

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS, ADMINISTRAÇÃO,
CONTABILIDADE E ATUARIAIS**

LEONARDO ROBERTO SILVEIRA

**FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL: AVALIAÇÃO DE PERFORMANCE
EM UM CENÁRIO DE ESTABILIDADE DA TAXA SELIC**

MONOGRAFIA DE BACHARELADO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

SÃO PAULO
2024

LEONARDO ROBERTO SILVEIRA

**FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL: AVALIAÇÃO DE PERFORMANCE
EM UM CENÁRIO DE ESTABILIDADE DA TAXA SELIC**

Monografia submetida à apreciação de banca examinadora do Departamento de Economia, como exigência parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas, elaborada sob a orientação do Professor Doutor Antônio Carlos de Moraes.

SÃO PAULO
2024

PÁGINA DE APROVAÇÃO

Esta monografia foi examinada pelos professores abaixo relacionados e aprovada com nota final _____ (_____).

Nomes legíveis dos examinadores (orientador e demais membros da banca)

O autor desta obra autoriza sua publicação eletrônica na Biblioteca Digital da PUC-SP. Este trabalho é somente para uso privado de atividades de pesquisa e ensino. Não é autorizada sua reprodução para quaisquer fins lucrativos. Esta reserva de direitos abrange a todos os dados do documento bem como seu conteúdo. Na utilização ou citação de partes do documento é obrigatório mencionar nome da pessoa autora do trabalho e demais itens da referência bibliográfica.

Silveira, Leonardo Roberto

Fundos de Investimento no Brasil: Avaliação de Performance em um Cenário de Estabilidade da Taxa SELIC / Leonardo Roberto Silveira – São Paulo, 2024, 43 p.

Trabalho de Conclusão de Curso de Graduação em Ciências Econômicas

Orientador: Antonio Carlos de Moraes

1. Economia Financeira 2. Mercado de Capitais Brasileiro 3. Gestão de Ativos Financeiros

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuariais

RESUMO

Esta monografia analisa a performance de diferentes tipos de Fundos de Investimento no Brasil, com foco nos Fundos de Investimento em Ações e nos Fundos de Investimento Multimercado, durante o período de agosto de 2022 a agosto de 2023. Este intervalo foi escolhido devido à estabilidade da taxa SELIC, que se manteve constante em 13,75% durante esses doze meses, proporcionando um cenário ideal para comparar os desempenhos dos fundos sem a influência de variações na taxa de juros básica. A metodologia de análise inclui o cálculo do Índice de Sharpe, que permite avaliar a relação entre risco e retorno dos fundos. Os resultados mostram que os Fundos de Ações apresentaram um retorno acumulado médio de 21,03% e um Índice de Sharpe de 0,054, enquanto os Fundos Multimercado tiveram um retorno acumulado médio de 7,50% e um Índice de Sharpe de -0,049. Estes dados indicam que, apesar dos altos retornos, os fundos de ações possuem uma volatilidade significativa, enquanto os fundos multimercado, embora menos voláteis, não conseguiram ajustar seus retornos ao risco de forma eficaz. A análise conclui que a estabilidade da taxa SELIC permitiu uma avaliação clara das capacidades de gestão de cada tipo de fundo, fornecendo *insights* valiosos para futuros estudos e a compreensão das dinâmicas de performance dos fundos de investimento.

Palavras-chave: Fundos de Investimento, Fundos de Ações, Fundos Multimercado, Índice de Sharpe, Taxa SELIC, Retorno Acumulado, Análise de Performance, Mercado Financeiro Brasileiro, Gestão de Investimentos.

ABSTRACT

This monograph analyzes the performance of different types of Investment Funds in Brazil, focusing on Equity Investment Funds and Multimarket Investment Funds, during the period from August 2022 to August 2023. This timeframe was chosen due to the stability of the SELIC rate, which remained constant at 13.75% between those twelve months, providing an ideal scenario for comparing fund performances without the influence of changes in the basic interest rate. The analysis methodology includes the calculation of the Sharpe Ratio, which allows the assessment of the risk-return relationship of the funds. The results show that Equity Funds had an average accumulated return of 21.03% and a Sharpe Ratio of 0.054, while Multimarket Funds had an average accumulated return of 7.50% and a Sharpe Ratio of -0.049. These findings indicate that, despite the high returns, equity funds exhibit significant volatility, while multimarket funds, although less volatile, failed to effectively adjust their returns to the associated risks. The analysis concludes that the stability of the SELIC rate allowed for a clear evaluation of each fund type's management capabilities, providing valuable insights for future studies and understanding the performance dynamics of investment funds.

Keywords: Investment Funds, Equity Funds, Multimarket Funds, Sharpe Ratio, SELIC Rate, Accumulated Return, Performance Analysis, Brazilian Financial Market, Investment Management.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
2 CARACTERIZAÇÃO DOS DIFERENTES TIPOS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO	12
2.1 PANORAMA HISTÓRICO DA REGULAMENTAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO E ATUAL GRADE CLASSIFICATÓRIA CVM.....	13
2.2 ESTRATÉGIAS OPERACIONAIS DO FUNCIONAMENTO DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO: GESTÃO ATIVA E GESTÃO PASSIVA	18
2.3 FUNDOS DE INVESTIMENTO EM AÇÕES.....	19
2.4 FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO	21
3 METODOLOGIA DE ANÁLISE DE PERFORMANCE.....	22
3.1 ÍNDICE DE SHARPE.....	22
3.2 TAXA DE JUROS BÁSICA ENQUANTO TAXA DE RETORNO LIVRE DE RISCO E O CDI.....	23
3.3 ESCOLHA DO PERÍODO DO ESTUDO: HISTÓRICO TEMPORAL DA SELIC E PERÍODO SEM VARIAÇÃO.....	24
3.4 ESCOLHA DOS FUNDOS ANALISADOS	27
4 HIPÓTESE TEÓRICA E RESULTADO DA ANÁLISE.....	30
4.1 HIPÓTESE TEÓRICA	30
4.2 RESULTADO DA ANÁLISE.....	31
4.3 POSSÍVEIS INTERPRETAÇÕES.....	33
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	36
REFERÊNCIAS	38

1 INTRODUÇÃO

No dinâmico universo dos investimentos, a busca por estratégias que proporcionem retornos sólidos em meio à volatilidade do mercado é um constante desafio, e discussões acerca de qual melhor classe de ativos para determinados contextos fiscais e monetários da economia tomam cada vez mais importância (FONSECA, et al, 2007). No âmbito deste desafio, os Fundos de Investimento se destacam como veículos que oferecem uma gama diversificada de oportunidades para investidores (FONSECA, et al, 2007), abrangendo carteiras com composições que fazem uso de diversos ativos, que vão desde o simples papel acionário representando uma participação de determinada empresa negociada em bolsa, moedas e títulos de emissão pública dos mais diversos países, direitos creditórios e os mais variados derivativos com distintos níveis de complexidade.

Seja o investidor pessoa física investindo sua poupança, ou o grande investidor institucional alocando dezenas de milhões em volume, a busca de rentabilidade excessiva, nome dado por Sharpe (1966) para a margem positiva entre os retornos de determinado ativo e a taxa básica de juros – no Brasil, a taxa SELIC – é o grande alvo do investidor. Este trabalho visa explorar e analisar criticamente o desempenho de diferentes de Fundos de Investimento, concentrando-se em Fundos de Ações (FIA) e Fundos Multimercado (FIM). A metodologia adotada foi baseada no estudo desenvolvido por Varga (2001), e tem por base a utilização do Índice de Sharpe como uma métrica para avaliar o equilíbrio entre retorno e risco, considerando, como mencionado anteriormente, a taxa de juros básica como uma referência crucial para a compreensão do desempenho relativo ao custo de oportunidade de manter o capital rendendo na relativamente alta curva de juros brasileira.

No primeiro capítulo, serão apresentados de forma detalhada os diferentes tipos de Fundos de Investimento, com ênfase nos que constituem o objeto de estudo desta monografia. Cada categoria estudada será descrita minuciosamente, destacando suas características principais, estrutura de funcionamento, e objetivos de investimento. Além disso, será fornecido um panorama histórico abrangente sobre a introdução e evolução desses fundos no sistema financeiro brasileiro. Este histórico será composto de marcos regulatórios importantes, mudanças no mercado financeiro, e a adaptação dos fundos às diversas condições econômicas ao longo dos anos.

Adicionalmente, discutiremos a diferença entre gestão ativa e passiva, explorando como cada abordagem impacta a performance e as estratégias dos fundos. A gestão ativa, onde gestores buscam superar o mercado através de escolhas estratégicas de investimento, será contrastada com a gestão passiva, que procura replicar a performance de um índice de mercado.

A análise histórica buscará contextualizar como cada tipo de fundo se estabeleceu no Brasil, seus momentos de crescimento, desafios enfrentados, e sua contribuição para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional. Assim, este capítulo fornecerá uma base sólida de conhecimento para a compreensão das subsequentes análises de performance dos fundos.

No segundo capítulo, apresentaremos de maneira detalhada a metodologia utilizada para a análise de desempenho dos fundos de investimento. Iniciaremos destacando o funcionamento prático e a importância do Índice de Sharpe, indicador amplamente utilizado no mercado financeiro para medir a relação entre risco e retorno dos investimentos, fornecendo uma visão clara de como os fundos performam ajustados pelo risco. Explicaremos minuciosamente como calcular este índice e interpretá-lo, enfatizando sua relevância para investidores e gestores de fundos.

Além disso, abordaremos o papel crucial da taxa de juros básica, representada pela SELIC, como a taxa de retorno livre de risco no Brasil. Discutiremos como a SELIC influencia as decisões de investimento e o comportamento dos fundos, detalhando os motivos pelos quais esta taxa é usada como referência em análises financeiras.

Também explicaremos a escolha criteriosa do período de estudo, que compreende um intervalo de tempo em que a SELIC permaneceu constante em um nível historicamente elevado e estável. Este capítulo abordará, além disso, as razões econômicas e políticas que levaram a taxa SELIC a se manter tão alta durante esse período, analisando os fatores internos e externos que influenciaram essa decisão. Faremos uma comparação com as taxas de juros - reais e nominais - de outros países de diferentes contextos socioeconômicos, proporcionando uma perspectiva global que ajudará a contextualizar a situação do Brasil no cenário internacional.

Essa análise comparativa permitirá entender melhor as diferenças nas políticas monetárias e seus impactos nos respectivos mercados financeiros, oferecendo uma visão mais completa e integrada sobre o ambiente econômico estudado. Este cenário específico permite uma avaliação mais precisa e menos sujeita a variações externas

das performances dos fundos. A análise deste período fornecerá *insights* valiosos sobre como os fundos de investimento se comportaram em um ambiente de alta estabilidade econômica e política monetária criticamente restritiva, contribuindo para a robustez e a validade das conclusões deste estudo.

Também será abordado o processo de seleção dos fundos que serão analisados ao longo do estudo. Serão considerados os dez maiores Fundos de Investimento em Ações e os dez maiores Fundos de Investimento Multimercado, com base no patrimônio líquido sob gestão no começo do período escolhido, baseado em dados colhidos do sistema FundosWeb da Comissão Valores Mobiliários do Brasil, de agosto de 2022 (CVM, 2022) juntamente com informações disponibilizadas no sistema informacional Quantum Axis. A partir dessa seleção, consolidaremos os dois grupos e formaremos duas carteiras distintas: uma composta pelos Fundos de Investimento em Ações e outra pelos Fundos de Investimento Multimercado. Esta análise detalhada fornecerá uma visão contextualizada e profunda sobre os fundos selecionados, servindo como base para a avaliação comparativa de suas performances ao longo do período estudado. Este capítulo, portanto, estabelece as bases metodológicas necessárias para a subsequente comparação e avaliação dos diferentes tipos de fundos de investimento, assegurando que os resultados obtidos sejam rigorosos e relevantes para o contexto do mercado financeiro brasileiro.

No terceiro capítulo, a análise subsequente será focada em examinar detalhadamente o desempenho dos fundos de investimento selecionados durante o período determinado de estudo.

Começaremos estabelecendo uma hipótese de embasamento teórico que delineará as expectativas para um cenário de alta estável da taxa básica de juros. Em tal cenário, espera-se que a alta constante da taxa SELIC influencie significativamente o comportamento dos investidores e, conseqüentemente, o desempenho dos diferentes tipos de fundos de investimento. A hipótese teórica será fundamentada em literatura existente sobre políticas monetárias e suas conseqüências no mercado financeiro, embasada na preferência por liquidez de Keynes (1936) e expandida por Modigliani (1944), e proporcionando um quadro conceitual sólido que guiará a interpretação dos dados empíricos coletados. Desta forma, poderemos testar se os comportamentos observados nos fundos de investimento durante o período de estudo estão alinhados com as expectativas teóricas estabelecidas, contribuindo para uma análise mais rigorosa e informada dos resultados.

Utilizando os dados coletados, buscaremos identificar e destacar as características específicas que influenciaram suas performances relativas, assim como possíveis justificativas lógicas e estruturais para tais resultados. Esta análise permitirá uma avaliação comparativa entre os diferentes tipos de fundos, evidenciando quais fatores foram determinantes para o sucesso ou a falta de desempenho esperado de cada fundo e sua respectiva caracterização enquanto ativo financeiro.

Além disso, o estudo contribuirá significativamente para uma compreensão mais ampla e aprofundada da dinâmica dos Fundos de Investimento em um contexto de taxas de juros estáveis. Ao analisar um período em que a taxa SELIC se manteve constante, poderemos isolar e entender melhor os impactos de outros fatores econômicos e de mercado sobre o desempenho dos fundos. Discutiremos como a estabilidade das taxas de juros influencia as decisões de investimento, as estratégias adotadas pelos gestores de fundos e a reação dos investidores a um ambiente econômico previsível.

Ao final deste estudo, espera-se proporcionar uma base sólida e abrangente que facilite o entendimento detalhado e rigoroso dos diferentes tipos de fundos de investimento disponíveis no mercado financeiro. Esta monografia busca oferecer uma fundamentação teórica robusta aliada a uma análise prática, permitindo que interessados pelo tema obtenham uma compreensão mais clara e profunda das características, estratégias e performances desses fundos, buscando entender suas particularidades e justificar os fatores que possivelmente influenciaram em seu desempenho nesse contexto ímpar.

2 CARACTERIZAÇÃO DOS DIFERENTES TIPOS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

Os Fundos de Investimento são veículos de investimento coletivo em formato de condomínio aberto ou fechado - indicando qual o grau de limitações para livre entrada e saída dos cotistas que compõe o passivo do fundo - e que oferecem aos investidores a oportunidade de aplicar seu dinheiro em uma ampla variedade de ativos financeiros, sem a necessidade de gerenciamento direto por parte do investidor, terceirizando, por assim dizer, essa tarefa ao respectivo gestor, contando com sua experiência e expertise para tomada de decisões de investimento nos ativos que irão compor a carteira do fundo (FORTUNA, 2008). Segundo Diniz (2023), o patrimônio líquido dos fundos no Brasil atingiu R\$ 6,4 trilhões em dezembro de 2020 sendo um dos principais veículos de investimentos em nível de volume bruto.

A principal característica que distingue os Fundos de Investimento de outras formas de investimento é a diversificação (FORTUNA, 2008). Eles agrupam o capital de um determinado número de investidores para adquirir um portfólio diversificado de ativos, que pode incluir ações, títulos, imóveis, entre outros, dependendo da distinta regulamentação de cada fundo, que protege juridicamente os cotistas e estabelece *guidelines* de alocação e limites à carteira dos fundos. Tudo isso ajuda a reduzir o risco e a aumentar as oportunidades de retorno, tornando os Fundos de Investimento uma opção atraente para aqueles que desejam investir, mas podem não ter o conhecimento técnico, tempo, ou o capital necessário para montar uma carteira diversificada por conta própria (SILVA E MACEDO, 2009).

É importante ressaltar que os Fundos de Investimento estão sujeitos a taxas de administração e outros custos associados à gestão, que podem afetar o retorno geral do investidor. Além disso, como veremos, o desempenho de um determinado fundo varia amplamente com base em sua estratégia de investimento e nos ativos subjacentes que compõem sua carteira (VARGA, 2001).

Esta seção fornece uma introdução geral aos Fundos de Investimento, preparando o terreno para a exploração mais detalhada dos diferentes tipos de fundos que serão estudados nessa monografia, em seções subsequentes.

Primeiro será apresentado um panorama histórico do processo de profissionalização e regulamentação do mercado de Fundos de Investimento no

Brasil, visando embasamento contexto histórico do país como um todo. No final dessa seção, veremos a atual grade classificatória atualmente em vigor na constituição intistucional da CVM - Comissão de Valores Mobiliários, maior órgão regulamentador do mercado de capitais brasileiro (TRINDADE E MALAQUIAS, 2015).

Depois, discutiremos a diferença categorica entre os dois tipos de estratégia de alocação no contexto de decisões de portfólio, entre gestão ativa e passiva de um fundo de investimentos, baseado nos estudos de De Faria (2016) e Lovro, Okimura e Silva (2020), e daí partiremos para o estudo minucioso das características dos dois tipos de fundos que formarão as carteiras consolidadas que estudaremos nessa monografia, os Fundos de Investimento em Ações, e os Fundos de Investimento Multimercado.

2.1 PANORAMA HISTÓRICO DA REGULAMENTAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO E ATUAL GRADE CLASSIFICATÓRIA CVM

O Fundo 157, criado pelo Decreto-Lei nº 157, de 10 de fevereiro de 1967, representou a primeira caracterização no Brasil de uma modalidade de investimentos semelhante ao Fundo de Investimento que conhecemos hoje em dia (KLEIN, 2013). Este decreto-lei permitiu que os contribuintes brasileiros direcionassem uma parte de seu imposto de renda devido para aplicações em fundos mútuos de investimento, marcando uma inovação significativa no mercado financeiro brasileiro.

A criação do Fundo 157 tinha como objetivo estimular o mercado de capitais, canalizando recursos de investidores individuais para as empresas brasileiras através da aquisição de ações. Esse mecanismo buscava não apenas democratizar o acesso ao mercado de capitais, mas também fomentar o desenvolvimento econômico do país ao permitir que empresas obtivessem capital para expansão e investimentos. Os contribuintes podiam destinar até 10% de seu imposto de renda devido para a compra de cotas desses fundos, incentivando a participação no mercado acionário, como descrito em entrevista transcrita em Avezedo e Barcellos (2010) afirma: “Com o 157, todo mundo começou a ter um estímulo para, em vez de pagar imposto, comprar ações.”

O Fundo 157 funcionava de maneira similar aos fundos de investimento modernos, onde os recursos de diversos investidores eram agrupados e geridos de forma coletiva por profissionais, diversificando assim os riscos e potencializando os

retornos. A gestão profissional dos recursos visava aplicar os capitais em uma carteira diversificada de ações, proporcionando aos investidores acesso a uma gestão qualificada e a uma maior diversificação de seus investimentos, características fundamentais dos fundos de investimento atuais.

Essa iniciativa pioneira teve um impacto duradouro no mercado financeiro brasileiro, lançando as bases para o desenvolvimento dos fundos de investimento no país. Portanto, o Fundo 157 pode ser visto como o precursor dos fundos de investimento no Brasil, estabelecendo princípios e práticas que ainda são relevantes no mercado financeiro atual, e a experiência adquirida com o seu funcionamento contribuiu para a evolução das regulamentações e práticas do mercado, culminando na estruturação dos fundos de investimento como os conhecemos hoje, com uma variedade de categorias e estratégias, regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que trataremos em seguida.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda do Brasil, instituída pela Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Esta entidade desempenha um papel fundamental na regulação e supervisão do mercado de valores mobiliários no Brasil. Instaurada durante o Governo Militar de Geisel, juntamente com a Lei das Sociedades por Ações de 1976, a CVM estabelece diretrizes e normas que disciplinam o funcionamento do mercado financeiro e a atuação de seus protagonistas, garantindo a transparência, integridade e eficiência das operações realizadas nesse ambiente. A criação da CVM foi um marco significativo para o mercado de capitais brasileiro, proporcionando uma estrutura regulatória robusta que visa proteger os investidores e assegurar um mercado justo e ordenado.

A CVM possui amplos poderes para disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação dos diversos participantes do mercado de valores mobiliários. Seu poder de normatização abrange todas as matérias referentes ao mercado de valores mobiliários, incluindo a emissão, distribuição, compra e venda de valores mobiliários, bem como a atuação de intermediários financeiros, auditores independentes, analistas de valores mobiliários e consultores de investimento.

A CVM é responsável por elaborar regulamentos e instruções que orientam a conduta dos participantes do mercado, estabelecendo padrões de governança corporativa, divulgação de informações e práticas de mercado. Além disso, a autarquia atua na fiscalização contínua do mercado, monitorando operações e

condutas para assegurar o cumprimento das normas estabelecidas e aplicando sanções quando necessário. Dessa forma, a CVM desempenha um papel crucial na manutenção da confiança dos investidores e na estabilidade do mercado de capitais brasileiro.

A Instrução CVM 555, instituída em 2014, representou um avanço importante na regulamentação dos fundos de investimento, trazendo maior clareza e organização ao estabelecer regras específicas para a constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos (SORGE, 2016). A revisão contínua desta instrução, com vistas à sua atualização e aprimoramento, busca acompanhar a evolução do mercado financeiro e as novas demandas dos investidores.

A Instrução CVM 555 também se destaca por sua abrangência, regulando tanto os Fundos de Investimento em Valores Mobiliários (FIM) quanto os Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento (FIC). Ela detalha requisitos específicos para a constituição de fundos, a relação com investidores, a divulgação de informações e a governança corporativa. A instrução impõe padrões rigorosos de transparência, exigindo a divulgação de informações detalhadas sobre a composição das carteiras, a performance dos fundos e os riscos associados às estratégias de investimento adotadas (SORGE, 2016).

Passando para o período estudado, 2022 também foi o ano em que a Instrução 175, essencialmente uma revisão da Instrução 555, editada também pela CVM, introduziu mudanças significativas na regulamentação dos fundos de investimento no Brasil. Esta instrução foi criada com o objetivo de modernizar e simplificar o arcabouço regulatório dos fundos de investimento, tornando-o mais eficiente e alinhado com as melhores práticas internacionais. A CVM 175 consolidou e atualizou diversas normas anteriores, oferecendo um marco regulatório mais coeso e claro para os gestores e investidores (OLVIEIRA, 2013 e SANTOS, 2013)

A CVM 175 abrange uma ampla gama de aspectos relacionados aos fundos de investimento, incluindo a sua constituição, administração, gestão, custódia, e distribuição. Entre as principais mudanças, destaca-se a padronização dos documentos e informações que devem ser divulgados aos investidores, promovendo maior transparência e facilitando a compreensão das características e riscos associados aos fundos. A instrução também trouxe inovações na classificação dos fundos, permitindo uma categorização mais precisa e refletindo melhor as estratégias e objetivos de investimento adotados.

Além disso, a CVM 175 fortaleceu os requisitos de governança e controles internos para os gestores de fundos, visando aumentar a segurança e a integridade das operações. Isso inclui a implementação de políticas de gerenciamento de riscos, compliance, e a exigência de auditorias independentes regulares. Tais medidas buscam proteger os investidores, assegurando que os gestores atuem de acordo com padrões elevados de conduta e responsabilidade fiduciária.

A introdução da CVM 175 representa um avanço significativo no ambiente regulatório dos fundos de investimento no Brasil, promovendo um mercado mais seguro, transparente e eficiente. Ao consolidar e atualizar as normas existentes, a instrução facilita a atuação dos gestores e aumenta a confiança dos investidores, contribuindo para o desenvolvimento contínuo do mercado de capitais brasileiro.

Atualmente há no mercado financeiro uma grande variedade de diferentes categorias de fundos de investimento disponíveis a diversos perfis de investidores. No Quadro 1, transcrito do trabalho de Trindade e Malaquias (2015) abaixo, a classificação dos fundos de investimento dada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), que atua como entidade autorreguladora voluntária.

QUADRO 1 – Classificação Anbima dos Fundos de Investimento

CATEGORIA	TIPO
Curto Prazo	Curto Prazo
Referenciado DI	Referenciado DI
Renda Fixa	Renda Fixa
Renda Fixa	Renda Fixa Crédito Livre
Renda Fixa	Renda Fixa Índices
Multimercados	Long And Short - Neutro
Multimercados	Long And Short - Direcional
Multimercados	Multimercados Macro
Multimercados	Multimercados Trading
Multimercados	Multimercados Multiestratégia
Multimercados	Multimercados Multigestor
Multimercados	Multimercados Juros e Moedas
Multimercados	Multimercados Estratégia Específica
Multimercados	Balancedos
Multimercados	Capital Protegido
Dívida Externa	Investimento no Exterior
Ações	Ações IBOVSPA Indexado
Ações	Ações IBOVSPA Ativo
Ações	Ações IBrX Indexado
Ações	Ações IBrX Ativo
Ações	Ações Setoriais
Ações	Ações FMP - FGTS
Ações	Ações Small Caps
Ações	Ações Dividendos
Ações	Ações Sustentabilidade/Governança
Ações	Ações Livre
Ações	Fundos Fechados de Ações
Cambial	Cambial
Previdência	Previdência Renda Fixa
Previdência	Previdência Balancedos - até 15
Previdência	Previdência Balancedos - de 15-30
Previdência	Previdência Balancedos - acima de 30
Previdência	Previdência Multimercados
Previdência	Previdência Data-Alvo
Previdência	Previdência Ações
Exclusivos Fechados	Exclusivos Fechados
Off shore	Off Shore Renda Fixa
Off shore	Off Shore Renda Variável
Off shore	Off Shore Mistos
Fundos de Direitos Creditórios	Fomento Mercantil
Fundos de Direitos Creditórios	Financeiro
Fundos de Direitos Creditórios	Agro, Indústria e Comércio
Fundos de Direitos Creditórios	Outros
Fundo de Índices (ETF)	Fundo de Índices (ETF)
Fundos de Investimento Imobiliário	Fundos de Investimento Imobiliário

FONTE: Trindade e Malaquias (2015)

2.2 ESTRATÉGIAS OPERACIONAIS DO FUNCIONAMENTO DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO: GESTÃO ATIVA E GESTÃO PASSIVA

Sob a ótica da visão operacional da gestão de um Fundo de Investimento, podemos dividir categoricamente suas estratégias e metodologia de investimento em duas classes, chamadas de Fundos de Gestão Ativa, e Fundos de Gestão Passiva. William Eid Junior, em seu trabalho de 2008, descreve os dois tipos: Os Fundos de Gestão Ativa são aqueles em que os gestores buscam superar o desempenho do mercado através de decisões estratégicas e táticas, baseadas em análises detalhadas de empresas, setores e tendências econômicas. Os gestores ativos utilizam uma variedade de abordagens, como análise fundamentalista, técnica e quantitativa, para identificar oportunidades de investimento que possam gerar retornos superiores ao benchmark do mercado.

Por outro lado, os Fundos de Gestão Passiva têm como objetivo replicar a performance de um índice de mercado específico, como o Ibovespa, índice de ações negociadas na bolsa brasileira, ou o S&P 500, índice de ações negociadas na bolsa americana. Nessa abordagem, o gestor não tenta superar o mercado, mas sim espelhar a composição do índice de referência, minimizando assim os custos de transação e gestão. A estratégia passiva é baseada na crença de que os mercados são eficientes e que, a longo prazo, é difícil para a gestão ativa consistentemente performar melhor que o seu respectivo benchmark após custos citados previamente.

TABELA 1 - COMPARAÇÃO ENTRE FUNDOS DE AÇÕES DE GESTÃO ATIVA E FUNDOS DE AÇÕES DE GESTÃO PASSIVA

CATEGORIA	NÚMERO DA AMOSTRA	ÍNDICE DE SHARPE (MÉDIA)
FUNDOS DE AÇÕES DE GESTÃO ATIVA	89	0,4643
FUNDOS DE AÇÕES DE GESTÃO PASSIVA	21	0,4826

FONTE: De Faria (2019)

Essa dicotomia entre gestão ativa e passiva reflete diferentes filosofias de investimento e traz implicações significativas para os investidores, tanto em termos de custo quanto de potencial de retorno, e, De Faria (2019), aqui replicado na Tabela 1 demonstrou que o desempenho dos fundos de gestão passiva não foi estatisticamente diferente dos fundos de gestão ativa e que, dessa forma, estes últimos não

conseguem agregar maior valor líquido aos investidores, mesmo incorrendo em estratégias que envolvem maior risco devido a inerente subjetividade nessa modalidade de investimento.

2.3 FUNDOS DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

Segundo Matos e Nave (2012), os Fundos de Investimento em Ações são uma popular categoria de fundos que se concentram em investir em ações de empresas listadas em bolsas de valores, negociando primariamente na bolsa brasileira, a B3, para negociação de empresas Brasileiras, mas também permitindo ativos internacionais em suas carteiras, dentro do limite contido nos *guidelines* dos órgãos regulatórios e constituição do próprio fundo. Eles são projetados para oferecer aos investidores exposição direta especificamente a esse mercado, permitindo que eles participem do potencial de crescimento das empresas listadas por meio de dividendos pagos periodicamente aos cotistas e valorização em preço de mercado do próprio ativo em si, mas tomando diversos riscos implícitos corporativos e econômicos como a volatilidade dos preços das ações, riscos de gestão das empresas, mudanças nas políticas econômicas e fiscais, variações nas taxas de juros, flutuações no câmbio, e até mesmo riscos políticos e regulatórios que podem impactar negativamente a performance das ações (FERREIRA, MARTINS e XAVIER, 2017; SILVA, 2018).

Esses riscos podem resultar em perdas significativas para os investidores, especialmente em períodos de turbulência econômica ou de baixa confiança no mercado. Além disso, os fundos de ações estão sujeitos à performance geral do mercado acionário (GOETZMANN e MASSA, 1999), que pode ser afetada por fatores macroeconômicos globais e domésticos, como recessões, crises financeiras e eventos geopolíticos, tornando essencial para os gestores desses fundos adotarem estratégias bem fundamentadas e diversificadas para mitigar tais riscos e otimizar os retornos a longo prazo.

Os Fundos de Ações têm suas raízes nos primórdios do mercado de capitais, datando do século XVII (ROUWENHORST, 2004), quando as primeiras bolsas de valores foram estabelecidas na Europa. No entanto, foi apenas no século XX que os fundos de investimento em ações começaram a se popularizar, com o lançamento do primeiro fundo mútuo de ações nos Estados Unidos em 1924. Desde então, os Fundos de Ações têm desempenhado um papel fundamental na democratização do

investimento em ações, permitindo que investidores individuais participem dos mercados de capitais com um nível diversificado de risco.

Nos últimos anos, uma nova tendência forte no cenário são os Fundos de Ações ESG (Ambientais, Sociais e de Governança), que têm ganhado destaque significativo no cenário dos investimentos, refletindo uma mudança na maneira como os investidores percebem e valorizam os critérios de sustentabilidade (GUIMARÃES e MALAQUIAS, 2023). Esses fundos são projetados para incluir empresas que atendem a padrões rigorosos em termos de práticas ambientais responsáveis, justiça social e governança corporativa sólida. A ascensão dos Fundos de Ações ESG representa uma evolução importante no mercado de investimentos, respondendo à demanda crescente por investimentos que não apenas busquem retorno financeiro, mas também contribuam positivamente para a sociedade e o meio ambiente.

Os Fundos de Ações ESG têm atraído a atenção de uma base diversificada de investidores, incluindo indivíduos e instituições que reconhecem a importância de alinhar suas carteiras de investimento com seus valores pessoais e corporativos. Essa tendência é impulsionada por vários fatores, incluindo uma maior conscientização sobre as mudanças climáticas, a necessidade de práticas empresariais éticas e a demanda por maior transparência e responsabilidade das corporações. Além disso, diversos estudos têm demonstrado que empresas com fortes práticas ESG tendem a ser mais resilientes e oferecem desempenho financeiro robusto a longo prazo, tornando esses fundos uma opção atraente para investidores que buscam um equilíbrio entre retorno e responsabilidade social. Curtis, Fisch e Robertson (2022) em seu trabalho relatam que fundos ESG realmente demonstram mais comprometimento com causas socioambientais sem aumentar custos operacionais ou entrega de menores taxas de performance do que fundos comuns.

No Brasil, o movimento em direção aos investimentos ESG tem sido apoiado por iniciativas regulatórias e pelo crescente interesse dos investidores institucionais e individuais. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), principalmente após a consolidação dos seus termos mandatários com as Instruções CVM 175 e 193, tem incentivado a adoção de práticas ESG, e a B3, a bolsa de valores brasileira, lançou índices específicos que incluem apenas empresas que atendem a critérios ESG, como o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). Essas iniciativas ajudam a fomentar um ambiente de investimento mais transparente e responsável, impulsionando a adoção de critérios ESG por um número crescente de empresas listadas.

2.4 FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO

Segundo Mesquita (2012), os Fundos de Investimento Multimercado são uma categoria versátil e flexível de fundos que podem alocar recursos em inúmeras diferentes classes de ativos, como ações, direitos creditórios, câmbio, commodities, ativos de renda fixa e toda uma variedade de derivativos financeiros como futuros e swaps, divergindo completamente no nível de complexidade e possibilidade de composição de portfólio quando comparado ao outro tipo de fundo estudado.

Isso permite a expressão de teses de investimento mais sofisticadas e estratégias como buscar oportunidades de arbitragens estatísticas, modelagens de cunho matemático e algorítmica, além de operações estruturadas (COEs) que visam otimizar o retorno ajustado ao risco. A flexibilidade inerente aos fundos multimercado permite aos gestores aproveitar as ineficiências de mercado, ajustar rapidamente a alocação de ativos em resposta a mudanças nas condições econômicas e de mercado, e implementar estratégias de proteção (*hedging*) para mitigar riscos específicos.

Ao concluir a caracterização dos diferentes tipos de fundos de investimento no Brasil, abordamos suas especificidades, históricos e as principais estratégias que os distinguem. Compreender as particularidades dos tipos de fundos que serão estudados é essencial para a análise de suas performances.

No próximo capítulo, avançaremos para a metodologia de análise de performance, onde detalharemos os critérios e ferramentas analíticas utilizadas, como o Índice de Sharpe e a consideração da Taxa SELIC. Esta transição é crucial para estabelecer um elo entre as características dos fundos e a análise empírica de seus desempenhos, permitindo uma avaliação fundamentada.

3 METODOLOGIA DE ANÁLISE DE PERFORMANCE

No Capítulo 3, será detalhada a metodologia utilizada para a análise de performance dos fundos de investimento selecionados. Este capítulo abordará os critérios de seleção dos fundos, a definição do período de estudo e as ferramentas de análise empregadas. A metodologia segue o estudo de Varga (2001) fazendo a utilização do índice de Sharpe (1966) para avaliar o equilíbrio entre risco e retorno dos diferentes tipos de fundos, bem como a consideração da Taxa SELIC como taxa de retorno livre de risco, particularmente relevante no contexto de sua estabilidade durante o período analisado. Ao final, espera-se proporcionar uma compreensão clara e rigorosa das bases analíticas que sustentam a avaliação comparativa dos fundos de investimento, fornecendo uma estrutura robusta para a interpretação dos resultados apresentados nos capítulos subsequentes.

3.1 ÍNDICE DE SHARPE

O Índice de Sharpe, desenvolvido pelo economista William F. Sharpe (1966), é uma métrica amplamente utilizada na avaliação de desempenho de investimentos, que ajuda a entender o retorno ajustado ao risco de uma carteira de investimentos. De acordo com Varga (2001) e Gonçalves (2012), o Índice mede a remuneração para uma determinada carteira por cada unidade de risco total a que se expõe o ativo. Isso faz com que a função do administrador de carteira possa estar, de fato, restrita à diversificação do risco da carteira.

Para calcular o Índice de Sharpe (1966), a seguinte fórmula é utilizada:

$$\text{Índice de Sharpe} = \frac{(R_p - R_f)}{\sigma_P}$$

Onde:

- R_p representa o retorno médio da carteira de investimentos.
- R_f é a taxa livre de risco, que geralmente é representada pela taxa de retorno de investimentos considerados seguros, como títulos do governo de curto prazo.
- σ_P é o desvio padrão (volatilidade) do retorno da carteira de investimentos.

Ao calcular e comparar os Índices de Sharpe de diferentes fundos de investimento, é possível identificar quais deles apresentam um desempenho mais eficiente em relação ao risco. Isso pode ser valioso para investidores que desejam tomar decisões informadas sobre a alocação de seus recursos em diferentes tipos de fundos.

Esta métrica, embora poderosa, pode também ser considerada em conjunto com outras métricas de desempenho e critérios específicos de investimento para obter uma visão abrangente do desempenho de cada tipo de fundo. Além disso, a interpretação dos resultados do Índice de Sharpe deve levar em consideração o horizonte de investimento e as metas financeiras dos investidores.

3.2 TAXA DE JUROS BÁSICA ENQUANTO TAXA DE RETORNO LIVRE DE RISCO E O CDI

A taxa de juros básica, muitas vezes denominada taxa de retorno livre de risco, é um componente fundamental na análise de desempenho de investimentos e desempenha um papel significativo na avaliação de fundos de investimento (Sharpe, 1966). Nesta seção, abordaremos a importância da taxa de juros básica como referência para avaliar o desempenho dos fundos, e discutiremos como o CDI (Certificado de Depósito Interfinanceiro) é frequentemente utilizado como um indicador de taxa livre de risco no contexto brasileiro.

Segundo Fernando de Oliveira e Alexandre da Costa (2013), a taxa de juros básica de um país, como a SELIC no Brasil, é amplamente reconhecida como uma taxa de retorno livre de risco. Isso se deve ao fato de que investimentos em títulos de governo de curto prazo são geralmente considerados investimentos seguros, pois o governo é visto como altamente solvente e as taxas de juros oferecidas nesses títulos são consideradas referências para a economia.

A taxa de juros básica desempenha um papel crítico na análise de desempenho de fundos de investimento porque serve como ponto de comparação. Quando se avalia o desempenho de um fundo, é importante considerar não apenas o retorno absoluto, mas também o retorno ajustado ao risco, comparando-o com a taxa de juros básica. Se um fundo não consegue superar a taxa livre de risco, isso pode indicar um desempenho insatisfatório.

No contexto brasileiro, o CDI (Certificado de Depósito Interfinanceiro) é frequentemente utilizado como um indicador da taxa livre de risco. Segundo Rubik

(2018), o CDI é uma taxa de juros que reflete as operações de empréstimos entre bancos e é considerado um indicador do custo do dinheiro no mercado interbancário, estando diretamente relacionada a taxa SELIC por possuírem praticamente os mesmos objetivos. Ainda em Rubik (2018): “A taxa SELIC é determinada pelo movimento de compra e venda de títulos públicos e a taxa CDI pela negociação de títulos entre instituições financeiras, visando sempre o equilíbrio da conta de reserva dos bancos”.

Dessa forma, os fundos de investimento, em geral, utilizam o CDI como uma referência para comparar seus retornos, e, sob a ótica dos gestores e de potenciais investidores, superar o CDI é uma meta, uma vez que esse indicador é amplamente considerado como um ponto de partida para avaliar o retorno mínimo esperado de um investimento sem risco.

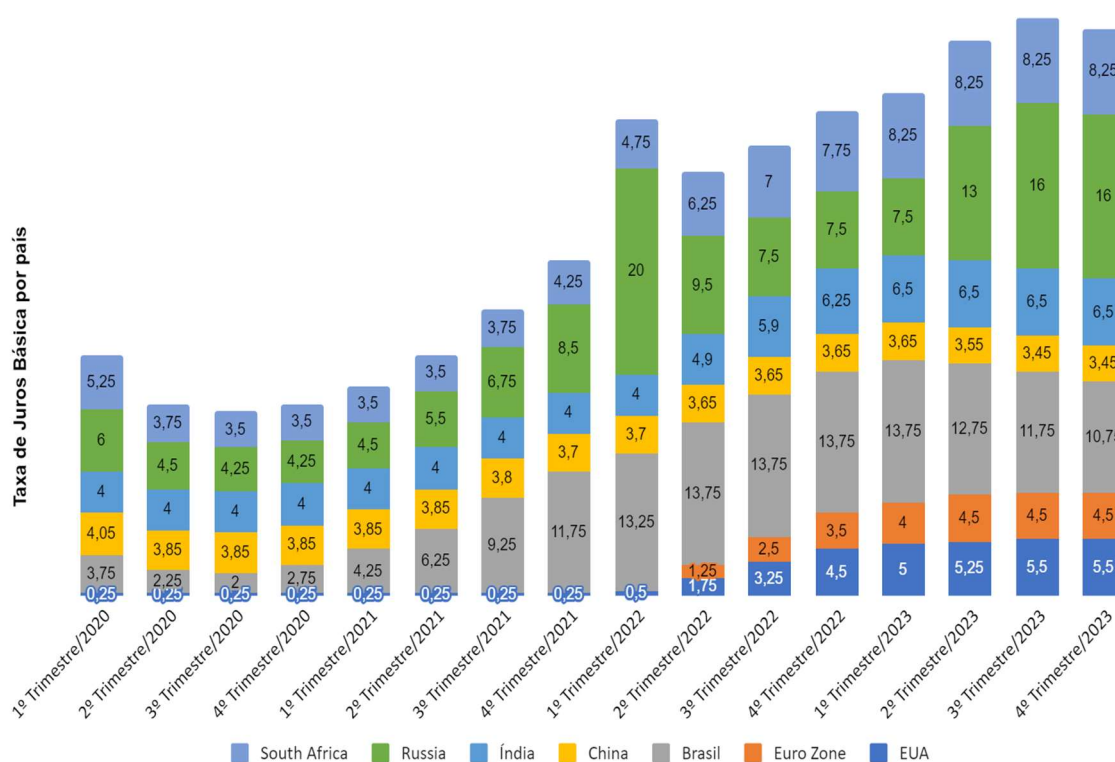
3.3 ESCOLHA DO PERÍODO DO ESTUDO: HISTÓRICO TEMPORAL DA SELIC E PERÍODO SEM VARIAÇÃO

A escolha do período de análise é um aspecto crítico em qualquer estudo de desempenho de investimentos (TRINDADE E MALAQUIAS, 2015). No caso desta pesquisa, a escolha do período de agosto de 2022 a agosto de 2023 baseia-se no fato de que nesses doze meses a taxa SELIC permaneceu constante em 13,75% (BACEN), proporcionando uma estabilidade única para avaliar o desempenho dos fundos de investimento nesse contexto. Essa estabilidade cria um ambiente onde os resultados dos fundos não são distorcidos por mudanças significativas na taxa livre de risco. Ao manter a taxa SELIC em um nível constante, a análise pode ser conduzida em condições mais uniformes, facilitando a comparação entre diferentes tipos de fundos. Isso elimina o impacto das flutuações nas taxas de juros na avaliação do desempenho dos fundos, permitindo uma análise mais precisa e significativa.

É interessante também entender o contexto econômico mundial que levou a uma taxa historicamente elevada. O Gráfico 1, descreve o movimento que as taxas de juros mundiais traçaram, com base em amostras trimestrais, desde o primeiro semestre de 2020 até o 4º trimestre de 2023. Com o advento da pressão inflacionária que emergiu como reação as políticas fiscais instauradas mundialmente devido ao choque econômico causado pela COVID-19, a tendência de aumento das taxas de juros começou a se manifestar ao redor do mundo inteiro (AÇIKGOZ E GUNAY, 2020),

onde até os países categorizados como economicamente desenvolvidos, e que historicamente sempre tiveram taxas negativas e próximas de zero, como é o caso dos EUA e dos países que compõe a zona do euro, precisaram conter a subida de preços que ameaçava o poder de compra da população e a estabilidade econômica. Essas economias implementaram uma série de aumentos nas taxas de juros para tentar desacelerar a inflação, tornando o custo do crédito mais alto e reduzindo o incentivo para gastos e investimentos (ARMANTIER, et al, 2021).

GRÁFICO 1 – TRAJETÓRIA DOS JUROS MUNDIAIS: TAXA DE JUROS BÁSICA POR PAÍS



FONTE: Trading Economics (2024)

No Brasil, a situação foi particularmente desafiadora (NETO, 2019; PORSSSE, et al, 2020). O país já enfrentava uma série de dificuldades econômicas antes da pandemia, incluindo baixo crescimento econômico, alta dívida pública e uma inflação persistente (BACEN, 2019). Mygre da Silva e Rodrigo Abbade da Silva, em seu estudo 2020, descrevem como a crise da COVID-19 exacerbou esses problemas, levando a um aumento significativo dos gastos públicos para mitigar os impactos da pandemia, o que resultou em um aumento substancial da dívida pública. Com a reabertura da economia e o retorno gradual das atividades, a inflação começou a subir de forma

acentuada, impulsionada tanto por fatores internos, como o aumento dos preços dos alimentos e da energia, quanto por fatores externos, como a desvalorização do real e a alta nos preços das commodities.

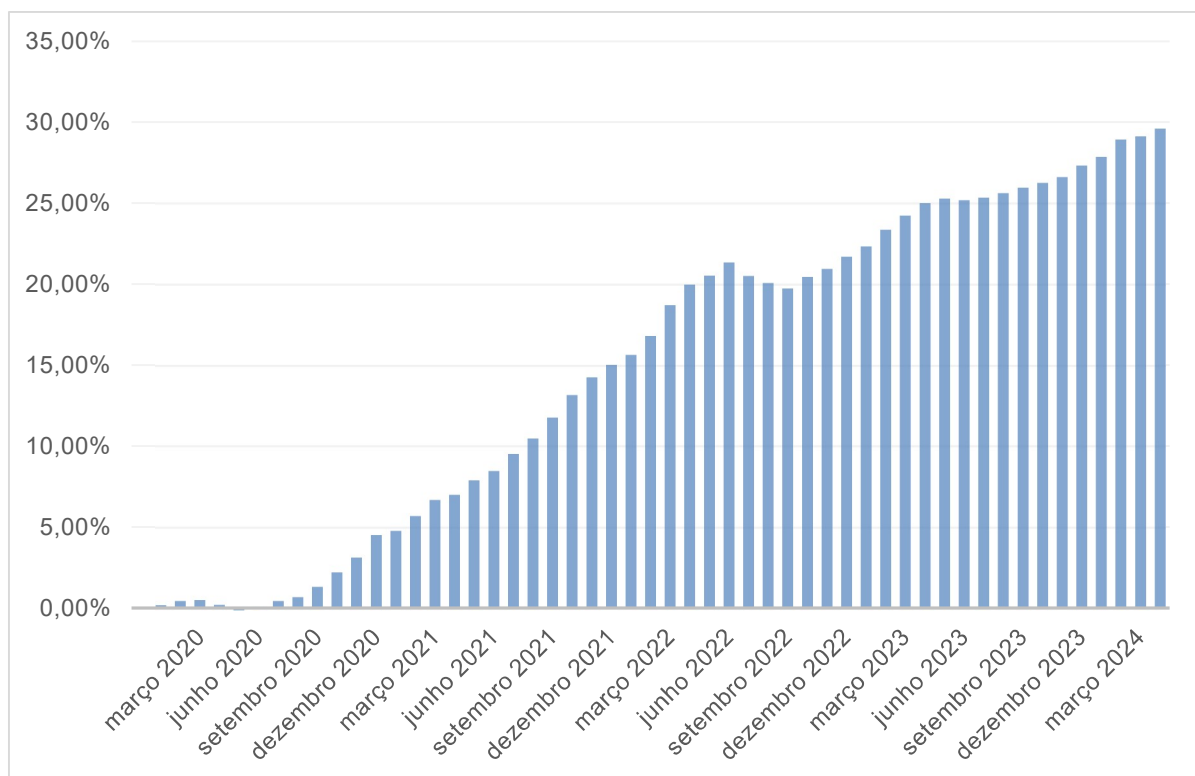
Em resposta a esse cenário inflacionário, o Banco Central do Brasil iniciou um ciclo agressivo de aumentos na taxa SELIC, a taxa básica de juros da economia. Desde março de 2021, a SELIC foi elevada de níveis historicamente baixos para 13,75% ao ano em agosto de 2022, uma das taxas mais altas entre as principais economias do mundo (BACEN, 2022). Essa política de juros altos tem como objetivo principal controlar a inflação, que alcançou níveis preocupantes, acima do teto da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). O Gráfico 2, ilustrará como a inflação, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), aumentou significativamente durante o período de recuperação econômica pós-pandemia, refletindo o impacto das pressões inflacionárias globais e domésticas, evidenciando a correlação entre essas duas variáveis e demonstrando como os ajustes na taxa de juros foram utilizados como uma ferramenta crucial de política monetária para controlar a inflação crescente, permitindo uma análise visual clara de como as mudanças na taxa SELIC ocorreram em resposta direta às variações da inflação, destacando os períodos de maior ajuste e suas respectivas influências no cenário econômico brasileiro.

O aumento da taxa de juros básica é um instrumento de cunho monetário que visa desaquecer a economia, reduzindo a demanda agregada e ajudando a controlar os preços (KEYNES, 1936; MODIGLIANI, 1944). No entanto, essa estratégia também tem seus custos. Juros mais altos encarecem o crédito para consumidores e empresas, o que pode retardar o crescimento econômico e aumentar o desemprego. Além disso, a política de juros elevados tem impacto direto sobre o mercado financeiro, influenciando o comportamento dos investidores e a performance dos diferentes tipos de fundos de investimento.

Nesse contexto, a manutenção da taxa SELIC em um nível elevado e constante oferece uma oportunidade única para analisar como diferentes categorias de fundos de investimento se comportam em um ambiente de alta estabilidade da taxa de juros. A análise de desempenho dos fundos de investimento em ações e dos fundos multimercado durante este período pode fornecer *insights* valiosos sobre as estratégias de gestão de risco e retorno adotadas pelos gestores de fundos, além de

contribuir para a compreensão das dinâmicas do mercado financeiro brasileiro em tempos de inflação alta e juros elevados.

GRÁFICO 2 – INFLAÇÃO NO BRASIL: IPCA ACUMULADO (JANEIRO/2020 ATÉ ABRIL/2024)



FONTE: BACEN – Banco Central do Brasil (2024)

Assim, este estudo visa não apenas avaliar o desempenho dos fundos de investimento, mas também entender o impacto macroeconômico das políticas monetárias sobre o mercado financeiro brasileiro. Ao investigar como os fundos reagiram à estabilidade da taxa SELIC em um patamar elevado, será possível obter uma visão mais ampla sobre a eficácia das estratégias de investimento em diferentes cenários econômicos, proporcionando uma base sólida para futuras pesquisas e decisões financeiras mais informadas.

3.4 ESCOLHA DOS FUNDOS ANALISADOS

Os fundos selecionados para análise foram escolhidos com base em sua magnitude no mercado financeiro, utilizando o critério do Patrimônio Líquido como indicador principal. A metodologia adotada consistiu em identificar e agrupar os dez

maiores fundos em termos de Patrimônio Líquido em cada categoria específica, ou seja, Fundos de Ações e Fundos Multimercado. Essa abordagem permite uma comparação significativa e abrangente entre os fundos mais representativos de cada categoria, considerando-os em conjunto como uma única carteira para fins de análise comparativa entre os grupos.

A escolha dos fundos com base no Patrimônio Líquido proporciona uma amostra que reflete a representatividade e a diversidade do mercado de fundos de investimento. Ao agrupar os 10 maiores fundos de cada categoria, garantimos a inclusão dos *players* mais influentes e significativos em cada segmento, abrangendo diferentes estratégias de investimento, gestores e perfis de risco. A Tabela 2 abaixo demonstra quais os dez maiores Fundos de Investimento em Ações considerando o Patrimônio Líquido publicado pela CVM em agosto de 2022, e a Tabela 3 demonstra os dez maiores Fundos de Investimento Multimercado no mesmo período, assim como a somatória do Patrimônio Líquido de cada fundo para atribuir um censo volumétrico à análise.

Ao agrupar os fundos escolhidos como um único ativo para fins de comparação, adotamos uma abordagem unificada que simplifica a análise e facilita a identificação de diferenças de desempenho entre as diferentes categorias de fundos, permitindo uma análise compreensiva do desempenho de cada categoria, como será apresentado no próximo capítulo.

TABELA 2 - ESCOLHA DOS FUNDOS ANALISADOS: DEZ MAIORES FUNDOS DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

MAIORES FUNDOS DE INVESTIMENTO EM AÇÕES POR PATRIMÔNIO LÍQUIDO	
FUNDOS DE INVESTIMENTO EM AÇÕES	PATRIMÔNIO LÍQUIDO
OPPORTUNITY AÇÕES FI AÇÕES BDR NÍVEL I	R\$ 12.243.169.715,98
CHARDONNAY INVESTIMENTO NO EXTERIOR FI AÇÕES	R\$ 12.120.759.704,61
ATMOS MASTER FI AÇÕES	R\$ 11.070.591.348,80
DYNAMO COUGAR MASTER FI AÇÕES	R\$ 9.214.341.147,79
ALVORADA FI AÇÕES	R\$ 7.938.232.040,27
DYNAMO COUGAR FIC AÇÕES	R\$ 6.072.274.350,90
ABSOLUTO PARTNERS MASTER FI AÇÕES	R\$ 5.098.188.002,84
TEMPRANILLO INVESTIMENTO NO EXTERIOR FI AÇÕES	R\$ 4.702.211.039,14
GERAÇÃO L. PAR FI AÇÕES	R\$ 4.405.731.460,14
SPX FALCON MASTER FI AÇÕES	R\$ 3.975.792.774,07
TOTAL	R\$ 76.841.291.584,54

FONTE: CVM (acessado em 2024)

TABELA 3 - ESCOLHA DOS FUNDOS ANALISADOS: DEZ MAIORES FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO

MAIORES FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO POR PATRIMÔNIO LÍQUIDO	
FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO	PATRIMÔNIO LÍQUIDO
OITI INVESTIMENTO NO EXTERIOR FI MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO	R\$ 38.200.194.947,78
BWGI ALLOCATION INVESTIMENTO NO EXTERIOR FI MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO	R\$ 35.179.168.559,34
CENTRALIZAÇÃO FI MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO	R\$ 29.446.439.347,87
SANTANDER DIAMANTINA INVESTIMENTO NO EXTERIOR FI MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO	R\$ 24.700.413.516,98
LEGACY CAPITAL MASTER FI MULTIMERCADO	R\$ 17.745.789.942,19
BB TOP JUROS E MOEDAS FI MULTIMERCADO LP	R\$ 17.667.799.213,17
BB JUROS E MOEDAS FIC MULTIMERCADO LP	R\$ 17.196.138.639,92
SPX NIMITZ MASTER FI MULTIMERCADO	R\$ 16.931.402.133,72
IBIUNA HEDGE ST MASTER FI MULTIMERCADO	R\$ 16.387.436.559,52
SPX RAPTOR MASTER INVESTIMENTO NO EXTERIOR FI MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO	R\$ 15.288.254.403,37
TOTAL	R\$ 228.743.037.263,86

FONTE: CVM (acessado em 2024)

4 HIPÓTESE TEÓRICA E RESULTADO DA ANÁLISE

4.1 HIPÓTESE TEÓRICA

Em um ambiente de taxas de juros altas, espera-se que os fundos de investimento, especialmente aqueles com estratégias e alocações distintas, apresentem desempenhos variáveis conforme suas exposições a diferentes classes de ativos. A teoria econômica sugere que taxas de juros elevadas têm impactos negativos no mercado financeiro e, conseqüentemente, nos fundos de investimento (BISSOON, et al, 2016).

Taxas de juros altas geralmente resultam em um aumento nos custos de financiamento para empresas, o que pode levar a uma redução nos lucros corporativos e, conseqüentemente, a uma desvalorização das ações. Além disso, investidores podem optar por mover seus recursos para investimentos de renda fixa, que se tornam mais atrativos em um ambiente de juros altos, diminuindo a demanda por ações e pressionando ainda mais seus preços para baixo (BISSOON, et al, 2016).

No caso dos fundos multimercado, a expectativa teórica é mais complexa devido à sua natureza diversificada e flexível. Esses fundos têm a capacidade de ajustar suas alocações de ativos em resposta às condições de mercado. Em um ambiente de taxas de juros elevadas, os gestores desses fundos podem aumentar a exposição a ativos de renda fixa de alta qualidade, que oferecem rendimentos mais atrativos e segurança relativa. No entanto, se a diversificação e a gestão ativa não forem eficazes, o desempenho ajustado ao risco desses fundos pode não ser satisfatório, especialmente se forem mantidas posições significativas em ativos mais voláteis ou sensíveis às taxas de juros (BALI, et al, 2014). No entanto, é importante considerar o risco de crédito e a duração dos ativos, pois aumentos abruptos nas taxas de juros podem levar a perdas de valor de mercado para títulos de longo prazo.

Além disso, o ambiente de taxas de juros altas geralmente está associado a expectativas de inflação controlada ou em queda (FAMA, 1975; COCHRANE, 2016), o que pode estabilizar os retornos de fundos de investimento ao longo do tempo. A política monetária restritiva aplicada pelo Banco Central para controlar a inflação pode levar a um cenário de estabilização econômica a longo prazo, beneficiando fundos que conseguem navegar eficientemente através do período de juros altos.

Em resumo, a hipótese teórica sugere que, em um ambiente de taxas de juros altas, fundos de investimento com maior exposição a renda fixa podem se beneficiar diretamente através de rendimentos mais altos. Já os fundos de ações e multimercado podem enfrentar desafios adicionais, necessitando de estratégias de gestão altamente adaptativas para mitigar riscos e capitalizar oportunidades de mercado. Essa hipótese servirá de base para analisar empiricamente o desempenho dos fundos selecionados neste estudo.

4.2 RESULTADO DA ANÁLISE

Aplicando então os conceitos discutidos para realização da análise de performance, foi considerado o retorno semanal no período de agosto de 2022 até agosto de 2023 e calculado o Índice de Shape de cada fundo, assim como a média de cada um dos critérios entre cada uma das carteiras, resultando a Tabela 4 e Tabela 5, demonstrando os resultados da análise.

Os fundos de ações analisados apresentaram um desempenho robusto ao longo do período estudado. O retorno médio acumulado dos fundos de ações foi de 21,52%, indicando uma valorização significativa, mesmo considerando a já mencionada taxa de juros em 13,75%. No entanto, é importante considerar a volatilidade associada a esses fundos; utilizando o Índice de Sharpe para avaliar o desempenho ajustado ao risco, foi identificado um valor de 0,054, o que sugere que, embora os fundos de ações tenham gerado retornos elevados, o nível de risco associado a esses retornos é considerável.

Os fundos multimercado apresentaram um desempenho mais conservador durante o período analisado. O retorno acumulado médio desses fundos foi de 7,99%, significativamente menor que o dos fundos de ações, e seu Índice de Sharpe resultando -0,049 indica retornos ajustados ao risco negativos. Este resultado sugere que os fundos multimercado não conseguiram compensar adequadamente os riscos assumidos durante o período estável da taxa SELIC (SHARPE, 1966).

TABELA 4 - RESULTADO DA ANÁLISE: RETORNO ACUMULADO E ÍNDICE DE SHARPE DAS CARTEIRAS

FUNDOS DE INVESTIMENTO EM AÇÕES (08/23 - 08/24)	RETORNO ACUMULADO (%)	SHARPE
OPPORTUNITY AÇÕES FI AÇÕES BDR NÍVEL I	16,31%	0,030
CHARDONNAY INVESTIMENTO NO EXTERIOR FI AÇÕES	12,29%	0,020
ATMOS MASTER FI AÇÕES	18,61%	0,045
DYNAMO COUGAR MASTER FI AÇÕES	22,94%	0,065
ALVORADA FI AÇÕES	15,39%	0,025
DYNAMO COUGAR FIC AÇÕES	20,61%	0,053
ABSOLUTO PARTNERS MASTER FI AÇÕES	21,45%	0,054
TEMPRANILLO INVESTIMENTO NO EXTERIOR FI AÇÕES	44,29%	0,118
GERAÇÃO L. PAR FI AÇÕES	1,05%	-0,041
SPX FALCON MASTER FI AÇÕES	37,32%	0,168
Retorno Médio Acumulado	21,52%	0,054

FONTE: CVM (acessado em 2024)

TABELA 5 - RESULTADO DA ANÁLISE: RETORNO ACUMULADO E ÍNDICE DE SHARPE DA CARTEIRA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

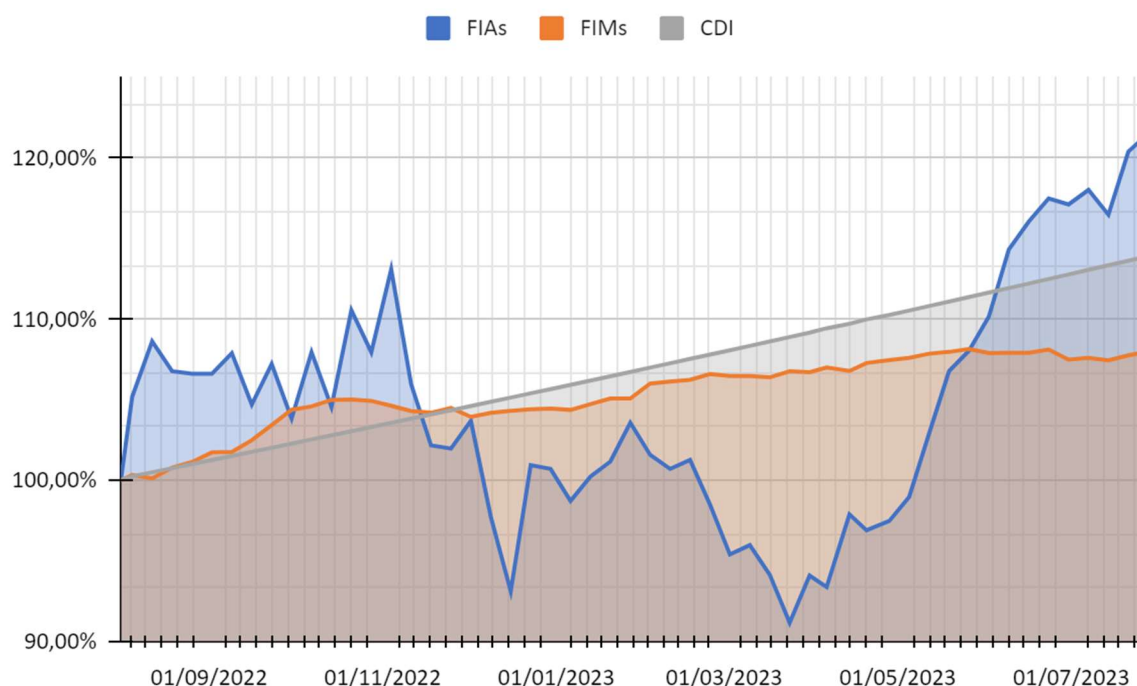
FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO (08/23 - 08/24)	RETORNO ACUMULADO (%)	SHARPE
OITI INVESTIMENTO NO EXTERIOR FI MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO	11,37%	-0,037
BWGI ALLOCATION INVESTIMENTO NO EXTERIOR FI MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO	2,93%	-0,094
CENTRALIZAÇÃO FI MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO	13,64%	0,468
SANTANDER DIAMANTINA INVESTIMENTO NO EXTERIOR FI MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO	13,45%	-0,057
LEGACY CAPITAL MASTER FI MULTIMERCADO	11,49%	-0,043
BB TOP JUROS E MOEDAS FI MULTIMERCADO LP	13,36%	-0,061
BB JUROS E MOEDAS FIC MULTIMERCADO LP	12,80%	-0,267
SPX NIMITZ MASTER FI MULTIMERCADO	-3,23%	-0,213
IBIUNA HEDGE ST MASTER FI MULTIMERCADO	12,70%	-0,014
SPX RAPTOR MASTER INVESTIMENTO NO EXTERIOR FI MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO	-13,48%	-0,174
Retorno Médio Acumulado	7,99%	-0,049

FONTE: CVM (acessado em 2024)

Ao comparar os dois tipos de fundos, observa-se que os fundos de ações proporcionaram retornos acumulados e retornos ajustados ao risco significativamente maiores do que os fundos multimercado, destacando a diferença de performance nas estratégias de gestão e no perfil de risco de cada tipo de fundo.

O Gráfico 3, compara o retorno médio acumulado das duas carteiras no período estudado.

GRÁFICO 3 – RETORNO MÉDIO ACUMULADO: COMPARAÇÃO ENTRE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM AÇÕES, FUNDOS DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO e CDI



FONTE: Quantum Axis (2024)

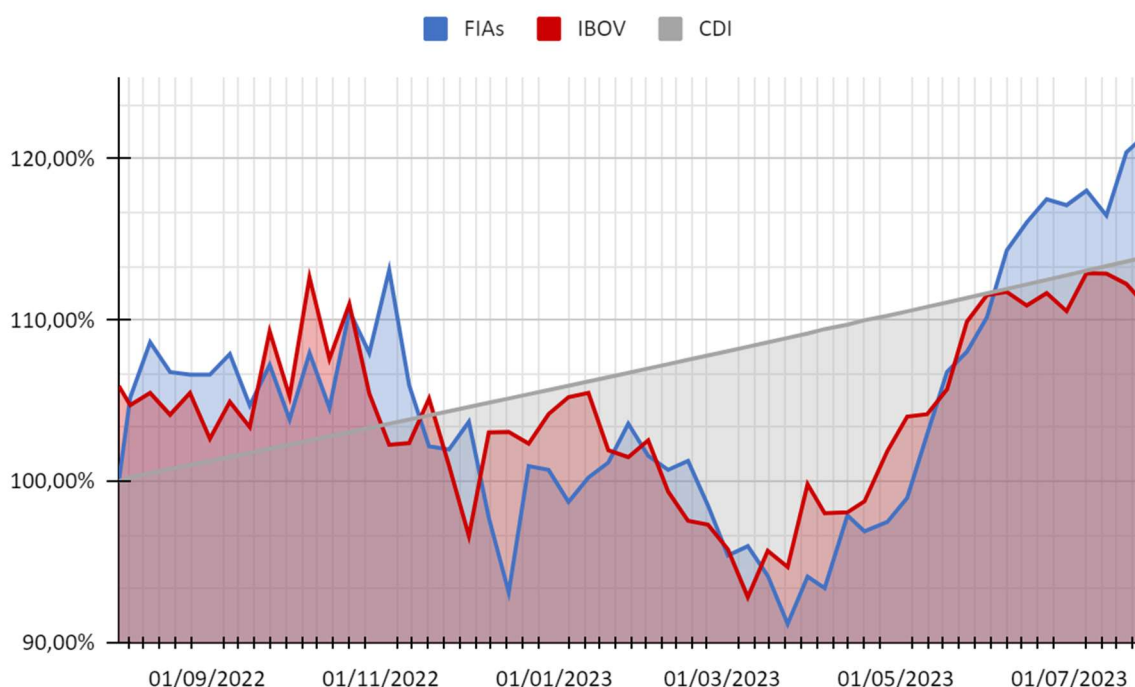
A análise dos gráficos revela que os Fundos de Investimento em Ações experimentaram um *drawdown* significativamente maior em comparação com os Fundos de Investimento Multimercado ao longo do período estudado. No entanto, apesar das quedas mais acentuadas, os Fundos de Investimento em Ações apresentaram um retorno médio acumulado substancialmente superior ao dos Fundos de Investimento Multimercado. Em contraste, a carteira de Fundos de Investimento Multimercado, apesar de ter exibido uma resiliência maior durante períodos de queda, não conseguiu superar a performance do CDI, o que indica um desempenho relativamente fraco em termos de retorno ajustado ao risco. Portanto, enquanto os Fundos de Investimento Multimercado mostraram-se eficazes em limitar o *drawdown*, os investidores focados em obter retornos mais elevados teriam encontrado nos Fundos de Investimento em Ações uma opção mais vantajosa, mesmo considerando a maior exposição ao risco.

4.3 POSSÍVEIS INTERPRETAÇÕES

Resta então a tentativa de uma interpretação dos resultados encontrados. Uma simples e lógica explicação para o retorno excessivo da carteira de Fundos de Investimento em Ações é atribuído a correlação da carteira com a bolsa de valores.

O Gráfico 4 implica o porquê dos Fundos de Investimento em Ações demonstrarem um desempenho tão notável durante o período analisado: o motivo pode ser atribuído, em grande parte, à forte correlação com o índice IBOVESPA (IBOV), que também registrou uma valorização significativa no mesmo período (GOETZMANN E MASSA, 1999).

GRÁFICO 4 – RETORNO MÉDIO ACUMULADO: COMPARAÇÃO ENTRE FIAs, IBOV e CDI



FONTE: Quantum Axis (2024)

Este comportamento sugere que o sucesso dos Fundos de Investimento em Ações não se deveu exclusivamente à habilidade de previsão e seleção de ativos por parte dos gestores, mas também à tendência de alta do mercado como um todo. No entanto, é importante destacar que, embora a correlação com o IBOV tenha desempenhado um papel crucial, os Fundos de Investimento em Ações ainda apresentaram um retorno excessivo ao final do período estudado.

Este retorno adicional sugere que os gestores dos Fundos de Investimento em Ações conseguiram agregar valor aos cotistas, possivelmente através de estratégias

eficazes de seleção de ativos e de timing de mercado, que foram além do simples acompanhamento do índice de referência. Em contraste, os Fundos de Investimento Multimercado, apesar de exibirem uma menor volatilidade e *drawdown*, não conseguiram superar o CDI, indicando uma performance mais conservadora e menos lucrativa em termos de retorno acumulado.

Portanto, a análise final reforça a importância de entender a correlação entre os fundos de investimento e os índices de referência, além de reconhecer a habilidade dos gestores em gerar valor adicional. Os resultados mostram que, durante o período de estudo, os Fundos de Investimento em Ações se beneficiaram significativamente da valorização do índice IBOV, mas também indicam uma competência dos gestores em maximizar retornos, oferecendo uma opção atrativa para investidores em busca de retornos superiores, mesmo diante de uma maior exposição ao risco de volatilidade de mercado.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise dos diferentes tipos de fundos de investimento ao longo do período estável da taxa SELIC revelou *insights* importantes sobre a gestão e o desempenho ajustado ao risco desses fundos. Os fundos de ações demonstraram um potencial de retorno elevado, mas com uma relação risco-retorno moderada, enquanto os fundos multimercado enfrentaram desafios significativos para entregar retornos positivos ajustados ao risco, refletindo os desafios de sua estratégia diversificada em um ambiente de mercado estável.

Esses resultados fornecem *insights* valiosos sobre a eficácia das diferentes estratégias de gestão em condições de mercado com taxas de juros estáveis. A alta volatilidade e os retornos significativos dos fundos de ações destacam sua atratividade potencial para investidores com maior tolerância ao risco. Por outro lado, os resultados menos favoráveis dos fundos multimercado sugerem a necessidade de uma gestão ainda mais diligente e adaptativa para alcançar melhores resultados ajustados ao risco. Esta avaliação contribui para a compreensão das dinâmicas de performance dos fundos de investimento, oferecendo uma base sólida para futuras investigações e para a formulação de estratégias de investimento mais eficazes.

No entanto, este estudo não esgota as possibilidades de análise e levanta várias questões para futuras pesquisas. Primeiramente, a análise pode ser enriquecida utilizando outras métricas de avaliação de desempenho, como o Índice de Treynor, o Alfa de Jensen e a Análise de Regressão para captar melhor a contribuição de fatores específicos para os retornos dos fundos. Essas métricas adicionais poderiam fornecer uma visão mais abrangente sobre a eficácia das estratégias de investimento e a gestão de riscos.

Além disso, ampliar o número de fundos estudados poderia aumentar a robustez das conclusões. Considerar uma amostra maior de fundos de investimento em ações e multimercado, bem como incluir outras categorias de fundos, como fundos de renda fixa e fundos imobiliários, permitiria uma análise mais diversificada e detalhada. Essa ampliação possibilitaria identificar padrões e tendências mais gerais no comportamento dos fundos de investimento sob diferentes cenários econômicos.

Outra área promissora para aprofundamento é a categorização mais específica dos fundos de investimento. Classificar os fundos por estratégias de gestão ativa e passiva poderia oferecer *insights* diferenciados sobre a performance relativa dessas

abordagens. Fundos de gestão ativa, que buscam superar os índices de referência através de decisões de investimento proativas, e fundos de gestão passiva, que replicam índices de mercado, apresentam características e resultados distintos que merecem ser explorados separadamente. Essa análise poderia fornecer uma compreensão mais detalhada sobre como cada abordagem se comporta em um ambiente de taxas de juros altas.

Finalmente, investigar a evolução regulatória e as suas implicações sobre a performance dos fundos de investimento pode fornecer contexto adicional às análises. A implementação de novas regulamentações e mudanças nas diretrizes da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), como as apresentadas pela Instrução CVM 555, impactam diretamente a operação e a transparência dos fundos, influenciando suas estratégias e resultados.

Conclui-se que, embora este estudo tenha fornecido uma análise inicial valiosa sobre o desempenho dos fundos de investimento em um período de estabilidade da taxa SELIC, há múltiplas direções para expansão e aprofundamento da pesquisa. Tais estudos futuros não apenas contribuirão para uma compreensão mais completa e sofisticada do mercado de fundos de investimento no Brasil, mas também apoiarão investidores e gestores na formulação de estratégias mais informadas e eficazes em diversos contextos econômicos.

REFERÊNCIAS

- AÇIKGÖZ, Ömer e GÜNAY, Asli. **The early impact of the Covid-19 pandemic on the global and Turkish economy**. Turkish Journal of Medical Sciences: Vol. 50: No. 9, Artigo 6, 2020. Disponível em: <<https://journals.tubitak.gov.tr/medical/vol50/iss9/6>>. Acesso em 17 de maio de 2024.
- ANBIMA - **Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Patrimônio Líquido – Relatório. Dezembro de 2023**. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/>>. Acesso em 13 de fevereiro de 2024.
- ANBIMA – **Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais – Ranking de Gestão de Fundos de Investimentos ANBIMA**. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/informacoestecnicas/rankings/fundosdeinvestimento/gestao/Documents/Metodologia_Ranking_de_Gestao_de_Fundos_de_Investimento.pdf>. Acesso em: 17 fevereiro de 2024.
- ARMANTIER, et al. **How economic crises affect inflation beliefs: Evidence from the Covid-19 pandemic**, Journal of Economic Behavior & Organization, Volume 189, 2021. Disponível em <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0167268121001839>>. Acesso em 19 de maio de 2024.
- BACEN – **Banco Central do Brasil**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pt-br/paginas/default.aspx>>. Acesso em: 06 de junho de 2024.
- BALI, Turan G.; BROWN, Stephen J.; CAGLAYAN, Mustafa O. **Macroeconomic risk and hedge fund returns**. Journal of Financial Economics, v. 114, n. 1, p. 1-19, 2014.
- BARCELLOS, Marta e AZEVEDO, Simone. **Histórias do Mercado de Capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória da bolsa de valores no país**, 2010.
- BISSOON, R., et al. **Monetary Policy Impact on Stock Return: Evidence from Growing Stock Markets**. Theoretical Economics Letters, 6, 1186-1195, 2016. Disponível em <10.4236/tel.2016.65112>. Acesso em 17 de maio de 2024.
- BRASIL. Decreto-Lei nº 157, 10 de fevereiro de 1967. **Concede estímulos fiscais à capitalização das empresas; reforça os incentivos à compra de ações;**

facilita o pagamento de débitos fiscais. Disponível em:

<https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/del0157.htm>. Acesso em 20 de maio de 2024.

BRASIL. Instrução Normativa 175 da Comissão de Valores Mobiliários, de 23 de dezembro de 2022. **Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos, e revoga as normas que especifica.**

Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 28 de dezembro de 2022. Disponível em:

<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html>>. Acesso em: 21 de maio de 2024.

BRASIL. Instrução Normativa 193 da Comissão de Valores Mobiliários, de 20 de outubro de 2023. **Dispõe sobre a elaboração e divulgação do relatório de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade, com base no padrão internacional emitido pelo International Sustainability Standards Board -**

ISSB. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 23 de outubro de 2023. Disponível em:

<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol193.html>>. Acesso em: 22 de maio de 2024.

BRASIL. Instrução Normativa 555 da Comissão de Valores Mobiliários, de 17 de dezembro de 2014. **Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento.**

Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 17 de dezembro de 2014. Disponível em:

<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>>. Acesso em: 21 de maio de 2024.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre as Sociedades por Ações.** Disponível em

<https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em 20 de maio de 2024.

BRASIL. Lei nº 6.835, de 7 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.** Disponível em

<https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>. Acesso em 20 de maio de 2024.

COCHRANE, John H. **Do higher interest rates raise or lower inflation?**. 2016.

Disponível em:

<<https://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/research/papers/fisher.pdf>>.

CVM – **Comissão de Valores Mobiliários. Fundos de Investimento**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/protiniv/Caderno3-05.pdf>>. Acesso em: 19 de maio de 2024.

DA SILVA, Mygre Lopes; DA SILVA, Rodrigo Abbade. **Economia brasileira pré, durante e pós-pandemia do covid-19: impactos e reflexões. Observatório Socioeconômico da Covid-FAPERGS**, 2020.

DE FARIA, Gustavo Henrique; DE SOUZA, Kamyrr Gomes; MALAQUIAS, Rodrigo Fernandes. **Análise do desempenho dos fundos de investimentos brasileiros de gestão ativa e gestão passiva**. Revista da Faculdade de Administração e Economia, v. 8, n. 1, p. 138-161, 2016.

DE OLIVEIRA, Fernando Nascimento; DA COSTA, Alexandre Romaguera Rodrigues. **Os impactos das mudanças inesperadas da SELIC no mercado acionário brasileiro. BBR-Brazilian Business Review**, v. 10, n. 3, p. 54-84, 2013.

DINIZ, Ginne Siqueira. **Análise de performance dos fundos de ações brasileiros: estratégias de gestão ativa e passiva**. 2021.

EID JUNIOR, W. e ROCHMAN, R. **Fundos de Investimento Ativos e Passivos no Brasil: Comparando e Determinando os seus Desempenhos**. Anais 7o Encontro Brasileiro de Finanças 2007. São Paulo. Anais do EBFIN 2007. 2007. v. 1. 2007. p. 1-16.

FAMA, Eugene F. **Short-term interest rates as predictors of inflation**. American Economic Review, v. 65, n. 3, p. 269-282, 1975.

FERREIRA, T. S. V.; XAVIER, G. C.; MARTINS, O. S. **Incerteza política e o prêmio de risco no mercado acionário brasileiro**. XX SemeAd, ISSN, 2177-3866, Novembro de 2017.

FONSECA, N.F. et al. **Análise Do Desempenho Recente De Fundos De Investimento No Brasil**. Contabilidade Vista & Revista, Vol. 18, No. 1, pp. 95-116, 2007.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 17a ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.

GAMA NETO, R. B. **Impactos da COVID-19 sobre a Economia Mundial**. Boletim de Conjuntura (BOCA), Boa Vista, v. 2, n. 5, p. 113–127, 2020. Disponível em: <https://revista.ioles.com.br/boca/index.php/revista/article/view/134>. Acesso em: 26 maio. 2024.

GUIMARÃES, T. M.; MALAQUIAS, R. F.. **Performance of Equity Mutual Funds considering ESG investments, Financial Constraints, and the COVID-19 Pandemic**. 2023.

GOETZMANN, William N.; MASSA, Massimo. **Index funds and stock market growth**. 1999.

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo**. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/>. Acesso em 10 de abril de 2024.

JUNIOR, William Eid; ROCHMANN, R. **Fundos de Investimento Ativos e Passivos no Brasil: Comparando e Determinando os seus Desempenhos**. *Revista Brasileira de Finanças*, 2008.

KEYNES, J.M. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. London, Macmillan, 1937.

KLEIN, Vinícius. **O financiamento de longo prazo e o mercado de capitais no Brasil: uma visão histórica a partir do exemplo dos fundos** 157. *Revista Jurídica*, v. 2, n. 31, p. 302-321, 2013.

MALAQUIAS, R. F.; EID JUNIOR, W. **Fundos multimercados: desempenho, determinantes do desempenho e efeito moderador**. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, v. 15, n. 4, p. 135–163, jul. 2014.

MATOS, P. e NOGUEIRA, T. **Análise de Performance e Gestão de Fundos de Investimento Multimercado no Brasil**. In: 12o Encontro Brasileiro de Finanças. Anais. São Paulo: SBFIn, 2012.

MATOS, Paulo Rogério Faustino et al. **Stock investment funds in Brazil: performance and management expertise**. *Brazilian Business Review*, v. 9, n. Special Ed, p. 1-37, 2012.

MESQUITA, F. V. **Avaliação de performance de fundos de investimentos abertos no Brasil: uma comparação entre Fundos Multimercado e Fundos de Ações.** 2012.

MODIGLIANI, F: **Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money.** 1944.

OKIMURA, Rodrigo Takashi; SILVA, Cinthia Barbosa da; LOVRO, José Eduardo Gonçalves. **Gestão passiva x gestão ativa: uma análise no mercado acionário brasileiro.** 2020.

OLIVEIRA - CVM 175

PORSSE, Alexandre A. et al. **Impactos econômicos da COVID-19 no Brasil.** Nota Técnica NEDUR-UFPR, v. 1, p. 44, 2020.

QUANTUM AXIS – Base de Dados em Série Histórica de Fundos de Investimento Brasileiros. Disponível em: <quantumaxis.com.br/webaxis/>. Acesso em 21 de maio de 2024.

ROUWENHORST, K. Geert. **The Origins of Mutual Funds.** 2004. Disponível em SSRN: <<https://ssrn.com/abstract=636146>>. Acesso em 20 de março de 2024.

RUBIK, EDUARDO MEDEIROS; COSTA, KARINE VIVIANE ANDRADE. **Algumas relações entre a SELIC-over e o CDI.** *Ciências Sociais Aplicadas em Revista*, v. 8, n. 15, p. 159-159, 2008.

SANTOS, Elvis Aleksander dos. **A resolução CVM 175 e suas propostas de mudança para a indústria de fundos de investimento no Brasil: uma análise comparativa com as práticas regulatórias internacionais.** 2023.

SHARPE, W. **Asset allocation: management style and Performance measurement.** *Journal of Portfolio Management*, pp. 7-19, 1992.

SHARPE, W. **The Sharpe Ratio.** *Journal of Portfolio Management*, v. 21, p.49-58, Fall 1994.

SHARPE, William F. **Mutual fund performance.** *The Journal of business*, v. 39, n. 1, p. 119-138, 1966.

SILVA, Myrella Magda Barbosa da. **O impacto do risco político no sentimento do investidor brasileiro.** 2018.

SILVA, Myrella Magda Barbosa da. **O impacto do risco político no sentimento do investidor brasileiro.** 2018.

SILVA, Nívia Aguiar da.; MACEDO, Marcelo Álvaro da Silva. **Avaliação do Desempenho dos Fundos de Investimentos de 1995 a 2002: Comparando Instituições Nacionais e Estrangeiras**. Revista de Informação Contábil. Vol. 3, no 1, p. 16-39, jan-mar/2009.

SORGE, Luiz. **A perspectiva da indústria de fundos de investimento no Brasil**. Anuário da Indústria de Fundos de Investimento, p. 7-13, 2016.

TRINDADE, João Antônio Souza; MALAQUIAS, Rodrigo Fernandes. **Análise de desempenho de fundos de investimento de renda fixa e renda variável**. Revista Auditoria Governança e Contabilidade, v. 3, n. 5, 2015.

VARGA, G. **Índice de sharpe e outros indicadores de performance aplicados a fundos de ações brasileiros**. Revista de Administração Contemporânea, v. 5, n. 3, p. 215–245, 2001.