam os parâmetros do modelo.

Para a escolha do melhor modelo a ser utilizado (Dados Empilhados, Efeitos Fixos ou Efeitos Aleatórios), foram realizados os testes de Hausman, de Chow e de Breusch-Pagan. Com base nos resultados obtidos, o modelo escolhido foi o de Efeitos Fixos. Realizou-se ainda o teste de Breusch-Pagan / Cook-Weisberg, que indicou que a heterocedasticidade poderia causar algum viés nos resultados. Desta forma, os modelos foram estimados com erros-padrão robustos. Adicionalmente, realizou-se um teste para multicolinearidade, observando-se a estatística VIF (*Variance Inflation Factor*). Os resultados estão disponíveis na Tabela 2.

Tabela 2: Resultados para análise de multicolinearidade

Variáveis	VIF	1/VIF
Patrimônio do Fundo (Tamanho)	1,100	0,912
Idade do Fundo	1,090	0,919
Períodos de Crise	1,070	0,936
Fundos Exclusivos	1,070	0,937
Captação Líquida no Mês	1,040	0,962
Alfa de Jensen (t-1)	1,030	0,969
VIF (Média)	1,070	-

Conforme resultados apresentados na Tabela 2, não há indícios de problemas relacionados à multicolinearidade em relação às variáveis explicativas consideradas no estudo, pois o VIF médio ficou abaixo de 5 (bem como o valor do VIF para as demais variáveis). Os resultados obtidos para o teste da hipótese do estudo são descritos na próxima seção.

4. Resultados

Inicialmente, apresenta-se a Figura 1, que evidencia o número de fundos da amostra ao longo do período de pesquisa. Para elaboração do gráfico, considerou-se a quantidade de fundos no mês de Dezembro de cada ano da pesquisa, que abrange o período de 2005 a 2022. Pode-se observar na Figura 1 que houve variabilidade na quantidade de fundos da amostra ao longo do tempo, sendo os períodos mais recentes (anos de 2021 e 2022) e o ano de 2013 aqueles com a maior quantidade de observações. A Figura 1 também permite visualizar que o banco de dados possui fundos que iniciaram suas atividades durante o período, bem como fundos que foram encerrados; assim, os resultados não estão sujeitos ao viés de sobrevivência. A amostra do estudo foi composta, ao todo, por 50 fundos.

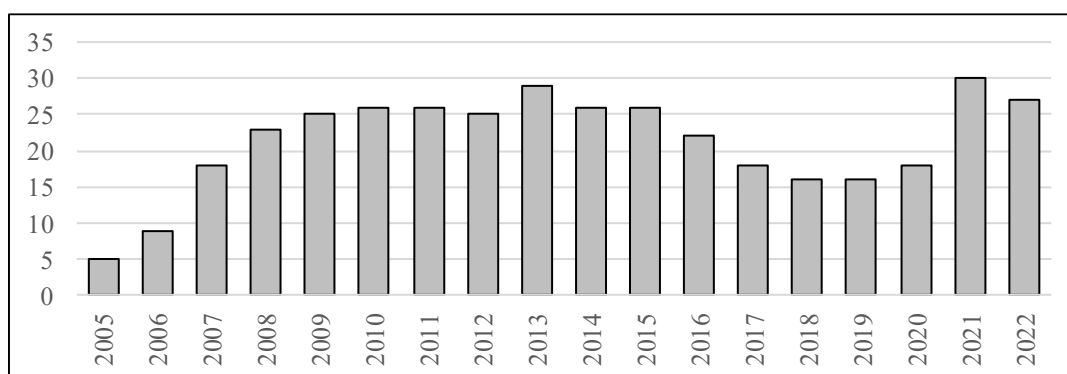


Figura 1: Número de fundos da amostra ao longo do tempo

A Tabela 1, apresentada a seguir, evidencia a estatística descritiva das variáveis do estudo. A performance média dos fundos da amostra, avaliada pelo Alfa de Jensen, em média, foi negativa. Os fundos da amostra possuem, em média, 15 anos de idade, sendo cerca de 3,6% das observações provenientes de fundos exclusivos. Em média, a captação líquida mensal foi positiva.

Tabela 1: Estatística descritiva das variáveis do estudo

Variáveis	n	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Alfa de Jensen	4.614	-0,0002	0,0010	-0,0040	0,0032
Alfa de Jensen (t-1)	4.614	-0,0001	0,0010	-0,0040	0,0032
Idade do Fundo	4.614	15,3403	3,8820	1,0000	18,0000
Períodos de Crise	4.614	0,3390	0,4734	0,0000	1,0000
Fundos Exclusivos	4.614	0,0360	0,1863	0,0000	1,0000
Captação Líquida no Mês	4.614	0,0002	0,0799	-0,2072	0,4377
Patrimônio do Fundo (Tamanho)	4.614	16,9050	1,7345	9,7224	21,0194

Notas: o período de pesquisa inicia-se em Janeiro/2005 e finaliza-se em Dezembro/2022; entretanto, para permitir a avaliação da performance defasada mantendo-se o mesmo número de observações para todas as variáveis, as

análises foram realizadas com o banco de dados iniciando-se em Fevereiro/2005 (com a mesma data de finalização: Dezembro/2022). Por isso, o número de observações é o mesmo para o Alfa de Jensen em “t” e para o Alfa de Jensen em “t-1”. Quantidade de fundos da amostra nesta análise: 50 fundos.

Os resultados relativos ao objetivo do estudo são reportados na Tabela 2. Conforme explicado na metodologia do estudo, o modelo utilizado para a análise quantitativa foi o de Efeitos Fixos, após a realização dos testes de Hausman, de Chow e de Breusch-Pagan. Observa-se que os resultados para variável idade do fundo foram omitidos do modelo, possivelmente em função de sua característica de comportamento ao longo do tempo.

De acordo com os principais resultados da pesquisa (Tabela 2), observou-se que a performance passada dos fundos (Alfa de Jensen em “t-1”) não apresentou efeito estatisticamente significativo na performance contemporânea (Alfa de Jensen em “t”). Isso sugere que, em média, para os fundos da amostra e de acordo com os critérios de avaliação utilizados, fundos com melhor performance em “t-1” não necessariamente mantiveram-se com a melhor performance em “t”; da mesma maneira, em média, fundos com performance desfavorável em “t-1” podem ter recuperado seu desempenho no período seguinte (em “t”).

Tabela 2: Resultados para a análise de regressão com dados em painel

Variáveis	Coef.	Rob. Std. Err.	t	P>t
Alfa de Jensen (t-1)	0,00507	0,01217	0,420	0,679
Idade do Fundo	<i>(omitted)</i>			
Períodos de Crise	-0,00030	0,00004	-8,560	0,000 ***
Fundos Exclusivos	0,00001	0,00002	0,560	0,577
Captação Líquida no Mês	0,00103	0,00025	4,060	0,000 ***
Patrimônio do Fundo (Tamanho)	0,00009	0,00002	4,340	0,000 ***
Constante	-0,00157	0,00035	-4,480	0,000 ***
Núm. Obs. = 4.614				
R-Quadrado (within) = 0,028				
(between) = 0,020				
(overall) = 0,022				

Notas: Quantidade de fundos da amostra nesta análise: 50 fundos.

Sobre as variáveis de controle, tem-se que os períodos de crise considerados no estudo apresentaram efeito negativo e estatisticamente significativo na performance dos fundos da amostra. Fundos exclusivos, por sua vez, apresentaram performance equivalente aos demais fundos.

A captação líquida dos fundos, bem como o tamanho dos fundos, foram duas variáveis que apresentaram efeito positivo na performance. Isso indica que fundos maiores podem estar colhendo benefícios relacionados à economia de escala e poder de barganha, e também que

fundos com maior recebimento de aportes de recursos no mês estejam aproveitando oportunidades de negociação no mercado para obtenção de melhor performance.

Foi realizado um teste adicional, de robustez, para verificar se os resultados seriam persistentes após a exclusão de fundos com patrimônio menor que R\$5 milhões, bem como após a exclusão de fundos com 2 anos ou menos de idade. Esse procedimento foi realizado com o objetivo de eliminar algum eventual viés de incubação. Conforme pode ser observado na Tabela 3, os resultados mantiveram-se equivalentes. Ou seja, mesmo entre fundos com mais de 2 anos de idade e fundos com patrimônio maior que R\$5 milhões, a performance passada (em “t-1”) não apresentou efeito significativo na performance contemporânea (em “t”).

Tabela 3: Teste de robustez, considerando-se o viés de incubação

Variáveis	Coef.	Rob. Std. Err.	t	P>t
Alfa de Jensen (t-1)	0,00053	0,01510	0,030	0,972
Idade do Fundo	(omitted)			
Períodos de Crise	-0,00031	0,00004	-7,570	0,000 ***
Fundos Exclusivos	0,00003	0,00002	1,130	0,267
Captação Líquida no Mês	0,00128	0,00033	3,830	0,000 ***
Patrimônio do Fundo (Tamanho)	0,00010	0,00003	3,860	0,000 ***
Constante	-0,00182	0,00047	-3,870	0,000 ***
Núm. Obs. =	3,612			
R-Quadrado (within) =	0,031			
(between) =	0,015			
(overall) =	0,021			

Notas: Quantidade de fundos da amostra nesta análise: 40 fundos.

5. Considerações finais

Esta pesquisa foi desenvolvida com o objetivo geral de analisar se a performance dos fundos sustentáveis tende a ser persistente ao longo do tempo. O banco de dados foi composto por dados diários de Janeiro/2005 até Dezembro/2022, o que permitiu o cálculo mensal do Alfa de Jensen para cada fundo da amostra. A relação entre a performance passada (Alfa de Jensen em “t-1”) e a performance contemporânea (Alfa de Jensen em “t”) foi testada por meio da análise de regressão com dados em painel. Adicionalmente, a estatística VIF sugeriu não haver vieses decorrentes de multicolinearidade com base nas variáveis consideradas nos testes quantitativos.

Tendo por base os procedimentos metodológicos adotados, os principais resultados indicaram que a performance dos fundos sustentáveis não necessariamente é constante ao longo do tempo; ou seja, fundos com melhor performance em “t-1” não necessariamente mantiveram-se com a mesma performance em “t”. Na mesma linha, fundos com performance ruim em “t-

1” também não necessariamente mantiveram-se com performance desfavorável em “t”. É importante ressaltar que esses resultados referem-se a estimativas para o comportamento médio.

Quanto às variáveis de controle, observou-se que fundos maiores e que receberam maior aporte de recursos no período, em média, registraram melhor performance; ademais, períodos de crise apresentaram efeito negativo no desempenho dos fundos da amostra. Isso sugere que estratégias de alocação de recursos em fundos de investimentos sustentáveis, com o objetivo de alcançar melhor retorno ajustado ao risco, podem apresentar melhores resultados ao se considerar características dos fundos (como o tamanho) e do cenário macroeconômico, do que a performance passada em si.

Esses resultados possuem implicações práticas e teóricas. Em termos práticos, os resultados podem indicar que os fundos da amostra com performance desfavorável em “t-1” podem ter implementado iniciativas para recuperar seu desempenho em “t”, fazendo com que a performance passada e a performance contemporânea não apresentassem relação significativa. Por outro lado, considerando-se a perspectiva teórica da Hipótese de Eficiência de Mercado, fundos vencedores podem ter tido dificuldade em manter-se como vencedores no período, em função de eventual dificuldade em identificar ativos sub-precificados para realização da gestão ativa. Assim, pode ter sido possível alcançar performance superior em alguns períodos, mas, em média, essa performance positiva não foi mantida ao longo do período de avaliação.

Os resultados da pesquisa podem também indicar que os quotistas de fundos sustentáveis podem estar atentos a outras variáveis relacionadas à gestão do fundo, variáveis estas que podem ir além da performance ajustada ao risco. Assim, os cotistas destes fundos podem estar acompanhando as práticas adotadas pelos fundos em termos de critérios para alocação de recursos em ativos com melhores indicadores de sustentabilidade, melhores práticas de governança, ativos de empresas comprometidas com reduções de desigualdades, dentre outras alternativas. Os efeitos dessas iniciativas podem, talvez, ser percebidos considerando-se um horizonte temporal de análise maior, o que abre oportunidades para a realização de novas pesquisas sobre o tema.

Em relação às limitações, ressalta-se que nesta pesquisa é utilizada apenas uma medida para performance ajustada ao risco (o Alfa de Jensen). Embora seja uma medida amplamente utilizada pela literatura, novas pesquisas podem ser desenvolvidas tendo como base outras medidas de performance. Os critérios adotados para a definição de períodos de crise podem também representar uma limitação da pesquisa. Sugerem-se novos estudos considerando a performance de fundos sustentáveis em comparação com fundos que não estejam na categoria

de fundos sustentáveis mas que implementem práticas de investimento considerando a perspectiva ESG. Sugerem-se também estudos qualitativos, com o objetivo de melhor compreender as estratégias de alocação de recursos adotadas por fundos sustentáveis. Adicionalmente, sugere-se para pesquisas futuras a inclusão do período pandêmico (2020-2021) como uma variável *dummy* de crise, separada dos demais períodos já considerados no estudo (2008, 2011, 2013, 2014 e 2015). Tal abordagem permitiria investigar se a crise sanitária ocasionada pela pandemia de COVID-19 exerceu efeitos específicos e distintos sobre a performance dos fundos sustentáveis, dado que esse evento apresentou características singulares em relação às crises financeiras anteriores, podendo ter impactado de forma diferente os fundos que adotam critérios ESG em sua estratégia de alocação de ativos.

Referências

AMARAL, R. C. M.; LEAL, R. P. C. (2020). A escolha de fundos de ações usando informações não observáveis ou mensuráveis. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 32, n. 85, p. 143-157, 2020.

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Raio X do Investidor Brasileiro**, 4ª Edição. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-2021.htm. Acesso em 03 de Abril de 2023a.

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Novo Guia ASG ajuda o mercado na identificação de fundos sustentáveis**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/imprensa/anbima-novo-guia-asg-ajuda-o-mercado-na-identificacao-de-fundos-sustentaveis-8A2AB2887EDBE7FD017EE426DA4369F5-00.htm. Acesso em: 30 jun. de 2023b.

BERGMANN, D.; MARION, J.; SANTOS, J. Análise da rentabilidade dos fundos de investimentos sustentáveis brasileiros no período 2010-2016. **Revista Contemporânea de Contabilidade**. v.16, n.39, p. 89-112, 2019.

CAMPANI, C. H.; BRITO, L. M. Fundos de previdência privada: passividade a preços de fundos ativos. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 29, n. 76, p. 148-163. 2018.

CAMPOS, G.; LEÃO, J.; SANTOS, F. Gestão de riscos para fundos de investimento. **RMGC - Revista Metropolitana de Governança Corporativa**, v. 4, n.2, p. 87-100. 2019.

CORREIA, T. S.; COSTA, I. L. S.; LUCENA, W. G. L. Influência dos perfis de profissionais de empresas gestoras no desempenho de fundos de investimentos à luz da teoria da sinalização. **Revista Universo Contábil**, v. 14, n. 1, p. 72-92, 2018.

CUNHA, F.; SAMANEZ, C. Análise de desempenho dos investimentos sustentáveis no mercado acionário brasileiro. **Production**, v. 24, n. 2, p. 420-432. 2014.

DIAS, V. F. M. B.; MALAQUIAS, R. F. Impacto da divulgação de notícias de corrupção na alocação e rotatividade de carteiras dos fundos de ações brasileiros. **Revista Universo Contábil**, v. 17, n. 2, 2022.

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

FAMA, E. F. Efficient capital markets: II. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 5, p. 1575-1617, 1991.

GROSSI, J. C.; MALAQUIAS, R. F. O efeito é o mesmo em todos os meses de janeiro? Sazonalidade e fluxo financeiro em fundos de ações. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 31, n. 84, p. 409-424. 2020.

GUIMARÃES, T. M.; MALAQUIAS, R. F. Desempenho de Fundos de Ações Considerando Investimentos ESG, Restrições Financeiras e a Pandemia COVID-19. **Brazilian Business Review**, p. 18-37. 2022.

IQUIAPAZA, R.; SILVA, S. Fundos de investimentos socialmente responsáveis e fundos convencionais: existem diferenças de desempenho? **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 5, n. 3, p. 4-21. 2017.

JENSEN, M. C. The performance of mutual funds in the period 1945-1964. **Journal of Finance**, v. 23, n. 2, p. 389-416, 1968.

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

MARQUES, M. R.; SAMPAIO, J. O.; SILVA, V. A. B. Window dressing em fundos de investimento no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 31, n. 82, p. 116-128. 2020.

MILAN, P.; EID JR., W. Determinantes da rotatividade das carteiras dos fundos de investimentos em ações. **Brazilian Business Review**, v. 12, n. 5, p. 1-16. 2015.

PAULA, J. S.; IQUIAPAZA, R. A. Técnicas de seleção de fundos de investimentos sob a ótica dos fundos de pensão brasileiros. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 33, n. 88, p. 167-182. 2021.

PIMENTEL, R. C.; BOSSAN, V. Incerteza de mercado e o desempenho de fundos de investimento em ações no Brasil. **Revista Universo Contábil**, v. 15, n. 4, p. 127-146. 2020.

SILVA, F. Sustentabilidade Empresarial e ESG: uma distinção imperativa. **Revista de Gestão e Secretariado**. v.14, n.1, p. 247-258. 2023.

SILVA, S. E.; ROMA, C. M. S.; IQUIAPAZA, R. A. Turnover da carteira e o desempenho de fundos de investimentos em ações no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 31, n. 83, p. 332-347. 2020.

SOARES, W. C.; CAMPARI, C. H. Desempenho de fundos de previdência: uma análise focada em seguradoras puras. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 31, n. 84, p. 490-523. 2020.