

Análise do desempenho dos fundos de investimentos brasileiros de gestão ativa e gestão passiva

Gustavo Henrique de Faria¹
Kamyr Gomes de Souza²
Rodrigo Fernandes Malaquias³

Resumo

Alicerçado na Hipótese do Mercado Eficiente, o presente estudo teve como objetivo principal analisar se os fundos brasileiros de gestão ativa e gestão passiva têm desempenho semelhante ou se a rentabilidade líquida é significativamente diferente para o período de análise. Tratou-se de uma pesquisa descritiva, com abordagem tanto quantitativa quanto qualitativa, que incluiu em seus procedimentos técnicos a pesquisa documental e a realização de entrevistas. Para a análise quantitativa, foi utilizada uma amostra de 138 fundos entre as categorias de fundos da gestão ativa, passiva e multimercado, durante um período de 60 meses, de setembro de 2006 a agosto de 2011. Calculou-se o Índice de Sharpe para a rentabilidade mensal dos fundos e a média de cada classe, comparando-as por meio do teste *t* de Student, para verificar a existência de diferença significativa entre o desempenho. Já para a análise qualitativa, foram realizadas entrevistas com gestores, professores de Finanças e investidores, a fim de complementar o estudo. Não foi observada diferença significativa de desempenho entre os fundos de Ações de gestão ativa e de gestão passiva, apesar da liberdade de gestão diferenciada por parte dos fundos de gestão ativa. Em linhas gerais, os resultados estão em conformidade com a Hipótese do Mercado Eficiente.

Palavras-chave: Fundos de investimento. Gestão de Fundos. Hipótese de Mercado Eficiente.

Abstract

Using the Efficient Market Hypothesis, the present study aimed to examine whether Brazilian actively managed funds and passively managed funds had similar performance or if the net return is significantly different. This was a descriptive, quantitative and qualitative research, as we used documental research and interviews. For quantitative analysis, we used a sample of 138 during a period of 60 months, from September 2006 to August 2011. We calculated the Sharpe ratio for monthly return on assets and we compared them using the Student *t* test to check for significant differences between their performances. For the qualitative analysis, we made interviews with administrators, Finance teachers and investors, to supplement the quantitative approach. No significant difference in performance between active management and passive management funds was found, despite the freedom of active management facing passive management. In general, our results are in accordance with the Efficient Market Hypothesis.

Keywords: Investment funds. Funds management. Efficient Market Hypothesis.

¹ Bacharel em Ciências Contábeis – Universidade Federal de Uberlândia (UFU). gustavohenrique.87@hotmail.com

² Mestranda em Ciências Contábeis – Universidade Federal de Uberlândia (UFU). kamyr-nx@hotmail.com

³ Doutor em Administração (Finanças), Graduação em Ciências Contábeis, Especialização em Controladoria e Finanças, Mestrado em Administração (Finanças). Professor dos cursos de graduação e mestrado em ciências contábeis da FACIC/UFU. rodrigofmalaquias@yahoo.com.br

1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais é formado por uma série de produtos e, de acordo com Costa, Penha e Silva (2010), a entrada de investidores nesse mercado pode ser feita comprando-se diretamente os ativos por meio de uma corretora ou por meio de outros mecanismos, como os fundos de investimentos. A escolha por fundos de investimentos como mecanismo de atuar no mercado de capitais é uma alternativa viável para investidores com pouco conhecimento sobre os produtos, pouca disponibilidade de tempo para acompanhamento diário das transações, pela não necessidade de se envolver nas atividades operacionais, entre outros (COSTA; PENHA; SILVA, 2010).

No Brasil a temática é de grande importância, pois o mercado de fundos de investimentos demonstrou relevante crescimento nos últimos anos (GIACOMONI, 2010). Mediante consulta feita em dados fornecidos pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA (2012a), observa-se que o Patrimônio Líquido (PL) dos fundos de investimento no Brasil cresceu mais de três vezes na última década.

A partir desse cenário em expansão, surge a importância de estudos que analisem as características dos fundos de investimento no Brasil, como a escolha dos ativos para alocação dos recursos captados, taxas de administração e *performance* cobradas, rentabilidade obtida e os riscos assumidos dentre as modalidades de fundos existentes no mercado.

Conforme salientam Lopes e Martins (2007), para funcionar de forma eficiente, o mercado financeiro precisa de informações úteis para a tomada de decisões quando na avaliação de ativos a serem adquiridos. A contabilidade tem um importante papel nesse contexto, uma vez que a informação contábil é usada na avaliação da qualidade dos ativos, análise da *performance* dos executivos, entre outros (LOPES; MARTINS, 2007).

Ressalta-se, também, que os fundos podem ser geridos de forma ativa ou de forma passiva. A gestão ativa, conforme afirmam Castro e Minardi (2009), consiste em buscar rentabilidade superior ao equilíbrio de mercado. Já a gestão passiva procura acompanhar a evolução de um algum índice de referência (LEUSIN; BRITO, 2008).

Os investidores devem ser cuidadosos no momento de escolha dos melhores fundos para alocarem seus recursos, pois nem todos os fundos obtêm resultados satisfatórios (GOMES; CRESTO, 2010) e assim, a forma de gestão dos fundos também deve ser levada em consideração, pois ela pode interferir na rentabilidade líquida dos fundos (MELLONE JR; ROCHMAN, 2003; LEUSIN; BRITO, 2008; CASTRO; MINARDI, 2009).

Desta forma, este trabalho possui a seguinte questão de pesquisa: os fundos brasileiros de gestão ativa e gestão passiva, sob a ótica da Hipótese do Mercado Eficiente, possuem

performance semelhante? Com base nessas considerações, esta pesquisa apresenta como objetivo principal analisar se os fundos brasileiros de gestão ativa e gestão passiva têm desempenho semelhante ou se a rentabilidade líquida é significativamente diferente. Castro e Minardi (2009), em seu trabalho, não rejeitaram a hipótese de que o desempenho dos fundos de ações ativos é igual ao dos fundos passivos.

Para atingir o objetivo geral proposto, foram desenvolvidas as seguintes etapas: i) Identificar as diferentes classes de fundos de investimento no Brasil; ii) Diferenciar os fundos de gestão passiva e gestão ativa; iii) Analisar a rentabilidade mensal atingida pelos fundos de ações brasileiros com gestão passiva e gestão ativa; iv) Identificar e comparar as estratégias de gestão utilizadas para administração dos fundos; e v) Analisar, qualitativamente, a percepção de investidores/gestores de fundos sobre a gestão ativa e gestão passiva.

Os investidores tendem a escolher aplicações que no passado próximo tiveram bons rendimentos, ou seja, um histórico de bons rendimentos reflete uma superioridade de gestão do fundo (GIACOMONI, 2010). Desse modo, são relevantes os estudos que indiquem o desempenho atingido pelas diferentes classes de fundos de investimento existentes no Brasil, de modo a apoiar esses investidores no processo decisório de alocação de recursos. No caso dos fundos de gestão passiva, isso se justifica pela escassez de trabalhos que se dediquem à análise do desempenho dessa classe de fundos no Brasil.

Outra justificativa para um estudo detalhado do desempenho dos fundos de gestão passiva no mercado brasileiro é que a maior parte das pesquisas se dedica aos fundos multimercados e de gestão ativa e, de modo geral, vários autores concluem que esses fundos não conseguem gerar rentabilidade líquida significativamente maior para os investidores (DALMÁCIO; NOSSA; ZANQUETTO FILHO, 2007; LEUSIN; BRITO, 2008; CASTRO; MINARDI, 2009; GOMES; CRESTO, 2010; GIACOMONI, 2010).

Castro e Minardi (2009) elencam que existem diversos trabalhos que estudaram se os gestores de fundos ativos tiveram sucesso em suas estratégias de investimento, mas que ainda não existe consenso de que sobre a habilidade superior dos fundos ativos. Leusin e Brito (2008) também reforçam a importância de estudos sobre a gestão de fundos no Brasil ao afirmarem que os de gestão passiva têm ganhado participação em mercados competitivos nos últimos anos em virtude de evidências empíricas de que a gestão ativa não é hábil em gerar excessos de retorno significativos. Já Malkiel (2003) sustenta a importância da gestão de fundos no âmbito internacional, afirmando que a gestão passiva é uma estratégia vencedora nos mercados americano e europeu, indicando, assim, a necessidade de pesquisas que analisem o desempenho desses fundos no Brasil.

Dessa forma, acredita-se que essa pesquisa irá contribuir de forma significativa para o conhecimento sobre o desempenho da gestão ativa e gestão passiva no Brasil, sendo um apoio aos investidores e um referencial para novas pesquisas acadêmicas, especialmente por combinar as abordagens qualitativa e quantitativa para analisar o problema de pesquisa.

2 BASE TEÓRICA

2.1 Hipótese de Mercado Eficiente

Em virtude da necessidade de informações sobre o mercado financeiro para a tomada de decisão dos investidores, surge a importância da contabilidade também nesse contexto. De acordo com Hendriksen e Van Breda (1999), a contabilidade transmite informações importantes para a alocação de recursos no mercado de títulos e essa informação é necessária para a determinação de preços de títulos que reflitam as relações entre risco e retorno.

Ainda sobre a perspectiva dos preços dos títulos no mercado de capitais, segundo Lopes e Martins (2007, p.76), “os preços de mercado refletem as expectativas dos agentes econômicos acerca do futuro da empresa e da economia”. Fama (1991) postula que a hipótese de eficiência de mercado é a simples declaração de que os preços refletem plenamente todas as informações disponíveis. Para o autor, o tema das informações privilegiadas, causadora de retornos anormais, vem se tornando obsoleto, em virtude da própria eficiência do mercado, o que apresenta indícios favoráveis às estratégias passivas de investimento.

Segundo Gitman (2004), o preço dos ativos é determinado pela avaliação das variáveis risco e retorno. Quando os compradores e vendedores se reúnem no mercado financeiro, chega-se a um preço de equilíbrio, sendo que este representa o resultado de decisões coletivas com base em todas as informações disponíveis (GITMAN, 2004).

De acordo com Gitman (2004), a Hipótese do Mercado Eficiente (FAMA, 1991) possui como características: i) os títulos apresentam preço e retorno esperados; ii) os preços dos títulos refletem toda informação publicamente disponível sobre a empresa e seus títulos reagem instantaneamente a novas informações; e iii) ações com preços justos e completos, não havendo possibilidade de buscar títulos subavaliados ou superavaliados.

Em um mercado eficiente em relação a uma informação, conforme descrevem Hendriksen e Van Breda (1999), não é possível conseguir lucros extraordinários quando no uso dessa informação para negociar, pois o novo preço de equilíbrio do título é alcançado rápido e adequadamente.

Ou seja, de acordo com Gitman (2004, p. 276), o mercado eficiente é formado “por muitos investidores racionais que reagem rápida e objetivamente a novas informações”. E, além disso, a eficiência de mercado diz simplesmente que os preços são corretamente formados com base no conhecimento corrente (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999).

Assim, se o mercado é eficiente em relação a uma informação, a busca por títulos subavaliados na tentativa de obter ganhos maiores não gerará mais lucros que uma estratégia passiva, pois a rapidez da análise é que torna o mercado eficiente (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999). Este último argumento sustenta a hipótese deste trabalho de que a rentabilidade líquida dos fundos de ações com gestão ativa não supera a dos fundos de gestão passiva, sob a ótica da Hipótese do Mercado Eficiente.

2.2 Fundos de investimento, gestão ativa e gestão passiva

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) define os fundos de investimento no artigo segundo da Instrução nº 409/2004 como: “uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em títulos e valores mobiliários, bem como em quaisquer outros ativos disponíveis no mercado financeiro de capitais”.

No Brasil existem diversos tipos de fundos e estes são classificados de acordo com a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA. Nessa categorização, a ANBIMA leva em consideração a composição dos ativos da carteira.

Em janeiro de 2013, existiam 11.798 fundos de investimento no Brasil, divididos em categorias como Curto Prazo, Referenciado DI, Renda Fixa, Multimercado, Dívida Externa, Ações, Cambial, Previdência, Exclusivos Fechados e Fundos de Índices (ANBIMA, 2013). As categorias Multimercado e Ações foram as que apresentaram o maior número de fundos em janeiro de 2013, representando juntas mais de 70% do total de fundos de investimento no mercado brasileiro, o que demonstra sua importância no cenário brasileiro.

Os fundos de Ações são aqueles que buscam retornos consistentes no longo prazo, investindo em ações de empresas com potencial de valorização e, conforme Leusin e Brito (2008, p. 2), “a indústria de fundos de investimento em ações reflete o dilema do investidor entre a gestão passiva e ativa dos seus recursos”. Os fundos Multimercados, conforme salientam Mellone Jr e Rochman (2003), são fundos que investem seus recursos em diversos mercados, como acionário, renda fixa e cambial, envolvendo vários fatores de risco.

Pelo fato de decidir quanto vai ser aplicado em cada mercado, o gestor coloca-se em uma posição ativa, na tentativa de aproveitar o melhor momento de cada mercado. Dessa maneira, esse tipo de fundo deveria agregar maior rentabilidade líquida em virtude da

liberdade conferida aos gestores, observadas as restrições estatutárias do fundo (MELLONE JR; ROCHMAN, 2003). Assim, na gestão ativa, tem-se que os gestores buscam selecionar títulos mal apreçados com o objetivo de obter retorno superior ao de equilíbrio de mercado (CASTRO e MINARDI, 2009).

Os argumentos que sustentam a preferência por fundos de gestão ativa, de acordo com Rochman e Edir Jr (2006), são: i) o mercado não é totalmente eficiente, permitindo assim ganhos extras; ii) a possibilidade de agregação de valor pelos gestores em mercados de queda; e iii) devido evidências de que fundos que tiveram melhor desempenho no passado tendem a ter melhor desempenho no futuro, há a possibilidade de ganhos com a gestão ativa, pois os gestores buscariam estes fundos com melhor desempenho em períodos anteriores.

Por sua vez, a gestão passiva de fundos, de acordo com Castro e Minardi (2009), apenas busca atingir um índice de mercado, almejando o retorno de equilíbrio, como por exemplo o índice Ibovespa. Varga (2001) considera que, por suas características, os fundos passivos são a referência e a opção mais adequada quando não há um bom gestor ativo.

Leusin e Brito (2008) também descrevem a gestão passiva como a estratégia de acompanhamento da evolução da carteira de mercado, não expondo os recursos nos momentos de alta esperada nem os protegendo quando a expectativa é de baixa como na gestão ativa. A gestão passiva possui algumas vantagens, como elencam Rochman e Eid Jr. (2006), merecendo destaque as seguintes: i) custos operacionais menores, em função de menor necessidade de análise de empresas e menores custos de transações, colaborando assim para o desempenho dos fundos; ii) desempenho líquido superior dos fundos passivos, pois os custos são menores; e iii) levando-se em conta que os mercados são informacionalmente eficientes, o ajuste para o risco anula os resultados superiores da gestão ativa.

2.3 Estratégias de gestão

As informações contábeis servem para estimar os fluxos de caixa futuros da empresa e mesmo para avaliar o risco de um investimento. Isso é possível pelo fato de tais informações refletirem “a realidade econômico-financeira da empresa em um dado período, possuindo, conseqüentemente, relação com o risco sistemático de um investimento, o que justifica sua utilização para fins de decisões relacionadas à composição de um portfólio de ações”. (AMORIM; LIMA; MURCIA, 2012, p. 199).

Ao longo das últimas décadas, pesquisadores de finanças criaram um conjunto de teorias e práticas, também chamadas de teoria neoclássica do investimento. No entanto, apesar de estas teorias fornecerem a base para pesquisa acadêmica em investimento moderna,

aparentemente as mesmas apresentam fragilidade em relação a testes empíricos, sendo que os profissionais de investimento demonstram preferência pelo uso de técnicas alternativas (COLEMAN, 2013).

Menkhoff (2010) aponta a idade e a experiência dos gestores como um diferencial, considerando a seleção natural do mercado, através da qual os bons conseguem se manterem no mercado, porém os maus são expulsos. Seguindo essa linha de raciocínio, os gestores mais experientes são mais racionais, podendo contribuir melhor para os mercados eficientes e apresentarem desempenho superior ao de gestores menos experientes. Pode-se depreender a partir disso que os gestores passam a ter uma percepção e sensibilidade superior para compreender a dinâmica de mercado, passando a prescindir de métodos tradicionais de avaliação.

Vários autores levantam a questão do risco de liquidez e do tamanho dos fundos na avaliação de seu risco/retorno. Teo (2011) considerou que o impacto dos fluxos de fundos é maior quando os fundos assumem maior risco de liquidez, enfatizando que a tomada de riscos excessiva se relaciona com problemas de agência, já que esse comportamento beneficia os gestores de fundos em detrimento dos investidores. Holloway, Rochman e Laes (2013) também afirmam que, para dar maior segurança na escolha da carteira de investimento, os gerentes devem levar em conta o tamanho da empresa e sua liquidez.

Enquanto Fung e Hsieh (2011) não encontraram evidências de efeito negativo do tamanho do fundo sobre a capacidade dos gestores, Koijen (2014) afirmaram que a remuneração do gestor depende do tamanho do fundo, o qual flutua conforme os retornos do fundo, sendo que os gestores podem diferir em termos de habilidade, aversão ao risco e a sensibilidade.

Ainda de acordo com Fung e Hsieh (2011), não há diferenças perceptíveis de fatores de risco entre os *hedge funds* de ações e fundos mútuos de ações, mas os gestores de *hedge funds* Long/Short podem ter vantagem por seu acesso privilegiado, beneficiando-se da vantagem de financiamento e pelo nível de atividade no mercado de ações. No entanto, Teo (2011) pondera que, muitas vezes, os *hedge funds* assumem uma maior exposição ao risco de liquidez do que deveriam, por conta de suas recompensas substanciais, dadas as condições de resgate.

Outros autores, como Dichev e Yu (2011), concluíram que o alfa real dos investidores de *hedge funds* está perto de zero, sendo seus retornos menores até do que o retorno sobre o índice de mercado, e apenas marginalmente superiores à taxa livre de risco. Dessa forma, nota-se que não há consenso quanto a estimativa de retorno e risco dos *hedge funds*, os quais

podem ser entendidos como fundos de gestão ativa de alto risco, com poucas restrições e altamente especulativo.

2.4 Estudos anteriores

Rochman e Eid Jr. (2006) sustentam que é considerável o volume de artigos analisando a indústria de fundos no mundo, particularmente tratando de aspectos relacionados ao desempenho e às diferenças entre gestão ativa e passiva nas diversas classes de fundos, mas não há consenso sobre desempenho melhor de um dos tipos de gestão. Comparando o desempenho de 699 fundos ativos e passivos (período: jan./ 2001 a jan./2006), constataram que os fundos multimercados e de ações de gestão ativa agregaram valor para o investidor.

Eling e Faust (2010) consideram que alguns *hedge funds* fornecem retornos mais elevados do que os fundos de investimento tradicionais, talvez por uma gestão mais ativa e maior grau de liberdade no estilo de investimento. Angelidis, Giamouridis e Tessaromatis (2013) também colocam que as decisões de seleção de ações representam a maior parte do mau desempenho dos gestores de fundos mútuos. Já Kolokolova (2011) relaciona um ganho mais alto pelos gestores multifundos do que por fundos autônomos.

Em relação ao desempenho gerencial dos fundos, Glode (2010) considera que os fundos com fraco desempenho tendem a cobrar taxas elevadas e gerar retornos ajustados ao risco altamente anticíclicos, o que explica a sobrevivência de vários fundos com mau desempenho incondicional. Aggarwal e Jorion (2009) utilizaram um foco diferente, voltado para os gestores emergentes, afirmando que estes têm fortes incentivos financeiros para criar o desempenho.

Rubesam e Beltrame (2013) compararam carteiras de variância mínima no mercado de ações brasileiro com outros *benchmarks* como o índice IBOVESPA, descobrindo que métodos mais simples de estimação da matriz de covariância produzem os melhores resultados, o que traz implicações importantes para gestores de recursos e investidores individuais.

Paulo e Itosu (2013) consideraram a possibilidade de os custos relacionados à administração dos fundos multimercados afetarem o desempenho destes, mas verificou não existir evidência de correlação entre ambos.

A persistência de desempenho dos fundos brasileiros durante a crise foi o tema de estudo de Giacomoni (2010), pesquisa feita com 86 fundos multimercados (jun./2006 a nov./2008). O autor, ao pesquisar três cenários distintos, encontrou que a evidência mais forte de persistência é encontrada no subperíodo de tendência de queda e que a chance de se

encontrar um fundo vencedor no presente é maior se procurarmos entre os fundos vencedores no passado, raciocínio idêntico para os fundos perdedores.

Em um trabalho com amostra de 626 fundos de ações de gestão ativa e passiva com dados entre janeiro de 1996 e outubro de 2006, Castro e Minardi (2009) chegaram à conclusão de que os fundos de gestão ativa apresentaram desempenho inferior ao equilíbrio de mercado. Do mesmo modo, a pesquisa de Gomes e Cresto (2010) contendo 76 fundos multimercado no período de janeiro de 2001 a março de 2008 concluiu que os fundos multimercados *Long and Short* não possuem persistência em gerar excessos de retorno.

O *market timing*, que não foi encontrado no trabalho de Gomes e Cresto (2010), também foi estudado por Leusin e Brito (2008). Estes últimos autores analisaram 243 fundos de setembro de 1998 a outubro de 2003 de diversas categorias e concluíram que apenas uma minoria de gestores de fundos de ações ativos possui a habilidade preditiva (*market timing*) significativa.

Malaquias e Eid Junior (2013) realizaram um estudo tratando da Hipótese do Mercado Eficiente, sendo que seus resultados apontam que, em média, os fundos multimercados não agregaram valor extraordinário aos seus cotistas. Da mesma forma, Maluf e Albuquerque (2012), ao investigar a eficiência do processo de *valuation* das cotas do fundo iShare Ibovespa com relação ao seu valor justo, verificaram não ser possível refutar a hipótese de eficiência deste mercado. Amorim, Lima e Murcia (2012, p. 199) analisaram a “relação entre as informações contábeis e o risco sistemático no mercado brasileiro”. Selecionando 97 empresas de 15 setores econômicos, no período de 1995 a 2009, evidenciaram que “alguns betas contábeis podem explicar o beta de mercado e podem fazê-lo de forma antecipada, podendo, ainda, melhorar a previsão do beta de mercado quando associados a betas de mercado históricos”.

Casaccia et al. (2011) analisaram a suposta superioridade do desempenho dos fundos de investimento com gestão ativa em relação ao seu benchmark, não apresentando resultados significativos para evidenciar as habilidades de seletividade e *market timing* dos gestores.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1 Classificação da pesquisa

Nesta seção são descritos os procedimentos metodológicos utilizados nesta pesquisa. Quanto aos objetivos, trata-se de uma pesquisa descritiva (BEUREN, 2006), pois apresentou como objetivo descrever aspectos ou comportamentos de determinada população analisada,

buscando descobrir e classificar a relação entre variáveis. Quanto à abordagem, este trabalho foi quantitativo e qualitativo (OLIVEIRA, 2011; BEUREN, 2006). A abordagem quantitativa foi utilizada para a comparação entre a rentabilidade dos fundos de gestão ativa e passiva.

Já a pesquisa qualitativa subsidia análises mais profundas acerca do fenômeno estudado e evidencia características não detectadas por meio de um estudo apenas quantitativo (BEUREN, 2006). Richardson (2011) ainda complementa que a abordagem qualitativa é válida no entendimento da natureza de um fenômeno social, podendo, inclusive, estar presente de forma complementar em estudos essencialmente quantitativos. A abordagem qualitativa esteve presente na utilização de entrevistas com os gestores dos fundos de investimento e especialistas da área, para detectar as estratégias de gestão utilizadas pelos mesmos.

Quanto aos procedimentos técnicos, foi utilizada pesquisa documental e entrevistas estruturadas. A pesquisa documental utiliza materiais que ainda não foram analiticamente tratados ou ainda passíveis de reelaboração de acordo com os objetivos da pesquisa (BEUREN, 2006), podendo ser feita a coleta de dados em documentos que servem como fonte primária, como arquivos públicos disponíveis em órgãos do governo, bibliotecas, entre outros (OLIVEIRA, 2011). Já a entrevista, conforme Marconi e Lakatos (2010), é uma conversação profissional entre duas pessoas, a fim de se obter informações acerca de determinado assunto ou problema, sendo que a entrevista estruturada segue um roteiro com perguntas predeterminadas.

3.2 Seleção da amostra e coleta dos dados

Na execução desta pesquisa, em virtude do objetivo geral elencado, foi estudado o desempenho dos fundos brasileiros de gestão ativa e gestão passiva, sendo que na gestão ativa, além dos fundos de ações, foram analisados fundos multimercados *Long and Short*, em razão da representatividade no mercado total de fundos (GOMES e CRESTO, 2010).

A amostra inicial foi composta por 138 fundos distribuídos nas categorias Ações (Ibovespa Ativo, Ibovespa Indexado, IbrX Ativo e IbrX Indexado) e Multimercado (*Long and Short*). Fizeram parte da base de dados apenas os fundos com dados completos para a série histórica de 60 meses (setembro de 2006 a agosto de 2011), período suficiente para a realização da pesquisa, tendo como base estudos anteriores (LEUSIN e BRITO, 2008; CASTRO e MINARDI, 2009; GOMES e CRESTO, 2010).

Os dados referentes à rentabilidade dos fundos foram coletados por meio do Sistema de Informações da ANBIMA (SI-ANBIMA), que possui base de dados desde 1993, alinhando-se esta estratégia novamente a estudos recentes (ROCHMAN e RIBEIRO, 2003;

DALMÁCIO, NOSSA e ZANQUETTO FILHO, 2007; CASTRO e MINARDI, 2009; COSTA, PENHA e SILVA, 2010).

Os fundos foram divididos em três classes: Fundos de ações de Gestão Ativa (Ações Ibovespa Ativo, Ações IbrX Ativo), composta por 89 fundos; Fundos de ações de Gestão Passiva (Ações Ibovespa Indexado e Ações IBrX Indexado), com 21 fundos; e Fundos Multimercados *Long and Short*, com 28 fundos.

Identificado o retorno médio líquido mensal dos 138 fundos selecionados, foi calculado o Índice de Sharpe para a rentabilidade mensal para cada um dos fundos (Retorno Ajustado ao Risco) e posteriormente foi calculada a média para cada classe.

Uma vez computado o índice médio, este foi comparado, por meio do teste t de Student, entre as classes Gestão Ativa e Gestão Passiva e entre as classes Fundos Multimercados e Gestão Passiva, a fim de verificar a existência de diferença significativa entre o desempenho das gestões ativa e passiva.

O Índice de Sharpe permite que se tenha um indicador sobre o prêmio pelo risco oferecido pelo fundo, ponderado por sua volatilidade. Seu cálculo é feito deduzindo do retorno do fundo a taxa livre de risco e dividindo o resultado pela volatilidade. O indexador escolhido para esse trabalho como taxa livre de risco foi a SELIC.

O uso do Índice de Sharpe, bem como da SELIC como taxa livre de risco, se mostra viável para o objetivo do trabalho e é uma técnica aplicada em outros trabalhos com objetivos semelhantes (ROCHMAN; RIBEIRO, 2003; EID JR., ROCHMAN; TADDEO, 2005; MELLONE JR; ROCHMAN, 2003; DALMÁCIO; NOSSA; ZANQUETTO FILHO, 2007; CASTRO; MINARDI, 2009). Já o teste *t* de Student, segundo Babin *et al.* (2005, p. 297), é “usado para testar uma hipótese que estabelece que as médias para as variáveis associadas com duas amostras ou grupos independentes serão iguais”.

Complementando o estudo, foram realizadas entrevistas telefônicas estruturadas com gestores, professores de finanças e investidores de diferentes regiões do país, com o objetivo de identificar suas estratégias de gestão. A amostra dos entrevistados foi não probabilística, escolhida por conveniência (MALHOTA, 2001), devido à dificuldade de acesso aos mesmos. Utilizou-se um roteiro baseado na revisão da literatura, não incluído na pesquisa por questão de espaço, mas disponível mediante solicitação. Utilizou-se o critério de saturação para encontrar a quantidade ideal de entrevistados, ou seja, “quando após analisarmos vários casos já não encontramos informação nova” com base no roteiro, conforme Sampieri, Collado e Lucio (2013, p. 448). Dessa forma, chegou-se a uma quantidade final de 6 entrevistados.

As entrevistas foram previamente agendadas e registradas em gravador, para que nenhum detalhe fosse perdido, após o consentimento formal dos entrevistados. A duração média das entrevistas foi de vinte minutos. Posteriormente, essas respostas foram transcritas e analisadas por meio de análise de conteúdo, uma técnica de pesquisa usualmente utilizada para se estudar materiais qualitativos (RICHARDSON, 2011).

Embasado em Sampieri, Collado e Lucio (2013), o tratamento dos dados incluiu a criação de unidades de análise – na forma de pequenos trechos – e códigos, os quais foram reunidos em categorias. Dessa forma, fez-se primeiro uma pré-análise das transcrições para organizar as ideias incluídas, seguida de uma análise aprofundada, destinada a criar as unidades de codificação. A análise dos resultados foi mista, ou seja, em alguns casos foi quantitativa, estimando-se a frequência das respostas dos entrevistados, e em outros qualitativa, priorizando as ideias individuais dos entrevistados.

As categorias identificadas foram: experiência profissional, aversão ao risco, gestão ativa e passiva, relatórios contábeis e avaliação de performance. Por meio destas, agruparam-se as unidades de análise para possibilitar a identificação das semelhanças e divergências de pensamento entre os respondentes.

4 RESULTADOS

A Tabela 1 resume os resultados encontrados do Índice de Sharpe para os 138 fundos de investimentos analisados nesta pesquisa.

Tabela 1: Estatística descritiva para o Índice de Sharpe.

Quantidade de Fundos	Índice de Sharpe			
	Médio	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
138	4,530	1,366	-3,313	7,271

Fonte: Elaborada pelos autores.

Para os 138 fundos de investimentos analisados, o Índice de Sharpe Médio foi de 4,53 conforme Tabela 1.

4.1 Fundos de ações de Gestão Ativa x Fundos de ações de Gestão Passiva

A Tabela 2 fornece os resultados encontrados na pesquisa para o teste t de Student entre as Classes Gestão Ativa e Gestão Passiva, cuja explicação foi anteriormente apresentada na seção de metodologia.

Tabela 2: Comparação entre os Fundos de Ações de Gestão Ativa e os Fundos de Ações de Gestão Passiva

Classe	Quantidade de Fundos	Média do Índice de Sharpe	Desvio Padrão	Estat. T	Graus de Liberdade	Signif.
Gestão Ativa	89	4,643	1,340	0,580	108	0,563
Gestão Passiva	21	4,826	1,107			

Fonte: Elaborada pelos autores.

Os resultados obtidos e mostrados na Tabela 2 indicam que, embora o Índice de Sharpe para os fundos de Gestão Passiva tenha sido superior no período analisado em comparação com os fundos de Gestão Ativa, por meio do teste t de Student, verifica-se que a diferença não foi significativa.

Dessa forma, observa-se que, para o período e amostra analisada, o desempenho dos fundos de ações gestão passiva não foi estatisticamente diferente dos fundos de gestão ativa e que, dessa forma, estes últimos não necessariamente agregaram maior valor líquido aos investidores (em média), mesmo incorrendo em estratégias que envolvem maior risco.

O estudo de Leusin e Brito (2008), após os testes estatísticos aplicados, também não encontrou evidências que sustentassem que a gestão passiva seria menos eficiente que a ativa. O trabalho de Castro e Minardi (2009) também encontrou que os fundos ativos, em sua maioria, possuem desempenho inferior ao equilíbrio de mercado, conforme apresentado parcialmente na Tabela 2. Esse resultado está de acordo com a Hipótese do Mercado Eficiente, uma vez que o desempenho dos fundos de gestão ativa e passiva não foi diferente.

4.2 Fundos multimercados *Long and Short* x Fundos de ações de Gestão Passiva

A Tabela 3, a seguir, fornece os resultados encontrados na pesquisa para o teste t entre as Classes UM e DOIS analisadas:

Tabela 3: Comparação entre os Fundos de Ações de Gestão Passiva e os Fundos Multimercado (*Long and Short*)

Classe	Quantidade de Fundos	Média do Índice de Sharpe	Desvio Padrão	Estat. T	Graus de Liberdade	Signif.
Gestão Passiva	21	4,826	1,107	2,257	47	0,029
Fundos Multimercados	28	3,948	1,501			

Fonte: Elaborada pelos autores.

O Índice de Sharpe médio da Classe de Fundos de Ações de Gestão Passiva foi maior em relação ao da Classe de Fundos Multimercado *Long and Short*. Após aplicação do teste t de Student, verificou-se que essa diferença foi significativa ao nível de 5%. Assim, para a amostra e períodos analisados, o desempenho dos fundos de ações de gestão passiva foi superior aos fundos multimercados (*Long and Short*).

O não atingimento de retornos superiores ao de mercado ajustados ao risco dos fundos multimercados também foi verificado no trabalho de Gomes e Cresto (2010), que não encontraram evidências de habilidade superior desses gestores na alocação dos recursos.

Esse resultado também está de acordo com a Hipótese do Mercado Eficiente pois, mesmo com uma possibilidade de gestão mais agressiva, os fundos Multimercados *Long and Short*, em média, não necessariamente apresentaram retornos líquidos maiores em razão do equilíbrio de informações em um mercado eficiente.

4.3 Análise qualitativa

O primeiro entrevistado (E1), participa de uma empresa de gestão de ativos alternativos globais, possuindo também vasta experiência em bancos. Ele tem formação em Matemática, com especializações relacionadas à Administração Financeira e Economia. Com relação à sua experiência como gestor, trabalha apenas na parte de assessoria em gestão de fundos. A segunda entrevistada (E2) possui experiência de mais de dez anos como gestora de fundos de investimento. O terceiro entrevistado (E3) registra sete anos de experiência como gestor de fundos, além de ter, também, experiência como analista de valores e formação em Economia e Administração de Empresas. O quarto entrevistado (E4) possui MBA Executivo em Finanças, possui experiência como Agente Autônomo de Investimento e atualmente gere apenas seu próprio capital. Os dois últimos entrevistados são professores de Finanças e possuem vasta experiência como investidores do mercado de capitais; o entrevistado E5 possui pós-graduação em Administração e o entrevistado E6 possui doutorado em

Administração. A idade dos participantes da pesquisa varia entre 31 e 53 anos, com média de 39,1 anos de idade.

A experiência profissional foi considerada um fator importante pelos gestores. Os pontos mais citados foram o entendimento do objetivo e do perfil de cada investidor, possibilitando o direcionamento dos produtos; a sensibilidade ao risco e ao prazo de retorno esperado; o entendimento dos fundos e suas variáveis; e a forma de investir, conhecendo a teoria econômica.

Ao serem questionados sobre possíveis alterações em sua aversão ao risco, a maioria dos entrevistados afirmou que sua aversão ao risco tende a aumentar em função da idade, a fim de proteger seu patrimônio (E4), pela existência de outras pessoas que dependem dele (E6), ou pela aquisição de conhecimento, a qual diminui a agressividade no início profissional (E3). O entrevistado E4 ainda citou ser uma prática aconselhar aos clientes como percentual mínimo para se aplicar em renda fixa. Já o entrevistado E2 ponderou que a aversão ao risco é um fenômeno que ocorre em ciclos, havendo momentos de maior ou menor propensão ao risco, o que teria a ver com a economia. Enquanto o E1 referiu-se a uma mudança na cultura de investimento, relacionada a um maior conhecimento, e ao interesse das pessoas por educação financeira, incentivada pela própria ANBIMA.

Particularmente em relação à percepção dos entrevistados sobre uma maior rentabilidade proporcionada pela gestão ativa, quando comparada à gestão passiva, as opiniões foram divergentes. Os entrevistados E1 e E2 acreditam que sim, fundamentando-se na própria justificativa da gestão ativa. Segundo os mesmos:

E1: Pra ter estabilidade no retorno você tem que ter maior cuidado na manutenção das carteiras, fazendo uma gestão ativa.

E2: Quando você tem uma gestão ativa, você tem mais possibilidade de ganhos porque você corre mais risco, então, maior o risco maior o retorno.

Já os entrevistados E3 e E4, apesar de também acreditarem na maior rentabilidade da gestão ativa, apresentaram algumas restrições. Ambos afirmaram, da mesma forma que o E6, ser muito difícil superar o mercado em todas as ocasiões. Por esse motivo, segundo o E4, o mais importante é escolher bem o gestor dos fundos, “porque existem muitos gestores de fundos ativos que apresentam resultados inferiores aos gestores de fundos passivos”; o que está em linha com o defendido por Gomes e Cresto (2010). Ele também citou a questão da taxa de desempenho, assim como o E5: “Existem fundos que cobram taxa por desempenho

superior à média, então pode não valer a pena, afinal o resultado apresentado teria que ser muito bom para cobrir tais custos”, o que de certa maneira corrobora os conceitos de Rochman e Ribeiro (2003), de que “a taxa de administração cobrada, e a alavancagem utilizada por certos fundos, influenciam negativamente o desempenho dos mesmos”.

Enquanto isso, os entrevistados E5 e E6 afirmaram não acreditar na maior rentabilidade da gestão ativa, pelo menos no longo prazo. Ambos citaram também a questão do tempo perdido ao se dedicar à gestão ativa, enfatizando como diferencial da gestão passiva a possibilidade de se obter os mesmos retornos da gestão ativa sem sofrer os desgastes desta. Mas, principalmente, afirmaram que:

E6: Dentro da teoria clássica, a longo prazo não tem como bater o retorno do mercado.

E5: No curto prazo eu acredito, mas no longo prazo eu creio que seja irrelevante a gestão ativa do fundo. E sou cético com a gestão ativa dos fundos [...] e acho que é pouco relevante a presença de um gestor mesmo para auferir ganhos.

Esses trechos vão ao encontro da teoria do mercado eficiente, como colocam Hendriksen e Van Breda (1999), que a busca por títulos subavaliados para tentar obter melhores retornos não necessariamente proporciona lucros maiores que uma gestão passiva, sob a perspectiva da eficiência de mercado. Os fatores de desgaste derivados da gestão ativa, citados pelos entrevistados E5 e E6, como o dispêndio de tempo e energia até se chegar a uma conclusão de investimento, reforçam as vantagens da gestão passiva elencadas por Rochman e Eid Jr. (2006). A diversidade de opiniões acerca desse quesito também comprova os achados de Castro e Minardi (2009) de que não há consenso sobre a habilidade superior dos fundos ativos.

Outro ponto controverso foi a influência dos relatórios contábeis nas decisões de investimento. A maioria dos entrevistados considera ser um fator importante, dado que sejam relatórios auditados e confiáveis, “por diminuir os riscos de investimentos no próprio negócio” (E4), para “verificar [...] como está o desempenho da empresa, [...] se a empresa tem fundamentos de gestão que estão bons” (E5). Essas considerações corroboram o estudo de Amorim, Lima e Murcia (2012) quando estes evidenciam a utilidade das informações contábeis para decisões de investimento e composição de uma carteira.

Porém, segundo o E5, essas informações são relevantes apenas para gestão ativa de longo prazo, “porque no curto prazo o pessoal está mais preocupado com notícias e

especulações de mídia, são fatores especulativos que não são muito racionais”, e não afeta tanto a gestão passiva, pois nesta “não importa analisar empresa por empresa” (E6), por se fazerem investimentos que repliquem um índice.

Quando perguntados sobre os critérios utilizados para avaliar a performance dos fundos de investimento, os entrevistados foram unânimes em citar o Índice de Sharpe como método de avaliação de desempenho, sendo esta a mesma ferramenta quantitativa utilizada neste estudo. Outras medidas de performance foram citadas, como a rentabilidade, risco/retorno, volatilidade, dentre outros. Porém, o E6 apontou que esses índices são mais usados em termos acadêmicos, para comparar o que aconteceu. Esta assertiva está em linha com Coleman (2013), quando este autor afirma que a teoria neoclássica do investimento, apesar de fornecer a base para a pesquisa acadêmica, por vezes é preterida pelos gestores, que optam pelo uso de técnicas alternativas.

Os entrevistados E4 e E6 concordam na opinião de que devem ser comparados fundos do mesmo tipo (E4) e “em termos relativos em relação ao benchmark e também em relação ao que o fundo propõe” (E6). Porém, “os clientes devem verificar seu perfil, o prospecto do fundo, o histórico passado e avaliar aqueles que melhor atendem suas expectativas” (E4), além de verificar o currículo, equipe, estratégia, controles, modelos de controle de risco, e a própria governança que o gestor adota (E1). Tais observações estão alinhadas com o texto de Koijen (2014), pois, segundo o autor, os gestores podem diferir em termos de habilidade, aversão ao risco e a sensibilidade.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho apresentou como objetivo comparar a rentabilidade da gestão passiva com a gestão ativa de fundos de investimento, sob a ótica da Hipótese do Mercado Eficiente, por meio da análise de fundos de Ações e Multimercado (*Long and Short*).

A partir dos resultados encontrados, observou-se que entre os fundos de Ações de gestão ativa e de gestão passiva não há diferença significativa de desempenho (em média), mesmo apresentando diferentes características de gestão. Esses resultados estão em conformidade com a Hipótese do Mercado Eficiente, pois se o mercado é informacionalmente eficiente, não haveria rentabilidade líquida superior da gestão ativa, uma vez que os custos de se obter as informações anulariam qualquer rentabilidade bruta adicional obtida de forma persistente.

Os resultados encontrados na análise entre os fundos de Ações de gestão passiva com os fundos Multimercados *Long and Short* mostraram que há diferença significativa de

desempenho entre eles, com desempenho superior da gestão passiva. Neste caso, os fundos multimercados, por apresentarem maior liberdade na alocação de recursos (em comparação com o acompanhamento de um índice), não necessariamente registraram desempenho médio equivalente ao da gestão ativa. Novamente, a Hipótese do Mercado Eficiente se mostrou aderente, pois em um mercado com eficiência de informações não há margem para ganhos constantes com a gestão ativa e que uma eventual rentabilidade bruta superior é consumida pelos custos incorridos nesse tipo de gestão.

Por meio da análise das entrevistas, observou-se que não houve consenso entre os respondentes no que se refere a uma maior rentabilidade a partir da gestão ativa. Isso porque, apesar de a maioria concordar com essa assertiva, algumas respostas apresentavam ressalvas que a questionaram, como por exemplo, afirmar que é muito difícil superar o mercado.

Ressalta-se que os resultados foram encontrados a partir de uma amostra de tamanho reduzido, principalmente dos fundos de gestão passiva, e este fato pode ser considerado um limite dessa pesquisa. Isso ocorre porque quanto maior a série histórica utilizada para a coleta dos dados, menor tende a ser a quantidade de fundos que possuem informações completas durante todo o período.

Outro limitador para este trabalho é que foi utilizado apenas um tipo de fundo Multimercado (*Long and Short*), o que pode comprometer a generalização para toda a categoria, mesmo que os fundos *Long and Short* estejam entre os fundos Multimercados mais estudados. O mesmo raciocínio pode ser empregado para os fundos de Ações, uma vez que não foi analisada toda a categoria, podendo-se em estudos posteriores analisar os demais tipos de fundos de Ações.

Sugere-se, para pesquisas futuras, que o desempenho de outros tipos de fundos também seja analisado, como, por exemplo, de Renda Fixa, uma vez que esta categoria apresenta patrimônio líquido significativo no mercado de fundos no Brasil. Recomenda-se também que seja estudado se os fundos de gestão ativa que tiveram individualmente desempenho acima da gestão passiva e que possuem incentivos à gestão, como a taxa de *performance*.

REFERÊNCIAS

AGGARWAL, C. K; JORION, P. The performance of emerging hedge funds and managers. **Journal of Financial Economics**, v. 96, 2010, p. 238–256.

AMORIM, A. L. G. C.; LIMA, I. S.; MURCIA, F. D. Análise da Relação entre as Informações Contábeis e o Risco Sistemático no Mercado Brasileiro. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 23, n. 60, p. 199-211, set./out./nov./dez. 2012.

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais. **Rankings e Estatísticas** – Fundos de Investimento – PL e Rentabilidade. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/Pages/home.aspx>>. Acesso em 30 de maio de 2014a.

_____. **Rankings e Estatísticas** – Fundos de Investimento – Indústria de Fundos. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/Pages/home.aspx>>. Acesso em 03 de março de 2013.

ANDERSON, D. R.; SWEENEY, D. J.; WILLIAMS, T. A. **Estatística aplicada à Administração e Economia**. 2. Ed. São Paulo: Thomson Learning, 2007.

ANGELIDIS, T.; GIAMOURIDIS, D.; TESSAROMATIS, N. Revisiting mutual fund performance evaluation. **Journal of Banking & Finance**, v. 37, 2013, p. 1759-1776.

BABIN, B; MONEY, A. H.; SAMOUEL, P; HAIR Jr, J. F. **Fundamentos de Métodos de Pesquisa em Administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

BEUREN, I. M. (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2006.

CASACCIA, M. C et al. Análise do desempenho de fundos de investimentos: um estudo em ações brasileiras no período de janeiro de 2004 a agosto de 2009. **Organizações em contexto**, São Bernardo do Campo, Ano 7, n. 13, jan.-jun. 2011

CASTRO, B. R.; MINARDI, A. M. A. F. Comparação do Desempenho dos Fundos de Ações Ativos e Passivos. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, n. 2, p. 143-161, 2009.

COLEMAN, L. Why finance theory fails to survive contact with the real world: a fund manager perspective. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 25, p. 226–236, 2014.

COSTA, T. R.; PENHA, R.; SILVA, M. M. Influência da cobrança de taxa de *performance* sobre desempenho de fundos de investimento: impactos em fundos de diferentes classificações. In: Seminários em Administração, 13, 09 e 10 de setembro de 2010, São Paulo/SP. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2010.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 409**, de 18 de agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disp. em: <www.cvm.gov.br>. Acesso: 21 de maio de 2012.

DALMÁCIO, F. Z.; NOSSA, V.; ZANQUETTO FILHO, H. Avaliação da relação entre a performance e a taxa de administração dos fundos de ações ativos brasileiros. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v. 1, n. 3, p. 1-30, ago./nov. 2007.

DICHEV, I. D.; YU, G. Higher risk, lower returns: What hedge fund investors really earn. **Journal of Financial Economics**, v. 100, 2011, p. 248–263.

DRACHTER, K, KEMPF, A.; WAGNER, M. Decision processes in German mutual fund companies: evidence from a telephone survey. **International Journal of Managerial Finance**, v. 3, n. 1, p. 49-69, 2007.

EID JR, W.; ROCHMAN, R. R.; TADDEO, M. **Medidas de desempenho de fundos considerando risco de estimação**. Versão: 2005. Biblioteca Digital da FGV. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/site/biblioteca-digital>>. Acesso em 20 de novembro de 2012.

ELING, M; FAUST, R. The performance of hedge funds and mutual funds in emerging markets. **Journal of Banking & Finance**, v. 34, 2010, p. 1993–2009.

FUNG, W; HSIEH, D. A. The risk in hedge fund strategies: Theory and evidence from long/short equity hedge funds. **Journal of Empirical Finance**, v. 18, 2011, p. 547–569

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: II. **The Journal of Finance**, v.46, n.5, 1991.

GIACOMONI, A. H. A Persistência de Desempenho dos Fundos Brasileiros Durante a Crise.

In: ENCONTRO DA ANPAD, 34, 25 a 29 de setembro de 2010, Rio de Janeiro/RJ. **Anais...**
Rio de Janeiro: ANPAD, 2010.

GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. 10 ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

GLODE, V. Why mutual funds “underperform”. **Journal of Financial Economics**, v. 99, 2011, p. 546-559

GOMES, F. A. R.; CRESTO, V. Avaliação do Desempenho dos Fundos Long-Short no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 8, n. 4, p. 505-529, 2010.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings. **Journal of Business**, v.62, n.3, p.393-416, 1989.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da Contabilidade**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 1999.

HOLLOWAY, P.; ROCHMAN, R.; LAES, M. Factors Influencing Brazilian Value Investing Portfolios. **Journal of Economics, Finance and Administrative Science**, v.18 (Special Issue), 2013, p.18-22.

JENSEN, M. C. The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. **Journal of Finance**, v. 23, n. 2, p. 389-416, 1968.

JORDÃO, G. A.; MOURA, M. L. **Análise de Desempenho de Fundos Multimercados Brasileiros**. (2009). Biblioteca Digital da FGV. Disponível em:
<<http://bibliotecadigital.fgv.br/site/biblioteca-digital>>. Acesso em: 23 mar. 2014.

KLOTZLE, M. C. et al. Desenvolvimento de uma Medida de Desempenho Comportamental. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 10, n. 3, p. 395-416, 2012.

KOIJEN, R. S. J. The Cross-Section of Managerial Ability, Incentives, and Risk Preferences. **Journal of Finance**, v. 69, n. 3, p. 1051-1098. 2014.

KOLOKOLOVA, O. Strategic behavior within families of hedge funds. **Journal of Banking & Finance**, v. 35, 2011.

LEUSIN, L. M. C.; BRITO, R. D. *Market Timing* e Avaliação de Desempenho dos Fundos Brasileiros. **Revista de Administração de Empresas – RAE**, São Paulo, v. 48, n. 2, p. 22-36, 2008.

LEVINE, R.; LOAYZA, N.; BECK, T. Financial Intermediation and Growth: causality and causes. **Journal of Monetary Economics**, v. 46, p. 31-77, 2000.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade**: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2007.

MALAQUIAS, R. F.; EID JUNIOR, W. Eficiência de Mercado e Desempenho de Fundos Multimercados. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 1, p. 119–142, 2013.

MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de marketing**: uma orientação aplicada. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

MALKIEL, B. G. Passive Investment Strategies and Efficient Markets. **European Financial Management**, v. 8, n. 1, p. 1-0, 2003.

MELLONE JR, G.; ROCHMAN, R. R. **Alocação de Fundos Multimercados**: uma análise da composição das carteiras no período 2000 a 2002. Versão: Maio de 2003. Biblioteca Digital da FGV. Disponível em:<<http://bibliotecadigital.fgv.br/site/biblioteca-digital>>. Acesso em 22 de maio de 2012.

MALUF, Y. S.; ALBUQUERQUE, P. H. M. Evidências Empíricas: Arbitragem no Mercado Brasileiro com Fundos ETFs. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, v. 24, n. 61, p. 6474, 2013.

MATOS, P. R. F.; ROCHA, J. A. T. Ações e Fundos de Investimento em Ações: Fatores de Risco Comuns? **BBR - Brazilian Business Review**, v. 6, n. 1, p. 22-43. 2009.

MENKHOFF, L. The use of technical analysis by fund managers: International evidence. **Journal of Banking & Finance**, v. 34, p. 2573–2586, 2010.

OLIVEIRA, A. B. S. **Métodos da pesquisa contábil**. São Paulo: Atlas, 2011.

OLIVEIRA, F. A. B. Taxas de Administração e de *Performance* em Fundos Multimercado: uma Comparação dos Melhores e dos Maiores. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, p. 1-21, 2010.

PAULO, W. L.; ITOSU, L. Y. Análise da Correlação entre a Taxa de Performance e o Desempenho de Fundos de Investimentos Multimercados. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, p. 01-14, 2012.

ROCHMAN, R. R.; EID JR, W. Fundos de Investimento Ativos e Passivos no Brasil: Comparando e Determinando os seus Desempenhos. In: ENCONTRO DA ANPAD, 30, 23 a 27 de setembro de 2006, Salvador/BA. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2006.

ROCHMAN, R. R.; RIBEIRO, M. P. **A relação entre a estrutura, conduta e desempenho da indústria de fundos de investimento**: um estudo de painel. Versão: Maio de 2003.

Biblioteca Digital da FGV. Disponível em:

<<http://bibliotecadigital.fgv.br/site/bibliotecadigital>>. Acesso em 12 de junho de 2012.

RUBESAM, A.; BELTRAME, A. L. Carteiras de variância mínima no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 1, p. 81-118, 2013.

SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. F.; LUCIO, M. P. B. **Metodologia de pesquisa**. 5. ed. Porto Alegre: Penso, 2013.

SHARPE, W. F. Mutual Fund Performance. **The Journal of Business**, v.39, n.1, part 2: Supplement on Security Prices, p.119-138, Jan, 1966.

TEO, M. The liquidity risk of liquid hedge funds. **Journal of Financial Economics**, v. 100, p. 24–44, 2011.

TIZZIANI, E. et al. O Efeito Disposição na Indústria Brasileira de Fundos de Investimento em Ações. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 8, n. 4, 383–416, 2010.

VARGA, G. Índice de Sharpe e Outros Indicadores de *Performance* Aplicados a Fundos de Ações Brasileiro. **Revista de Administração Contemporânea – RAC**, v. 5, n. 3, p. 215-245, set./dez. 2001.