

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SOCIOECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS DA ADMINISTRAÇÃO

Clara Cristina de Souza Sodré
Jayne de Sousa Bainha

FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO BRASIL:
UMA ANÁLISE DE DESEMPENHOS DOS FUNDOS DE RENDA FIXA, AÇÕES
E MULTIMERCADOS DE JAN. 2010 A DEZ 2019.

Florianópolis
2022

Clara Cristina de Souza Sodré
Jaynne de Sousa Bainha

FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO BRASIL:
UMA ANÁLISE DE DESEMPENHOS DOS FUNDOS DE RENDA FIXA, AÇÕES
E MULTIMERCADOS DE JAN. 2010 A DEZ 2019.

Trabalho de Curso apresentado à disciplina
CAD 09301 como requisito parcial para a
obtenção do grau de Bacharel em Administração
pela Universidade Federal de Santa Catarina.

Enfoque: Monográfico

Área de concentração: Finanças

Orientador(a): Prof. Dr. Ana Luiza Paraboni

Florianópolis

2022

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Sodré, Clara Cristina de Souza

FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO BRASIL : UMA ANÁLISE DE
DESEMPENHOS DOS FUNDOS DE RENDA FIXA, AÇÕES E MULTIMERCADOS
DE JAN. 2010 A DEZ 2019 / Clara Cristina de Souza Sodré,
Jayne de Sousa Baimha ; orientador, Ana Luiza Paraboni,
2022.

81 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Sócio
Econômico, Graduação em Administração, Florianópolis, 2022.

Inclui referências.

1. Administração. 2. Fundos de investimentos. 3. Fundos
de renda fixa. 4. Fundos multimercado. 5. Fundos de ações.
I. Baimha, Jayne de Sousa . II. Paraboni, Ana Luiza. III.
Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação em
Administração. IV. Título.

Clara Cristina de Souza Sodré
Jaynne de Sousa Bainha

FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO BRASIL:
UMA ANÁLISE DE DESEMPENHOS DOS FUNDOS DE RENDA FIXA, AÇÕES
E MULTIMERCADOS DE JAN. 2010 A DEZ 2019.

Este Trabalho de Curso foi julgado adequado e aprovado na sua forma final pela
Coordenadoria Trabalho de Curso do Departamento de Ciências da
Administração da Universidade Federal de Santa Catarina.

Florianópolis, 17 de dezembro de 2022.

Avaliadores:

Prof^a. Ana Luiza Paraboni
Coordenador de Trabalho de Curso



Documento assinado digitalmente

Ana Luiza Paraboni

Data: 19/12/2022 10:20:59-0300

CPF: ***.031.270-**

Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

Prof^a. Ana Luiza Paraboni, Dra.
Orientador
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. André Luis da Silva Leite, Dr.
Avaliadora
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Marcus Vinicius Andrade de Lima, Dr.
Avaliador
Universidade Federal de Santa Catarina

AGRADECIMENTOS

À minha esposa, sócia e parceira de vida, Janete Martins pelo amor, parceria, compreensão, incentivo, motivação diária e por ser a base e acolhimento necessário para passar por todos os processos e chegar à conclusão de mais um projeto de vida. Ao Breno Araujo, deixo aqui um agradecimento mais do que especial, por ter feito parte de todo o processo da graduação, trazendo amizade, apoio, forças, acreditando sempre em toda construção realizada e estando presente em todos os momentos da minha vida.

À Luana Cabral, que além da sua amizade é a pessoa que através de um convite mudou minha vida profissional e me apresentou o propósito de transformação através do conhecimento.

À Prof Ana Luiza Paraboni, por ter aceitado ser a orientadora desse trabalho e guiar nossos passos nessa construção. Investindo tempo, conhecimento e dedicação sendo fundamental para construção desse estudo. À Jaynne de Sousa, por ter aceitado o desafio de fazer este trabalho com muita resiliência e foco para encarar o processo de aprendizado, até chegar ao resultado desse trabalho. Aos meus colegas de trabalho e a XP, por terem sido uma das fontes de inspiração na construção desse trabalho, reforçando sempre a importância do conhecimento e desenvolvimento, bem como o compartilhamento da educação para transformar vidas. Importante deixar um agradecimento especial à Nathalia de Sá, Rodrigo Sgavioli (e todo time do Research XP), por toda troca e pela liderança que tem sido a base do meu crescimento profissional e conhecimento sobre a indústria de fundos.

Agradeço aos meus pais, família e amigos que tiveram paciência para lidar com a ausência e continuaram acreditando em toda essa construção. Agradeço a UFSC e a todos professores que fizeram parte da construção dessa graduação. E agradeço a todos que contribuíram direta ou indiretamente nesse trabalho, e que apesar de não terem sido nomeados sabem da importância e relevância em minha vida acadêmica, pessoal e profissional como um todo.

- Clara Sodré

Agradeço primeiramente a meus pais, em especial à meu pai Jairo Cassol Baíha (*in memoriam*), desde o início sendo o meu maior exemplo de conhecimento, ética, amor, carinho e respeito, sou grata por tudo que fez por mim. A minha mãe, Maria Elina por todo seu esforço em me criar, por ser uma base tanto nos momentos de alegria quanto nos de dificuldade, sendo hoje minha rocha e minha avó Eliete Carvalho, amor da minha vida. Obrigada a minha irmã Jessyca de Sousa e aos outros membros da minha família, o apoio de vocês foi essencial durante essa jornada. Sou grata a Deus e mantenho também um agradecimento a meus amigos e colegas, pelo aprendizado e todos os ensinamentos compartilhados, sem vocês esse momento não seria possível, em especial a Clara Sodré, meu maior exemplo e fonte de energia durante essa caminhada desenfreada. Agradeço também ao pessoal da Nortek, eles que tem me ensinado a superar desafios e evoluir pessoal e profissionalmente, por fim, muito obrigada aos meus professores, suas energias foram essenciais na troca de experiências e no aprendizado ao longo dessa jornada acadêmica.

- Jaynne Sousa

RESUMO

O presente estudo possui a finalidade de analisar o retorno acumulado de fundos de renda fixa, multimercados e ações entre os anos de 2010 e 2019. Através da delimitação das especificidades de cada uma das classes de ativos abordadas, este estudo busca verificar se existe um diferencial de retorno em cada uma das classes se comparados aos seus respectivos benchmarks. Para tal, a identificação das diferenças de comportamento entre as classes perante o cenário econômico se fez necessário, bem como a realização de um comparativo das subclasses que obtiveram maior destaque. Através de uma análise do tipo descritiva, a extração dos resultados foi obtido através de bancos de dados da CVM, ANBIMA, B3 e o Quantum Axis. Dessa forma, os resultados encontrados nesse estudo revelaram a dispersão de retornos que cada uma das classes pode obter, bem como os impactos das variações de juros no comportamento dos fundos. Na amostra de Fundos de Renda Fixa, 53% dos fundos apresentaram retornos abaixo do CDI, enquanto nos Fundos Multimercados apenas 11% dos fundos apresentaram retornos acima do CDI. Já para os fundos de ações, 70% destes apresentaram retornos acima do Ibovespa. A análise dos resultados indica que a performance de cada uma das classes analisadas irá variar não apenas de acordo com cenário macroeconômico, mas de acordo com o estilo de gestão adotado em cada uma das estratégias.

Palavras-chave: Fundos de Investimentos. Fundos de Renda Fixa. Fundos Multimercados. Fundos de Ações.

ABSTRACT

The present study aims to analyze the accumulated return of fixed income, multimarket and stock funds between the years 2010 and 2019. Delimiting the specificities of each of the asset classes addressed, this study seeks to verify whether there is a return differential in each of the classes compared to their respective benchmarks. To this end, it was necessary to identify the differences in behavior between the classes in the face of the economic scenario, as well as to carry out a comparison of the subclasses that stood out the most. Through a descriptive analysis, the extraction results were obtained through CVM, ANBIMA, B3 and Quantum Axis databases. In this way, the results found in this study revealed the dispersion of returns that each of the classes can obtain, as well as the impacts of interest rate variations on the behavior of funds. In the sample of Fixed Income Funds, 53% of the funds presented returns below the CDI, while in the Multimarket Funds only 11% of the funds presented returns above the CDI. As for stock funds, 70% of them showed returns above the Ibovespa. The analysis of the results indicates that the performance of each of the analyzed classes will vary not only according to the macroeconomic scenario, but also according to the management style adopted in each of the strategies.

Keywords: Investment Funds. Fixed Income Funds. Multimarket Funds. Equity Funds.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Estrutura do Sistema Financeiro Nacional Brasileiro	21
Figura 2 – Taxa Selic Meta (% a.a) – janeiro de 2018 a novembro de 2022	26
Figura 3 – Performance Ibovespa x IHFA x CDI	27
Figura 4 – Agentes atuantes dentro de um fundo de investimento	28
Figura 5 – Evolução do patrimônio líquido dos fundos de investimentos no brasil entre 2010 e 2019	30
Figura 6 – Número de contas em fundos de investimentos entre dezembro de 2009 e dezembro de 2019	31
Figura 7 – Número de fundos (FI + FIC) por classe entre dezembro de 2009 e dezembro de 2019.....	31
Figura 8 – Distribuição de fundos em dezembro de 2009 x dezembro de 2019	33
Figura 9 – Fórmula utilizada para calcular duration	35
Figura 10 – Classificação dos fundos de renda fixa	38
Figura 11 – Classificação fundos de ações.....	42
Figura 12 – Classificação fundos multimercado.....	44
Figura 13 – Subclassificação da amostra de fundos de renda fixa	48
Figura 14 – Retorno acumulado médio dos fundos de renda fixa e CDI entre janeiro/2010 e dezembro/2019	49
Figura 15 – Retorno acumulado médio dos fundos de renda fixa High Grade e CDI entre janeiro/2010 e dezembro/2019	49
Figura 16 – Retorno médio acumulado dos fundos de renda fixa High Yield e CDI entre janeiro/2010 e dezembro/2019.....	50
Figura 17 – Retorno médio acumulado top 10 amostra de fundos classificados como renda fixa	50
Figura 18 – Retorno médio acumulado da amostra de fundos classificados como renda fixa	51
Figura 19 – Retorno acumulado Sulamérica Inflatie FI Renda Fixa LP x IMA-B x IPCA x CDI.....	51
Figura 20 – Performance dos fundos de renda fixa em relação ao CDI	52
Figura 21 – Subclassificação da amostra de fundos multimercado	53

Figura 22 – Retorno acumulado médio da amostra x IHFA entre janeiro/2010 e dezembro/2019.....	53
Figura 23 – Retorno acumulado da amostra de fundos multimercado x IHFA x CDI.....	54
Figura 24 – Retorno acumulado da amostra de fundos classificados como multimercado macro.....	55
Figura 25 – Retorno médio acumulado top 10 amostra de fundos classificados como multimercado	55
Figura 26 – Carteira fundo Polo Macro FI Multimercado em dezembro/2019 ..	56
Figura 27 – Carteira fundo Polo Macro FI Multimercado em dezembro/2010 ..	56
Figura 28 – Taxa Selic Meta (% a.a.) – janeiro/2010 a dezembro/2019	57
Figura 29 – Performance dos fundos multimercado em relação ao IHFA	57
Figura 30 – Subclassificação da amostra dos fundos de ações.....	58
Figura 31 – Retorno acumulado da amostra dos fundos de ações.....	58
Figura 32 – Retorno acumulado dos fundos de ações x Ibovespa	59
Figura 33 – Retorno médio acumulado top 10 amostra de fundos classificados como ações	59
Figura 34 – Retorno acumulado MPFRE Small FI Ações x SMLL x Ibovespa x CDI.....	60
Figura 35 – Retorno acumulado amostra fundos de renda fixa, ações, multimercado x Ibovespa, CDI e IHFA	60

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Subcategorias dentro da renda fixa	36
Quadro 2 – Códigos de identificação de ações.....	39
Quadro 3 – Classificação de ações	41
Quadro 4 – Classificação de multimercados	43

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

B3 - Bolsa de Valores Oficial do Brasil

BACEN - Banco Central do Brasil

BCB - Banco Central do Brasil

BDR - Brazilian Depositary Receipts (Ações de empresas estrangeiras emitidas e negociadas no Brasil)

BOVESPA - Indicador de Desempenho das Ações Negociadas na Bolsa de Valores Brasileira (B3), também conhecido como Ibovespa.

CDB - Certificados de Depósito Bancário

CDI - Certificado de Depósito Interbancário

CMN - Conselho Monetário Nacional

CNPC - Conselho Nacional de Previdência Complementar

CNSP - Conselho Nacional de Seguros Privados

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

DI - Depósito Interbancário

EFPC - Entidades Fechadas de Previdência Complementar

ETF - Exchange Traded Fund (Fundos de Investimento que captam recursos para aplicar em carteiras que seguem algum índice como referência, como, por exemplo: o Ibovespa)

FGTS - Fundo de Garantia do Tempo de Serviço

FMP - Fundo de investimento em que o investidor aplica apenas em ações da Petrobrás, com recursos de provenientes do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço - FGTS

IHFA - Índice de Hedge Funds ANBIMA

IBOVESPA - Indicador de Desempenho das Ações Negociadas na Bolsa de Valores Brasileira (B3), também conhecido como Bovespa.

PREVIC - Superintendência Nacional de Previdência Complementar

PCO - Plataforma por Conta e Ordem

PGBL - Plano Gerador de Benefício Livre

RPPS - Regime Próprio de Previdência Social

SUSEP - Superintendência de Seguros Privados

SFN - Sistema Financeiro Nacional

SELIC - Sistema Especial de Liquidação e Custódia

VGBL - Vida Gerador de Benefícios Livres

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	14
1.2 OBJETIVO GERAL	16
1.2.1 Objetivos específicos	17
1.3 JUSTIFICATIVA	17
2. SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL	18
2.1 ÍNDICES DE REFERÊNCIA DO MERCADO	21
2.1.1 Ibovespa	22
2.1.2 Selic	23
2.1.2 Índice de Hedge Funds ANBIMA.....	24
2.1.3 Mercado pós pandemia.....	25
2.2 FUNDOS DE INVESTIMENTOS	27
2.2.1 Fundos de renda fixa	33
2.2.2 Fundos de ações.....	38
2.2.3 Fundos multimercados.....	42
3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	45
4. RESULTADOS.....	48
4.1 RENDA FIXA.....	48
4.2 MULTIMERCADOS.....	53
4.3 AÇÕES	58
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	62
REFERÊNCIAS	66
APÊNDICE A - Retorno Ações por Fundo	68
APÊNDICE B - Retorno Multimercado por fundo.....	72
APÊNDICE C - Retorno Renda Fixa - por fundo.....	76

1. INTRODUÇÃO

Com um mercado de capitais em constante desenvolvimento, se faz necessário olhar para as soluções de investimentos existentes no Brasil, e como estas estão contribuindo para o crescimento financeiro dos envolvidos. A respeito dessa contribuição, é importante verificar se os ativos em questão e seus retornos gerados beneficiam a todos os envolvidos nas operações: englobando desde o investidor, que disponibilizará esses recursos, o tomador, que estará na ponta final, e até mesmo os intermediários que fazem a gestão dos recursos.

Segundo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (2017) o conceito de “ativo” dentro do mercado de capitais se trata de um conglomerado de “bens, valores e crédito” que visa consolidar o patrimônio de uma pessoa ou empresa, sendo este conversível em dinheiro. Logo, trata-se de uma ferramenta que possui o potencial de movimentar os recursos financeiros de uma pessoa e/ou família, empresa e consequentemente sociedade.

Se tratando de uma estrutura de investimento que permite a união de investidores para realizar grandes investimentos, os fundos de investimentos se enquadram como uma alternativa de investimento que permite o acesso a diversos ativos do mercado de capitais. De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (2018), um fundo de investimento possui a estrutura de um condomínio, onde há uma comunhão de recursos, destinado à aplicação em títulos, valores mobiliários, câmbio, como também quaisquer outros ativos financeiros disponíveis no mercado financeiro.

Ao longo do tempo foi constituída uma verdadeira indústria, que engloba todos os fundos de investimentos existentes atualmente. Até o mês de junho de 2022, o total de recursos aplicados nesse tipo de estrutura concentrou cerca de R\$ 7.185,77 bilhões, segundo os dados da Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais (ANBIMA)¹ em dados publicados em julho de 2022.

“A principal contribuição da indústria de fundos de investimento para o desenvolvimento econômico de um país é o seu papel como veículo para canalização da poupança doméstica e externa para os instrumentos de capital e dívida (pública e privada), de forma a financiar os emissores que, em última análise, são os agentes do desenvolvimento.” (ANBIMA, 2014).

Diante disso e tendo em vista o volume de recursos, diferentes expertises, formatos de gestão e a complexidade da indústria de fundos é interessante segmentar, analisar, comparar e verificar como esses investimentos se comportam ao longo do tempo. Dessa forma, é necessário entender se os fundos de investimentos além de permitirem o acesso, também trazem para a carteira do investidor retornos relevantes.

Para tal é preciso compreender a estrutura do sistema financeiro atual, bem como as diferentes modalidades de fundos de investimentos e como essas se relacionam com seus respectivos índices de referência. A pesquisa “Jornada do Investimento em Fundos” realizada em 2019 pela ANBIMA em parceria com a Na Rua, empresa especializada no comportamento dos consumidores, mostrou que os fundos de investimentos além de ainda serem desconhecidos por parte da população, são considerados complexos, especulativos e exclusivos para investidores de alta renda. Além disso, o nome “fundos de investimentos” também traz incertezas em relação ao seu funcionamento, afastando os investidores iniciantes que não entendem a dinâmica do produto.

Por se tratar de um produto financeiro, questões qualitativas e quantitativas precisam ser analisadas. É de conhecimento geral que a tomada de decisão de investimentos passa por diferentes critérios, e por se tratar da gestão de recursos de terceiros através de uma estrutura regulamentada, alguns aspectos precisam ser definidos para melhor enquadramento e tomada de decisão.

Dentro dos fundos de investimentos, uma das preocupações está em relação aos retornos auferidos, bem como os aspectos qualitativos da estrutura de investimentos e processos de gestão existentes dentro de um fundo. Nessa linha, a visão de que são produtos exclusivos para investidores de alta renda esbarra na necessidade de democratização do mercado de capitais. Mas vale o questionamento, se nas estruturas já existentes, esses aspectos já foram sanados.

É sob o contexto da necessidade de uma análise aprofundada dos fundos de investimentos disponíveis no mercado financeiro brasileiro, considerando

principalmente a qualidade de gestão, retornos auferidos e acessibilidade dos investidores, que o presente trabalho foi estruturado. A partir das atuais dinâmicas estruturais do mercado financeiro, das discussões envolvidas, nas demandas individuais e/ou coletivas, bem como cenário macroeconômico e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiros, questiona-se se é válido para o investidor comum brasileiro alocar seus recursos em fundos de investimentos em renda fixa, ações e multimercados.

Para este estudo, consideramos investidor comum brasileiro, todos aqueles que não assinaram nenhum termo de qualificação ou de institucionalização. Englobando assim a população em geral e também o investidor qualificado, que de acordo com a CVM (2013) são pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a um milhão de reais, tendo atestado por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio de acordo com o Anexo 9-B da Instrução CVM Nº 554 (CMV, 2014).

Os investidores classificados como profissionais e institucionais não serão abordados no presente trabalho, dado o volume de recursos operados por esses investidores. Serão excluídas também entidades abertas e fechadas de previdência complementar, companhias seguradoras e sociedades de capitalização.

Com a análise dos três tipos de investimentos que serão expostos, vale pontuar que as classes serão analisadas conforme seus principais indicadores, sendo considerados os fundos de renda fixa pós-fixada, ações e multimercados. De maneira geral, espera-se verificar se o retorno desses é positivo perante seus referenciais, não criando um cenário predatório, mas sim, estimulando seu uso de maneira individual ou coletiva em composições de carteira.

1.2 OBJETIVO GERAL

Analisar a rentabilidade de fundos de renda fixa, multimercados e ações entre janeiro de 2010 e dezembro de 2019 em relação aos principais índices de referência do mercado.

1.2.1 Objetivos específicos

- Delimitar de maneira concreta as especificidades de cada uma das classes de ativos a serem estudadas (renda fixa, multimercados e ações), trazendo suas particularidades e diferenças estratégicas.
- Identificar a diferença de comportamento entre as classes de ativos perante o cenário econômico, traçando um comparativo entre a composição da estratégia e o retorno auferido.
- Verificar se existe um diferencial no retorno de cada uma das classes se comparados aos seus respectivos benchmarks.

1.3 JUSTIFICATIVA

Dada a complexidade do mercado financeiro e a necessidade de maior democratização dos estudos e temáticas a respeito da indústria de fundos de investimentos, busca-se através do presente trabalho ser fonte de critérios analíticos, que poderão auxiliar investidores em sua tomada de decisão de investimento.

Além disso, este trabalho pretende facilitar a leitura a respeito das diferentes classes de investimentos e das diferentes variáveis que constituem o retorno atrelado a cada uma destas. Verificando também a capacidade de geração de retorno excedente de forma individual, para que justifique a dinâmica de existência de cada uma delas em uma indústria tão relevante.

Vale pontuar a escolha de não utilizar na análise os últimos dois anos, período que compreende os retornos fechados de 2020, 2021 e parcial de 2022, devido a ocorrência de acontecimentos macroeconômicos significativos, como a pandemia do Covid-19 e a guerra entre Rússia e Ucrânia, que tiveram impactos significativos na dinâmica e funcionamento do mercado de capitais.

2. SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

O Banco Central do Brasil (BCB), define o Sistema Financeiro Nacional (SFN) como conjunto de entidades e instituições que promovem a intermediação financeira entre poupadores e tomadores de recursos. Sistema esse que serve como meio de circulação de recursos das pessoas, empresas e governo com a finalidade de pagar dívidas e realizar investimentos (Banco Central do Brasil, 2022).

O Sistema Financeiro Nacional (SFN) é segmentado em quatro diferentes mercados. O mercado monetário é responsável pela garantia da liquidez do sistema financeiro através do controle da circulação de dinheiro na economia (políticas monetárias). O mercado de crédito é fiscalizado pelo Banco Central e responsável pelas operações de crédito de curto e médio prazo. Já o mercado de câmbio é o responsável pela movimentação de moedas estrangeiras no Brasil, e, por fim, o mercado de capitais é responsável pela intermediação de negociações entre poupadores e tomadores. (PINHEIROS, 2009, p.100)

Pinheiros (2009) entende que o Mercado de Capitais representa um sistema de distribuição de valores que tem o propósito de viabilizar a capitalização e dar liquidez aos títulos emitidos, levando em consideração também a intenção de permitir que investidores comuns tenham acesso a serviços mais estruturados. Marsh (2001) ressalta que atualmente o mercado de capitais é uma das formas mais práticas de ganhar dinheiro, pois diferentemente dos investimentos clássicos como poupança, ele pode oferecer uma maior maximização dos ganhos em investimentos.

“Organizado por diferentes agentes normativos, supervisores e operadores, essas entidades, cada uma à sua atribuição e responsabilidade visa garantir (i) o bom funcionamento do Sistema Financeiro Nacional, o (ii) cumprimento de regras e normas definidas pelos órgãos normativos e a (iii) oferta de serviços e soluções financeiras” (BCB, 2022)

Atualmente três órgãos compõem o sistema nacional brasileiro, o subsistema normativo regula e controla o subsistema operativo. Essa regulação e controle é exercida por meio de “normas legais, expedidas pela autoridade monetária, ou pela oferta seletiva de crédito levada a efeito pelos agentes financeiros do governo”, conforme afirmam os autores (CAVALCANTE, MISUMI e RUDGE, 2005, p. 22- 23).

Pode ser observado que o Sistema Financeiro Nacional se estrutura levando em conta os órgãos normativos, supervisores e operadores. Sobre os órgãos normativos, tem-se conhecimento sobre sua composição a partir do Conselho Monetário Nacional (CMN): instituído pela Lei 4.595 (BRASIL, 1964), é responsável por expedir diretrizes gerais para o bom funcionamento do SFN; Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPCC): é um órgão colegiado integrante da estrutura do atual Ministério do Trabalho e Previdência, e tem por função de regular o regime de previdência complementar operado pelas entidades fechadas de previdência complementar (Ministério do Trabalho e Previdência, 2022), e por fim, o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP): órgão responsável por reforçar as diretrizes e normas da política de seguros privados, é a junção entre Ministro da Fazenda, representante do Ministério da Justiça, representante do Ministério da Previdência Social, Superintendente da Superintendência de Seguros Privados, representante do Banco Central do Brasil e representante da Comissão de Valores Mobiliários.

Órgãos supervisores são aqueles que englobam:

CVM: Sua sigla remete a comissão de valores mobiliários, ela é uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária (BACEN, 2018).

Bacen: Caracterizada como uma entidade que atua fazendo o papel de um órgão executivo do sistema financeiro, sua responsabilidade consiste em cumprir e fazer o intermédio que regulariza o funcionamento do sistema e as normas expedidas pelo CMV, é o principal meio por onde o estado é capaz de intervir indiretamente na economia e diretamente no sistema financeiro. De acordo com Brito (2003), sua competência é de exercer o monopólio da emissão de moeda como também a fiscalização do sistema financeiro, funcionar como banco dos bancos e como banqueiro do governo, é o executor da política monetária e cambial e visa assessorar o governo nos assuntos econômicos (BRITO, 2003, p. 4).

Dentre as suas principais atribuições estão:

1. Emitir papel-moeda e moeda metálica; 2. Executar os serviços do meio circulante; 3. Receber recolhimentos compulsórios e voluntários das instituições financeiras; 4. Realizar operações de redesconto e empréstimo às instituições financeiras; 5. Regular a execução dos serviços de compensação de cheques e outros papéis; 6. Efetuar operações de compra e venda de títulos públicos federais; 7. Exercer o controle de crédito; 8. Exercer a fiscalização das instituições financeiras; 9. Autorizar o funcionamento das instituições financeiras; 10. Estabelecer as condições para o exercício de quaisquer cargos de direção nas instituições financeiras; 11. Vigiar a interferência de outras empresas nos mercados financeiros e de capitais e; 12. Controlar o fluxo de capitais estrangeiros no país (BACEN, 2018).

SUSEP: Conhecida também como superintendência de seguros privados, esse órgão é responsável pela parte de controle e fiscalização com relação aos mercados de seguro, capitalização, previdência privada aberta e resseguro, ressaltando que ele é caracterizado como uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, sua criação se deu pelo Decreto-lei nº 73, na data de 21 de novembro de 1966.

PREVIC: A Superintendência Nacional de Previdência Complementar é uma autarquia de natureza especial, dotada de autonomia administrativa e financeira e patrimônio próprio, vinculada ao Ministério da Fazenda, com sede e foro no Distrito Federal (PREVIC, 2018). Ela ainda atua no território nacional de maneira completa, como uma entidade responsável pela fiscalização e supervisão de atividades de entidades fechadas de previdência complementar e de execução das políticas envolvendo o regime de previdência complementar que é operado por outras entidades.

E por fim, os ditos órgãos operadores que podem ser caracterizados como os bancos e caixas econômicas, seguradoras, administradoras de consórcio, bolsa de valores e resseguradoras, bolsa de mercadorias e futuros, entidades fechadas de previdência complementar, cooperativas de crédito, corretoras e distribuidoras, entidades abertas de previdência, instituição de pagamento, demais instituições não bancárias e sociedade de capitalização.

Temos ainda os órgãos operadores, sendo os mesmos compostos em sua maioria pelas instituições financeiras públicas ou privadas, que atuam no mercado financeiro, as mesmas podem ser subdivididas também em “instituições financeiras monetárias, órgãos oficiais, demais instituições financeiras, outros intermediários financeiros, instituições auxiliares e instituições dos segmentos de seguro e previdência” (CVM, 2014, p. 38).

Já as instituições financeiras que são captadoras de depósito podem ser subdivididas em:

“1. Banco Múltiplo; 2. Banco Comercial; 3. Caixa Econômica Federal e outras Caixas Econômicas; 4. Banco de Câmbio; 5. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); 6. Banco de Desenvolvimento; 7. Banco de Investimento (BACEN, 2018).

No quadro a seguir pode-se observar a sua atual estrutura descrita pelo Banco Central do Brasil:

Figura 1 – Estrutura do Sistema Financeiro Nacional Brasileiro



* Dependendo de suas atividades corretoras e distribuidoras também são fiscalizadas pela CVM.

** As Instituições de Pagamento não compõem o SFN, mas são reguladas e fiscalizadas pelo BCB, conforme diretrizes estabelecidas pelo CMN.

Fonte: Banco Central do Brasil (2019)

2.1 ÍNDICES DE REFERÊNCIA DO MERCADO

Uma forma de mensurar resultados é através da estruturação de números temporais e ponderados, que juntos podem representar metas a serem alcançadas tanto por instituições como por indivíduos. No mercado financeiro, esses números detêm a conotação de índices. Segundo Carlos Pinheiro, p.30) “Uma das maneiras de acompanhar o mercado de ações é mensurar o seu rendimento. Então a ideia é a de que possa existir uma carteira formada por

algumas ações listadas na bolsa de valores que indique seu rendimento. Com base nessa carteira de ações será possível definir um índice.”

Para avaliar o desempenho de um ativo utilizamos o benchmark, termo que tem se tornado cada vez mais popular em pesquisas de cunho administrativo. Inicialmente utilizada em questões relacionadas ao marketing, o termo que deriva de uma palavra de origem inglesa significa referência em português (CAMBRIDGE DICTIONARY, 2022).

Levando a incorporação de melhores práticas e estratégias de análises de rentabilidade dos investimentos, na esfera em que está situado esse estudo foram utilizadas métricas que permitem avaliar os diferentes comportamentos entre as classes de ativos. Dessa forma, essas métricas servirão de suporte ao estabelecimento de metas de retornos a serem superadas. Neste estudo em específico, cada classe deverá superar o benchmark equivalente a estratégia de investimento em questão.

Com diferentes enfoques e formas, pode-se dizer que o benchmark tem sido aplicado em praticamente todos os tipos de esferas. Visto a multidisciplinaridade desta ferramenta, é válido ressaltar que o presente estudo é focado no mercado financeiro, sendo assim, os principais índices a serem analisados serão: SELIC, CDI, IHFA e Ibovespa.

2.1.1 Ibovespa

O retorno do mercado brasileiro é representado por índices, estes formados por carteiras de ativos que visam representar o comportamento de um mercado em questão. A BOVESPA no Brasil é responsável pela divulgação de índices, o índice da bolsa de valores de São Paulo, conhecido como IBOVESPA pode ser considerado o índice mais tradicional.

Segundo Carlos Pinheiro (2008, p. 30), o índice Ibovespa representa o valor atual em moeda do país de uma carteira teórica de ações, com base numa aplicação hipotética, procurando aproximar-se da configuração real das negociações à vista de lotes em padrões da BOVESPA. O Ibovespa é considerado como um índice de retorno do mercado de ações, uma vez que sua metodologia prevê a aplicação dos ganhos auferidos pelo investidor no mercado.

É necessário ressaltar que existem ressalvas quanto ao uso do Ibovespa como referencial por conta de sua concentração em uma quantidade pequena de ações. Cerca de 10 ações que compõem o índice são suficientes para representar metade do volume negociado no mercado de ações, indicando uma alta concentração em sua composição. Dessa forma, se o desempenho de alguma empresa participante do índice que possua grande peso for considerado baixo, estará em baixa também o desempenho do mercado.

A composição da Ibovespa tem como foco ações que tiveram um volume grande de negociação por um período de um ano, dentre os critérios usados, leva-se em conta a negociabilidade das ações no mercado e a porcentagem com relação a presença da mesma. A cada quatro meses é feita uma nova avaliação, nela são consideradas como base, as entradas de dados dos últimos doze meses anteriores para que seja fácil identificar modificações na participação dentro da carteira, levando em conta cada ação individualmente.

2.1.2 Selic

Outro referencial utilizado no mercado financeiro é a taxa SELIC, que de acordo com Cavalcante, Misumi e Rudge (2006), “é a taxa média ajustada dos financiamentos diários, com lastro em títulos públicos, apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC)”.

A taxa Selic é utilizada como referência majoritária com relação à fixação do custo do dinheiro para as operações a serem realizadas no mercado financeiro. Ela representa a taxa básica de juros com relação ao setor privado, além de também influir na taxa de juros do mercado futuro, nas negociações da Bolsa Mercantil e de Futuros para prazos longos e consequentemente influenciando a fixação de juros dos CDBs, conhecidos também como certificados de depósito bancário onde ocorre um depósito a prazo, geralmente sendo caracterizado como um produto oferecido por instituições financeiras.

Já com relação ao CDI (Certificado de Depósito Interbancário), de acordo com Brito (2005), seu objetivo é a captação de recursos no mercado interfinanceiro. Muito utilizado para aplicação da posição líquida positiva de caixa e captação de recursos para fechamento de caixa das instituições financeiras

(BRITO, 2005, p. 116). Basicamente, podemos descrever o CDI como uma referência do que seria o custo do dinheiro para e entre os bancos.

Ainda segundo Brito (2005, p. 117) a base do CDI acaba sendo a taxa de juros referenciais do governo brasileiro, resumidamente a taxa SELIC, o que reflete o custo que o governo paga para dispor os títulos públicos para o mercado.

De acordo com Assaf Neto (2018, p. 103) normalmente o prazo das operações no mercado interfinanceiro é de um dia, refletindo o custo da troca de reserva dos bancos por um dia. Ele ainda descreve que as taxas que operam diariamente são conhecidas no mercado por DI over e que as instituições financeiras que atuam no mercado interfinanceiro negociam, em verdade, dinheiro entre si, ressaltando que estes títulos estão isentos de impostos e os juros são definidos pela denominada taxa over, geralmente expressa como linear mensal e capitalizada pelos dias úteis previstos na operação.

O equilíbrio do sistema é a principal prioridade do mercado, fazendo com que ocorra a transferência de recursos de agentes superavitários para aqueles que exigem liquidez. O DI, sigla para depósito financeiro, é influenciada principalmente pelas estimativas da taxa de inflação e pela taxa real de juros sem risco da economia.

2.1.2 Índice de Hedge Funds ANBIMA

De acordo com site oficial da ANBIMA (2022), o IHFA (Índice de Hedge Funds ANBIMA) é uma referência para a indústria de hedge funds. No Brasil, esses produtos se assemelham aos fundos multimercado de gestão ativa, com aplicações em diversos segmentos do mercado e várias estratégias de investimento. O índice conta com os fundos mais representativos do segmento em sua carteira. Para fazer parte, esses produtos devem atender a uma série de critérios bem definidos, por exemplo, cobrar taxa de performance, não ser fundo fechado, entre outros.”

As principais pontuações quanto ao uso da IHFA são seus fatores de transparência, já que sua metodologia é divulgada e estruturada de forma ampla, fazendo com que não ocorra possibilidade de interpretações errôneas. Sua indicação de referência, já que ela é considerada uma opção de divulgação de

performance dos fundos alternativa ao CDI. A confiabilidade, já que ela é gerada pela própria ANBIMA, uma associação que representa instituições financeiras e funciona como porta-voz do mercado de capitais, e a regularidade, visto que seus resultados são divulgados diariamente.

Ainda para garantir a integridade e representatividade, o IHFA passa por um período de ajuste trimestralmente, uma atividade conhecida como rebalanceamento. Em meio a esse processo, são avaliadas as características dos fundos no mercado e as mudanças ocorridas ao longo do trimestre.

Um ponto importante a ser ressaltado são os critérios necessários, tanto no âmbito qualitativo, quanto no quantitativo, para que o fundo permaneça elegível quanto a sua participação no índice. Segundo informações divulgadas pela ANBIMA (2022), os critérios utilizados são: “seleção apenas dos fundos multimercados que estejam enquadrados nessa classe há mais de um ano, exclusão dos fundos fechados, dos exclusivos e daqueles que não cobram taxa de performance, exclusão dos fundos com número médio de cotistas inferior a dez no trimestre anterior à data de rebalanceamento e a exclusão dos fundos que não divulgam o valor das cotas atualizadas diariamente.”

O objetivo principal dentro do escopo financeiro relacionado a utilização de índices é indicar a lucratividade média em um determinado intervalo de tempo quanto às medidas aplicadas com relação aos ativos investidos. Obtendo então um valor numérico quantitativo capaz de representar a variação dos preços utilizados para o acompanhamento das principais ações em circulação.

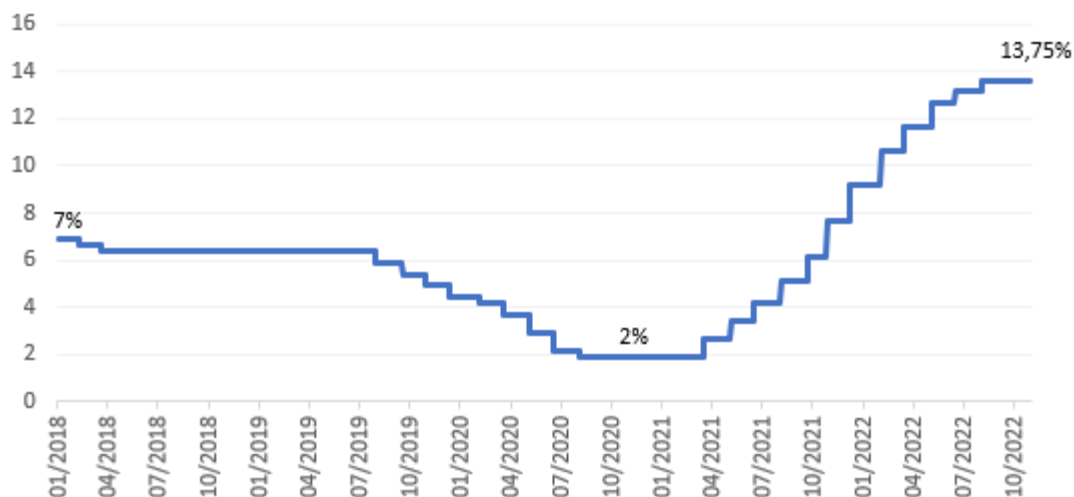
Quando são obtidos os respectivos índices, é possível identificar a situação atual do mercado de ações, informando se estes estão em alta, estáveis ou em baixa. Seu acompanhamento pode ser feito de acordo com a necessidade do indivíduo, os períodos mais comuns são mensais, semanais ou diários.

2.1.3 Mercado pós pandemia

O período analisado escolhido exclui intencionalmente os anos posteriores a 2020, levando em consideração os impactos negativos da pandemia do Covid-19 e as amplas mudanças de dinâmica do mercado financeiro. A começar pelas variações expressivas na taxa básica de juros (selic) onde após um período de estabilidade entre abril de 2018 e julho de 2019, o BCB adotou uma postura

expansionista e a taxa selic entrou em um período de queda até a chegada do COVID-19 em janeiro de 2020.

Figura 2 – Taxa Selic Meta (% a.a) – janeiro de 2018 a novembro de 2022



Fonte: Banco Central do Brasil (2022)

Após esse período o movimento de queda foi acelerado e a taxa de juros brasileira chegou a sua mínima histórica, um valor de 2% ao ano. Entretanto, é possível ver o cenário ser revertido expressivamente em março de 2021, com 16 altas consecutivas na taxa de juros. Em agosto de 2022 o Banco Central Brasileiro encerrou o ciclo de alta em 13,75%, entrando em compasso de estabilidade que se mantém até 01 novembro de 2022 data em que os dados foram extraídos. Ao todo no período, a selic apresentou uma alta de 11,75 pontos percentuais.

Sendo a taxa de juros uma norteadora do custo de capital, o impacto dessas variações expressivas também foi visto nos ativos de riscos, como é possível ver a seguir o desempenho do Ibovespa e IHFA contra o CDI.

Figura 3 – Performance Ibovespa x IHFA x CDI



Fonte: Quantum Axis (2022)

Os índices demonstram os impactos negativos das mudanças econômicas ocorridas nos últimos anos em decorrência da postura adotada por Bancos Centrais de todo o mundo. Vale pontuar que as incertezas do período foram agravadas com outros fatores externos, como a Guerra entre a Rússia e Ucrânia, bem como a crise energética que se instaurou na Europa após esse período. Dessa forma, o presente estudo analisa o comportamento de fundos de investimentos de diferentes classes em um período que exclui essas variações.

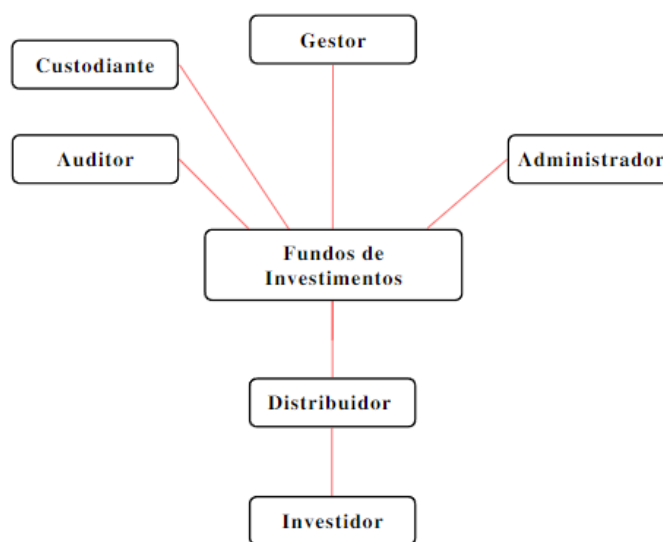
2.2 FUNDOS DE INVESTIMENTOS

Varga e Wengert (2011) entendem que os fundos de investimentos, sejam eles de renda fixa ou de renda variável, oferecem serviços de gestão a investidores individuais e institucionais, evidenciando também maior liquidez para as aplicações financeiras neles alocados e consequentemente menores custos de transação. Enquanto para Oliveira e Silva (2014), um fundo de investimento trata de uma aplicação realizada por um grupo de pessoas e por essa razão é possível que elas façam alocações em produtos com menores custos e melhores possibilidades de retorno.

O serviço de gestão de recursos terceiros envolve diferentes agentes de mercado, de forma que suas atuações são segmentadas permitindo maior

controle dos órgãos reguladores. A figura mais conhecida dentro de um fundo de investimento é o gestor, entretanto, além dele existe o administrador, custodiante, auditor, distribuidor e por fim o investidor, suas atribuições e funções serão detalhadas a seguir.

Figura 4 – Agentes atuantes dentro de um fundo de investimento



Fonte: CVM adaptado pelos autores (2018)

Assaf Neto (2018, p. 483) descreve o gestor de um fundo de investimento como o profissional que tem a responsabilidade de realizar a seleção dos ativos que irão compor a carteira, analisando o risco ajustado ao retorno, bem como adequação à política de investimento definida pelo fundo. Ainda segundo Assaf, a estrutura da carteira também é levada em consideração, cabendo ao gestor a decisão de comprar ou vender ativos representando o cotista. A instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014 descreve o gestor como:

“uma pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, ele é contratado pelo administrador em nome do fundo para realizar a gestão profissional de sua carteira” (CVM, 2014)

Em relação ao administrador de um fundo de investimento, esse é definido segundo a instrução CVM nº 555 (2014) como o profissional autorizado para o “exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários e responsável pela administração do fundo”, ainda segundo a normativa, esse

profissional que possui natureza jurídica deve levar em consideração para exercício da função os termos -do art. 23 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

Ainda de acordo com a instrução CVM nº 555 (2014), o custodiante é caracterizado como o responsável por possuir a custódia dos ativos que compõem a carteira do fundo. O cotista como sendo aquele que detém as cotas de um fundo de investimentos. O auditor sendo o responsável por auditar os fundos, verificando se estão de acordo com a legislação e também na elaboração de demonstrativos de resultados e por fim o distribuidor, sendo ele o intermediário contratado pelo administrador em nome do fundo para realizar a distribuição de suas cotas.

De forma prática, enquanto o administrador é responsável pela constituição do fundo, cálculo e divulgação de cotas, publicação de materiais inerentes à estrutura do fundo e outros serviços relacionados à administração de um fundo de investimento. É o gestor responsável pela seleção de ativos que compõem a carteira desse fundo, e a conferência das contas e documentos fica por conta do Auditor. Em relação à guarda desses ativos e liquidação das operações, esse serviço fica por conta do custodiante. Por fim, é o distribuidor responsável pela venda e disponibilização de um fundo de investimento ao mercado.

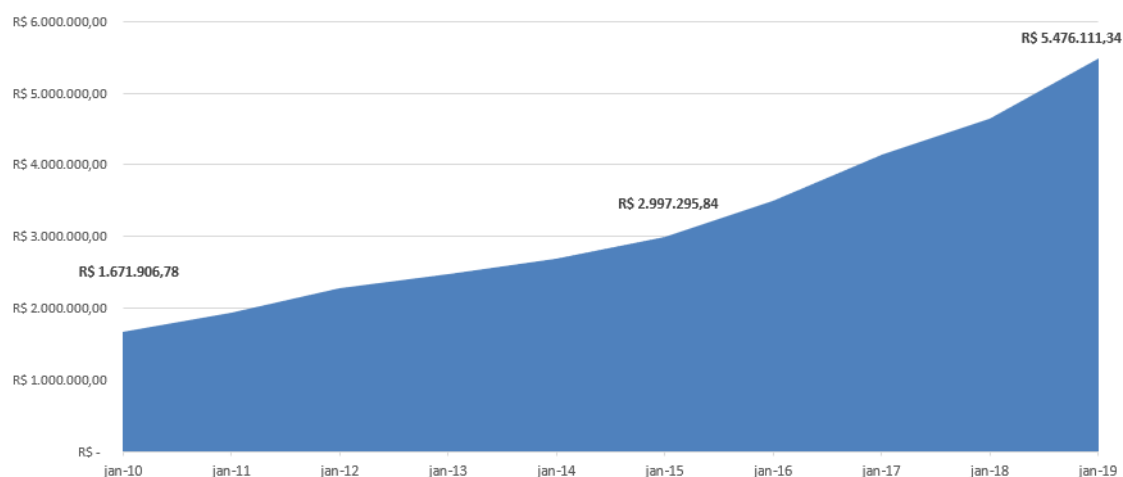
Tanto o administrador quanto o gestor devem exercer suas funções com a diligência que se espera de um administrador probo (leal) e ativo (diligente), sendo certo que os princípios do dever de diligência aplicáveis ao administrador e ao gestor do fundo, por suas características de fidúcia, são os mesmos inerentes aos administradores de companhias. Norma Parente (2016, p. 257)

Em linhas gerais, o investidor procura um fundo de investimento para que seja obtido um serviço de terceirização da gestão de recursos, de forma que cabe ao gestor realizar a escolha da carteira de ativos para o investidor. Nesse tipo de estrutura de investimento, existe a possibilidade de reunião de diversos cotistas que objetivam investir coletivamente para capturar diferentes oportunidades de investimentos. Dessa forma, o acúmulo de patrimônio da união de recursos de diferentes investidores resulta no patrimônio líquido do fundo.

Na interpretação de Matarazzo (1998, p. 43), “a diferença entre Ativo e Passivo é chamada de Patrimônio Líquido e representa o capital investido”, quando trazemos essa descrição para os fundos de investimentos, podemos afirmar que a soma dos valores de todos os títulos acumulados e do valor em

caixa são considerados a parte ativa, enquanto o valor referente às obrigações do fundo são tidas como a parte passiva, delimitando assim o patrimônio líquido como a diferença entre as duas grandezas citadas acima.

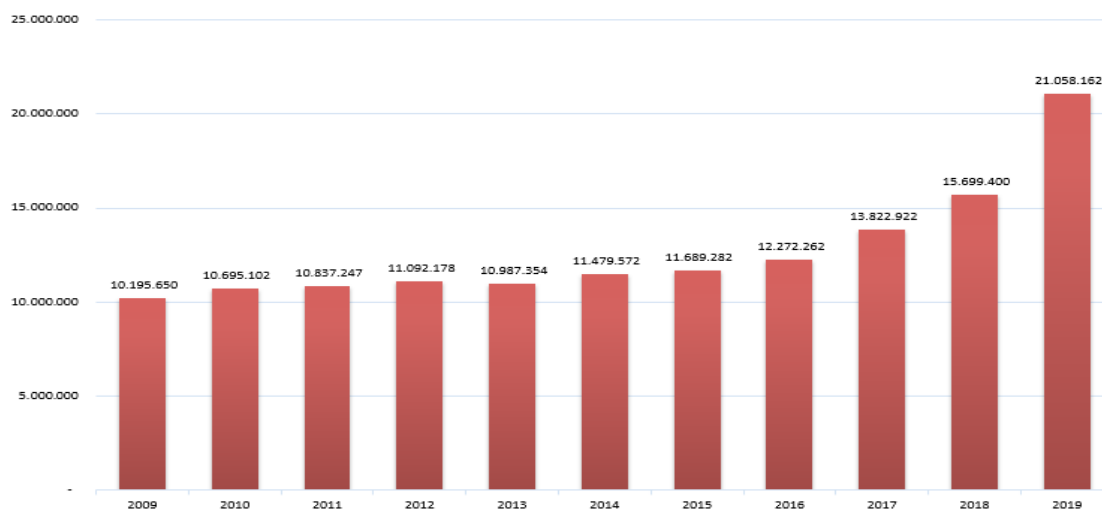
Figura 5 – Evolução do patrimônio líquido dos fundos de investimentos no brasil entre 2010 e 2019



Fonte: ANBIMA adaptado pelos autores (2022).

Dados da ANBIMA (2022) demonstram um momento de expansão relevante no patrimônio líquido dos fundos de investimentos no Brasil. De R\$ 1,4 trilhões em dezembro de 2009 a R\$ 5,4 trilhões em dezembro de 2019. A figura 6 mostra a evolução do patrimônio líquido dos fundos de investimentos entre dezembro de 2009 e dezembro de 2019 no Brasil, um crescimento de 390% ao longo de 10 anos.

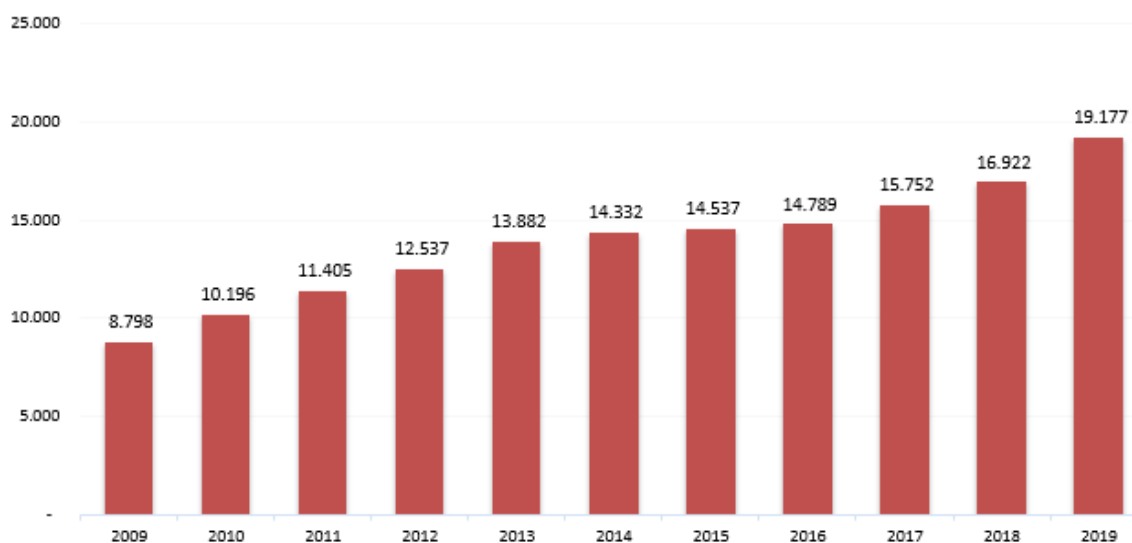
Figura 6 – Número de contas em fundos de investimentos entre dezembro de 2009 e dezembro de 2019



Fonte: ANBIMA adaptado pelos autores (2022).

Os dados da ANBIMA também mostraram uma crescente significativa no número de cotistas, onde o número de contas saiu de 10.195.650 em dezembro de 2009 para 21.058.162 em dezembro de 2019. Um crescimento de 206,54%, vale o destaque para o ano de 2019, onde ante o ano de 2018 o crescimento foi de 134,13%.

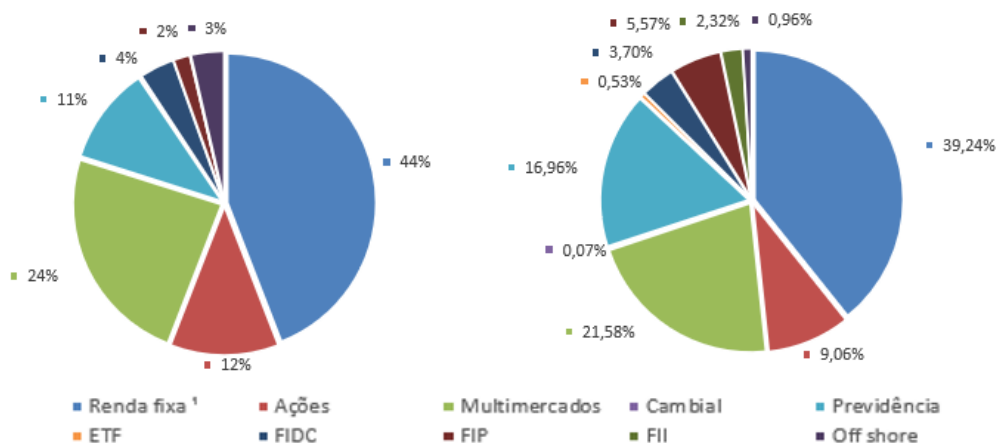
Figura 7 – Número de fundos (FI + FIC) por classe entre dezembro de 2009 e dezembro de 2019



Fonte: ANBIMA adaptado pelos autores (2022).

Esse crescimento acompanha o número de fundos, que saiu de 8.798 em dezembro de 2009 para 19.177 em dezembro de 2019, segundo dados da ANBIMA (2022). Vale pontuar que esse número inclui fundos de investimentos e fundos de investimentos em cotas, o que quer dizer que o número de estratégias existentes no mercado tende a ser menor que o número em questão. Ainda assim, o número de opções é relevante, e a distribuição é relativamente concentrada em fundos de renda fixa como é possível ver a seguir.

Figura 8 – Distribuição de fundos em dezembro de 2009 x dezembro de 2019



1. Para períodos anteriores a outubro/15, a Classe ANBIMA Renda Fixa considera as Categorias Renda Fixa, Referenciado DI e Curto Prazo.

Fonte: ANBIMA adaptado pelos autores (2022).

Os dados de patrimônio líquido por classe da ANBIMA mostram uma concentração na Renda Fixa que teve uma alteração marginal ao longo de 10 anos, caindo de 44% para 39.24%. Vale pontuar que, como veremos a seguir, alguns mandatos de Renda Fixa se enquadram como Multimercados, de forma que o volume de recursos alocados em estratégias de Renda Fixa tende a ser superior ao apresentado pela ANBIMA.

2.2.1 Fundos de renda fixa

Conforme Assaf (2014, p. 81) “os ativos financeiros negociados no mercado podem ser classificados com relação a renda, prazo e emissão. Um ativo é entendido como de renda fixa quando todos os rendimentos oferecidos ao seu titular são conhecidos previamente, no momento da aplicação”. Dessa forma, os ativos que possuem a forma de remuneração conhecida previamente são classificados como Renda Fixa.

De acordo com (CERBASI, 2008, p.77), são três as classificações de um ativo de Renda Fixa: pós-fixados, pré-fixados e híbridos, que possuem uma taxa + acompanham um índice de preços. Cerbasi (2008) também entende que quem busca por segurança tem uma preferência por ativos pós- fixados, e por isso, buscam nos Fundos classificados como “DI” essa segurança, por acompanharem as variações do CDI. O autor também classifica como

investidores com “maior experiência” aqueles que investem uma parcela de seus recursos em ativos pré-fixados, que tendem a se beneficiar quando há uma queda dos juros da economia. Já os papéis atrelados aos índices de preços, são reservados aos investidores que desejam proteção de longo prazo, já que parte desses títulos acompanham a inflação.

O risco da inflação é maior nos títulos prefixados, cujos rendimentos não costumam acompanhar as flutuações dos preços. Nos títulos pós-fixados, o risco de perda inexistente desde que o indexador selecionado reflita a efetiva taxa de inflação da economia. Dessa forma, pode-se concluir que o rendimento prefixado representa a taxa nominal de juros da operação. O ganho real dependerá do comportamento da inflação no período de emissão do título. Assaf (2014, p. 81)

Cerbasi (2008, p. 77) também destaca que a natureza de um fundo de investimento não condiz necessariamente com o investimento majoritário em apenas títulos de mesma natureza. Na visão de Cerbasi (2008) o investimento de fundos classificados como Renda Fixa, é feito predominantemente na categoria no qual o fundo é classificado. Um Fundo DI, que investe em títulos pós-fixados ao CDI, pode conter papéis prefixados, de acordo com a percepção do gestor, até um limite estabelecido no prospecto do fundo, segundo o autor.

Ainda é pontuado por (CERBASI, 2008, p. 77) que apesar da aparente segurança oferecida pelos fundos classificados como renda fixa, é importante destacar que o investimento em títulos de renda fixa “não está livre de perdas”. O autor ainda complementa que para mensurar a segurança de um fundo com essa classificação, é necessário analisar a carteira do mesmo, buscando entender onde este fundo investe em recursos. Essa situação é exemplificada por Assaf (2014, p. 81) onde:

Uma eventual elevação na taxa básica de juros da economia não proporciona equivalente aumento nos ganhos dos títulos emitidos. O investidor mantém-se atrelado à taxa de juros contratada no título, independentemente de sua flutuação no mercado. Para minimizar esse risco de oscilação nas taxas de juros, os papéis de longo prazo são geralmente emitidos com cláusula de repactuação dos juros. Isto é, a cada intervalo estabelecido de tempo o emitente repactua com os aplicadores a taxa de juros a ter vigência no próximo período em função do comportamento verificado nos juros de mercado.

Levando em consideração que a duração de um título de Renda Fixa influencia em sua taxa e conseqüentemente retorno recebido, uma métrica muito utilizada de riscos dentro da renda fixa é o Duration. Formulada por R. R Macaulay em 1938, o conceito de Duration está vinculado à frequência do

pagamento do investimento, prazo de investimento do título e taxa de juros pré-fixada, chegando a seguinte fórmula:

Figura 9 – Fórmula utilizada para calcular duration

$$D = \frac{\sum_{t=1}^N \frac{t \cdot C_t}{(1+r)^t}}{\sum_{t=1}^N \frac{C_t}{(1+r)^t}}$$

Fonte: Macaulay (1938)

De forma que “D” é a Duration de um título, “t” o prazo de fluxo de caixa de cada título, “C” fluxo de caixa do título e “r” a taxa prefixada. Em linhas gerais o Duration mensura em quanto tempo um título de Renda Fixa Pré-fixado irá retornar ao investidor o valor contratado segundo Macaulay (1938).

De acordo com a categoria ANBIMA, existem subcategorias dentro da renda fixa, elas estão descritas no quadro a seguir:

Quadro 1 – Subcategorias dentro da renda fixa

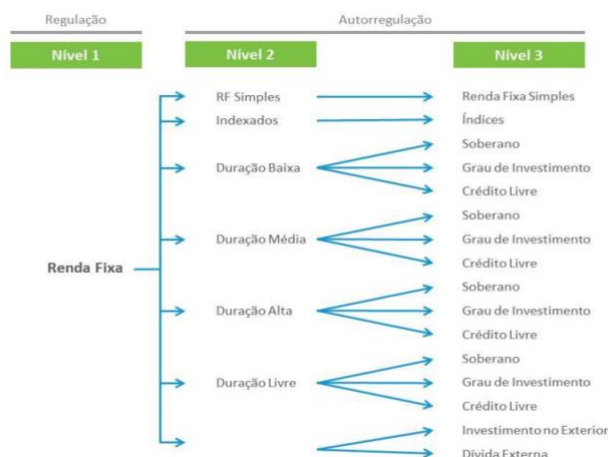
Renda fixa duração livre grau de investimento	Fundos que objetivam buscar retorno investindo em ativos e derivativos de renda fixa, sem compromisso de limites mínimo ou máximo para a duration média ponderada da carteira, investindo, no mínimo, 80% (oitenta por cento) do seu patrimônio líquido em títulos públicos federais ou ativos com baixo risco de crédito do mercado doméstico ou externo.
Renda fixa duração baixo grau de investimento	Fundos que objetivam buscar retornos em ativos e derivativos de renda fixa, com duration média ponderada da carteira inferior a 21 (vinte e um) dias úteis, procurando minimizar a oscilação nos retornos promovida por alterações nas taxas de juros futuros, investindo, no mínimo, 80% (oitenta por cento) do seu patrimônio líquido em títulos públicos federais ou ativos com baixo risco de crédito do mercado doméstico ou externo
Renda fixa duração livre crédito livre	Fundos que objetivam buscar retorno investindo em ativos e derivativos de renda fixa, sem compromisso de limites mínimo ou máximo para a duration média ponderada da carteira, podendo manter mais de 20% (vinte por cento) do seu patrimônio líquido em ativos de médio e alto risco de crédito do mercado doméstico ou externo.
Renda fixa duração baixa soberano	Fundos que objetivam buscar retornos em ativos e derivativos de renda fixa, com duration média ponderada da carteira inferior a 21 (vinte e um) dias úteis, procurando minimizar a oscilação nos retornos promovida por alterações nas taxas de juros futuros, investindo 100% (cem por cento) em títulos públicos federais.
Renda fixa duração livre soberano	Fundos que objetivam buscar retorno investindo em ativos e derivativos de renda fixa, sem compromisso de limites mínimo ou máximo para a duration média ponderada da carteira, investindo 100% (cem por cento) em títulos públicos federais.
Renda fixa duração baixa crédito livre	Fundos que objetivam buscar retornos em ativos e derivativos de renda fixa, com duration média ponderada da carteira inferior a 21 (vinte e um) dias úteis, procurando minimizar a oscilação nos retornos promovida por alterações nas taxas de juros futuros, podendo manter mais de 20% (vinte por cento) do seu patrimônio líquido em ativos de médio e alto risco de crédito do mercado doméstico ou externo.
Renda fixa duração média grau de investimento	Fundos que objetivam buscar retornos em ativos e derivativos de renda fixa, com duration média ponderada da carteira inferior ou igual à apurada no IRRF-M do último dia útil de junho, procurando limitar oscilação nos retornos decorrentes das alterações nas taxas de juros futuros, investindo, no mínimo, 80% (oitenta por cento) seu patrimônio líquido em títulos públicos federais ou ativos com baixo risco de crédito do mercado doméstico ou externo.
Renda fixa duração alta crédito livre	Fundos que objetivam buscar retornos em ativos e derivativos de renda fixa, com duration média ponderada da carteira igual ou superior à apurada no IMA-GERAL do último dia útil de junho, estando sujeitos à maior oscilação nos retornos promovida por alterações nas taxas de juros futuros, podendo manter mais de 20% (vinte por cento) do seu patrimônio líquido em ativos de médio e alto risco de crédito do mercado doméstico ou externo.

Renda fixa duração alta soberano	Fundos que objetivam buscar retornos em ativos e derivativos de renda fixa, com duration média ponderada da carteira igual ou superior à apurada no IMA-GERAL do último dia útil de junho, estando sujeitos à maior oscilação nos retornos promovida por alterações nas taxas de juros futuros, investindo 100% (cem por cento) em títulos públicos federais do Brasil.
Renda fixa duração alta grau de investimento	Fundos que objetivam buscar retornos em ativos e derivativos de renda fixa, com duration média ponderada da carteira igual ou superior à apurada no IMA-GERAL do último dia útil de junho, estando sujeitos à maior oscilação nos retornos promovida por alterações nas taxas de juros futuros, investindo, no mínimo, 80% (oitenta por cento) do seu patrimônio líquido em títulos públicos federais ou ativos com baixo risco de crédito do mercado doméstico ou externo.
Renda fixa simples	Este Fundo segue o disposto no art. 113 da LCVM n.º 555/14. Eles devem ter 95% (noventa e cinco por cento), no mínimo, de seu patrimônio líquido representado, isolada ou cumulativamente, por: a) títulos da dívida pública federal; b) títulos de renda fixa de emissão ou coobrigação de instituições financeiras que possuam classificação de risco atribuída pelo gestor, no mínimo, equivalente àqueles atribuídos aos títulos da dívida pública federal; c) operações compromissadas lastreadas em títulos da dívida pública federal ou em títulos de responsabilidade, emissão ou coobrigação de instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, desde que, na hipótese de lastro em títulos de responsabilidade de pessoas de direito privado, a instituição financeira contraparte do fundo na operação possua classificação de risco atribuída pelo gestor, no mínimo, equivalente àquele atribuída aos títulos da dívida pública federal. Eles ainda devem realizar operações com derivativos exclusivamente para fins de proteção da carteira e se constitua sob a forma de condomínio aberto.

Fonte: ANBIMA (2019)

Buscando sistematizar as subcategorias de fundos de renda fixa, temos segundo a ANBIMA (2019) a seguinte estrutura:

Figura 10 – Classificação dos fundos de renda fixa



Fonte: ANBIMA (2019)

2.2.2 Fundos de ações

De acordo com Cavalcante, Misumi e Rudge (2006, p. 46) “uma ação representa a menor parcela do capital social de uma empresa (sociedade anônima, sociedade por ações ou companhia).” Ainda de acordo com os autores, o detentor de uma ação, também conhecido como acionista, se torna proprietário de parte dessa empresa, participando assim nos resultados da companhia de forma proporcional ao número de ações que possui. Cavalcante et al (2006) também reforça a respeito da configuração dessa sociedade, de forma que o acionista não entra como credor, portanto, não tem prazo de vencimento para ações, podendo estas serem negociadas na bolsa de valores através do mercado secundário.

Continuando na visão dos autores Cavalcante, Misumi e Rudge (2006, p. 46), podemos ainda detalhar ações como objetos de negociação diária, os preços das ações podem aumentar ou diminuir, de acordo com o maior ou menor interesse dos investidores. Atualmente a precificação das ações pode ser acompanhada em tempo real através da B3, bolsa de valores oficial do Brasil.

Quadro 2 – Códigos de identificação de ações

Banco do comércio - O - N - EBD	
Esses códigos completam a identificação de uma ação para o público investidor	
O= ordinárias	Ações com direito a voto
P= preferenciais	Ações com preferência na distribuição dos resultados
N= nominativas	Presume-se a propriedade para aquele que constar no livro registro das ações nominativas; transferência é feita mediante registro no livro de transferências de ações nominativas
E= escriturais	Dispensam a emissão de títulos de propriedade. Circulam e se transferem mediante extratos dos bancos depositários

Fonte: Cavalcante, Misumi, Rudge (2006)

É importante ressaltar que o rendimento das ações não é fixo, e depende de resultados apurados pela sociedade emitente e também de condições da economia e do próprio mercado. De acordo com Assaf (2014, p. 82) podemos classificar as vantagens de acionistas como:

Dividendos representam parte dos resultados líquidos de uma sociedade apurados em determinado exercício social e distribuídos em dinheiro aos acionistas; Juros sobre o capital próprio no Brasil, onde as empresas podem optar por remunerar os seus acionistas pelo pagamento de juros calculados sobre o capital próprio, em vez de distribuir dividendos com base nos lucros apurados. Esta forma de remuneração traz vantagens fiscais à empresa, dado que estes juros pagos, ao contrário dos dividendos distribuídos, são considerados como dedutíveis para efeitos de cálculo do Imposto de Renda. Há, porém, certas limitações e condições estabelecidas para essa forma de distribuição de resultados prevista na legislação específica.

Seguindo essa mesma linha, ainda segundo Assaf (2014, p. 82), a bonificação onde podem ocorrer bonificações em ações ou bonificações em dinheiro. Quando uma sociedade decide elevar seu capital social mediante a incorporação de reservas patrimoniais, emite novas ações que são distribuídas gratuitamente aos seus acionistas, na proporção das ações já possuídas. Em alguns casos, a sociedade pode decidir distribuir aos seus acionistas uma parcela adicional de seus lucros líquidos em dinheiro além dos dividendos declarados, denominada de bonificação em dinheiro.

Finalizando a linha de raciocínio referente aos benefícios, Assaf (2014, p. 82) ainda explica que existe também a valorização, que é o ganho de capital que um acionista pode auferir pela valorização de suas ações no mercado e também os direitos de subscrição – são direitos inerentes a todo acionista de adquirir (subscrever) todo aumento de capital na proporção das ações possuídas. Esses direitos podem constituir-se em outro tipo de remuneração aos acionistas. Como a subscrição não é obrigatória, o investidor pode negociar esses direitos no mercado (em bolsa de valores) auferindo um ganho no caso de o preço de mercado apresentar-se valorizado em relação ao preço de subscrição.

Os Fundos são descritos segundo Fortuna (2015, p. 776) como ações quando tem como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado organizado. Em tais Fundos 67%, no mínimo, de seu patrimônio líquido devem ser compostos, sem limites de concentração por emissor, pelos seguintes ativos financeiros admitidos, à negociação em um mesmo mercado organizado:

“(i) ações e units (recibo de ações); (ii) bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito de ações; (iii) cotas de fundos de ações e cotas dos fundos de índice de ações; e (iv) Brazilian Depositary Receipts - BDR.” (FORTUNA, 2015)

Fortuna (2015, p. 776) ainda deixa explícito que os recursos excedentes da carteira podem ser aplicados em quaisquer outras modalidades de ativos financeiros. Mas é importante ressaltar que devem ser respeitados os limites de concentração percentual do patrimônio líquido dos fundos em relação (i) às aplicações em ativos financeiros no exterior; (ii) à instituição emissora do ativo financeiro; e (iii) ao tipo de ativo financeiro.

As ações ainda podem ser classificadas segundo ANBIMA (2019) como:

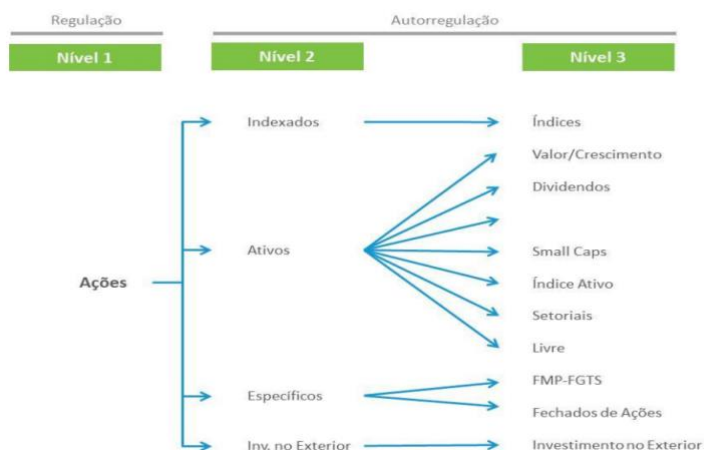
Quadro 3 – Classificação de ações

Ações livre	Fundos que não possuem obrigatoriamente o compromisso de concentração em uma estratégia específica. A parcela em caixa pode ser investida em quaisquer ativos, desde que especificados em regulamento.
Ações 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.
Ações dividendos	Fundos que têm como objetivo investir em ações de empresas com histórico de dividend yield (renda gerada por dividendos) consistente ou que, na visão do gestor, apresentem essas perspectivas.
Ações small caps	Fundos que têm como objetivo investir, no mínimo, 85% (oitenta e cinco por cento) em ações de empresas que não estejam incluídas entre as 25 maiores participações do IBRX - Índice Brasil. Os 15% (quinze por cento) remanescentes podem ser investidos em ações que não estejam incluídas entre as dez maiores participações do IBRX – Índice Brasil.
Ações setoriais	Fundos que têm como objetivo investir em empresas pertencentes a um mesmo setor ou conjunto de setores afins da economia. Devem explicitar em suas políticas de investimento os critérios utilizados para definição dos setores, sub setores ou segmentos elegíveis para aplicação.
Ações valor/crescimento	Fundos que têm como objetivo buscar 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).
Ações sustentabilidade / governança	Fundos que têm como objetivo investir em empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa, ou que se destaquem em responsabilidade social e sustentabilidade empresarial no longo prazo. Devem explicitar em suas políticas de investimento os critérios utilizados para definição das ações elegíveis.

Fonte: ANBIMA (2019)

Buscando sistematizar as subcategorias de fundos de ações, temos segundo a ANBIMA (2019) a seguinte estrutura:

Figura 11 – Classificação fundos de ações



Fonte: ANBIMA (2019)

2.2.3 Fundos multimercados

De acordo com a Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, para um tipo de investimento ser considerado como fundos multimercado a carteira de ativos deve possuir políticas de investimento que engloba vários fatores de risco. Ressaltando também que não há comprometimento de concentração em nenhum fator particular e ainda assim deverá existir uma maior flexibilidade do que os demais tipos de fundos regulamentados pelo mesmo.

De acordo com Fortuna (2015, p. 779) O grande atrativo desses Fundos é não só a sua flexibilidade para a aplicação em diferentes tipos de ativos, tais como ações, juros, moedas e derivativos, mas, também, os diferentes estilos de estratégia de gestão desses ativos que podem ser utilizados. Os fundos multimercados podem ser divididos em categorias, segundo a ANBIMA (2015). O quadro a seguir, aponta e descreve, quais são as definições dos fundos dentro dessas classificações e como suas subcategorias funcionam.

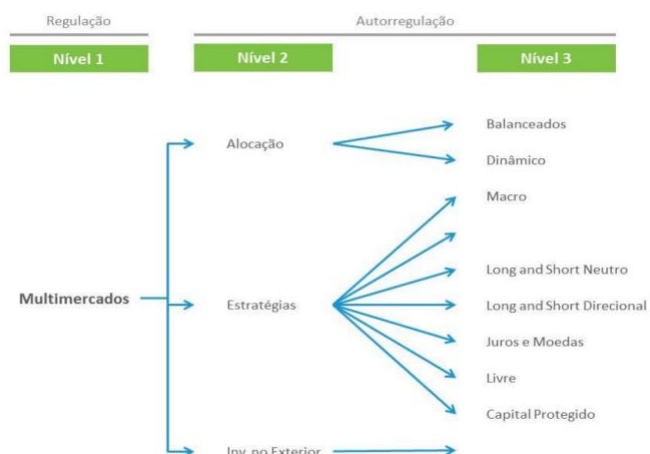
Quadro 4 – Classificação de multimercados

Tipo	Descrição
Long and Short – Neutro	Conservam a exposição neutra ao risco do mercado acionário, comprando e vendendo posições montadas. Os recursos em caixa ficam investidos em operações sem risco e admitem alavancagem.
Long and Short - Direcional	As operações de ativos e derivativos ligados ao mercado de renda variável são realizadas, incluindo posições compradas e vendidas. O resultado se dá por conta das diferenças entre as posições compradas e vendidas. O que “sobrar” da operação é investido em operações sem risco e que permitem alavancagem.
Macro	As operações são realizadas em diferentes tipos de classes de ativos e as estratégias de investimentos são formuladas com base em cenários macroeconômicos de médio e longo prazo, a movimentação age direcionalmente e é admitida alavancagem.
Trading	As estratégias de investimentos estão concentradas em mercados diferentes, sempre buscando oportunidades de ganhos que venham de movimentos de curto prazo com relação ao preço dos ativos. A alavancagem é admitida
Multiestratégia (Livre)	Mais de uma estratégia de investimento é adotada, pois é permitida a liberdade para tal ato, não existe um compromisso declarado de fidelidade específica, ressaltando também, a liberdade para ocorrer alavancagem.
Multigestor	Sua principal meta é investir em múltiplos fundos, sendo os mesmos geridos por gestores distintos. O processo de seleção de gestores é o fator principal. Admite alavancagem
Juros e Moeda	O retorno a longo prazo através de investimentos em renda fixa é valorizado, são permitidas estratégias que contenham risco de juros, risco de moeda estrangeira e risco de índice de preço, São excluídas as estratégias que impliquem exposição de renda variável (como por exemplo as ações). A alavancagem nessa modalidade é admitida.
Estratégia Específica	Uma estratégia de investimento é adotada, fazendo com que os riscos aplicados sejam específicos, entre eles commodities e futuro de índice.
Balanceados	O retorno a longo prazo é valorizado, ele se dá através de investimentos em múltiplas classes de ativos. A estratégia utilizada é o amplo investimento e ao rebalanceamento diversificado a de curto prazo.
Capital Protegido	O retorno é procurado em meio a mercados de risco, no entanto, existe uma preocupação em proteger, total ou parcialmente, o montante investido.

Fonte: ANBIMA (2019)

Buscando sistematizar as subcategorias de fundos de multimercados, temos segundo a ANBIMA (2019) a seguinte estrutura:

Figura 12 – Classificação fundos multimercado



Fonte: ANBIMA (2019)

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente estudo terá como norte a pesquisa através de bancos de dados, seja da CVM, ANBIMA, B3 e adicionalmente o software online Quantum Axis, da empresa Quantum Finance, com o objetivo de filtrar e qualificar os fundos que serão utilizados neste estudo. Será realizada uma análise do tipo descritiva nas informações coletadas no processo com o objetivo de demonstrar os diferenciais de rentabilidade de cada uma das classes ante seus respectivos índices de referência.

Segundo (Costa Neto, 1977) a Análise Exploratória de Dados compreende a organização, apresentação e sintetização dos dados, e a Estatística Indutiva cuida da análise e interpretação dos mesmos. Neste sentido, para a constituição da amostra segmentada por classes, foram realizados filtros na base inicial de 26.446 fundos de investimentos presentes no Quantum. Para chegar a número de fundos e buscando listar apenas estruturas fundos de investimentos de Plataforma por Conta e Ordem (PCO), foram desconsiderados os fundos de investimentos imobiliários, fundos de investimentos em direitos creditórios e fundos previdenciários tanto no regime fechado quanto aberto (PGBL/VGBL, RPPS, EFPC).

Para esta análise foram consideradas 3 classes de fundos diferentes: renda fixa, multimercados e ações. Foram considerados apenas fundos em situação normal de funcionamento entre 01 de janeiro de 2010 e 31 de dezembro de 2019, para tal, foi aplicado o filtro de Início do fundo considerando apenas os lançados antes de 01 de janeiro de 2010. Além disso, para evitar que os fundos que não são distribuídos ao investidor comum, ou que possuam acesso restrito fossem considerados nessa amostra, foram desconsiderados fundos que tinham como público-alvo investidores: não residentes, private, profissionais, exclusivos, exclusivos do administrador e exclusivos do previdenciário.

Além dos filtros de início do fundo e público-alvo, também foram excluídos fundos do tipo “feeder”, fundos “master”, fundos com taxa de administração inferior a 0,10% ao ano, já que a gestão desses fundos tende a ser feita de forma passiva, ou seja, sem o papel de um gestor selecionando os ativos, e fundos cujas carteiras tenham exposição a investimentos no exterior ou BDRs superior a 66,7% do patrimônio líquido, ou seja, fundos internacionais. Foram

considerados apenas fundos com classificação legal FI e FIC, excluindo fundos com estruturas específicas como ETFs e FMPs. Também foram excluídos das amostras os fundos com classificação “Cambial” de acordo com a CVM.

Da base de 26.446 fundos, com os filtros em questão se formou uma amostra de 298 fundos a serem classificados e filtrados de acordo com as características de cada uma das classes de ativos. Ao selecionar apenas os fundos classificados de acordo com a CVM como renda fixa e remover os fundos classificados como “Renda Fixa Dívida Externa”, se consolidou em uma amostra de 99 fundos. Entretanto, dado ao comportamento atípico, e diferença de comportamento, os fundos: Santos Crédito High Yield FI Renda Fixa Crédito Privado, Santos IV LQ FI Renda Fixa Crédito Privado, Santos Virtual FIC renda Fixa Crédito Privado e Maxi Money LQ FI renda Fixa Crédito Privado, foram removidos, restando 95 fundos a serem analisados. Esses fundos, demonstraram retornos oriundos de um portfólio concentrado, de forma que a marcação a mercado dos papéis que fazem parte do fundo trouxe como efeito retornos excedentes além com um desvio de retorno além da mediana.

Em relação aos fundos classificados pela CVM como Multimercados, ao desconsiderar os fundos classificados pela Anbima como Multimercados Dinâmico com concentração delimitada em Crédito Privado, Multimercados Multimercados Estratégia Específica, Multimercados Balanceados, Multimercados Capital Protegido e Multimercados Juros e Moedas, foi possível chegar a uma amostra de 75 fundos. Esse filtro de classificação serve para desconsiderar fundos que apesar da classificação ser multimercado, tem atuação e comportamento de renda fixa, já que em alguns casos a classificação é enquadrada apenas para fins regulatórios, mas a atuação do fundo se volta para a classe de renda fixa.

Para os fundos classificados como Ações, foram desconsiderados os fundos de Ações que pela classificação ANBIMA se enquadram como: FMP-FGTS, Fundos de Ações Indexados, Fundos Ações Investimentos no Exterior e Fundos Mono Ação. Com o filtro, a amostra totalizou 83 fundos. Na mesma linha que as classes de Renda Fixa e Multimercados, a exclusão de fundos indexados, e fundos com estratégias específicas auxilia a trazer estratégias de gestão ativa.

Levando em consideração que neste estudo buscamos realizar um comparativo com índices de referência de mercado, selecionamos apenas

fundos de investimentos que possuam gestão ativa. Além disso, a escolha das três classes de ativos leva em consideração a ampla quantidade de mandatos e histórico de existência suficiente para trazer uma amostra válida e que se enquadre no período de 10 anos.

Para fins comparativos com o mercado, a escolha do benchmark levou em consideração a dinâmica de cada uma das classes, no qual para a renda fixa a taxa referencial escolhida foi o CDI, para multimercados o IHFA e para os fundos de ações o Ibovespa.

Em relação ao cálculo de retorno, muito em linha com a definição dada por Ross, Westerfield e Jordan (2008, p. 262), este foi calculado a partir da razão da diferença entre o preço inicial no período analisado e o preço final, dividido pelo preço inicial. Ross et al (2008), traz por definição que são dois os componentes de um retorno: (i) os dividendos distribuídos, que segundo o autor é a distribuição de lucros aos acionistas e a (ii) variação do capital atrelada, que pode ser tanto positiva, quanto negativa. Levando em consideração que fundos de investimentos não distribuem dividendos, o retorno pode ser definido da seguinte forma.

$$R = (Capital\ Final - Capital\ Inicial) \div Capital\ Inicial$$

De forma que se um investidor realizou uma aplicação no valor de R\$ 100,00 reais e no final do período o montante chegou a R\$ 110,00, o retorno auferido foi de 10%.

$$R = (110 - 100) \div 100 = 0,1$$

Levando em consideração que o período analisado é de 10 anos, a métrica de retorno acumulado utilizada, de forma que essa considera todas as variações anteriores, com base na fórmula a seguir:

No presente estudo os retornos calculados foram analisados a partir da periodicidade mensal, totalizando 120 meses entre janeiro de 2010 e dezembro de 2019. O retorno acumulado é calculado a partir da razão da diferença entre seu preço final e o preço efetivamente pago inicialmente.

4. RESULTADOS

Nesta seção, apresentamos uma síntese dos dados de 999 fundos analisados segmentados por classes (Renda Fixa, Ações e Multimercados) no período de 10 que abrange 01 janeiro de 2010 a 31 dezembro de 2019.

4.1 RENDA FIXA

Em relação a amostra da classe de Renda Fixa, os fundos de Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento são responsáveis pela maior parcela no estudo um total de 31,53%, seguido dos fundos Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento com 28.69% e Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre com 17,33%.

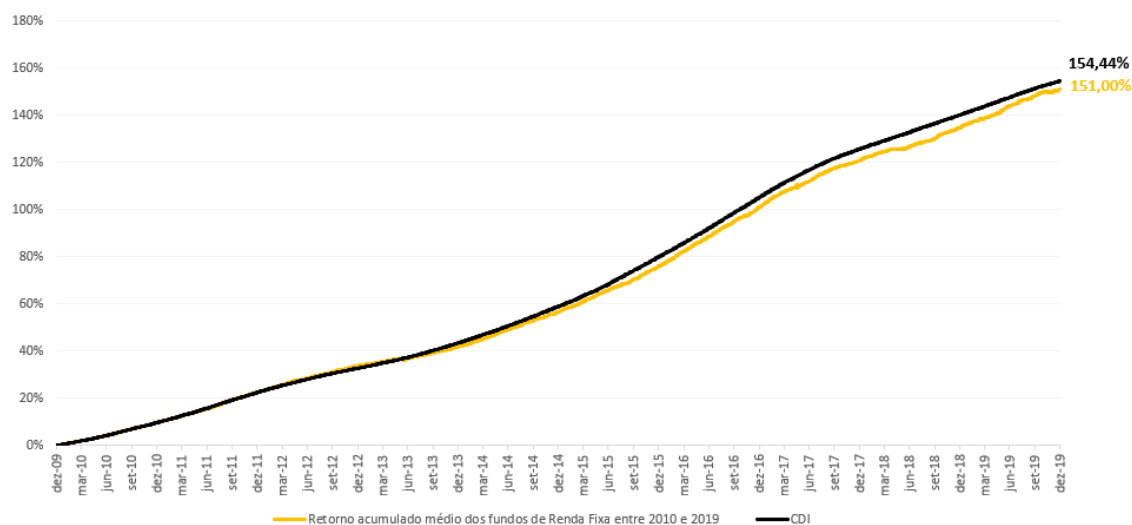
Figura 13 – Subclassificação da amostra de fundos de renda fixa

Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	31,53 %
Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	28,69 %
Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre	17,33 %
Renda Fixa Duração Baixa Soberano	9,27 %
Renda Fixa Duração Livre Soberano	3,49 %
Renda Fixa Duração Baixa Crédito Livre	2,18 %
Renda Fixa Duração Média Grau de Investimento	1,90 %
Renda Fixa Duração Alta Crédito Livre	1,58 %
Renda Fixa Duração Alta Soberano	1,57 %
Renda Fixa Duração Alta Grau de Investimento	1,43 %
Renda Fixa Simples	1,03 %

Fonte: Quantum Axis adaptado pelos autores (2022).

A figura 14 apresenta o retorno médio acumulado da amostra de fundos classificados como renda fixa, a média considera que cada um dos 95 fundos analisados possuem o mesmo peso na carteira. De acordo com o resultado, em um intervalo de 10 anos a amostra teve um desempenho abaixo do CDI, de forma que o diferencial começa a ficar mais evidente em meados de 2013.

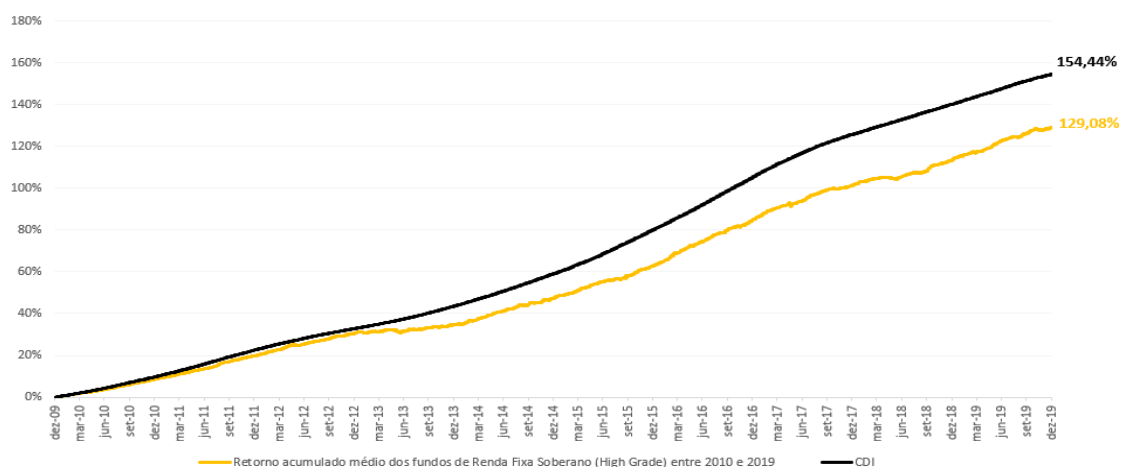
Figura 14 – Retorno acumulado médio dos fundos de renda fixa e CDI entre janeiro/2010 e dezembro/2019



Fonte: Quantum Axis adaptado pelos autores (2022).

Quando segmentamos apenas os fundos que possuem em sua classificação ANBIMA o termo “Soberano”, que quer dizer que possuem exposição a ativos de baixo risco de inadimplência e se classificam como high grade, a amostra de 16 fundos apresenta um retorno ainda menor se comparado ao CDI. Como é possível ver na Figura 15, em uma janela de 10 anos, os fundos de Renda Fixa Soberano tiveram um retorno de 129,08% contra 154,44% do CDI.

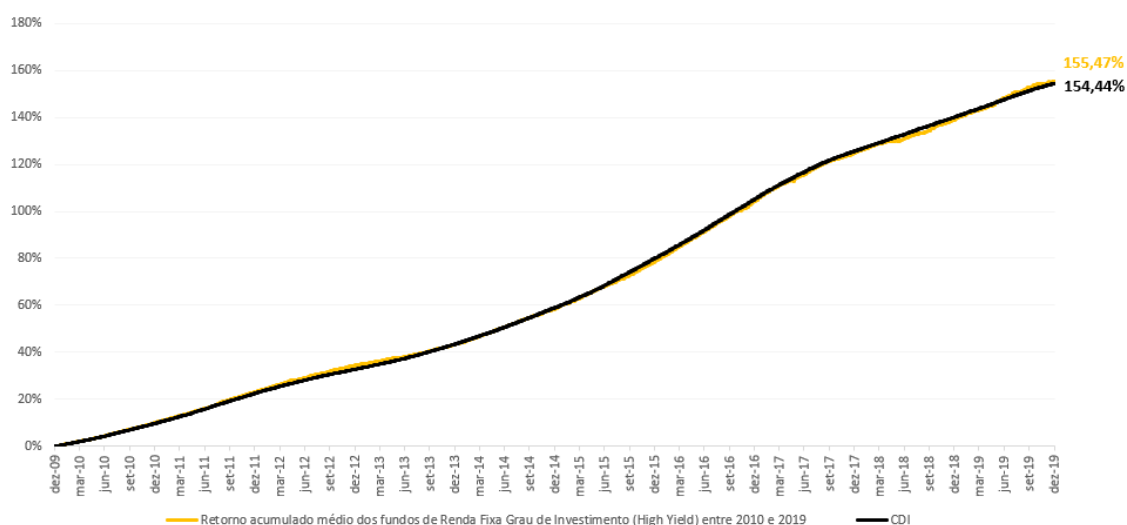
Figura 15 – Retorno acumulado médio dos fundos de renda fixa High Grade e CDI entre janeiro/2010 e dezembro/2019



Fonte: Quantum Axis adaptado pelos autores (2022).

Quando realizamos o comparativo excluindo os fundos do tipo soberano é possível ver um efeito interessante: a média de retorno dos 79 fundos remanescentes passa a superar o CDI no horizonte de 10 anos. Mesmo que com um diferencial pequeno, o efeito de aumentar o risco de crédito na carteira contribui para o melhor desempenho destes fundos.

Figura 16 – Retorno médio acumulado dos fundos de renda fixa High Yield e CDI entre janeiro/2010 e dezembro/2019



Fonte: Quantum Axis adaptado pelos autores (2022).

Ao analisar os “Top 10 maiores performance” um fator chama atenção, apesar de serem classificados como Renda Fixa, nem todos os fundos apresentam a mesma dinâmica de alocação, fator esse que pode ser conferido através do nome da estratégia.

Figura 17 – Retorno médio acumulado top 10 amostra de fundos classificados como renda fixa

Nome	CNPJ	Retorno	Classificação Anbima
SULAMÉRICA INFLATIE FI RENDA FIXA LP	09.326.709/0001-01	277,95%	Renda Fixa Duração Alta Soberano
BRADESCO H PREÇOS FI RENDA FIXA LP	09.522.470/0001-90	276,21%	Renda Fixa Duração Alta Crédito Livre
BANESTES INSTITUCIONAL FI RENDA FIXA	05.357.507/0001-10	267,60%	Renda Fixa Duração Alta Grau de Investimento
BTG PACTUAL TESOURO GERAL FI RENDA FIXA REFERENCIADO IPCA	09.814.233/0001-00	265,09%	Renda Fixa Duração Livre Soberano
BTG PACTUAL INFLATION FIC RENDA FIXA	09.518.581/0001-22	235,94%	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre
MB IMATIC FI RENDA FIXA LP	04.570.233/0001-36	222,21%	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento
JBFO INFLAÇÃO FIC RENDA FIXA	09.606.247/0001-20	212,22%	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre
WESTERN ASSET ATIVO FI RENDA FIXA	03.493.367/0001-90	174,79%	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento
INFINITY LÓTUS FI RENDA FIXA LP	09.319.052/0001-08	171,83%	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento
XP TOP FI RENDA FIXA CRÉDITO PRIVADO LP	04.621.721/0001-70	170,82%	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre

Fonte: Quantum Axis

O Sulamérica Inflatie FI Renda Fixa LP é um exemplo, com o termo “Inflatie” no nome da estratégia buscamos analisar a carteira do fundo por classe de ativo em dezembro de 2019, que pode ser verificada a seguir.

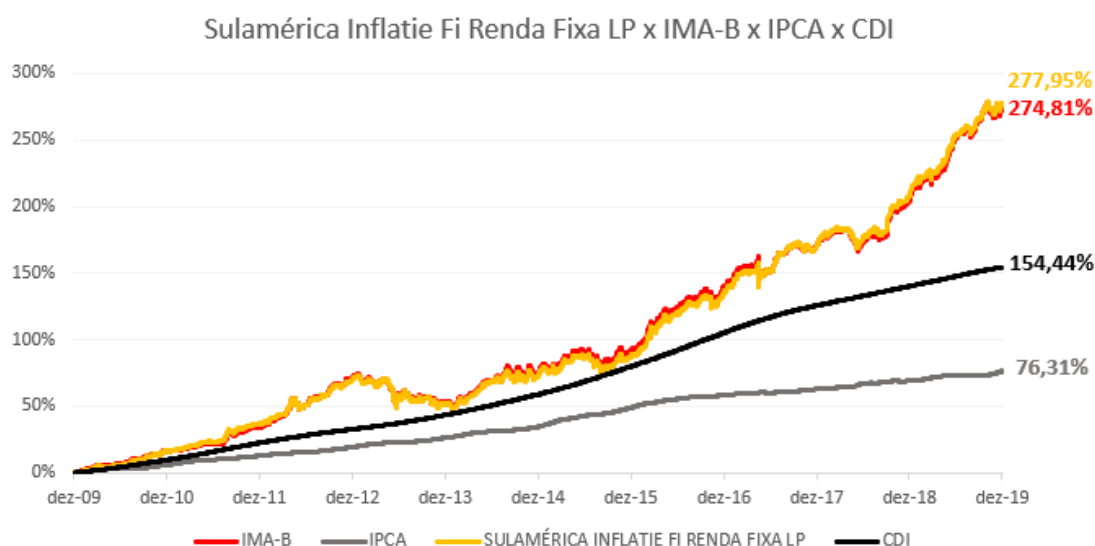
Figura 18 – Retorno médio acumulado da amostra de fundos classificados como renda fixa

Inflação	89,01 %
Selic	9,32 %
Prefixado	3,22 %
CDI	0,07 %
Outros	-1,62 %

Fonte: Quantum Axis adaptado pelos autores (2022).

Com 89,01% de ativos atrelados à inflação em sua carteira, o benchmark comparativo para esse tipo de estratégia deve ser atrelado à inflação, como o IMA-B, índice que acompanha uma carteira de títulos atrelado ao IPCA (índice oficial de inflação). Ao realizar essa análise o resultado tende a demonstrar que apesar de ter superado o CDI, o fundo teve um acompanhamento bem próximo ao índice de referência atrelado à inflação.

Figura 19 – Retorno acumulado Sulamérica Inflatie FI Renda Fixa LP x IMA-B x IPCA x CDI

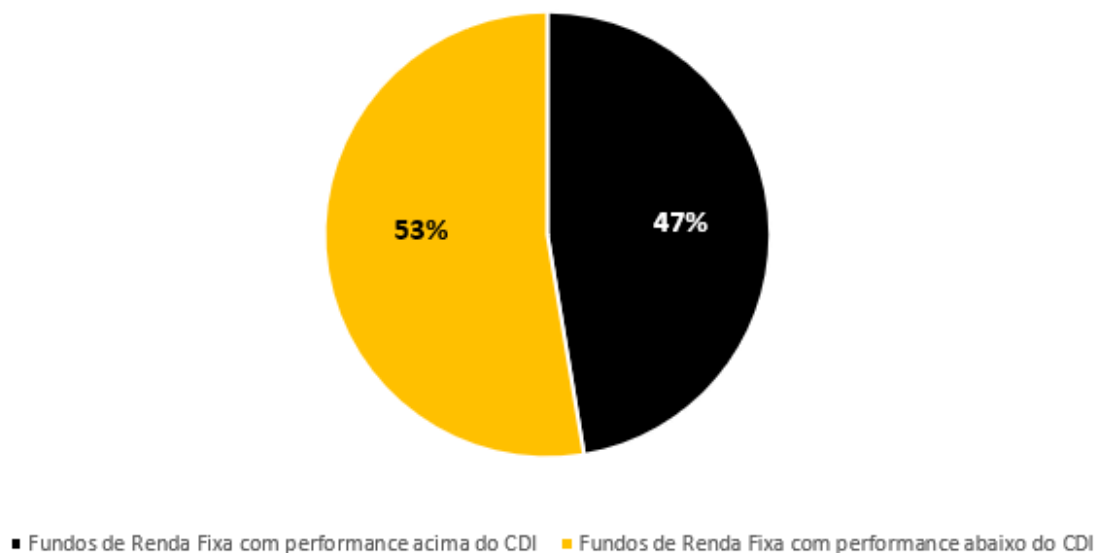


Fonte: Quantum Axis adaptado pelos autores (2022).

Esse comparativo pode ser utilizado para chamar atenção em relação a análise de fundos baseadas apenas no retorno auferido, de forma que no caso dos fundos de Renda Fixa em especial, o tipo de indexação usada nos ativos terá influência direta no retorno obtido. Em termos de desempenho, os títulos atrelados ao IMA-B apresentam um histórico de desempenho relativo ao CDI expressivamente elevado, de forma que o CDI não é a métrica ideal para análise desses fundos.

Ao estender a análise de carteira à todos os fundos classificados presentes no “Top 10 melhores retornos dos fundos de Renda Fixa”, apenas os fundos: MB Matic FI Renda Fixa LP, Infinity Lótus FI Renda Fixa LP, Western Asset Ativo FI Renda Fixa e XP Top FI Renda Fixa Crédito Privado LP, possuem uma carteira pulverizada em ativos “ex-inflação”, isso quer dizer que dentro da carteira desses fundos existem outros ativos, benchmark e estratégias, de forma que se fossem excluídos os fundos atrelados a inflação da análise essas estratégias estariam com os melhores retornos no período.

Figura 20 – Performance dos fundos de renda fixa em relação ao CDI



Fonte: Quantum Axis adaptado pelos autores (2022).

4.2 MULTIMERCADOS

Para os fundos multimercados, em relação à composição da amostra por tipo de fundo, os fundos Multimercados Livre compõem a maior parte da amostra, com 57,73% do total. Seguido dos Multimercados Macro com 18,76% e dos Multimercados Dinâmico com 13,10%.

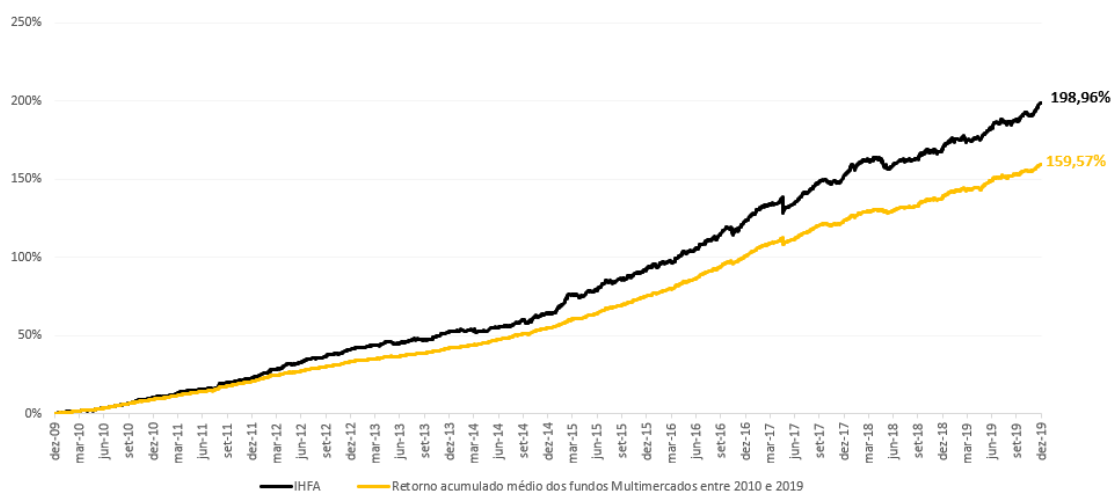
Figura 21 – Subclassificação da amostra de fundos multimercado

Multimercados Livre	57,73 %
Multimercados Macro	18,76 %
Multimercados Dinâmico	13,10 %
Multimercados Long and Short Direcional	4,35 %
Multimercados Trading	4,15 %
Não classificado	1,00 %
Multimercados Long and Short Neutro	0,91 %

Fonte: Quantum Axis adaptado pelos autores (2022).

A figura 21 apresenta o retorno médio acumulado da amostra de fundos classificados como multimercados, a média considera que cada um dos 75 fundos analisados possuem o mesmo peso na carteira. De acordo com o resultado, em um intervalo de 10 anos a amostra teve um desempenho abaixo do IHFA.

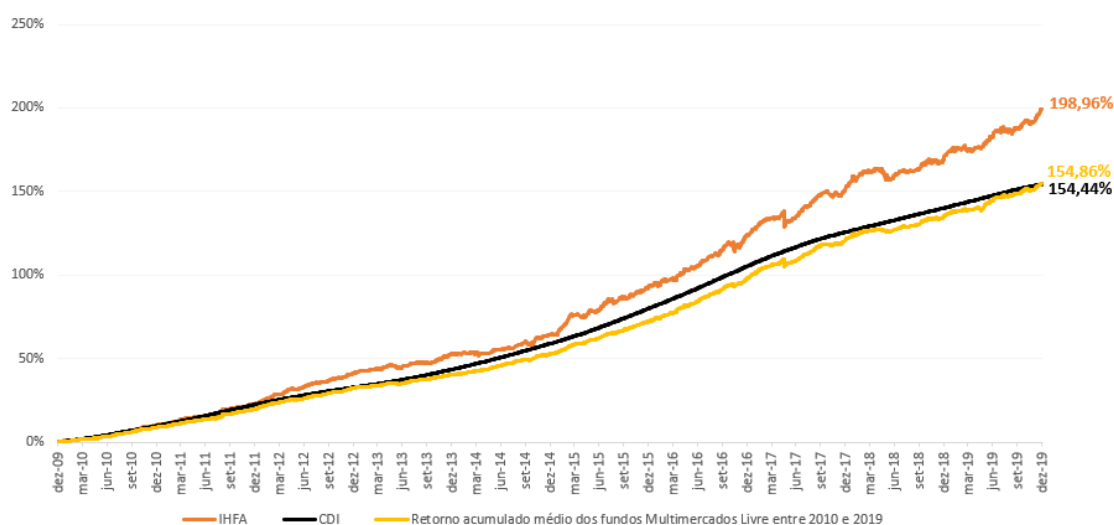
Figura 22 – Retorno acumulado médio da amostra x IHFA entre janeiro/2010 e dezembro/2019



Fonte: Quantum Axis adaptado pelos autores (2022).

Buscando entender os impactos por classe nos multimercados, segmentamos os fundos Multimercados Livre que apresentam maior peso no índice e foi possível ver que no período de 10 anos, estes apresentaram um retorno de 154,86%. Vale pontuar que é um valor muito próximo ao CDI de 154,44% e com um retorno consideravelmente inferior ao IHFA com 198,86%.

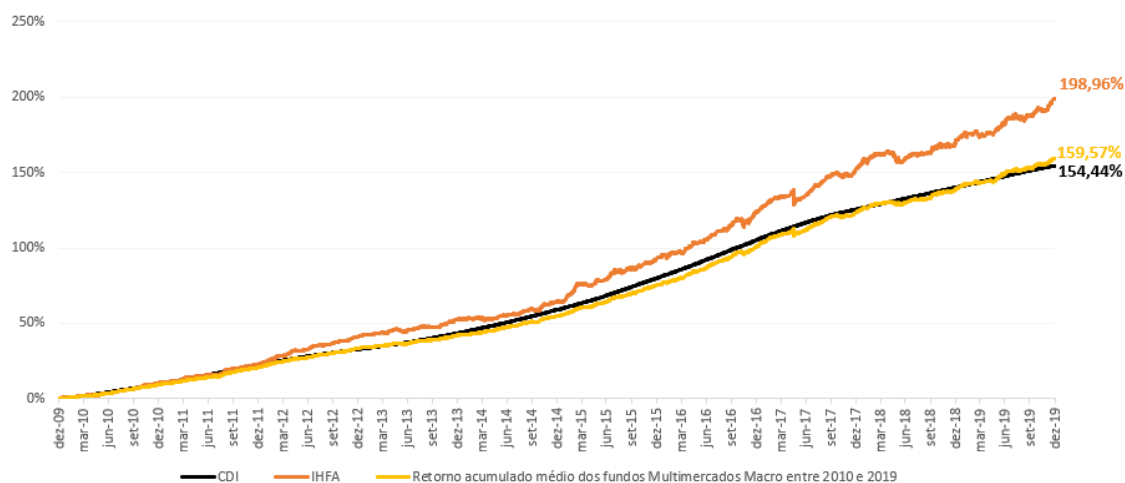
Figura 23 – Retorno acumulado da amostra de fundos multimercado x IHFA x CDI



Fonte: Quantum Axis adaptado pelos autores (2022).

Quando isolamos apenas os fundos do tipo Macro o diferencial segue relevante, com uma rentabilidade de 159,57%, apesar de superar o CDI, os fundos Multimercados Macro ainda seguem longe de superar o IHFA que obteve um retorno de 198,86% para o mesmo período.

Figura 24 – Retorno acumulado da amostra de fundos classificados como multimercado macro



Fonte: Quantum Axis adaptado pelos autores (2022).

Figura 25 – Retorno médio acumulado top 10 amostra de fundos classificados como multimercado

Nome	CNPJ	Classificação Anbima	Retorno	Retorno Anualizado
POLO MACRO FI MULTIMERCADO	11.228.500/0001-00	Multimercados Macro	291,05%	14,66%
SAFRA MIX I FIC MULTIMERCADO	09.137.336/0001-75	Multimercados Livre	224,53%	12,54%
BGT PACTUAL DISCOVERY FI MULTIMERCADO	01.214.092/0001-75	Multimercados Livre	220,01%	12,38%
BAHIA AM FIC MULTIMERCADO	09.528.698/0001-97	Multimercados Macro	217,97%	12,30%
HOGAN ABSOLUTO FI MULTIMERCADO	06.170.653/0001-03	Multimercados Long and Short Direcional	216,48%	12,25%
SHARP LONG SHORT FI MULTIMERCADO	07.279.819/0001-89	Multimercados Macro	204,13%	11,80%
ITAÚ MULTI HEDGE FUND 30 FIC MULTIMERCADO	07.967.589/0001-40	Multimercados Livre	203,05%	11,76%
MAPFRE INVERSION FI MULTIMERCADO	07.187.591/0001-05	Multimercados Macro	200,09%	11,65%
IHFA	-	-	198,96%	11,61%

Fonte: Quantum Axis adaptado pelos autores (2022).

Dentro dos fundos multimercados apenas 9 dos 75 fundos analisados na amostra obtiveram performance acima do IHFA, demonstrando que apesar de ter uma flexibilidade de alocação relevante, existe um desafio na captura de retornos excedentes ao Benchmark. Além disso, entre os fundos destacados as estratégias “Multimercados Macro” e “Multimercados Livre” se destacam. Buscamos analisar a carteira detalhada do fundo Polo Macro FI Multimercado para entender a performance que se destaca com um diferencial relevante entre os pares:

Figura 26 – Carteira fundo Polo Macro FI Multimercado em dezembro/2019

Títulos Federais	42,39 %
Ações	35,01 %
Investimento no Exterior	17,51 %
Valores a pagar/receber	3,54 %
Brazilian Depositary Receipts	1,08 %
Derivativos	0,75 %
Fundos de Investimento	-0,28 %

Fonte: Quantum Axis adaptado pelos autores (2022).

Além da pulverização em relação aos ativos dentro da carteira que tem como data base 31/12/2019, também é possível ver uma diversificação em relação aos setores investidos. Com destaque aos Títulos Federais que representam 42,39% da alocação, é possível ver que apesar da flexibilidade desses fundos, a alocação em Renda Fixa também está presente de forma relevante no portfólio da estratégia.

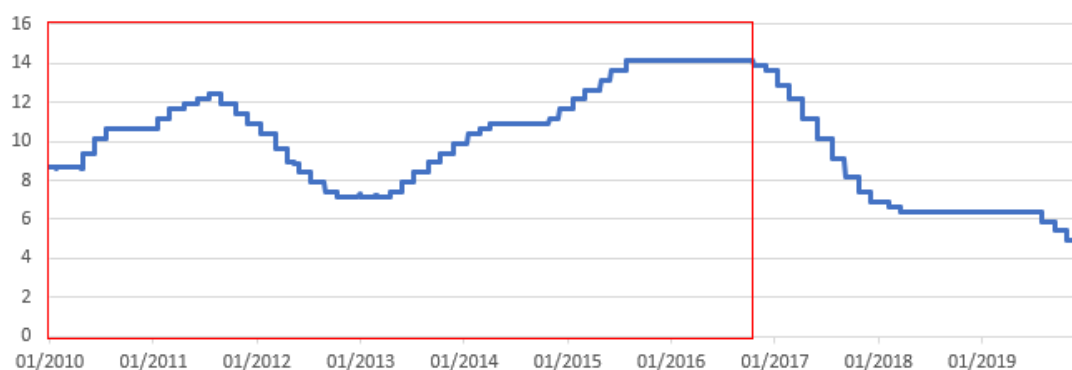
Figura 27 – Carteira fundo Polo Macro FI Multimercado em dezembro/2010

Títulos Federais	75,31 %
Ações	12,97 %
Fundos de Investimento	9,96 %
Investimento no Exterior	1,22 %
Derivativos	0,99 %
Valores a pagar/receber	-0,45 %

Fonte: Quantum Axis adaptado pelos autores (2022).

Entretanto, quando analisamos a alocação da estratégia em 31/12/2010 (1 ano após o início do período de análise deste estudo), a alocação em Títulos Federais estava expressivamente acima: 75,31%. Esse fator pode estar ligado ao comportamento da taxa de juros no período analisado, que estava em uma média de 10,89% ao ano, até entrar em trajetória de queda em dezembro de 2016.

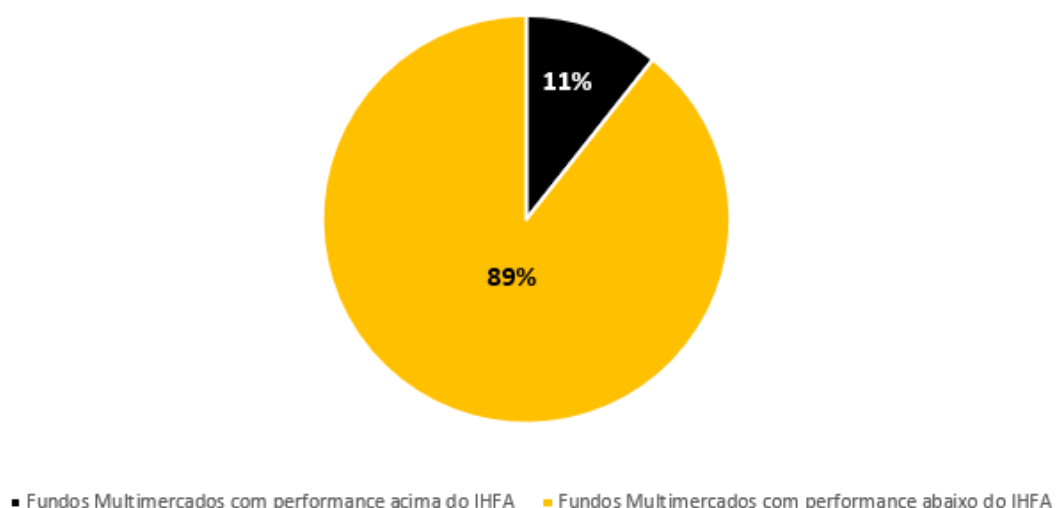
Figura 28 – Taxa Selic Meta (% a.a.) – janeiro/2010 a dezembro/2019



Fonte: Banco Central do Brasil (2022)

Ao analisar da taxa SELIC e comprar à alocação da estratégia, com a redução expressiva ao longo do tempo, a alocação a outros tipos de ativos passou a fazer parte da carteira. Um outro fator a ser analisado é a gestão ativa desse fundo, visto que no momento de perda de atratividade de determinada classe, o gestor a classe de Ações que em dezembro de 2019 tinha uma alocação de 12,97% passou a compor 35,71% do portfólio ao final do período analisado, em dezembro de 2019.

Figura 29 – Performance dos fundos multimercado em relação ao IHFA



Fonte: Quantum Axis adaptado pelos autores (2022).

4.3 AÇÕES

Em relação a amostra dos Fundos de Ações, os fundos de Ações Livre são responsáveis pela maior parcela no estudo um total de 38,71%, seguido dos fundos Ações Índice Ativo com 18,91% e Ações Dividendos com 14,70%.

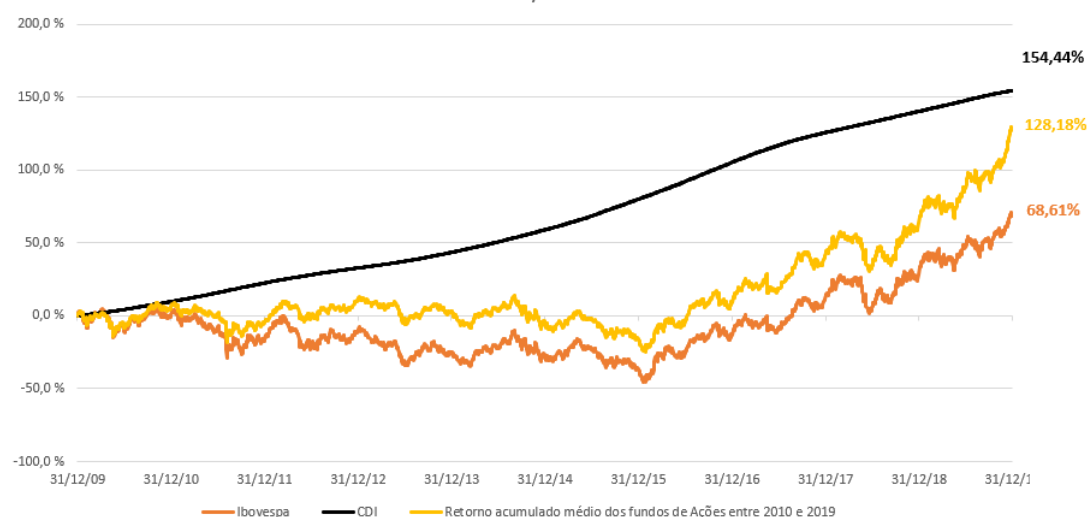
Figura 30 – Subclassificação da amostra dos fundos de ações

Ações Livre	38,71 %
Ações Índice Ativo	18,91 %
Ações Dividendos	14,70 %
Ações Small Caps	11,48 %
Ações Setoriais	5,40 %
Ações Valor/Crescimento	5,32 %
Ações Sustentabilidade/Governança	4,15 %
Não classificado	1,32 %

Fonte: Quantum Axis (2022)

A figura 31 apresenta o retorno acumulado da amostra de fundos classificados como Ações, a média considera que cada um dos 83 fundos analisados possuem o mesmo peso na carteira. De acordo com o resultado, em um intervalo de 10 anos a amostra teve um desempenho superior ao Ibovespa 128,18% contra 68,61% respectivamente.

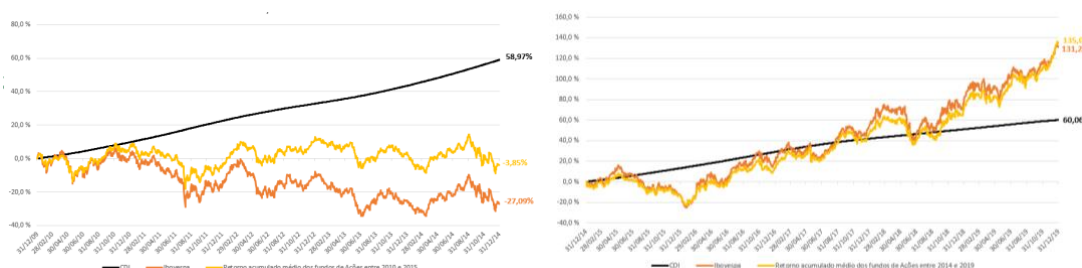
Figura 31 – Retorno acumulado da amostra dos fundos de ações



Fonte: Quantum Axis adaptado pelos autores (2022).

Por outro lado, com um histórico de altas taxas de juros, a amostra apresenta um desempenho inferior ao CDI no longo prazo. Quando quebramos a análise em 2 períodos de 5 anos, o comportamento é expressivamente distinto.

Figura 32 – Retorno acumulado dos fundos de ações x Ibovespa



Fonte: Quantum Axis adaptado pelos autores (2022).

Se de um lado temos o primeiro período que compreende janeiro de 2010 a dezembro de 2015, os fundos de ações apesar de superar o Ibovespa tiveram retornos consideravelmente abaixo do CDI. Enquanto no período entre janeiro de 2015 e dezembro de 2019 o retorno excedente ao CDI foi considerável, mesmo que o Ibovespa tenha apresentado retorno similar aos fundos de ações, ainda assim estes foram superiores.

Figura 33 – Retorno médio acumulado top 10 amostra de fundos classificados como ações

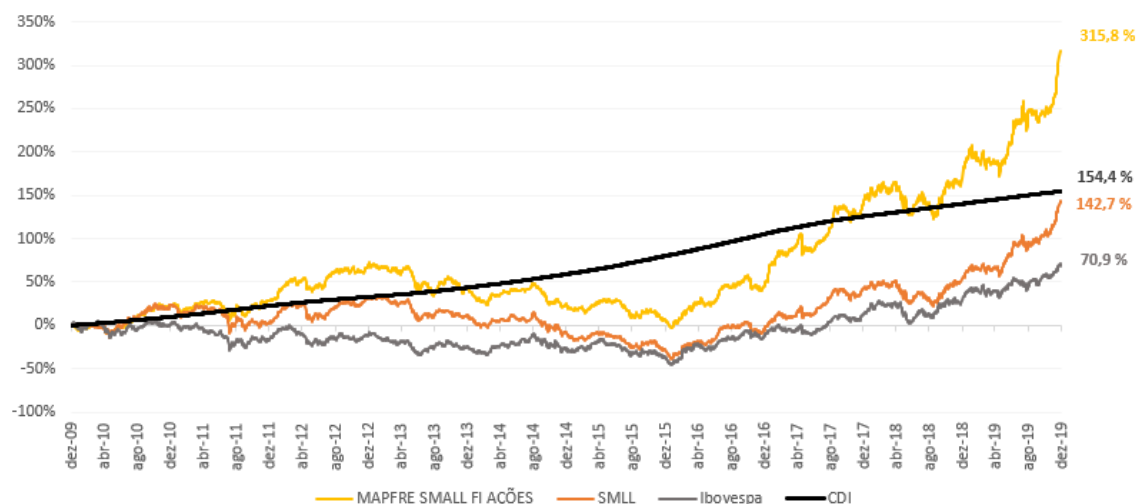
Nome	CNPJ	Classificação Anbima	Retorno	Retorno Anualizado
MAPFRE SMALL FI AÇÕES	09.296.022/0001-15	Ações Small Caps	317,28%	15,41%
GTI DIMONA BRASIL FI AÇÕES	09.143.435/0001-60	Ações Valor/Crescimento	295,35%	14,79%
RIO VERDE SMALL CAPS FI AÇÕES	07.420.595/0001-83	Ações Small Caps	293,24%	14,72%
XP INVESTOR FI AÇÕES	07.152.170/0001-30	Ações Livre	283,51%	14,44%
ALOCC TNA FIC AÇÕES	06.918.966/0001-99	Ações Livre	282,92%	14,42%
CONSTÂNCIA FUNDAMENTO FI AÇÕES	11.182.064/0001-77	Ações Livre	282,27%	14,40%
BRANCO MID SMALL CAPS FI AÇÕES	06.988.623/0001-09	Ações Small Caps	273,06%	14,12%
4UM SMALL CAPS FI AÇÕES	09.550.197/0001-07	Ações Small Caps	263,60%	13,83%
PAVA FI AÇÕES	01.745.808/0001-60	Ações Livre	254,49%	13,54%
SELEÇÃO GUIDE QUALIFICADO FIC AÇÕES	04.018.864/0001-91	Ações Livre	253,51%	13,50%

Fonte: Quantum Axis adaptado pelos autores (2022).

Dentro do “Top 10 melhores fundos de ações”, os fundos que investem em empresas com menor capitalização da bolsa de valores se destacam. Conhecidos como Fundos de Ações Small Caps, essas estratégias buscam empresas que apesar de terem menor capitalização, oferecem melhores perspectivas de retornos. Buscamos comprar o fundo Mapfre Small FI Ações,

com o índice SMLL, que possui uma carteira teórica de ativos composta por empresas que fazem parte desse segmento. Confira a seguir:

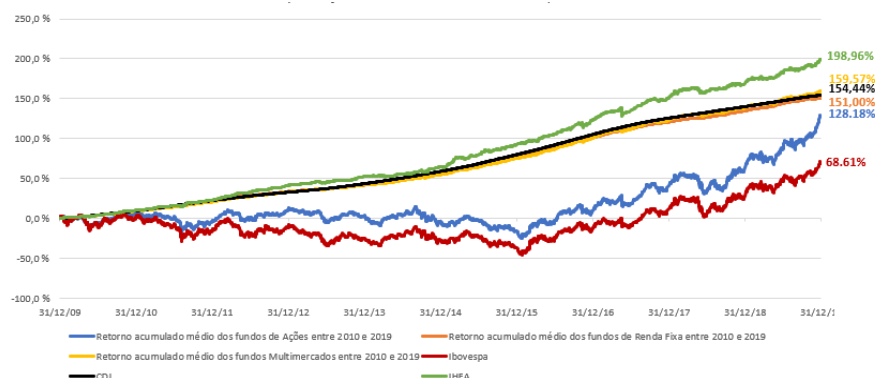
Figura 34 – Retorno acumulado MPFRE Small FI Ações x SMLL x Ibovespa x CDI



Fonte: Quantum Axis adaptado pelos autores (2022).

Apresentando uma variação positiva de 315,8% ante 154,4% do CDI, 142,7% do SMLL e 70,90% do Ibovespa, o Mapfre se destaca não apenas pela gestão ativa, mas pela geração de retornos excedentes a todos os Benchmarks analisados. O retorno anualizado da estratégia também chama atenção, com 15,41% a.a no período analisado, o fundo abre 0,62 pontos percentuais de vantagem em relação ao segundo colocado.

Figura 35 – Retorno acumulado amostra fundos de renda fixa, ações, multimercado x Ibovespa, CDI e IHFA



Fonte: Quantum Axis adaptado pelos autores (2022).

Por fim, em relação ao diferencial de retorno apresentado entre cada classe e seu respectivo benchmark, a Figura 35 demonstra que a amostra de Fundos de Ações apresentou em média uma performance relativa equivalente a 186,82% do Ibovespa, enquanto os Fundos de Renda Fixa apresentaram uma performance relativa de 97,70% do CDI e por fim, os Fundos Multimercados apresentaram no consolidado, uma performance relativa de 80,20% do IHFA.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo analisar o desempenho de 257 fundos de investimentos em renda fixa, ações e multimercados no período entre janeiro de 2010 e dezembro de 2019. Delimitando as especificidades de cada uma das classes analisadas, o presente estudo buscou diferenciar as estratégias, identificar o comparativo relativo ao cenário macroeconômico e verificar o diferencial de retorno que cada uma das estratégias apresentou em relação ao benchmark de referência.

Dentre os índices e classes de fundos analisados, o IHFA se destaca em termos de rentabilidade para o período analisado. Cabe ressaltar, no entanto, que não se deve comparar Fundos de diferentes classes, e tomando os Fundos de Renda Fixa como exemplo, a carteira de cada estratégia contará de forma efetiva para o retorno auferido.

Dessa forma, são notáveis as significativas diferenças tanto em relação ao número de fundos de cada estratégia, quanto em relação ao excesso de performance ante o Benchmark de cada uma das classes. Os resultados apresentados no presente estudo são líquidos dos custos de administração e performance, por outro lado, descontos em relação a impostos, como imposto de renda e IOF não foram considerados na análise.

Tomando os Fundos de Renda Fixa como exemplo, os fundos com indexação atrelada à inflação se destacaram dentro da amostra. E os fundos com carteira pulverizada em relação ao índice ficaram em segundo lugar dentre os Fundos de Renda Fixa analisados. Isso quer dizer que para esse período da amostra, a gestão ativa na Renda Fixa Pós Fixada atrelada ao CDI teve maiores dificuldades de gerar retornos excedentes ao ativo livre de risco (CDI).

Além disso, ao analisar a proporção de fundos de Renda Fixa que apresentaram performance acima do CDI, é possível ver que 50 fundos do total analisado, equivalente a 53% da amostra, apresentaram retornos abaixo do CDI. Enquanto 47% dos fundos tiveram performance superior ao benchmark.

Ao analisar a classe dos fundos que performaram acima do CDI, é possível ver que majoritariamente os fundos classificados como Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento, tiveram maiores retornos no período. Do total de

47% com performance acima do benchmark, 73% são classificados como Grau de Investimento. Ou seja, investem em títulos de crédito com maior risco.

A delimitação das diferentes classes de fundos de investimentos em Renda Fixa serviu para exemplificar a complexidade existente dentro da classe, de forma que, idealmente, o investidor não deve tomar decisão de investir se atentando apenas ao fato de ter o retorno conhecido no momento da aplicação. Fatores como duração dos títulos, risco atrelado, indexador utilizado e tipo de gestão adotada serão essenciais para determinar um retorno positivo no longo prazo.

Dentro dos Fundos Multimercados, ao analisar a classe dos fundos que performaram acima do IHFA, é possível ver que majoritariamente os fundos classificados como Multimercados Macro, tiveram maiores retornos acima do indexador no período. Do total de 11% com performance acima do benchmark, 50% são classificados como Grau de Investimento. Enquanto 37,5% são classificados como Multimercados Livre. Ou seja, fundos que dão ao gestor maior flexibilidade para mudar de posição a depender do cenário macroeconômico.

Dentre as classes analisadas, a de Fundos Multimercados chama atenção com o menor índice de performance acima do Benchmark (IHFA). A amplitude dos mandatos bem como a flexibilidade das estratégias resulta em uma classe de fundos heterogênea não apenas na estratégia, mas também nos retornos auferidos. Demandando do investidor maior diligência na escolha dessas estratégias para a carteira. Ainda assim, dentre os fundos que se destacaram, a gestão ativa e geração de retornos excedentes chama atenção, demonstrando a importância de se ter flexibilidade para navegar em diferentes cenários macroeconômicos.

Já para os fundos de Ações, dois fatores precisam ser levantados (i) a influência do custo de capital (taxa de juros) no retorno do fundo, de forma que entre janeiro de 2010 e dezembro de 2015 a indústria teve uma performance considerável abaixo do CDI, o que mudou nos 5 anos seguintes. O segundo fator está atrelado à (ii) estratégia adotada pelo gestor, no qual, as ações de menor capitalização, e estratégias ligadas à investimentos em Valor lideram o ranking de maiores retornos.

Ao analisar a classe dos fundos que performaram acima do Ibovespa, é possível ver que majoritariamente os fundos classificados como Ações Livres, tiveram maiores retornos acima do indexador no período. Do total de 70% com performance acima do benchmark, 36% são classificados como Ações Livre.

Com um diferencial relevante em relação à classe de Multimercados e Renda Fixa, o investimento em ações através da gestão ativa se mostra vencedor em grande parte da amostra analisada (70%). Levando em consideração os riscos inerentes dos investimentos em renda variável, ao optar por investir via fundos de investimentos, ter uma equipe de analistas e um gestor tomando a decisão de alocação poderá trazer retornos excedentes ao mercado consideráveis. Por outro lado, não são todos os fundos que entregaram retornos positivos o que demonstra a necessidade de uma seleção apurada em todas as classes analisadas neste trabalho.

O presente estudo e resultados auferidos indicam a necessidade de melhor segmentação entre as classes de ativos, de forma que dentro das classificações utilizadas, em especial na Renda Fixa, o tipo de indexador utilizado poderá trazer comportamentos expressivamente distintos para a carteira do investidor. Além disso, vale pontuar que com o lançamento de novos fundos e avanços em relação à educação financeira, têm surgido no mercado diferentes estratégias de Fundos de Investimentos que podem trazer resultados distintos a depender da janela de estudo analisada.

O que se buscou nesse trabalho através das análises realizadas se refere a abertura de um debate sobre a utilização dos fundos de investimentos para a democratização e acesso ao investidor geral. Levando em consideração que a indústria de fundos de investimentos no Brasil ainda está em fase de maturação, cabe ao investidor se informar cada vez mais e buscar opções rentáveis para a carteira.

Vale ressaltar que para melhor utilização de todos os benefícios que o fundo de investimento pode oferecer, como a (i) gestão especializada, (ii) redução de custos, (iii) diversificação e (iv) democratização de estratégias, uma análise para além da quantitativa, se faz necessário.

A análise dos resultados indica que a performance de cada uma das classes analisadas irá variar não apenas com o cenário macroeconômico, mas também com o estilo de gestão adotado em cada uma das estratégias. A análise

da indústria de fundos de investimentos no Brasil deve ser feita levando em consideração as particularidades regulatórias de cada classe. Durante o estudo, foi percebida uma limitação clara relacionada à escassez de detalhamento de determinadas estratégias. Sendo esse um aspecto relevante a ser abordado em futuros estudos.

Por fim, além do produto (fundo de investimento) foco deste estudo, a gestão por trás da tomada de decisão também precisa ser analisada. A experiência do tomador de decisão, composição da equipe, estrutura do processo de investimento, são exemplos de análises importantes a serem realizadas. Com potencial de democratização, cabe a cada investidor a escolha de investir ou não, através de uma indústria que além de ter um grande potencial de crescimento, pode facilitar a tomada de decisão até dos investidores menos experientes. Apesar da dispersão de retornos, é notável como os investimentos através de fundos de investimentos podem apresentar diferentes oportunidades ao investidor.

REFERÊNCIAS

- AMBIMA. **Afinal, o que é o IHFA?**. 2022. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/precos-e-indices/indices/ihfa.htm>. Acesso em: 29 de outubro de 2022.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas S.A, 2014.
- ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro** 14. ed. – São Paulo : Atlas, 2018.
- BRITO, O. **Controladoria de Risco Retorno em Instituições Financeiras**. São Paulo: Saraiva, 2003.
- BRITO, O. **Mercado financeiro**: Estruturas, produtos, serviços, riscos, controle gerencial. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2005.
- CARVALHOSA, Modesto; PARENTE, Norma Jonseen. **Tratado de Direito Empresarial**: Mercado de capitais. São Paulo: RT, 2016.
- CAVALCANTE, Franci; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Luiz Fernando. **Mercado de capitais**: O que é, como funciona. 6. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2006.
- CERBASI, Gustavo. **Investimentos inteligentes**. 1 ed. Rio de Janeiro: Thomas Nelson Brasil, 2008.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM Nº 555**. 2014. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst555.pdf>>. Acesso em: 27 de agosto de 2022.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Alterações introduzidas pelas instruções CVM Nº 563/15**. 2014. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst555consolid.pdf>>. Acesso em: 2 de setembro de 2022.
- COSTA NETO, P. L. de O. **Estatística**. São Paulo: Edgard Blücher, 1977.
- DESCRIÇÃO ANBIMA. **Categoria ANBIMA**, 2019. Disponível em: <<https://www.bb.com.br/docs/porta1/dtvm/Descricao%20ANBIMA.pdf>>. Acesso em: 29 de setembro de 2022.
- FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro**: produtos e serviços. 20. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2015.
- MINISTÉRIO DO TRABALHO E DA PREVIDÊNCIA. 2019. Disponível em: <<https://www.gov.br/trabalho-e-previdencia/pt-br>>. Acesso em: 22 de outubro de 2022.
- PINHEIRO, Carlos Alberto Orge. **Bolsa de valores**: tudo o que você precisa saber antes de investir em ações. Rio de Janeiro: Ciência Moderna, 2008.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D.
Princípios de administração financeira. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2008.

APÊNDICE A - RETORNO AÇÕES POR FUNDO

Nome	CNPJ	Classificação Ambima	Retorno	Retorno Anualizado
MAPFRE SMALL FI AÇÕES	09.296.022/0001-15	Ações Small Caps	3,1728	0,1541
GTI DIMONA BRASIL FI AÇÕES	09.143.435/0001-60	Ações Valor/Crescimento	2,9535	0,1479
RIO VERDE SMALL CAPS FI AÇÕES	07.420.595/0001-83	Ações Small Caps	2,9324	0,1472
XP INVESTOR FI AÇÕES	07.152.170/0001-30	Ações Livre	2,8351	0,1444
ALOCC TNA FI AÇÕES	06.918.966/0001-99	Ações Livre	2,8292	0,1442
CONSTÂNCIA FUNDAMENTO FI AÇÕES	11.182.064/0001-77	Ações Livre	2,8227	0,144
BRADESCO MID SMALL CAPS FI AÇÕES	06.988.623/0001-09	Ações Small Caps	2,7306	0,1412
4UM SMALL CAPS FI AÇÕES	09.550.197/0001-07	Ações Small Caps	2,636	0,1383
PAVA FI AÇÕES	01.745.808/0001-60	Ações Livre	2,5449	0,1354
SELEÇÃO GUIDE QUALIFICADO FIC AÇÕES	04.018.864/0001-91	Ações Livre	2,5351	0,135
BNP PARIBAS SMALL CAPS FI AÇÕES	11.108.013/0001-03	Ações Small Caps	2,4999	0,1339
ICATU VANGUARDA DIVIDENDOS FI AÇÕES	08.279.304/0001-41	Ações Dividendos	2,4109	0,131
VIC RV FIC AÇÕES	06.128.183/0001-01	Ações Livre	2,3334	0,1284
VENTOR AÇÕES FI AÇÕES	10.643.371/0001-45	Ações Livre	2,166	0,1226
IMPACTO VALUATION FI AÇÕES BDR NÍVEL I	08.140.054/0001-64	Ações Livre	2,1343	0,1214
BB ENERGIA FI AÇÕES	02.020.528/0001-58	Ações Setoriais	2,1063	0,1204
BRADESCO DIVIDENDOS FI AÇÕES	06.916.384/0001-73	Ações Dividendos	2,0672	0,119
VINCI GAS DIVIDENDOS FI AÇÕES	07.488.106/0001-25	Ações Dividendos	2,0368	0,1179
ANDBANK PERFORMANCE AÇÕES FIC AÇÕES	08.875.004/0001-25	Ações Livre	1,8978	0,1126
QUELUZ VALOR FI AÇÕES	09.289.072/0001-75	Ações Livre	1,8922	0,1124
SANTANDER ALOCAÇÃO VALOR FI AÇÕES	07.663.801/0001-86	Ações Livre	1,8689	0,1115
UBS CONSENSO MULTIMANAGER LONG ONLY FIC AÇÕES	07.663.692/0001-05	Ações Livre	1,8574	0,1111
BNP PARIBAS DISCOVERY FI AÇÕES	09.577.098/0001-19	Ações Livre	1,8447	0,1106
CSHG TOP AÇÕES FIC AÇÕES	01.608.399/0001-50	Ações Livre	1,7863	0,1083

4UM MARLIM DIVIDENDOS FI AÇÕES	09.599.346/0001-22	Ações Dividendos	1,7862	0,1083
COMPOSITE AÇÕES FI AÇÕES	01.753.087/0001-30	Ações Livre	1,5994	0,1006
BANRISUL FI AÇÕES	88.198.056/0001-43	Ações Small Caps	1,5956	0,1004
MINT MULTIFATORES FI AÇÕES BDR NÍVEL I	10.382.858/0001-11	Ações Livre	1,5839	0,0999
ARX FIC AÇÕES	04.515.848/0001-04	Ações Índice Ativo	1,5545	0,0987
ITAÚ DIVIDENDOS FI AÇÕES	02.887.290/0001-62	Ações Dividendos	1,5504	0,0985
CDI			1,5444	0,0982
SOLIDUS FI AÇÕES	02.748.688/0001-18	Ações Livre	1,479	0,0954
BRADESCO H AQUAMARINE FIC AÇÕES	08.915.198/0001-45	Ações Livre	1,4725	0,0951
PRISMA FI AÇÕES	07.018.136/0001-78	Ações Livre	1,4435	0,0938
BB TECNOLOGIA FI AÇÕES BDR NÍVEL I	01.578.474/0001-88	Ações Setoriais	1,4071	0,0921
BANRISUL DIVIDENDOS FI AÇÕES	10.199.934/0001-58	Ações Dividendos	1,3889	0,0913
ÁGORA BOLSA FIC AÇÕES	08.909.429/0001-08	Ações Livre	1,3877	0,0912
ITAÚ SELEÇÃO MULTIFUNDOS FIC AÇÕES	04.348.384/0001-99	Ações Índice Ativo	1,3617	0,09
		Ações		
BB GOVERNANÇA FI AÇÕES	10.418.335/0001-88	Sustentabilidade/Governança	1,3256	0,0884
MCR-PRINCIPAL FI AÇÕES BDR NÍVEL I	01.656.101/0001-88	Não classificado	1,3	0,0871
Clara TC01 Ações			1,2818	0,0863
SANTANDER SELEÇÃO MAX FIC AÇÕES	04.435.076/0001-09	Ações Valor/Crescimento	1,2655	0,0855
BAHIA AM II FI AÇÕES	03.897.077/0001-02	Ações Índice Ativo	1,2158	0,0831
BTG PACTUAL ANDRÔMEDA FI AÇÕES	40.428.039/0001-29	Ações Índice Ativo	1,1948	0,0821
ITAÚ ACE DIVIDENDOS FIC AÇÕES	06.258.544/0001-34	Ações Dividendos	1,1536	0,08
FINACAP MAURITSSAD FI AÇÕES	05.964.067/0001-60	Ações Valor/Crescimento	1,1517	0,0799
FINACAP FI AÇÕES	01.645.916/0001-61	Ações Valor/Crescimento	1,1254	0,0786
BRADESCO SELECTION FI AÇÕES	03.660.879/0001-96	Ações Índice Ativo	1,0242	0,0733
FRANKLIN MAXI AÇÕES FI AÇÕES	09.217.033/0001-62	Ações Índice Ativo	1,0166	0,0729

ITAÚ GOVERNANÇA CORPORATIVA SUSTENTÁVEL FIC AÇÕES	07.686.658/0001-48	Ações Sustentabilidade/Governanç a	0,9983	0,0719
ITAÚ DIVIDENDOS FIC AÇÕES	08.078.571/0001-50	Ações Dividendos	0,9748	0,0706
GERAÇÃO FUTURO ATIVAÇÕES FIC AÇÕES	07.844.876/0001-63	Ações Índice Ativo	0,9699	0,0704
INTER SELECTION AÇÕES FIC AÇÕES	08.815.386/0001-00	Ações Índice Ativo	0,9223	0,0678
GERAL ASSET LONG TERM FIC AÇÕES	04.163.555/0001-05	Ações Índice Ativo	0,9208	0,0677
BB AÇÕES ALOCAÇÃO ETF FIC AÇÕES	06.251.554/0001-48	Ações Livre	0,9182	0,0675
BRADESCO H DIVIDENDOS FIC AÇÕES	02.138.442/0001-24	Ações Dividendos	0,9	0,0665
SANTANDER DIVIDENDOS FIC AÇÕES II	03.396.639/0001-26	Ações Dividendos	0,8848	0,0656
META VALOR FIC AÇÕES	07.899.238/0001-40	Ações Índice Ativo	0,8777	0,0652
CAIXA SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL ISE FIC AÇÕES	08.070.838/0001-63	Ações Sustentabilidade/Governanç a	0,7866	0,0599
ITAÚ EXCELÊNCIA SOCIAL SUSTENTÁVEL FIC AÇÕES	06.215.101/0001-66	Ações Sustentabilidade/Governanç a	0,7629	0,0585
Ibovespa			0,6861	0,0538
BRADESCO PRIME ACTIVE FIC AÇÕES	54.069.422/0001-42	Ações Índice Ativo	0,6793	0,0534
BTG PACTUAL MULTI AÇÕES FIC AÇÕES	08.623.557/0001-90	Ações Livre	0,644	0,0511
PLANNER ADVANCED FIC AÇÕES	08.825.643/0001-86	Ações Índice Ativo	0,6167	0,0494
WM IBOVESPA PLUS FIC AÇÕES	10.565.852/0001-80	Ações Livre	0,6037	0,0485
ALFA AÇÕES PREMIUM FIC AÇÕES	00.575.922/0001-27	Ações Índice Ativo	0,5692	0,0462
CAIXA IBX ATIVO FIC AÇÕES	05.164.370/0001-88	Ações Índice Ativo	0,5606	0,0457
CAIXA DIVIDENDOS FIC AÇÕES	05.900.798/0001-41	Ações Dividendos	0,5586	0,0455
BRADESCO MULTI SETORIAL FIC AÇÕES	96.498.654/0001-66	Ações Livre	0,5402	0,0443
VERDE AM PERFORMANCE FIC AÇÕES	08.707.235/0001-20	Ações Índice Ativo	0,5109	0,0423
ITAÚ DIVIDENDOS FIC AÇÕES I	10.396.424/0001-70	Ações Dividendos	0,5035	0,0418
BANRISUL ÍNDICE FIC AÇÕES	02.131.725/0001-44	Ações Índice Ativo	0,4778	0,04

TRÓPICO VALUE FI AÇÕES	05.382.556/0001-03	Ações Livre		0,3952		0,034
SANTANDER IBOVESPA ATIVO SUPREMO FIC AÇÕES	02.832.973/0001-12	Ações Índice Ativo		0,3927		0,0338
SAFRA EXPORTAÇÃO FI AÇÕES	06.888.302/0001-24	Ações Livre		0,3059		0,0271
BNB SELEÇÃO FI AÇÕES	63.375.216/0001-51	Ações Índice Ativo		0,2712		0,0244
CAIXA CONSTRUÇÃO CIVIL FI AÇÕES	10.551.375/0001-01	Ações Setoriais		0,2633		0,0237
BRB ÍNDICE ATIVO FI AÇÕES	31.937.303/0001-69	Ações Índice Ativo		0,2491		0,0226
SAFRA INFRAESTRUTURA FI AÇÕES	08.471.087/0001-97	Ações Setoriais		0,2057		0,0189
AMARIL FRANKLIN FI AÇÕES	70.951.678/0001-35	Ações Livre		0,1549		0,0145
BRB PETROVALE FI AÇÕES	07.841.371/0001-45	Ações Setoriais		0,1364		0,0129
CAIXA IBOVESPA ATIVO FI AÇÕES	08.046.355/0001-23	Ações Índice Ativo		0,0162		0,0016
BANRISUL INFRA-ESTRUTURA FI AÇÕES	02.131.724/0001-08	Ações Setoriais		-0,025		-0,0025
SANTANDER ÔNIX FIC AÇÕES I	88.002.696/0001-36	Ações Índice Ativo		-0,0297		-0,003
BANRISUL PERFORMANCE FI AÇÕES	97.261.093/0001-40	Ações Livre		-0,0349		-0,0036
MB FI AÇÕES	18.799.585/0001-17	Ações Livre		-0,3418		-0,0411

APÊNDICE B - RETORNO MULTIMERCADO POR FUNDO

Nome	CNPJ	Classificação Anbima	Retorno	Retorno Anualizado
POLO MACRO FI MULTIMERCADO	11.228.500/0001-00	Multimercados Macro	2,9105	0,1466
SAFRA MIX I FIC MULTIMERCADO	09.137.336/0001-75	Multimercados Livre	2,2453	0,1254
BTG PACTUAL DISCOVERY FI MULTIMERCADO	01.214.092/0001-75	Multimercados Livre	2,2001	0,1238
BAHIA AM FIC MULTIMERCADO	09.528.698/0001-97	Multimercados Macro	2,1797	0,123
HOGAN ABSOLUTO FI MULTIMERCADO	06.170.653/0001-03	Multimercados Long and Short Direcional	2,1648	0,1225
SHARP LONG SHORT FI MULTIMERCADO	07.279.819/0001-89	Multimercados Macro	2,0413	0,118
ITAÚ MULTI HEDGE FUND 30 FIC MULTIMERCADO	07.967.589/0001-40	Multimercados Livre	2,0305	0,1176
MAPFRE INVERSION FI MULTIMERCADO	07.187.591/0001-05	Multimercados Macro	2,0009	0,1165
IHFA			1,9896	0,1161
OPPORTUNITY TOTAL FIC MULTIMERCADO	05.448.587/0001-10	Multimercados Macro	1,9331	0,114
VIC FIC MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO	05.778.214/0001-07	Multimercados Livre	1,9208	0,1135
BTG PACTUAL ACCESS JUROS & MOEDAS FIC MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO	09.083.998/0001-00	Multimercados Livre	1,8365	0,1103
CA INDOSUEZ BÉTON FIC MULTIMERCADO	05.461.732/0001-00	Multimercados Dinâmico	1,8363	0,1102
ITAÚ HEDGE FI MULTIMERCADO	07.658.922/0001-30	Multimercados Livre	1,8162	0,1095
AZ QUEST MULTI FIC MULTIMERCADO	04.455.632/0001-09	Multimercados Macro	1,8084	0,1091
FOCUS FUNDO DE FUNDOS FIC MULTIMERCADO	04.066.545/0001-51	Multimercados Livre	1,8061	0,1091
SONAR PREMIUM FI MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO	10.440.171/0001-95	Multimercados Trading	1,7923	0,1085
H3 COMPOSITE FIC MULTIMERCADO	03.565.811/0001-28	Multimercados Macro	1,7664	0,1075
VOKIN EVEREST FIC MULTIMERCADO	03.381.358/0001-08	Multimercados Livre	1,7594	0,1072
ITAÚ MULTIMANAGER FIC MULTIMERCADO	00.840.008/0001-66	Multimercados Livre	1,7571	0,1071
SELEÇÃO GUIDE FIC MULTIMERCADO	01.353.626/0001-44	Multimercados Livre	1,7565	0,1071
BV EQUITY HEDGE FI MULTIMERCADO	09.083.868/0001-77	Multimercados Long and Short Direcional	1,7533	0,1069

OPPORTUNITY MARKET FIC MULTIMERCADO	00.947.958/0001-94	Multimercados Macro	1,7295	0,106
AZ QUEST LOW VOL FI MULTIMERCADO	10.320.188/0001-09	Multimercados Dinâmico	1,7206	0,1056
BTGP ACCESS BALANCEADO FIC MULTIMERCADO	05.892.566/0001-99	Multimercados Livre	1,7177	0,1055
ANGÁ PORTFÓLIO FI MULTIMERCADO	09.620.860/0001-00	Multimercados Livre	1,7169	0,1055
ALLOCATION RHODES FIC MULTIMERCADO	05.313.128/0001-29	Multimercados Dinâmico	1,6981	0,1047
PORTFÓLIO MM MULTIGESTORES FI MULTIMERCADO LP	05.069.379/0001-00	Multimercados Livre	1,6947	0,1046
FATOR PORTFÓLIO PLUS FIC MULTIMERCADO	09.394.243/0001-26	Multimercados Dinâmico	1,6781	0,1039
DAYCOVAL MULTIFUNDS FIC MULTIMERCADO	06.092.123/0001-86	Multimercados Dinâmico	1,6777	0,1039
GARIN SPECIAL FI MULTIMERCADO	10.447.046/0001-07	Multimercados Livre	1,6579	0,103
CAIXA ALOCAÇÃO MACRO FIC MULTIMERCADO LP	08.070.841/0001-87	Multimercados Macro	1,6559	0,103
INFINITY INSTITUCIONAL FI MULTIMERCADO	05.500.127/0001-93	Multimercados Livre	1,6488	0,1027
BNP PARIBAS PREMIUM FIC MULTIMERCADO	07.965.741/0001-56	Multimercados Livre	1,6401	0,1023
SITA MIX FI MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO	06.275.894/0001-09	Multimercados Livre	1,6364	0,1021
SAFRA CARTEIRA INSTITUCIONAL FI MULTIMERCADO	08.160.794/0001-62	Multimercados Livre	1,6137	0,1012
MODALMAIS LION FI MULTIMERCADO	06.893.041/0001-30	Multimercados Livre	1,6136	0,1012
SANTANDER PB MODERADO FIC MULTIMERCADO	01.623.857/0001-20	Multimercados Livre	1,6132	0,1012
ANDBANK PERFORMANCE LIVRE FIC MULTIMERCADO	04.874.817/0001-40	Multimercados Livre	1,6115	0,1011
RIO ARBITRAGEM FI MULTIMERCADO	07.967.080/0001-06	Multimercados Trading	1,6026	0,1007
Clara TC01 MM			1,5957	0,1004
BRADESCO MULTIGESTORES FIC MULTIMERCADO	07.667.620/0001-28	Multimercados Livre	1,5917	0,1002
PLANNER FI MULTIMERCADO	01.375.954/0001-41	Multimercados Livre	1,5874	0,1001

ALOCACÃO FIC MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO	09.528.778/0001-42	Multimercados Livre	1,5783	0,0997
BRADESCO H AQUAMARINE FIC MULTIMERCADO	03.583.239/0001-20	Multimercados Dinâmico	1,5745	0,0995
PORTO SEGURO MACRO FIC MULTIMERCADO	00.400.490/0001-13	Multimercados Macro	1,5575	0,0988
ARX TARGET INSTITUCIONAL FIC MULTIMERCADO	03.369.187/0001-93	Multimercados Macro	1,5505	0,0985
CDI			1,5444	0,0982
DAYCOVAL MULTISTRATÉGIA FI MULTIMERCADO	09.274.058/0001-06	Multimercados Trading	1,5426	0,0981
ITAÚ K2 FIC MULTIMERCADO	03.618.256/0001-55	Multimercados Livre	1,5302	0,0976
ITAÚ PRIVATE K2 FIC MULTIMERCADO	03.618.202/0001-90	Multimercados Livre	1,5237	0,0973
SELEÇÃO GUIDE CASH FIC MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO	00.539.553/0001-17	Multimercados Livre	1,5209	0,0972
WESTERN ASSET MULTITRADING H FI MULTIMERCADO	05.024.659/0001-00	Multimercados Macro	1,5116	0,0968
TRANSAMÉRICA ALOCAÇÕES IQ FIC MULTIMERCADO	08.254.141/0001-42	Multimercados Livre	1,5078	0,0966
BTG PACTUAL HEDGE FI MULTIMERCADO	00.888.897/0001-31	Multimercados Macro	1,4928	0,096
SICREDI SULAMÉRICA MULTI CLASSES FI MULTIMERCADO LP	09.498.697/0001-47	Multimercados Livre	1,4924	0,0959
BTG PACTUAL MULTISTRATEGIES ADVANCED FI MULTIMERCADO	05.656.536/0001-83	Multimercados Livre	1,487	0,0957
BNP PARIBAS YIELD CLASSIQUE FI MULTIMERCADO LP	05.871.539/0001-30	Multimercados Livre	1,4804	0,0954
ALFA TOP GESTORES IQ FIC MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO	11.039.132/0001-43	Multimercados Livre	1,4562	0,0943
NECTON FI MULTIMERCADO	00.346.750/0001-10	Multimercados Livre	1,4536	0,0942
WESTERN ASSET ALLOCATION 1 FIC MULTIMERCADO	05.090.817/0001-11	Multimercados Dinâmico	1,4378	0,0935
BRADESCO LONG AND SHORT FI MULTIMERCADO	09.241.809/0001-80	Multimercados Long and Short Direcional	1,4377	0,0935
SANTA FÉ AQUARIUS FI MULTIMERCADO	04.621.018/0001-61	Multimercados Livre	1,4312	0,0932

SANTANDER ALOCAÇÃO MULTISTRATÉGIA CRESCIMENTO FIC MULTIMERCADO	07.645.498/0001-99	Multimercados Livre	1,3391	0,089
WESTERN ASSET ALLOCATION 2 FIC MULTIMERCADO	05.090.830/0001-70	Multimercados Dinâmico	1,3381	0,0889
WM MACRO ALLOCATION FI MULTIMERCADO	10.960.975/0001-15	Multimercados Livre	1,3013	0,0872
BRB BRASÍLIA FI MULTIMERCADO LP	01.978.445/0001-03	Multimercados Livre	1,2848	0,0864
SANTANDER PORTFÓLIO ATIVO EQUILÍBRIO EXTRA FIC MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO	07.645.511/0001-00	Multimercados Livre	1,2765	0,086
WESTERN ASSET ALLOCATION 3 FIC MULTIMERCADO	05.090.786/0001-07	Multimercados Dinâmico	1,268	0,0856
SANTANDER MACRO CRESCIMENTO FIX FIC MULTIMERCADO	05.344.620/0001-61	Multimercados Livre	1,2405	0,0843
BNB FI MULTIMERCADO LP	06.124.248/0001-40	Multimercados Dinâmico	1,1781	0,0812
SANTANDER MACRO CRESCIMENTO MAX FIC MULTIMERCADO	02.376.823/0001-41	Multimercados Livre	1,173	0,081
BRADESCO MULTISTRATÉGIA FIC MULTIMERCADO	07.192.386/0001-20	Multimercados Livre	1,0995	0,0772
SANTANDER MACRO CRESCIMENTO SPECIAL FIC MULTIMERCADO	05.563.613/0001-50	Multimercados Livre	1,0856	0,0765
AMARIL FRANKLIN FIC MULTIMERCADO	00.089.915/0001-15	Não classificado	0,9121	0,0672
BRADESCO ALOCAÇÃO MODERADA FIC MULTIMERCADO	01.606.543/0001-10	Multimercados Livre	0,8002	0,0608
CAIXA LONG SHORT FIC MULTIMERCADO LP	08.046.429/0001-21	Multimercados Long and Short Neutro	0,7992	0,0607
BRADESCO QUANT FIC MULTIMERCADO	08.244.560/0001-01	Multimercados Livre	0,613	0,0491

APÊNDICE C - RETORNO RENDA FIXA - POR FUNDO

Nome	CNPJ	Classificação Anbima	Retorno 01/01/2010 até 31/12/2019
SULAMÉRICA INFLATIE FI RENDA FIXA LP	09.326.708/0001-01	Renda Fixa Duração Alta Soberano	2.7795
BRADESCO H PREÇOS FI RENDA FIXA LP	09.522.470/0001-90	Renda Fixa Duração Alta Crédito Livre	2.7621
BANESTES INSTITUCIONAL FI RENDA FIXA	05.357.507/0001-10	Renda Fixa Duração Alta Grau de Investimento	2.676
BTG PACTUAL TESOURO GERAL FI RENDA FIXA REFERENCIADO IPCA	09.814.233/0001-00	Renda Fixa Duração Livre Soberano	2.6509
BTG PACTUAL INFLATION FIC RENDA FIXA	09.518.581/0001-22	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre	2.3594
MB MATIC FI RENDA FIXA LP	04.570.232/0001-36	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	2.2221
JBFO INFLAÇÃO FIC RENDA FIXA	09.606.247/0001-20	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre	2.1222
WESTERN ASSET ATIVO FI RENDA FIXA	03.499.367/0001-90	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1.7479
INFINITY LÔTUS FI RENDA FIXA LP	09.319.052/0001-08	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1.7183
XP TOP FI RENDA FIXA CRÉDITO PRIVADO LP	04.621.721/0001-70	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre	1.7082
DAYCOVAL CLASSIC FI RENDA FIXA CRÉDITO PRIVADO	10.783.480/0001-68	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1.7057
AF INVEST GERAES FI RENDA FIXA CRÉDITO PRIVADO	09.720.734/0001-10	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1.7038
VALORA ABSOLUTE FI RENDA FIXA CRÉDITO PRIVADO LP	10.326.625/0001-00	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre	1.6999
BRADESCO BOND FI RENDA FIXA	03.894.320/0001-20	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1.6853
BANRISUL FLEX FI RENDA FIXA CRÉDITO PRIVADO LP	08.960.978/0001-07	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1.6772
MB MASTER FI RENDA FIXA REFERENCIADO DI LP	00.598.452/0001-17	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1.671
XP CORPORATE LIGHT FI RENDA FIXA CRÉDITO PRIVADO LP	11.046.179/0001-34	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1.6646

INTER CONSERVADOR PLUS FI RENDA FIXA LP	09.720.710/0001-60	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre	1,6499
BV EAGLE FI RENDA FIXA LP	00.836.263/0001-35	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1,6389
BV INSTITUCIONAL FI RENDA FIXA CRÉDITO PRIVADO	06.866.051/0001-87	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1,6328
ICATU VANGUARDA FI RENDA FIXA CRÉDITO PRIVADO LP	07.900.255/0001-50	Renda Fixa Duração Baixa Crédito Livre	1,6283
BRADESCO PERFORMANCE FI RENDA FIXA CRÉDITO PRIVADO LP	06.077.638/0001-07	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1,615
BANRISUL PREMIUM FI RENDA FIXA LP	08.960.971/0001-95	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1,6101
SAFRA EXECUTIVE FIC RENDA FIXA	00.222.816/0001-60	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1,6054
SAFRA EXECUTIVE SPECIAL II FIC RENDA FIXA	03.593.150/0001-44	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1,6034
BTG PACTUAL CAPITAL MARKETS FI RENDA FIXA	04.501.865/0001-92	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1,5993
CAIXA QUALIFICADO FI RENDA FIXA CRÉDITO PRIVADO LP	10.551.353/0001-33	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1,5967
SULAMÉRICA EXCELLENCE FI RENDA FIXA CRÉDITO PRIVADO	04.899.128/0001-90	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1,5959
RIO BRAVO FI RENDA FIXA CRÉDITO PRIVADO	09.543.255/0001-75	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1,5954
BRADESCO TARGET I FI RENDA FIXA	02.335.944/0001-45	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1,5862
BTG PACTUAL YIELD FI RENDA FIXA REFERENCIADO DI CRÉDITO PRIVADO	00.840.011/0001-80	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1,5835
BNP PARIBAS MATCH FI RENDA FIXA REFERENCIADO DI CRÉDITO PRIVADO	09.636.393/0001-07	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1,5817
SAFRA CAPITAL MARKET FI RENDA FIXA CRÉDITO PRIVADO	09.136.668/0001-35	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1,5794
UBS CONSENSO PÓS FIXADO FI RENDA FIXA CRÉDITO PRIVADO	05.922.462/0001-80	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre	1,5754
SULAMÉRICA ATIVO FI RENDA FIXA LP	07.381.653/0001-07	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1,5707

BRADESCO H EXECUTIVO FI RENDA FIXA REFERENCIADO DI CRÉDITO PRIVADO LP	00.322.699/0001-06	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1,5705
ICATU VANGUARDA GOLD FI RENDA FIXA LP	10.756.556/0001-66	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1,5684
SANTANDER VINTAGE FIC RENDA FIXA CRÉDITO PRIVADO LP	08.545.860/0001-12	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1,5676
BNP PARIBAS TARGUS FIC RENDA FIXA CRÉDITO PRIVADO	05.862.906/0001-39	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1,5668
BRADESCO H FI RENDA FIXA REFERENCIADO DI LP	00.975.480/0001-06	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1,5644
BNP PARIBAS RF FI RENDA FIXA	02.539.921/0001-52	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1,5601
CA INDOSUEZ DI MASTER FI RENDA FIXA REFERENCIADO DI LP	02.536.364/0001-16	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1,5596
MAPFRE FI RENDA FIXA	08.610.270/0001-26	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre	1,5533
CAIXA MEGA FI RENDA FIXA REFERENCIADO DI LP	10.322.633/0001-70	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1,55
ICATU VANGUARDA PLUS FI RENDA FIXA LP	05.755.769/0001-33	Renda Fixa Duração Baixa Crédito Livre	1,5484
CDI			1,5444
WM IMA-GERAL FI RENDA FIXA	10.566.018/0001-09	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1,5426
CAIXA FIDELIDADE FI RENDA FIXA LP	09.181.287/0001-78	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1,5397
DAYCOVAL FI RENDA FIXA CRÉDITO PRIVADO	00.807.777/0001-62	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1,5337
CONCÓRDIA EXTRA FI RENDA FIXA CRÉDITO PRIVADO	01.107.772/0001-90	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1,5283
BRADESCO H TIPO FIC RENDA FIXA CRÉDITO PRIVADO LP	00.280.302/0001-60	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre	1,526
BTG PACTUAL MULTI CDB FI RENDA FIXA REFERENCIADO DI CRÉDITO PRIVADO	09.911.412/0001-58	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1,5251
SANTANDER EQUILIBRIO ULTRA FIC RENDA FIXA REFERENCIADO DI CRÉDITO PRIVADO	09.300.207/0001-56	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1,5189
Otimizado TC01			1,51

BV SOBERANO FI RENDA FIXA	09.238.487/0001-10	Renda Fixa Duração Livre Soberano	1,5064
ALFA MIX FI RENDA FIXA LP	02.733.791/0001-94	Renda Fixa Duração Média Grau de Investimento	1,5056
BTGPACTUAL TESOURO SELIC FI RENDA FIXA REFERENCIADO DI	09.215.250/0001-13	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1,5022
SULAMÉRICA EXCLUSIVE FI RENDA FIXA REFERENCIADO DI	04.839.017/0001-98	Renda Fixa Duração Baixa Soberano	1,4954
GAP YIELD FI RENDA FIXA REFERENCIADO DI	09.441.408/0001-73	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre	1,488
BANRISUL MASTER FI RENDA FIXA REFERENCIADO DI LP	01.822.655/0001-08	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1,4861
SANTANDER CASH BLUE FI RENDA FIXA REFERENCIADO DI	10.565.506/0001-00	Renda Fixa Duração Baixa Soberano	1,482
BRADESCO H TÍTULOS PÚBLICOS FI RENDA FIXA REFERENCIADO DI LP	00.885.762/0001-12	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1,4819
BB VIP FIC RENDA FIXA REFERENCIADO DI LP	04.061.224/0001-64	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1,4796
BNP PARIBAS DINÂMICO RF FI RENDA FIXA LP	08.575.738/0001-99	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1,4747
BB BESC PREMIUM FI RENDA FIXA	00.842.960/0001-07	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre	1,4719
SAFRA CAPITAL MARKET CORPORATE FIC RENDA FIXA REFERENCIADO DI CRÉDITO PRIVADO	04.331.424/0001-90	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1,4704
BAHIA AM FI RENDA FIXA REFERENCIADO DI	07.812.369/0001-48	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1,4664
BV CRÉDITO ATIVO FI RENDA FIXA CRÉDITO PRIVADO LP	04.240.128/0001-83	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre	1,4656
BB BESC PRÁTICO FI RENDA FIXA CRÉDITO PRIVADO	00.073.041/0001-08	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre	1,4516
GAUSS ESTRATÉGIA FI RENDA FIXA CRÉDITO PRIVADO	08.708.502/0001-83	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre	1,451
BRADESCO PRIME PLUS FIC RENDA FIXA REFERENCIADO DI	05.222.538/0001-64	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1,4488
ALFA ORBIS FI RENDA FIXA REFERENCIADO DI LP	02.733.802/0001-36	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1,432

BB PREMIUM FIC RENDA FIXA REFERENCIADO DI LP	10.304.401/0001-99	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1,4297
BANRISUL SOBERANO FI RENDA FIXA SIMPLES LP	11.311.874/0001-86	Renda Fixa Simples	1,4174
BNY MELLON ARX FI RENDA FIXA REFERENCIADO DI	07.161.378/0001-16	Renda Fixa Duração Baixa Soberano	1,4141
SICREDI CDI FIC RENDA FIXA LP	03.564.809/0001-34	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1,4103
BB BESC INSTITUCIONAL FI RENDA FIXA REFERENCIADO DI	03.213.328/0001-84	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1,3774
BECSUPER FI RENDA FIXA REFERENCIADO DI	01.624.111/0001-31	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1,3757
BRADESCO H 1.000 FIC RENDA FIXA LP	06.127.871/0001-57	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre	1,3597
BB PLUS FIC RENDA FIXA REFERENCIADO DI LP	01.996.007/0001-78	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1,358
SICREDI RESGATE FÁCIL FI RENDA FIXA CURTO PRAZO	01.627.516/0001-23	Renda Fixa Duração Baixa Soberano	1,2917
BANESTES INVEST MONEY FI RENDA FIXA	00.838.269/0001-41	Renda Fixa Duração Baixa Soberano	1,2391
BRADESCO PRIME H FIC RENDA FIXA LP	03.805.966/0001-94	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre	1,2306
BNB IPCA FI RENDA FIXA LP	11.074.758/0001-90	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1,2126
BECMAXI FI RENDA FIXA	00.825.077/0001-09	Renda Fixa Duração Livre Grau de Investimento	1,1421
BANRISUL VIP FI RENDA FIXA LP	00.743.026/0001-20	Renda Fixa Duração Livre Soberano	1,1191
BRADESCO H PLUS FIC RENDA FIXA LP	01.114.310/0001-08	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre	1,0862
BRB MAIS FI RENDA FIXA	05.554.339/0001-53	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	1,0384
BB NOSSA CAIXA 100 FIC RENDA FIXA REFERENCIADO DI LP	01.396.302/0001-93	Renda Fixa Duração Média Grau de Investimento	1,0184
BNB AUTOMÁTICO FI RENDA FIXA CURTO PRAZO	00.812.433/0001-41	Renda Fixa Duração Baixa Soberano	0,9873
BRADESCO H 50 FIC RENDA FIXA REFERENCIADO DI LP	00.885.760/0001-23	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	0,9238

BANESTES INVESTIDOR AUTOMÁTICO FI REND A FIXA CURTO PRAZO	00.838.267/0001-52	Renda Fixa Duração Baixa Soberano	0,901
BANRISUL SUPER FI RENDA FIXA CURTO PRAZO	02.430.487/0001-78	Renda Fixa Duração Baixa Soberano	0,6471
SICREDI INVEST FI RENDA FIXA CURTO PRAZO	00.826.600/0001-03	Renda Fixa Duração Baixa Soberano	0,6307
PRATICBEC FI RENDA FIXA CURTO PRAZO	00.825.076/0001-56	Renda Fixa Duração Baixa Soberano	0,6097
BRB LIQUIDEZ FI RENDA FIXA	00.832.588/0001-40	Renda Fixa Duração Baixa Grau de Investimento	0,5029
BANRISUL AUTOMÁTICO FI RENDA FIXA CURTO PRAZO	01.353.260/0001-03	Renda Fixa Duração Baixa Soberano	0,4821