

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O IMPACTO DA GESTÃO ATIVA SOBRE A RENTABILIDADE DOS
FUNDOS DE AÇÕES BRASILEIROS, NA DÉCADA DE 2010.

Omar Ghazi

No. de matrícula: 1611967

Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia

Junho de 2020

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O IMPACTO DA GESTÃO ATIVA SOBRE A RENTABILIDADE DOS
FUNDOS DE AÇÕES BRASILEIROS, NA DÉCADA DE 2010.

Omar Ghazi

No. de matrícula: 1611967

Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia

Junho de 2020

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor

Agradecimentos

Ao meu orientador, Márcio Garcia, por toda a solicitude e auxílio que viabilizaram a realização deste trabalho.

Aos meus pais, Carlos e Érika, por todo o empenho em me proporcionar o melhor, sempre.

À minha irmã Yasmine, por me amar e acreditar em mim, todos os dias.

À minha namorada Paula, por todo o companheirismo e incentivo.

Aos meus amigos da faculdade, por todos os momentos incríveis que vivemos ao longo do curso.

À PUC-Rio e à Quantum Finance, por terem contribuído para o meu desenvolvimento profissional e humano.

Sumário:

1.	Introdução.....	7
2.	Revisão da Literatura	9
3.	Base de Dados	13
4.	O Atual Contexto dos Fundos de Investimento em Ações no Brasil	22
	4.1 - Fundos de Investimento.....	22
	4.2 – Particularidades dos Fundos de Investimento em Ações no Brasil	24
	4.3– Subdivisões dos Fundos de Ações	27
	4.4 – A Atual Distribuição dos Fundos de Ações	31
	4.4.1 – Por Número de Fundos	31
	4.4.2 – Por Patrimônio Líquido.....	32
5.	Metodologia.....	35
6.	Resultados	38
7.	Conclusão	41
8.	Referências Bibliográficas	43

Lista de Tabelas:

Tabela 1 – Taxas de Administração e Performance, Benchmarks e Liquidez	26
Tabela 2 – Ordenação dos Fundos de Ações por Classificação ANBIMA	30
Tabela 3 – Distribuição absoluta do Patrimônio Líquido dos Fundos de Ações.....	32
Tabela 4 – Distribuição absoluta do Patrimônio Líquido dos Fundos de Ações Ativos	33
Tabela 5 - Resultados das Regressões para os Fundos de Ações Ativos.....	39
Tabela 6 - Resultados das Regressões para os Fundos de Ações Indexados.....	39

Lista de Gráficos

Gráfico 1 - Distribuição dos benchmarks dos Fundos de Ações Ativos.....	18
Gráfico 2 - Distribuição dos benchmarks dos Fundos de Ações Indexados	18
Gráfico 3 – Comparativo de retorno mensal entre Fundos de Ações Ativos, Indexados e Ibovespa	19
Gráfico 4 – Comparativo de retorno mensal entre Fundos de Ações Ativos, Indexados e IBX.....	20
Gráfico 5 - Máximas de volatilidade anual dos Fundos de Ações Ativos e Indexados	21
Gráfico 6 - Evolução da participação dos Fundos de Ações na indústria	23
Gráfico 7 - Distribuição dos Fundos de Investimento em Ações	31
Gráfico 8 - Distribuição dos Fundos de Ações Ativos	32
Gráfico 9 - Distribuição percentual do Patrimônio Líquido dos Fundos de Ações	34
Gráfico 10 - Distribuição percentual do Patrimônio Líquido dos Fundos de Ações Ativos	34

1. Introdução

Ao falarmos sobre temas como finanças pessoais ou organização financeira, no Brasil, podemos perceber o semblante de preocupação no rosto de muitos brasileiros, decorrente do desconhecimento a respeito do assunto.

Como se sabe, e pode-se sentir na própria pele, é fundamental saber como cuidar do próprio dinheiro, principalmente para podermos garantir, a nós mesmos, uma vida tranquila todos os dias. De todo modo, quem não gostaria de ver o seu próprio dinheiro render mais? Ou melhor, quem não gostaria de obter elevados retornos a partir do aporte inicial?

Nesse contexto, em função do desconhecimento a respeito do assunto e, especialmente, devido à falta de tempo para obter tal conhecimento, mostra-se interessante, para muitos brasileiros, delegar a gestão de seus recursos financeiros pessoais a profissionais capacitados e dedicados à essa atividade. Desse modo, desenvolve-se a indústria de fundos de investimento em nosso país.

No mercado financeiro brasileiro, podemos constatar a existência de fundos classificados de diferentes formas, destinados a clientes diversos e que atuam com diferentes níveis de agressividade. Nesse âmbito, um produto financeiro capaz de proporcionar ganhos variáveis ao investidor brasileiro denomina-se Ação. O vigente trabalho explora o impacto provocado pela gestão ativa dos Fundos de Investimento em Ações brasileiros, sobre a variação dos retornos de seus portfólios, na década passada.

Este estudo tem o intuito de analisar a variação dos retornos totais dos Fundos de Ações brasileiros ao longo da década de 2010. Mais especificamente, o objetivo da análise é apurar a importância de alocações táticas, realizadas pelos gestores dos Fundos de Ações Ativos e Fundos de Ações Indexados, para explicar a variação dos retornos totais obtidos por esses fundos.

Nesse sentido, o trabalho fundamenta-se em análises semelhantes, destinadas a outros cenários, e dá seguimento à literatura existente por meio da realização de duas novas análises, uma para trazer o poder explicativo dos componentes dos retorno sobre a variação dos retornos totais dos Fundos de Ações Ativos e outra, com propósito análogo, direcionada aos Fundos de Ações Indexados. Ilustrativamente, a dissertação contextualiza a indústria de Fundos de Ações brasileira na década de 2010, abordando tanto aspectos de patrimônio líquido e número de fundos, como caracterizando e discorrendo a respeito dos índices da indústria.

Para analisar a variação dos retornos totais dos Fundos de Ações Ativos e dos Fundos de Ações Indexados, no Brasil, na década passada, o estudo vale-se de metodologia apresentada para os estudos de casos anteriores, definindo a composição do retorno por meio de 3 componentes. Após a aplicação do método, a análise obtém os resultados do poder explicativo de cada componente do retorno nos diferentes grupos e conclui que o mercado é o principal componente da explicação da variação dos retornos totais em ambos, mas que o segundo principal fator não é o mesmo para Fundos Ativos e Indexados.

Além desse capítulo, este trabalho apresenta outros 6. O capítulo 2 traz a revisão da literatura a respeito do tema analisado. O capítulo 3 exhibe e discorre sobre os dados utilizados para a realização da análise. O capítulo 4 ilustra a indústria de fundos de investimento em ações brasileira. O capítulo 5 exhibe a metodologia empregada para a realização da análise. O capítulo 6 apresenta os resultados obtidos. O capítulo 7 traz uma conclusão a respeito da exposição.

2. Revisão da Literatura

A respeito da literatura adotada para o desenvolvimento deste trabalho, cujo intuito é avaliar o impacto da gestão ativa sobre a rentabilidade dos Fundos de Ações brasileiros na década de 2010, devemos evidenciar que o material para discorrer a respeito do tema é amplo. Os diversos artigos acadêmicos já desenvolvidos contemplam estudos referentes à indústria de fundos de diversos países do globo. Contudo, apesar de internacionalmente ampla, no Brasil a literatura sobre a explicação da variação dos retornos dos fundos de investimento ao longo do tempo é ainda pouco explorada.

No artigo seminal do tema, Brinson et al (1986), os autores iniciam a avaliação do impacto de cada componente do retorno na explicação dos retornos totais de planos de pensão norte-americanos. Definem política de investimento da gestão dos fundos, *market timing* e *security selection*, como os componentes do retorno, sendo os dois últimos componentes de gestão ativa, onde *market timing* é a estratégia de aumentar ou diminuir a alocação em determinada classe de ativo, relativamente, ao seu peso normal, visando aumentar retorno e/ou diminuir risco e *security selection* é a seleção ativa dentro de uma classe de ativos, descrita como o retorno da classe de ativo em excesso do retorno do benchmark dessa classe, ponderada pela total alocação normal dos ativos do fundo.

Para realizar a análise, os autores valeram-se de dados de um período de 10 anos (40-trimestres) de 91 planos de pensão norte-americanos, começando em 1974. Regrediram o retorno total de cada fundo contra o retorno de sua política de investimento e concluíram que a gestão ativa, apesar de importante, descreve extremamente menos dos retornos dos planos de pensão do que a política de investimento da gestão do fundo, pois essa explica mais de 90% da variabilidade da performance de um plano no tempo.

Ibbotson e Kaplan (2000) buscaram responder quanto da variabilidade do retorno do fundo ao longo do tempo é explicado por sua política de investimento. Para isso, decompueram o retorno total em política de investimento do fundo e gestão ativa. Utilizaram

10 anos de retornos mensais de 94 fundos multimercados dos Estados Unidos, que tinham ao menos 10 anos de dados ao fim de 31 de março de 1998, e 5 anos (1993-1997) de retornos trimestrais de 58 fundos de pensão e concluíram que cerca de 90% da variabilidade dos retornos mensais desses fundos pode ser explicada pela variabilidade do benchmark de sua política de investimento, confirmando o resultado apontado em Brinson et al (1986).

Entretanto, os autores consideraram posteriormente que o R^2 da série temporal deveria ser alto simplesmente porque fundos participam em geral do mercado de capitais e não porque eles seguem uma política de investimento específica. Exploraram essa ideia ao regressarem o retorno total de cada fundo contra o retorno total de um benchmark comum (ao invés de cada retorno contra o retorno do benchmark de sua própria política). Para um benchmark comum, usaram o S&P 500 e os resultados obtidos foram relativamente próximos aos obtidos quando usaram o benchmark de cada fundo em específico. Consequentemente, concluíram o R^2 alto na regressão de série temporal resulta primeiramente da participação do fundo no mercado de capitais e não das políticas específicas de cada fundo.

Xiong et al (2010) também buscou analisar a importância relativa da política de investimento do fundo versus a importância da gestão ativa na explicação da variação de performance. Mais especificamente, os autores buscaram analisar por que retornos diferem dentro de grupos de fundos semelhantes, ou melhor, se a diferença dos retornos se dá pela política de investimento adotada pelo fundo ou pelo componente de gestão ativa.

Para isso, decompueram o retorno de uma carteira em 3 componentes: o retorno do mercado, o retorno da política de investimento do fundo (desvios em relação ao mercado devidos ao índice de referência adotado pelo fundo) e o retorno promovido pela gestão ativa (habilidade dos gestores dos fundos de fazerem deslocamento táticos das alocações dos ativos em relação à política de escolha do índice de referência). Para realizarem a análise, utilizaram 3 grupos de fundos de investimento, totalizando uma amostra de 5.628 fundos, com dados de retorno de maio de 1999 a abril de 2009.

Conclusivamente, afirmaram que o mercado responde a 80% da variação total do retorno para todos os 3 grupos de fundos, dominando política de investimento e gestão ativa.

Tal resultado, de que o movimento do mercado domina regressões de séries temporais em retornos totais, é consistente com estudos anteriores, como Ibbotson and Kaplan (2000).

Além disso, ao analisarem o excesso de retorno em relação ao mercado, os autores concluíram que a política de investimento e o componente de gestão ativa tem um mesmo nível de poder explicativo sobre o excesso do retorno do fundo em relação ao mercado. Ou seja, os autores concluíram que, após removermos o efeito do mercado, a política de investimento do fundo e o componente de gestão ativa possuem um poder explicativo igual sobre os retornos dos fundos.

Aglietta et al (2012) valeram-se dos princípios abordados em Xiong et al (2010) para analisarem o retorno dos Fundos de Pensão norte-americanos, no período 1990-2008. Para a realização da análise, promoveram a decomposição do retorno dos fundos nos mesmos 3 componentes destacados em Xiong et al (2010): o retorno do mercado, o retorno da política de investimento do fundo e o retorno promovido pela gestão ativa.

A partir de sua base de dados, os autores analisaram o retorno dentro de cada classe de ativos em específico e conseguiram medir se a política de investimento do fundo, atrelada à escolha de seu benchmark, reflete parte significativa da performance ou se a maioria dos retornos vêm devido ao componente de gestão ativa. Conclusivamente, afirmaram que a contribuição do componente de gestão ativa é fundamental para explicar os retornos dentro de cada classe dos ativos e, assim como as análises anteriores, encontraram que a gestão ativa é irrelevante para explicar a alocação das carteiras entre as classes.

Paralelamente aos artigos apresentados neste capítulo, este trabalho também busca analisar a importância dos componentes do retorno dos fundos de investimento na explicação da variação dos retornos dos fundos ao longo do tempo. Para avaliar a importância do componente de gestão ativa, este estudo vale-se da decomposição do retorno dos fundos abordada em Xiong et al (2010) e em Aglietta et al (2012). Todavia, opostamente aos artigos apresentados, a vigente dissertação direciona-se para os Fundos de Ações Ativos e para os Fundos de Ações Indexados, no Brasil, na década de 2010.

Para discorrer sobre os fundos de investimento no Brasil, adotou-se Varga e Wengert (2011), no qual os autores expõem o desenvolvimento da indústria de fundos nacional. Ao abordarem o contexto no qual os fundos de investimento brasileiros atuam na década vigente, os autores destacam o crescimento da indústria de fundos brasileira, sobretudo a partir da década final do século XX, evidenciando a importância do Plano Real para controlar a inflação e viabilizar o crescimento da indústria de fundos no país. Nesse sentido, apresentam cronologicamente a evolução da indústria, abordando as modificações de seus aspectos regulatórios, as particularidades dos diferentes fundos brasileiros a partir de suas classificações pela CVM e a atual estrutura organizacional dos fundos de investimento no Brasil.

A motivação trabalho desse aflora do necessário conhecimento sobre como gerir o próprio patrimônio, a fim de garantir bem-estar em vida e proporcionar conforto à vida de nossos descendentes. Nesse sentido, uma vez que se pode aprender a cuidar do dinheiro para assegurar tranquilidade, por qual motivo não dominar o conhecimento a respeito do mercado para tornar possível a obtenção de ganhos expressivos? Visto que rentabilidades variáveis são possíveis no mercado financeiro, nos mais diversos cenários econômicos, o estudo buscou entender o papel ativo dos gestores de Fundos de Investimento em Ações, no Brasil, que, racionalmente, realizam as corretas escolhas para apostarem na direção certa, objetivando expandir seus patrimônios e proporcionar notáveis rentabilidades a seus cotistas.

Assim, a inspiração para analisar o impacto da gestão ativa sobre o retorno dos Fundos de Ações, no Brasil, nasce a partir de Seabra (2016). A obra tem como objetivo entender os segredos das decisões dos principais gestores dos Fundos de Ações brasileiros. A partir de um bate-papo com gestores de 25 bilhões de reais na bolsa brasileira, são apresentados diferentes aspectos fundamentais à gestão de um Fundo de Ações.

Dentre esses, os gestores ressaltam que a decisão a respeito de investir em uma empresa deve-se dar não apenas com base na análise de seus balanços, mas também a partir do estudo de seus consumidores, fornecedores e concorrentes, bem como de seus gestores. Também, destacam a importância dos erros passados para as escolhas de futuras e afirmam que a paciência é importante para evitá-los.

3. Base de Dados

O Quantum Axis Online (QAO) foi o veículo utilizado para a captação dos dados da atual estrutura de distribuição dos Fundos de Ações brasileiros, por Patrimônio Líquido (em termos percentuais e em valores absolutos) e por número de fundos, bem como para a captação de dados de Taxas de Administração e Performance, Benchmarks, Liquidez e Classificação dos Fundos de Ações. Também, o Axis foi utilizado para a obtenção dos dados referentes à participação dos Fundos de Ações na composição do Patrimônio Líquido da indústria de fundos brasileira, na década de 2010.

Mais ainda, a partir da plataforma da Quantum, foram obtidos os dados mensais de retorno dos Fundos de Ações Ativos e dos Fundos de Ações Indexados utilizados na análise, bem como as definições e os dados de retornos mensais, de janeiro de 2010 a dezembro de 2019, de seus respectivos benchmarks. Além disso, O Quantum Axis Online foi a fonte para a obtenção dos dados de volatilidades máximas anuais dos Fundos de Ações Ativos dos Fundos de Ações Indexados, ao longo do período 2010-2019.

Dados da ANBIMA foram utilizados para a abordagem de classificações e subclassificações dos Fundos de Ações, bem como para defini-los. Para a obtenção de dados referentes à definição de Fundos de Investimento foi utilizada a CVM e, para conceituar o principal benchmark dos Fundos de Ações, o Ibovespa, além do Quantum, foi utilizada a B3.

A partir do Quantum Axis Online, as medidas adotadas para o vigente trabalho apresentam as seguintes definições:

- a) “**Patrimônio Líquido:** soma de todos os ativos e passivos do fundo.”
- b) “**Taxa de Administração:** taxa cobrada pelos serviços de administração e gestão do fundo.”
- c) “**Taxa de Performance:** taxa cobrada sobre o que exceder um determinado percentual do parâmetro de referência (Índice de Performance) e cobrada de acordo com determinada periodicidade.”
- d) “**Disponibilização dos Recursos para Resgate:** prazo máximo para disponibilização dos recursos na conta do investidor.”
- e) “**Retorno:** variação relativa do preço de um ativo em período.”

O Quantum calcula o retorno de um ativo a partir da equação $R_{T_1, T_n} = \left(\frac{P_{T_n}}{P_{T_1}} \right) - 1$ e define cada uma de suas variáveis da seguinte forma:

- a) “ **R_{T_1, T_n} :** retorno de um ativo no período entre as datas T_1 e T_n .”
- b) “ **P_{T_n} :** preço de um ativo na data T_n .”
- c) “ **P_{T_1} :** o preço de um ativo na data T_1 .”
- f) “**Volatilidade:** dispersão dos retornos de um ativo em relação a seu retorno médio em um período.”

A volatilidade de um ativo é calculada, pela Quantum, a partir da equação: $V_{T_1, T_n} = \frac{\sqrt{\sum_{i=2}^n (R_{T_{i-1}, T_i} - \bar{R}_{T_1, T_n})^2}}{N-1} \times \sqrt{NT}$, para cujas variáveis a Quantum atribui as seguintes definições:

- a) “ **V_{T_1, T_n} :** volatilidade de um ativo no período entre as datas T_1 e T_n .”
- b) “**N:** número de sub-períodos no período entre as datas T_1 e T_n .”
- c) “ **R_{T_{i-1}, T_i} :** retorno de um ativo no sub-período entre as datas T_{i-1} e T_i .”
- d) “ **\bar{R}_{T_1, T_n} :** retorno médio de um ativo no período entre as datas T_1 e T_n .”

e) “**NT:** número de sub-períodos totais em um ano.”

g) “**Benchmark:** indicador de desempenho divulgado pela CVM.”

A respeito dos benchmarks, os indicadores de desempenho definidos e informados pelos Fundos de Investimento em Ações, no Brasil, no período 2010-2019, são descritos, a partir do Quantum Axis Online, como:

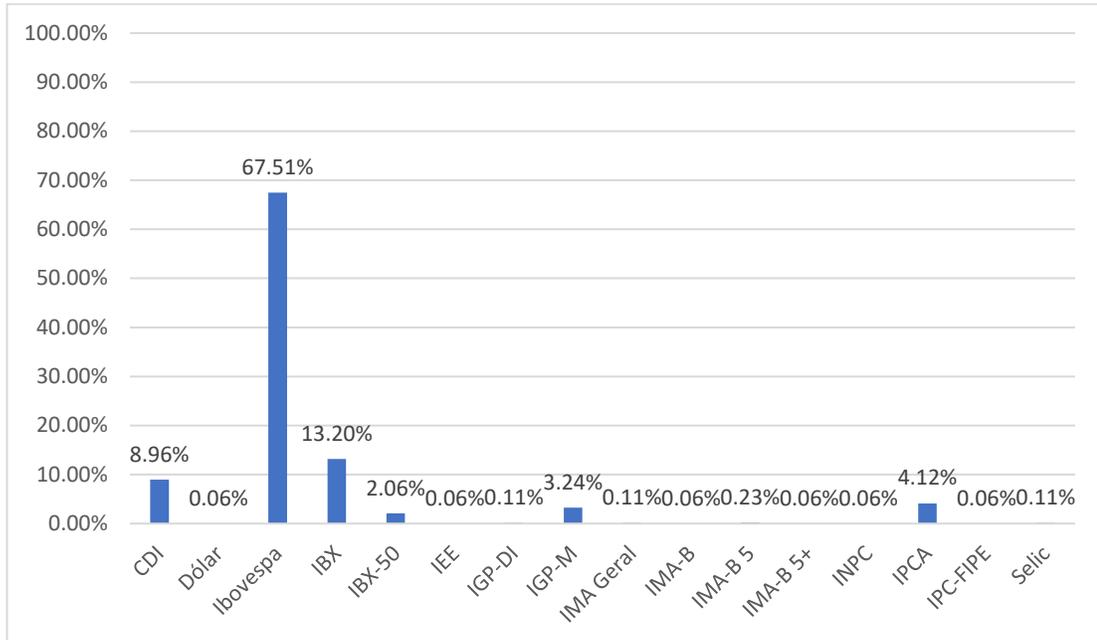
- “**CDI: O Certificado de Depósito Interfinanceiro** é uma média apurada com base nas operações de emissão de depósitos interfinanceiros prefixados, pactuadas por um dia útil e registradas e liquidadas pelo sistema CETIP, conforme determinação do Banco Central do Brasil.”
- “**Dólar:** Taxa média de venda de câmbio Real/Dólar Americano divulgada pelo Banco Central do Brasil (PTAX).”
- “**Ibovespa: O Índice Bovespa** é o valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações constituída em 02/01/1968 (valor-base: 100 pontos), a partir de uma aplicação hipotética. Supõe-se não ter sido efetuado nenhum investimento adicional desde então, considerando-se somente os ajustes efetuados em decorrência da distribuição de proventos pelas empresas emissoras (tais como reinversão de dividendos recebidos e do valor apurado com a venda de direitos de subscrição, e manutenção em carteira das ações recebidas em bonificação).”
- “**IBX: O Índice Brasil** mede o retorno de uma carteira teórica composta por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas na BM&FBovespa, em termos de número de negócios e volume financeiro. Essas ações são ponderadas na carteira do índice pelo seu respectivo número de ações disponíveis à negociação no mercado e são classificadas em ordem decrescente por liquidez, de acordo com seu índice de negociabilidade nos 12 meses anteriores à formação da carteira. Representa o valor do índice no fechamento do dia.”

- “**IBX 50: O Índice Brasil 50** mede o retorno total de uma carteira teórica composta por 50 ações selecionadas entre as mais negociadas na BM&FBovespa em termos de liquidez, ponderadas na carteira pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação.”
- “**IEE: O Índice de Energia Elétrica** tem por objetivo oferecer uma visão segmentada do mercado acionário, medindo o comportamento do setor de energia elétrica. É composto pelas ações das empresas mais representativas do setor de energia elétrica listadas na BM&FBovespa, que têm igual peso na carteira teórica do índice.”
- “**IGP-DI: O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna** tem por objetivo refletir a evolução de preços do total de transações realizadas no país de produtos para uso interno. O IGP-DI faz medições no mês cheio, de 1 a 30 ou 31 de cada mês. Origina-se da média ponderada do IPA-DI (60%), IPC-DI (30%) e INCC-DI (10%). O período de coleta dos três é o mesmo do IGP-DI.”
- “**IGP-M: O Índice Geral de Preços do Mercado** tem por objetivo refletir a evolução de preços do total de transações realizadas no país, seja de produtos para uso interno, seja para exportação. Origina-se de média ponderada do IPA-M (60%), do IPC-M (30%) e do INCC-M (10%). A coleta de preços é feita entre o dia 21 do mês anterior ao de referência e o dia 20 do mês de referência.”
- “**IMA Geral: O Índice de Mercado ANBIMA Geral** é o índice médio da família de Índices de Renda Fixa ANBIMA. É constituído a partir do valor ponderado das carteiras do IRF-M, IMA-S, IMA-C e do IMA-B.”
- “**IMA-B: O Índice de Mercado ANBIMA B** é composto por títulos públicos federais atrelados ao IPCA (NTN-B).”

- “**IMA-B 5: O Índice de Mercado ANBIMA B 5** é composto por títulos públicos federais atrelados ao IPCA (NTN-B), com vencimentos de prazo menor do que 5 anos.”
- “**IMA-B 5+: O Índice de Mercado ANBIMA B 5+** é composto por títulos públicos federais atrelados ao IPCA (NTN-B), com vencimentos de prazo maior ou igual a 5 anos.”
- “**INPC: O Índice Nacional de Preços ao Consumidor** representa as variações dos preços das cestas de consumo das famílias com rendimentos mensais compreendidos entre 1 (hum) e 6 (seis) salários-mínimos, cujo chefe é assalariado em sua ocupação principal e residente nas regiões metropolitanas de Belém, Belo Horizonte, Curitiba, Fortaleza, Porto Alegre, Recife, Rio de Janeiro, Salvador, São Paulo, município de Goiânia ou Brasília.”
- “**IPCA: O Índice de Preços ao Consumidor Amplo** reflete as variações dos preços das cestas de consumo das famílias com recebimentos mensais compreendidos entre 1(hum) e 40 (quarenta) salários-mínimos, qualquer que seja a fonte de renda, nas regiões metropolitanas de Belém , Belo Horizonte, Curitiba, Fortaleza, Porto Alegre, Recife, Rio de Janeiro, Salvador, São Paulo, município de Goiânia ou Brasília.”
- “**IPC-FIPE: O Índice de Preços ao Consumidor – FIPE** mede a variação de preços para o consumidor na cidade de São Paulo com base nos gastos de quem ganha de um a vinte salários mínimos.”
- “**SELIC: É a taxa apurada no Sistema Especial de Liquidação e Custódia**, obtida mediante o cálculo de taxa média ponderada de ajustada das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais e cursadas no referido sistema ou em câmaras de compensação e liquidação de ativos, na forma de operações compromissadas.”

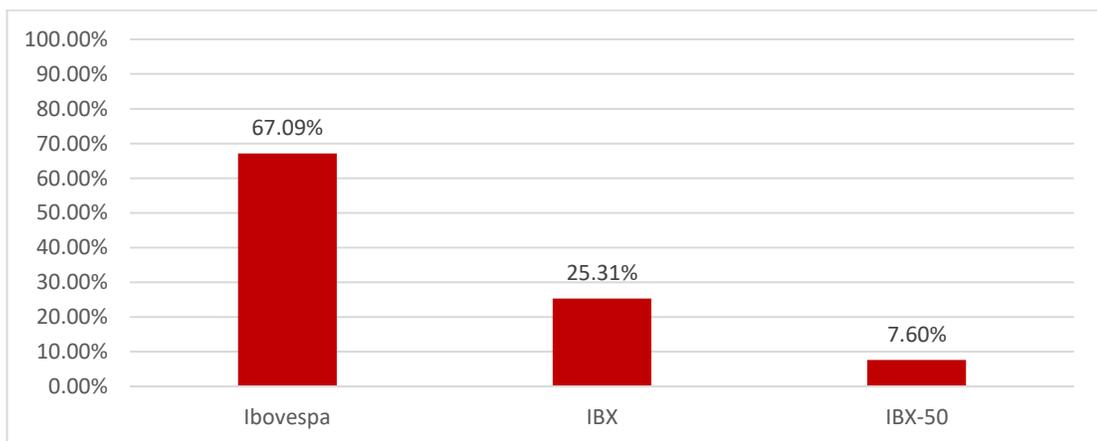
A seguir, os gráficos 1 e 2 apresentam, respectivamente, a distribuição percentual dos benchmarks destacados acima, entre os Fundos de Ações Ativos e entre os Fundos de Ações Indexados, grupo a grupo.

Gráfico 1 - Distribuição dos benchmarks dos Fundos de Ações Ativos



Fonte: Quantum Axis.

Gráfico 2 - Distribuição dos benchmarks dos Fundos de Ações Indexados

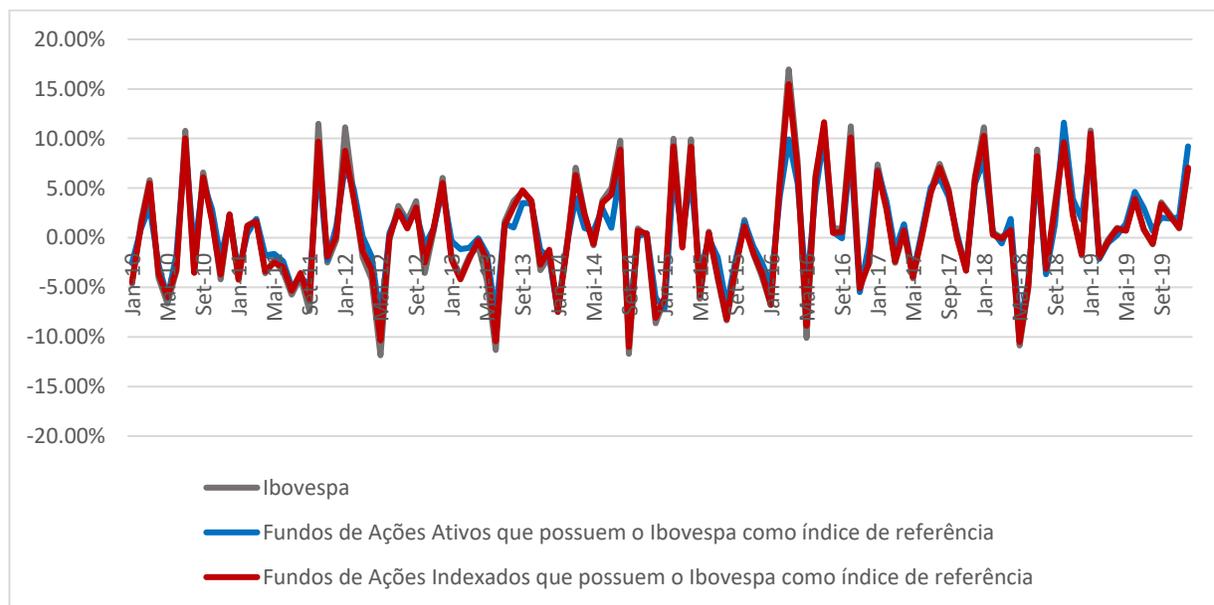


Fonte: Quantum Axis.

A partir dos gráficos 1 e 2, observamos que os principais benchmarks adotados, tanto pelos Fundos de Ações Ativos como pelos Fundos de Ações Indexados, na década de 2010, foram o Ibovespa e o IBX, respectivamente.

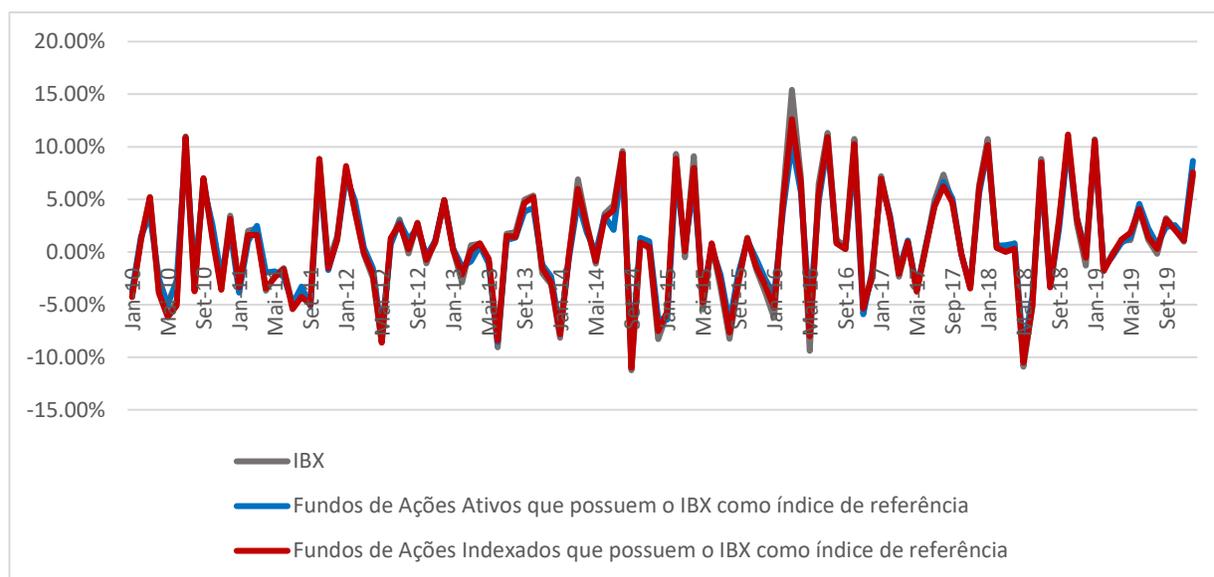
A seguir, os gráficos 3 e 4 comparam os comportamentos dos retornos mensais, em média, dos Fundos de Ações Ativos e dos Fundos de Ações Indexados, que adotaram como benchmark um dos dois principais indicadores de desempenho da indústria (Ibovespa ou IBX), contra os retornos mensais de seus respectivos índices de referência, de 2010 a 2019.

Gráfico 3 – Comparativo de retorno mensal entre Fundos de Ações Ativos, Indexados e o Ibovespa



Fonte: Quantum Axis.

Gráfico 4 – Comparativo de retorno mensal entre Fundos de Ações Ativos, Indexados e o IBX



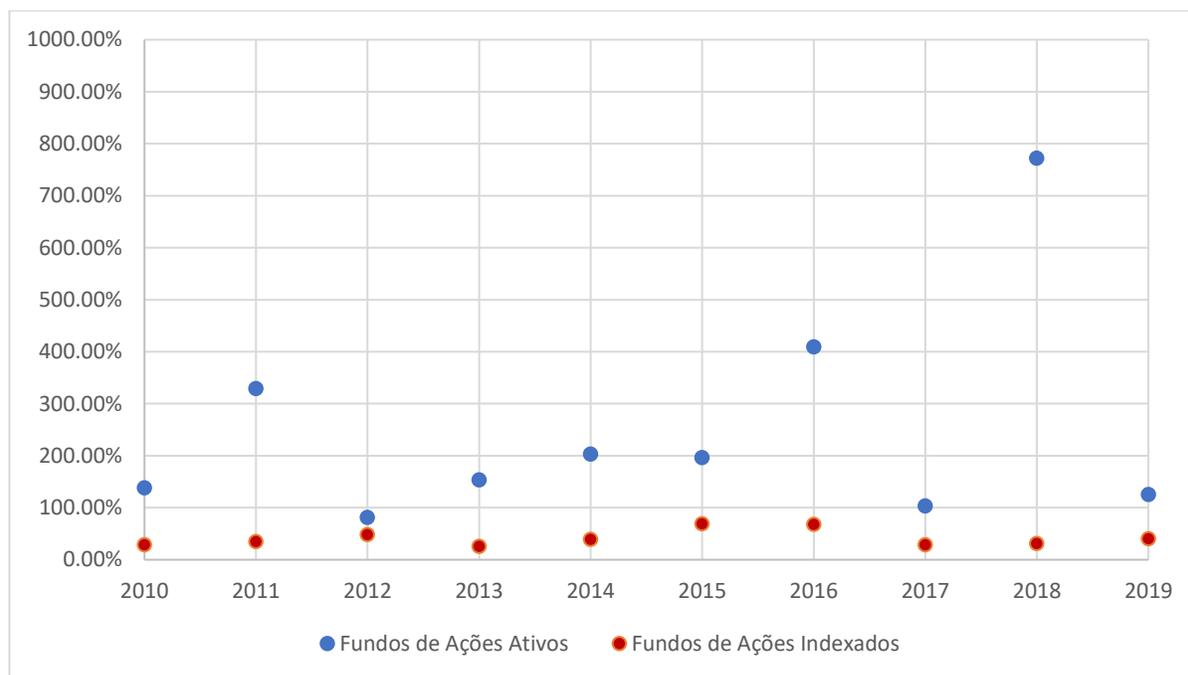
Fonte: Quantum Axis.

A partir dos gráficos 3 e 4, observamos que as linhas de retorno dos benchmarks são tomadas pelo comportamento das linhas de retorno dos Fundos de Ações Indexados, tanto para o caso do Ibovespa, quanto para o caso do IBX. Tal fato evidencia o caráter de gestão passiva dos Fundos de Ações Indexados, cujo intuito é tão apenas replicar o comportamento do índice de referência.

Ao passo oposto, os Fundos de Ações Ativos, apesar de também seguirem o comportamento de seus índices de referência, não possuem o exclusivo propósito de replicá-los, mas de superá-los. Desse modo, notamos, nos gráficos 3 e 4, que as linhas de retorno dos Fundos de Ações Ativos oscilam em relação às linhas de retorno dos benchmarks e dos Fundos de Ações Indexados - ora acima, ora abaixo - destacando exatamente o componente ativo de sua gestão.

A fim de explorarmos a oscilação dos retornos em relação às suas médias, em cada ano, de 2010 a 2019, o gráfico 5 apresenta os valores máximos das volatilidades anuais alcançados pelos Fundos de Ações Ativos e pelos Fundos de Ações Indexados, na década de 2010.

Gráfico 5 – Máximas de volatilidade anual dos Fundos de Ações Ativos e Indexados



Fonte: Quantum Axis.

Com base no gráfico 5, constatamos que os Fundos de Ações Ativos de fato apresentaram volatilidades máximas anuais expressivamente superiores às dos Fundos de Ações Indexados. Essa ocorrência indica que os retornos dos Fundos de Ações Ativos apresentaram variação em relação à sua média notoriamente superior à variação em relação à média apresentada pelos retornos dos Fundos de Ações Indexados, o que corrobora com a afirmação de que as gestões dos Fundos Indexados objetivam replicar o comportamento de um índice de referência e as gestões dos Fundos Ativos objetivam diferenciar, os retornos de seus fundos, dos retornos de seus benchmarks.

4. O Atual Contexto dos Fundos de Investimento em Ações no Brasil

4.1 - Fundos de Investimento

O primeiro fundo de investimento surgiu na Bélgica, no século XIX. Em seguida, os fundos se expandiram para Holanda, França e Inglaterra. A partir da perspectiva de Andrezo e Lima (1999), tem-se que, no Brasil, o primeiro fundo de investimentos foi o Fundo Crescincó, criado em 1957. Varga e Wengert (2010), por sua vez, evidenciam que o crescimento da indústria de fundos nacional se deu na década de 1990:

“Finalmente, em 1994 foi lançado o Plano Real, o qual acabou por controlar a gigantesca inflação que assolou o país (...) surgiram títulos de prazos mais longos, novos instrumentos derivativos e, por fim, um aumento da profundidade e abrangência do mercado financeiro. Consequentemente, surgiu uma maior demanda pela gestão profissional de investimento oferecida pelos fundos.”

De acordo com a Instrução 555 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o órgão regulador do mercado de capitais, o fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros. Nesse condomínio, o gestor documenta a estratégia de investimento.

Ao aplicarem seus recursos em um fundo, os investidores compram cotas. É por meio da valorização das cotas que os investidores do fundo acumulam recursos. Além de pessoas físicas, fundos de investimento também podem ter outros fundos de investimento como seus cotistas. Os fundos que compram cotas de outros fundos são caracterizados pela sigla FIC (Fundos de Investimento em Cotas). O valor da cota, multiplicado pelo número de cotas, representa o patrimônio líquido do fundo.

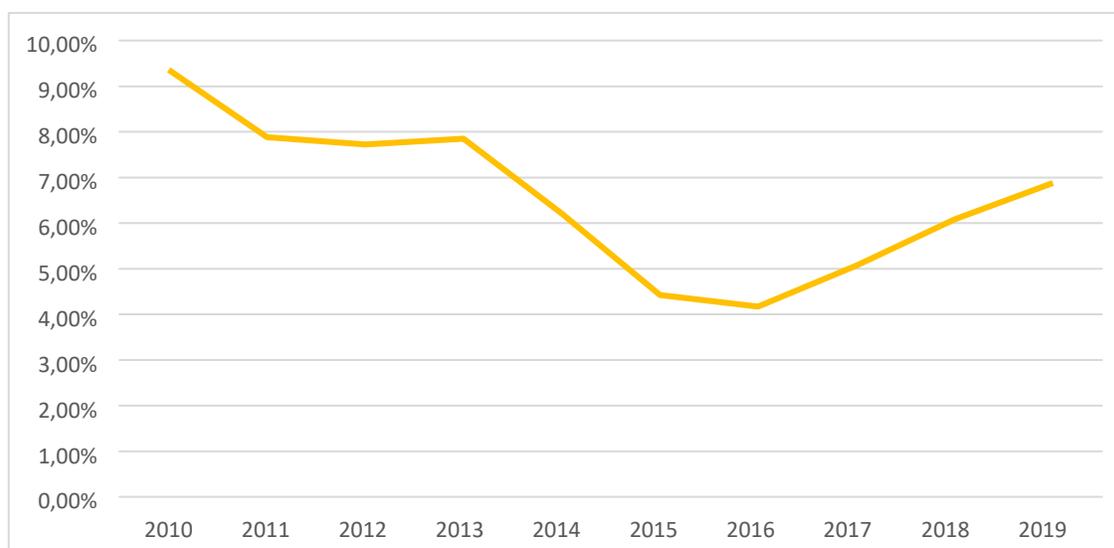
Os recursos investidos pelos cotistas são reunidos e aplicados no mercado. Assim, ao investirem em fundos de investimento, os cotistas podem desfrutar de benefícios de ganhos

de escala, de diversificação de risco e de liquidez. Ao passo oposto, os cotistas têm de pagar taxas. A cobrança de taxas por um fundo tem como intuito remunerar os serviços das entidades presentes em sua operacionalização.

A respeito das especificações dos fundos de investimento no Brasil, a CVM define que as políticas de investimento dos fundos os levam a ser descritos a partir uma das seguintes classificações: Renda Fixa, Cambiais, Multimercado e Ações.

Abaixo, o Gráfico 6 ilustra a participação dos Fundos de Investimento em Ações na composição do Patrimônio Líquido da indústria de fundos de investimento nacional, de 2010 a 2019.

Gráfico 6 - Evolução da participação dos Fundos de Ações na indústria



Fonte: Quantum Axis.

A partir de dados extraídos do Quantum Axis, observamos que, para o período analisado, a máxima participação dos Fundos de Investimento em Ações na indústria se deu no ano de 2010, com 9,36%. Ao passo oposto, a concentração mínima ocorreu em 2016, com 4,17%.

Ainda, a respeito do Gráfico 6, é preciso evidenciar que, com exceção de 2019, todos os dados de Patrimônio Líquido são referentes ao último dia útil do ano. Em relação a 2019, por sua vez, os dados de Patrimônio Líquido constam da data de 21 de novembro.

4.2 – Particularidades dos Fundos de Investimento em Ações no Brasil

Os Fundos de Investimento em Ações, popularmente conhecidos pela sigla FIA, são definidos pela ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais – como:

“Fundos que possuem, no mínimo, 67% da carteira em ações à vista, bônus ou recibos de subscrição, certificados de depósito de ações, cotas de fundos de ações, cotas dos fundos de índice de ações e Brazilian Depositary Receipts, classificados como nível I, II e III. O hedge cambial da parcela de ativos no exterior é facultativo ao gestor.”

Ao optar pela compra de cotas em um Fundo de Ações, o cotista deve estar atento aos diferentes aspectos atrelados à estrutura do FIA. Nesse sentido, além de observar a capacidade de desempenho do fundo, fatores como taxas, tributação e liquidez, bem como o índice de referência adotado pelo gestor, são características primárias a serem consideradas pelo indivíduo antes de confiar, a outrem, a gestão de seus recursos financeiros.

Sobre as taxas, além da taxa de administração - cobrada por todo e qualquer fundo de investimento - um Fundo de Ações pode apresentar a cobrança de taxa de performance. A respeito dessa taxa, uma vez que sua cobrança incide somente sobre a rentabilidade do fundo que supera o seu índice de referência, ela pode ser entendida como um estímulo para que o gestor e sua equipe especializada empreguem laboriosos esforços a fim de assegurar que o fundo obtenha desempenhos expressivamente superiores aos de seu benchmark. De todo modo, tudo o mais constante, quanto menores forem os valores das taxas, melhor para os investidores do fundo.

Embora todo e qualquer índice de ações possa ser utilizado como índice de referência pela gestão de um FIA, o principal benchmark dos Fundos de Ações no Brasil é o Ibovespa. A bolsa de valores oficial do Brasil, a B3, descreve o índice da seguinte forma:

“O Ibovespa é o principal indicador de desempenho das ações negociadas na B3 e reúne as empresas mais importantes do mercado de capitais brasileiro. Foi criado em 1968 e, ao longo desses 50 anos, consolidou-se como referência para investidores ao redor do mundo.

Reavaliado a cada quatro meses, o índice é resultado de uma carteira teórica de ativos. É composto pelas ações e units de companhias listadas na B3 que atendem aos critérios descritos na sua metodologia, correspondendo a cerca de 80% do número de negócios e do volume financeiro do nosso mercado de capitais.”

A respeito da tributação, nos Fundos de Ações, ela se dá por meio da cobrança do Imposto de Renda. O IR é retido na fonte, no momento do resgate. Sua alíquota é de 15% e incide sobre a valorização da cota do fundo. Além disso, uma vez que o IOF não incide sobre aplicações em renda variável, Fundos de Ações estão isentos do Imposto sobre Operações Financeiras.

Em relação à liquidez, ela varia de fundo para fundo. São comuns fundos com resgate em d+3, d+4 (dias úteis), havendo também fundos que apresentam resgate/cotização em 30 dias, por exemplo.

Ilustrativamente, a Tabela 1 traz os dados de Taxas de Administração, Taxas de Performance, Benchmarks e Liquidez para os Fundos de Ações apresentados na seção 3 deste capítulo:

Tabela 1 – Taxas de Administração e Performance, Benchmarks e Liquidez

Nome	Taxa de Administração	Taxa de performance	Benchmark	Disponibilização dos recursos resgatados
3G RADAR 60 FIC AÇÕES	2,00%	20,00%	Não informado	D+18 ou D+62 (isento de taxa de resgate)
ÁFIRA VALOR FI AÇÕES	2,00%	20,00%	Ibovespa	D+13
ALFA AÇÕES PREMIUM FI AÇÕES	2,00%	Não Possui	Nome Ibovespa	D+3 du
ARX FI AÇÕES	1,50%	20,00%	Ibovespa	D+3 du
BAHIA AM VALUATION FIC AÇÕES	1,90%	20,00%	Ibovespa	D+3 du ou D+32 (isento de taxa de resgate)
BB CONSUMO FIC AÇÕES	1,00%	Não Possui	Não definido	D+3 du
BB INDEXADO IBRX FIC AÇÕES	1,50%	Não Possui	IBX	D+3 du
BB SMALL CAPS FIC AÇÕES	3,00%	Não Possui	Não definido	D+3 du
BLACKROCK INSTITUCIONAL IBOVESPA FI AÇÕES	0,00%	Não Possui	Ibovespa	D+2 du
BNP PARIBAS SMALL CAPS FI AÇÕES	2,00%	20,00%	Não definido	D+7 du
BRANCO GOVERNANÇA CORPORATIVA FIC AÇÕES	3,50%	Não Possui	Não definido	D+3 du
BTG PACTUAL DIVIDENDOS FIC AÇÕES	2,50%	Não Possui	Não Informado	D+3 du
BTG PACTUAL IBOVESPA INDEXADO FI AÇÕES	0,10%	Não Possui	Ibovespa	D+3 du
CAIXA CONSTRUÇÃO CIVIL FI AÇÕES	2,00%	Não Possui	Não Informado	D+3 du
GALT VALOR FIC AÇÕES	2,00%	20,00%	Ibovespa	D+3 du ou D+17 (isento de taxa de resgate)
GERAÇÃO FUTURO GARDA FI AÇÕES	0,70%	Não Possui	Ibovespa	D+3 du
ICATU VANGUARDA DIVIDENDOS FI AÇÕES	2,00%	Não Possui	Ibovespa	D+3 du
ITAÚ DIVIDENDOS FI AÇÕES	1,50%	Não Possui	Ibovespa	D+3 du
ITAÚ GOVERNANÇA CORPORATIVA FI AÇÕES	0,90%	Não Possui	Não definido	D+3 du
JGP EQUITY FIC AÇÕES	1,85%	20,00%	Não Informado	D+32
META SMALL CAP FI AÇÕES	2,50%	20,00%	Não definido	D+3 du
OCCAM FI AÇÕES	0,00%	Não Possui	Não Informado	D+2 du
OPEN VISTA CIÊNCIAS MÉDICAS INVESTIMENTO NO EXTERIOR FI AÇÕES	1,75%	Não Possui	Não definido	D+6 du
OPPORTUNITY GLOBAL EQUITY USD INVESTIMENTO NO EXTERIOR FI AÇÕES	1,50%	20,00%	Não Informado	D+15
PEGASUS INVESTIMENTO NO EXTERIOR FI AÇÕES	0,13%	Não Possui	Não Informado	5º dia útil após o término do fundo
SAFRA INFRAESTRUTURA FI AÇÕES	2,45%	20,00%	Ibovespa	D+3 du
XP AÇÕES FIC AÇÕES	2,00%	20,00%	Ibovespa	D+32

Fonte: Quantum Axis

4.3– Subdivisões dos Fundos de Ações

A partir dos critérios de classificação de fundos de investimento pela ANBIMA, o mercado financeiro brasileiro divide os Fundos de Investimento em Ações em 3 categorias essenciais. Os Fundos de Ações Ativos, por sua vez, são classificados em 7 subcategorias, pertencentes ao terceiro nível de classificação dos Fundos de Ações pela ANBIMA.

A seguir, a partir de definições extraídas da ANBIMA e exemplos extraídos do Quantum Axis, seguem os conceitos referentes a cada categoria e a cada subcategoria abordadas, bem como seus respectivos exemplos:

A) “Indexados: Fundos que têm como objetivo replicar as variações de indicadores de referência do mercado de renda variável. Os recursos remanescentes em caixa devem estar investidos em cotas de fundos renda fixa – duração baixa – grau de investimento ou em ativos permitidos a estes desde que preservadas as regras que determinam a composição da carteira do tipo ANBIMA.”

Exemplos: BB INDEXADO IBRX FIC AÇÕES, BLACKROCK INSTITUCIONAL IBOVESPA FI AÇÕES e BTG PACTUAL IBOVESPA INDEXADO FI AÇÕES

B) “Investimento no Exterior: Fundos que investem em ativos financeiros no exterior em parcela superior a 40% do patrimônio líquido. Estes fundos seguem o disposto no art. 101 Instrução nº 555 da CVM.”

Exemplos: OPEN VISTA CIÊNCIAS MÉDICAS INVESTIMENTO NO EXTERIOR FI AÇÕES, OPPORTUNITY GLOBAL EQUITY USD INVESTIMENTO NO EXTERIOR FI AÇÕES e PEGASUS INVESTIMENTO NO EXTERIOR FI AÇÕES

C) “**Ativos:** Fundos que têm como objetivo superar um índice de referência ou que não fazem referência a nenhum índice. A seleção dos ativos para compor a carteira deve ser suportada por um processo de investimento que busca atingir os objetivos e executar a política de investimentos definida para o fundo. Os recursos remanescentes em caixa devem estar investidos em cotas de fundos renda fixa – duração baixa – grau de investimento ou em ativos permitidos a estes desde que preservadas as regras que determinam a composição da carteira do Tipo ANBIMA, exceção feita aos fundos classificados como Livre (nível 3).”

C.1) “**Valor / Crescimento:** Fundos que buscam retorno por meio da seleção de empresas cujo valor das ações negociadas esteja abaixo do “preço justo” estimado (estratégia valor) e/ou aquelas com histórico e/ou perspectiva de continuar com forte crescimento de lucros, receitas e fluxos de caixa em relação ao mercado (estratégia de crescimento).”

Exemplos: ÁFIRA VALOR FI AÇÕES, GALT VALOR FIC AÇÕES e OCCAM FI AÇÕES.

C.2) “**Setoriais:** Fundos que investem em empresas pertencentes a um mesmo setor ou conjunto de setores afins da economia. Estes fundos devem explicitar em suas políticas de investimento os critérios utilizados para definição dos setores, subsetores ou segmentos elegíveis para aplicação.”

Exemplos: BB CONSUMO FIC AÇÕES, CAIXA CONSTRUÇÃO CIVIL FI AÇÕES e SAFRA INFRAESTRUTURA FI AÇÕES.

C.3) “**Dividendos:** Fundos que investem em ações de empresas com histórico de dividend yield (renda gerada por dividendos) consistente ou que, na visão do gestor, apresentem essas perspectivas.”

Exemplos: BTG PACTUAL DIVIDENDOS FIC AÇÕES, ICATU VANGUARDA DIVIDENDOS FI AÇÕES e ITAÚ DIVIDENDOS FI AÇÕES.

C.4) “Small Caps: Fundos cuja carteira é composta por, no mínimo, 85% em ações de empresas que não estejam incluídas entre as 25 maiores participações do IBrX - Índice Brasil, ou seja, ações de empresas com relativamente baixa capitalização de mercado. Os 15% remanescentes podem ser investidos em ações de maior liquidez ou capitalização de mercado, desde que não estejam incluídas entre as dez maiores participações do IBrX – Índice Brasil.”

Exemplos: BB SMALL CAPS FIC AÇÕES, BNP PARIBAS SMALL CAPS FI AÇÕES e META SMALL CAP FI AÇÕES.

C.5) “Sustentabilidade / Governança: Fundos que investem em empresas que apresentam bons níveis de governança corporativa, ou que se destacam em responsabilidade social e sustentabilidade empresarial no longo prazo, conforme critérios estabelecidos por entidades amplamente reconhecidas pelo mercado ou supervisionados por conselho não vinculado à gestão do fundo. Estes fundos devem explicitar em suas políticas de investimento os critérios utilizados para definição das ações elegíveis.”

Exemplos: BRADESCO GOVERNANÇA CORPORATIVA FIC AÇÕES, GERAÇÃO FUTURO GARDA FI AÇÕES e ITAÚ GOVERNANÇA CORPORATIVA FI AÇÕES.

C.6) “Índice Ativo: Fundos que têm como objetivo superar o índice de referência do mercado acionário. Estes fundos se utilizam de deslocamentos táticos em relação à carteira de referência para atingir seu objetivo.”

Exemplos: ALFA AÇÕES PREMIUM FI AÇÕES, ARX FI AÇÕES e XP AÇÕES FIC AÇÕES.

C.7) “Livres: Fundos sem o compromisso de concentração em uma estratégia específica. A parcela em caixa pode ser investida em quaisquer ativos, desde que especificados em regulamento.”

Exemplos: 3G RADAR 60 FIC AÇÕES, BAHIA AM VALUATION FIC AÇÕES e JGP EQUITY FIC AÇÕES.

A seguir, a Tabela 2 ilustra os fundos apresentados acima de acordo com suas respectivas classificações ANBIMA.

Tabela 2 – Ordenação dos Fundos de Ações por Classificação ANBIMA

NOME	CLASSIFICAÇÃO ANBIMA
3G RADAR 60 FIC AÇÕES	Ações Livre
ÁFIRA VALOR FI AÇÕES	Ações Valor/Crescimento
ALFA AÇÕES PREMIUM FI AÇÕES	Ações Índice Ativo
ARX FI AÇÕES	Ações Índice Ativo
BAHIA AM VALUATION FIC AÇÕES	Ações Livre
BB CONSUMO FIC AÇÕES	Ações Setoriais
BB INDEXADO IBRX FIC AÇÕES	Ações Indexados
BB SMALL CAPS FIC AÇÕES	Ações Small Caps
BLACKROCK INSTITUCIONAL IBOVESPA FI AÇÕES	Ações Indexados
BNP PARIBAS SMALL CAPS FI AÇÕES	Ações Small Caps
BRADESCO GOVERNANÇA CORPORATIVA FIC AÇÕES	Ações Sustentabilidade/Governança
BTG PACTUAL DIVIDENDOS FIC AÇÕES	Ações Dividendos
BTG PACTUAL IBOVESPA INDEXADO FI AÇÕES	Ações Indexados
CAIXA CONSTRUÇÃO CIVIL FI AÇÕES	Ações Setoriais
GALT VALOR FIC AÇÕES	Ações Valor/ Crescimento
GERAÇÃO FUTURO GARDA FI AÇÕES	Ações Sustentabilidade/Governança
ICATU VANGUARDA DIVIDENDOS FI AÇÕES	Ações Dividendos
ITAÚ DIVIDENDOS FI AÇÕES	Ações Dividendos
ITAÚ GOVERNANÇA CORPORATIVA FI AÇÕES	Ações Sustentabilidade/Governança
JGP EQUITY FIC AÇÕES	Ações Livre
META SMALL CAP FI AÇÕES	Ações Small Caps
OCCAM FI AÇÕES	Ações Valor/Crescimento
OPEN VISTA CIÊBCIAS MÉDICAS INVESTIMENTO NO EXTERIOR FI AÇÕES	Ações Investimento no Exterior
OPPORTUNITY GLOBAL EQUITY USD INVESTIMENTO NO EXTERIOR FI AÇÕES	Ações Investimento no Exterior
PEGASUS INVESTIMENTO NO EXTERIOR FI AÇÕES	Ações Investimento no Exterior
SAFRA INFRAESTRUTURA FI AÇÕES	Ações Setoriais
XP AÇÕES FIC AÇÕES	Ações Índice Ativo

Fonte: Quantum Axis

4.4 – A Atual Distribuição dos Fundos de Ações

4.4.1 – Por Número de Fundos

A partir de dados extraídos do Quantum Axis Online, para fundos em funcionamento normal, observamos que, em relação à quantidade de fundos, a indústria de Fundos de Investimento em Ações nacional é composta em 81% por Fundos de Ações Ativos, ao passo que Fundos de Ações de Investimento no Exterior representam 16% e Fundos de Ações Indexados correspondem a apenas 3% da indústria.

Dentre os Fundos de Ações Ativos, observamos que esses são compostos em 68% por Fundos Livres, em 15% por Fundos de Índice Ativo, em 8% por Fundos de Valor / Crescimento, em 4% por Fundos de Dividendos, em 2% por Fundos Setoriais, em 2% por Fundos de Small Caps e em apenas 1% por Fundos de Sustentabilidade / Governança.

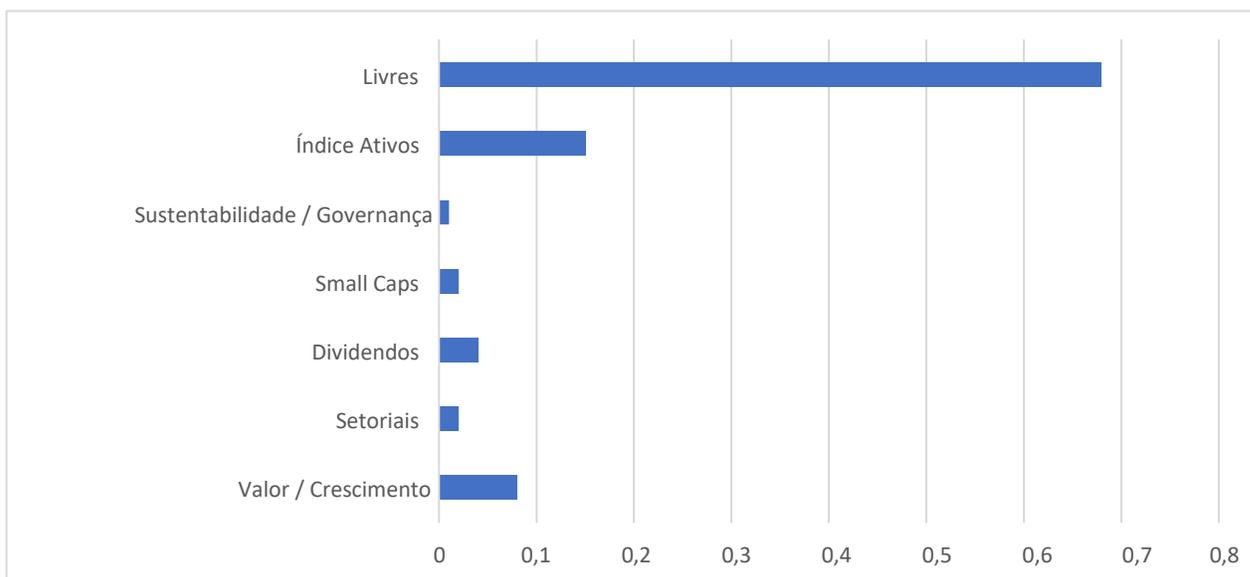
A seguir, os Gráficos 7 e 8 ilustram, respectivamente, as vigentes disposições dos Fundos de Investimento em Ações e dos Fundos de Ações Ativos no Brasil:

Gráfico 7 - Distribuição dos Fundos de Investimento em Ações



Fonte: Quantum Axis

Gráfico 8 - Distribuição dos Fundos de Ações Ativos



Fonte: Quantum Axis.

4.4.2 – Por Patrimônio Líquido

A princípio, as Tabelas 3 e 4 ilustram, respectivamente, a distribuição – em 19/11/2019 – dos valores absolutos de Patrimônio Líquido dos Fundos de Investimento em Ações e dos Fundos de Ações Ativos, no Brasil:

Tabela 3 – Distribuição absoluta do Patrimônio Líquido dos Fundos de Ações

Fundos de Investimento em Ações	Patrimônio Líquido em 19/11/2019
Ações Ativos	R\$ 326.716.608.531,14
Ações Indexados	R\$ 16.356.847.050,09
Ações Investimento no Exterior	R\$ 30.104.343.807,10

Fonte: Quantum Axis.

Tabela 4 – Distribuição absoluta do Patrimônio Líquido os Fundos de Ações Ativos

Fundos de Ações Ativos	Patrimônio Líquido em 19/11/2019
Ações Dividendos	R\$ 15.861.075.656,08
Ações Livre	R\$ 224.040.118.776,55
Ações Setoriais	R\$ 4.430.134.920,32
Ações Small Caps	R\$ 5.828.739.530,12
Ações Sustentabilidade / Governança	R\$ 625.196.747,07
Ações Valor / Crescimento	R\$ 36.578.508.886,92
Ações Índice Ativo	R\$ 39.352.834.014,08

Fonte: Quantum Axis.

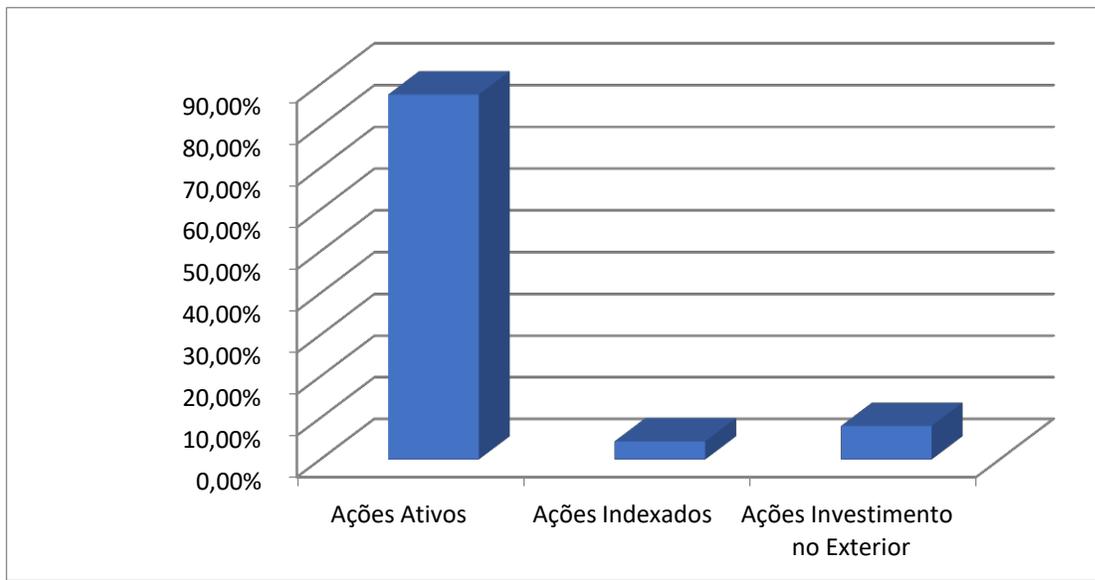
Em relação à distribuição percentual do Patrimônio Líquido, a indústria de Fundos de Ações brasileira é composta em 88% por Fundos de Ações Ativos, ao passo que Fundos de Ações de Investimento no Exterior representam 8% e Fundos de Ações Indexados correspondem a apenas 4% da indústria.

Dentre os Fundos de Ações Ativos, observamos que o Patrimônio Líquidos desses é composto em 69% por Fundos Livres, em 12% por Fundos de Índice Ativo, em 11% por Fundos de Valor / Crescimento, em 5% por Fundos de Dividendos, em 2% por Fundos de Small Caps, em 1% por Fundos Setoriais e em aproximadamente 0% por Fundos de Sustentabilidade / Governança.

Dado o exposto, a indústria de Fundos de Ações nacional é preponderantemente composta por Fundos de Ações Ativos Livres, o que sugere que os Fundos de Ações brasileiros apostam nas habilidades de seus gestores para escolherem livremente as alocações do fundo. Ao passo oposto, observamos também que o mercado produz um incentivo muito baixo para que Fundos de Ações realizem seus investimentos com base em empresas que tenham bons índices de Governança Corporativa, Transparência e Sustentabilidade nas suas atividades operacionais.

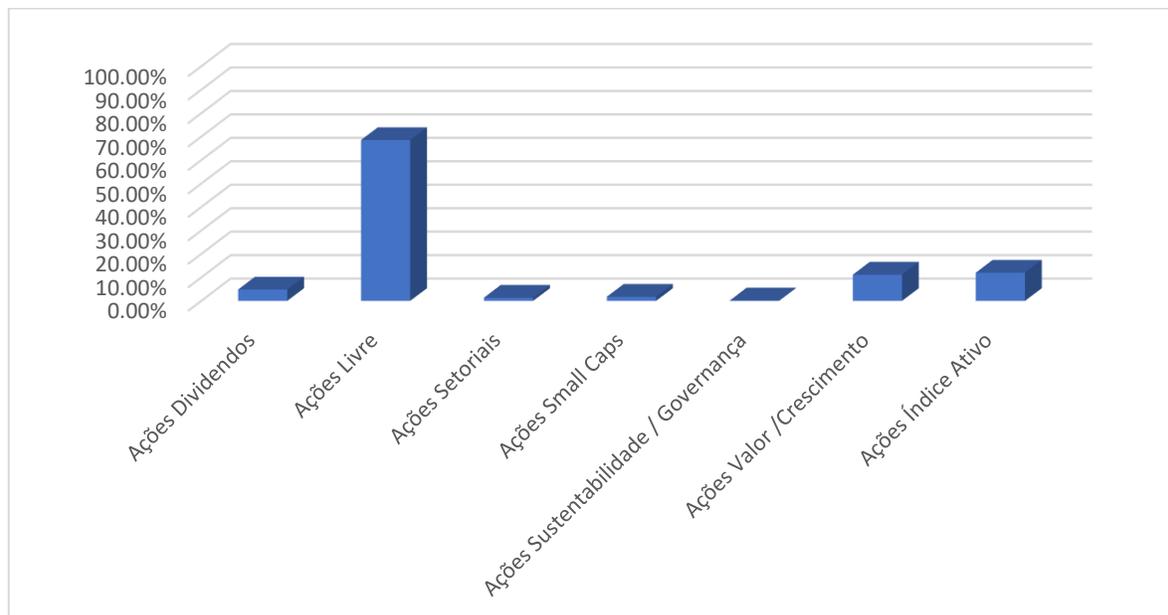
A seguir, os gráficos 9 e 10 ilustram, respectivamente, as vigentes disposições do Patrimônio Líquido dos Fundos de Investimento em Ações e dos Fundos de Ações Ativos no Brasil:

Gráfico 9 - Distribuição percentual do Patrimônio Líquido dos Fundos de Ações



Fonte: Quantum Axis.

Gráfico 10 - Distribuição percentual do Patrimônio Líquido dos Fundos de Ações



Fonte: Quantum Axis.

5. Metodologia

A metodologia empregada para a realização deste trabalho teve início a partir da seleção aleatória de uma amostra de Fundos de Ações brasileiros, separados em 2 grupos, de acordo com o critério de classificação dos Fundos de Ações pela ANBIMA.

Os fundos atribuídos ao grupo de tratamento são os Fundos de Ações classificados como Ativos pela ANBIMA e que, portanto, apresentam características de gestão ativa ao realizarem a composição de suas carteiras. Ao passo oposto, os fundos atribuídos ao grupo de controle são os Fundos de Ações Indexados, cujos gestores buscam apenas replicar as rentabilidades de seus índices de referência.

Considera-se que, em média, os grupos de tratamento e controle diferem apenas pela alocação de recursos em ativos que evidenciam o intuito dos gestores de superarem o retorno do índice de referência adotado pelo fundo.

O desenvolvimento da análise adotou a metodologia exposta em Aglietta et al (2012), abordada para analisar o retorno de Fundos de Pensão nos EUA no período 1990-2008. Nesse sentido, o retorno dos Fundos de Ações brasileiros, analisados no período 2010-2019, foi decomposto em 3 componentes: o retorno do mercado¹, o retorno dos desvios em relação ao mercado refletidos na escolha do índice de referência do fundo e o retorno proporcionado pelo componente de gestão ativa: habilidade dos gestores dos fundos de fazerem deslocamento táticos nas alocações dos ativos - seleção das classes, dos setores ou dos títulos - em relação à política de escolha do índice de referência.

¹ Este trabalho, assume o retorno do mercado, em cada mês, para os Fundos Ativos, como a média dos retornos mensais dos Fundos de Ações Ativos. Para os Fundos Indexados, por sua vez, o retorno do mercado, em cada mês, é a média dos retornos mensais dos Fundos de Ações Indexados. Em ambas as análises, os fundos possuem pesos iguais.

Portanto, adotou-se a equação abaixo:

$$R_{it} = M_t + (P_{it} - M_t) + (R_{it} - P_{it})$$

Onde R representa o retorno do fundo i na data t , M é a média de retorno de todos os fundos do mercado (com pesos iguais) na data t e P é o retorno total da política de escolha do índice de referência do fundo i na data t .

A fim de medir se a política de escolha do índice de referência do fundo refletiu parte significativa da performance ou se a maioria dos retornos foi originada devido ao componente de gestão ativa, testou-se o papel de cada um dos três fatores para explicar os retornos dos fundos. Para isso, o vetor de variáveis R_{it} foi regredido em cada um dos vetores de variáveis explicativas da equação: M_t , $(P_{it} - M_t)$ e $(R_{it} - P_{it})$.

Conforme Aglietta et al (2012), a soma dos r-quadrados resultantes de cada regressão do retorno, em cada uma das 3 variáveis explicativas, somada à explicação da variação do retorno pela interação de suas 3 componentes apresentadas, explica o retorno do fundo.

Assim, o retorno de cada fundo é descrito conforme a equação abaixo:

$$R_{iM}^2 + R_{iP}^2 + R_{iS}^2 + R_{ie}^2 = 1$$

Onde R_{iM}^2 , R_{iP}^2 , R_{iS}^2 representam, respectivamente, o percentual da variação do retorno explicado pelo mercado, pela política de escolha do benchmark do fundo e pelo componente de gestão ativa e R_{ie}^2 representa a variação do retorno explicada pelo efeito de interação de seus 3 componentes.

Além disso, a análise foi desenvolvida separadamente para Fundos de Ações Ativos² e Fundos de Ações Indexados, esperando-se que o componente da gestão ativa explicasse, em grande parte, o retorno total dos Fundos de Ações Ativos e pouco explicasse do retorno total dos Fundos de Ações Indexados.

² Para a aplicação do método aos Fundos de Ações Ativos foram removidos outliers da amostra original. Os valores atípicos descartados representam 0,3% do número total de retornos mensais.

6. Resultados

Uma vez evidenciado o fato de que os Fundos de Investimento em Ações, no Brasil, apostam nas habilidades de seus gestores para atuarem livremente a fim de determinar a composição de suas carteiras, o vigente trabalho buscou analisar o impacto da gestão ativa sobre os retornos obtidos pelos Fundos de Ações brasileiros.

Mais especificamente, a análise propôs-se a comprovar que, ao longo da década de 2010, a rentabilidade obtida pelos Fundos de Ações de gestão ativa brasileiros diferenciou-se da rentabilidade obtida pelos Fundos de Ações de gestão passiva devido ao componente de retorno explicado pela gestão ativa.

Assim, o trabalho destacou a contribuição do componente de gestão ativa para a performance dos fundos, mas concluiu que a gestão ativa não teve papel fundamental para a explicação dos retornos dos Fundos de Ações Ativos no Brasil, na década de 2010. Observou-se, para os Fundos de Ações Ativos, por meio do R^2 resultante da regressão de retorno no componente de retorno oriundo da gestão ativa, que esse componente, apesar de importante para explicar o retorno desses fundos, esteve longe de ser principal. Ao passo oposto, contudo, o R^2 resultante da regressão de retorno nesse mesmo componente, para os Fundos Indexados, constatou que a gestão ativa teve importância ínfima na explicação das rentabilidades obtidas pelos fundos passivos.

Desse modo, apesar dos baixos valores explicativos apontados para o componente de gestão ativa em ambas as análises, uma vez que os valores do componente de retorno provocado pela gestão ativa para explicar os retornos totais dos fundos ativos e dos fundos passivos foram divergentes, evidenciou-se que Fundos Ativos e Fundos Indexados possuem um estilo de gestão dissemelhante, comprovando que, no Brasil, as gestões passiva e ativa de Fundos de Ações são, na prática, diferentes. Tal distinção é percebida ao se analisar não apenas o poder explicativo do componente de gestão ativa obtido para cada

análise, mas também o componente de gestão passiva, referente à importância da política de investimento adotada pelo fundo para explicar a variação de seus retornos.

A seguir, as tabelas 5 e 6 evidenciam os resultados obtidos para as análises - realizadas separadamente para Fundos de Ações Ativos e Fundos de Ações Indexados - de explicação do retorno dos fundos por cada um de seus componentes apresentados anteriormente.

Tabela 5 - Resultados das Regressões para os Fundos de Ações Ativos

Retorno dos Fundos de Ações Ativos			
(Intercept)	0.01 *** (0.00)	0.01 *** (0.00)	0.01 *** (0.00)
Mercado	0.04 *** (0.00)		
Benchmark		0.01 *** (0.00)	
Gestão Ativa			0.02 *** (0.00)
N	88291	88291	88291
R2	0.64	0.06	0.12

All continuous predictors are mean-centered and scaled by 1 standard deviation.

*** $p < 0.001$; ** $p < 0.01$; * $p < 0.05$.

Tabela 6 - Resultados das Regressões para os Fundos de Ações Indexados

Retorno dos Fundos de Ações Indexados			
(Intercept)	0.01 *** (0.00)	0.01 *** (0.00)	0.01 *** (0.00)
Mercado	0.05 *** (0.00)		
Benchmark		0.03 *** (0.00)	
Gestão Ativa			0.01 *** (0.00)
N	6840	6840	6840
R2	0.90	0.23	0.01

All continuous predictors are mean-centered and scaled by 1 standard deviation.

*** $p < 0.001$; ** $p < 0.01$; * $p < 0.05$.

A partir das tabelas de resultados, em ambos os grupos, o mercado foi o principal fator para explicar o retorno dos Fundos de Ações, sendo responsável pela explicação de 64% do retorno dos Fundos de Ações Ativos e pela explicação de 90% do retorno dos Fundos de Ações Indexados, no período 2010-2019.

Além disso, o componente de gestão ativa apresentou, de fato, maior peso para explicar o retorno dos FIAs Ativos na década de 2010, em comparação ao seu peso para explicar o retorno dos FIAs Indexados, no mesmo período. Para os Fundos de Ações Ativos, esse componente correspondeu a 12% da rentabilidade alcançada, ao passo que, para os Indexados, explicou apenas 1% do retorno obtido.

Por sua vez, o componente referente à política de investimento adotada pelo gestor do fundo, apresentou maior peso na explicação dos retornos dos Fundos de Ações Indexados do que na explicação dos retornos dos Fundos de Ações Ativos. Para os Indexados, respondeu por 23% da explicação do retorno, enquanto, para os Ativos, foi responsável por explicar apenas 6% do retorno alcançado.

7. Conclusão

O vigente estudo teve como intuito destacar a importância do componente de gestão ativa na explicação da variação dos retornos totais dos Fundos de Ações Ativos e dos Fundos de Ações Indexados, no Brasil, na década de 2010, por meio de duas análises, realizadas separadamente. A partir dos resultados obtidos, para ambas as análises, observou-se, em linha com Ibbotson e Kaplan (2000), Xiong et al (2010) e Aglietta et al (2012), que os poderes explicativos atribuídos à cada componente do retorno, para explicar a variação desse ao longo do tempo, não evidenciaram grandes dissimilaridades para a indústria de Fundos de Ações brasileira, na década passada, em relação ao que já fora constatado por meio das análises realizadas, pelos autores mencionados acima, para outros cenários.

Após a análise dos resultados obtidos por meio das regressões lineares dos retornos totais em cada um de seus três componentes, ao longo dos 120 meses da última década, observou-se que o mercado dominou a explicação da variação do retorno dos Fundos de Ações da indústria de fundos brasileira. Entretanto, constatou-se também que, para os Fundos de Ações Ativos, o componente de gestão ativa possuiu maior relevância do que o de gestão passiva, na explicação da variação dos retornos desse grupo de fundos. Opostamente, para os Fundos de Ações Indexados, constatou-se que o componente ativo apresentou importância ínfima para a explicação da variação de seus retornos, sendo dominado pelo componente referente à política de investimento adotada pelo gestor do fundo.

Todavia, o amplo domínio do mercado sobre o componente de gestão ativa e sobre o componente passivo, atrelado à escolha do benchmark do fundo, para explicar a variação dos retornos totais dos Fundos de Ações Ativos e dos Fundos de Ações Indexados brasileiros, na década de 2010, indica que não houve grande relevância, em termos de poder explicativo sobre a variação dos retornos, para as segundas principais componentes do retorno de cada grupo de fundos. Em razão da variação dos retornos totais de ambos os

grupos analisados ter sido majoritariamente explicada pelo mercado ao longo do período, tanto as alocações táticas realizadas pelos gestores dos Fundos Ativos, como as políticas de investimento adotadas pelos gestores dos Fundos Indexados, não foram cruciais para explicar a variação dos retornos totais obtidos por esses fundos.

8. Referências Bibliográficas

ANDREZO, A.F.; LIMA, I.S. **Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais**. São Paulo: Pioneira, 1999.

SEABRA, L. **Conversas com gestores de ações brasileiros: a fórmula dos grandes investidores para ganhar dinheiro em Bolsa**. São Paulo: Empiricus Research, 2016.

BRINSON, G.P.; HOOD, L.R.; BEEBOWER, G.L. Determinants of Portfolio Performance. **Financial Analysts Journal**, v. 42, n. 4, p. 39-44, 1986.

IBBOTSON, R.G.; KAPLAN, P.D. Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance? **Financial Analysts Journal**, v. 56, n. 1, p. 26-33, 2000.

XIONG, J.X.; IBBOTSON, R.G.; IDZOREK, T.M.; CHEN, P. The Equal Importance of Asset Allocation and Active Management. **Financial Analysts Journal**, v. 66, n. 2, p. 22-30, 2010.

AGLIETTA, M.; BRIERE, M.; RIGOT, S.; SIGNORI, O. Rehabilitating the role of active management for pension funds. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 9, p. 2565-2574, 2012.

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

QUANTUM AXIS ONLINE. Disponível em:

<https://www.quantumaxis.com.br/webaxis/>

Acesso em 24/06/2020

ANBIMA Cartilha da Nova Classificação de Fundos. Disponível em:

[https://www.anbima.com.br/data/files/B4/B2/98/EF/642085106351AF7569A80AC2/Cartilha da Nova Classificacao de Fundos 1 .pdf](https://www.anbima.com.br/data/files/B4/B2/98/EF/642085106351AF7569A80AC2/Cartilha_da_Nova_Classificacao_de_Fundos_1_.pdf)

Acesso em 24/06/2020

CVM Instrução CVM 555 (texto consolidado). Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html%20>

Acesso em 24/06/2020

B3 Ibovespa. Disponível em:

http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/ibovespa.htm

Acesso em 24/06/2020