

Análise de Variáveis que Afetam o Desempenho dos Fundos de Investimento: um Estudo Sobre Fundos Multimercados

Laís Gonçalves Kuhn ã laiskuhn@hotmail.com

Universidade Federal de Uberlândia ã UFU

Rodrigo Fernandes Malaquias ã rodrigofmalaquias@gmail.com

Universidade Federal de Uberlândia ã UFU

Área Temática: Gestão Financeira

Resumo

O principal objetivo deste trabalho foi investigar variáveis que afetam o desempenho dos fundos de investimentos multimercados brasileiros. Para tanto, analisou-se as variáveis cobrança da taxa de administração, cobrança da taxa de performance, experiência do gestor e tamanho do patrimônio líquido do fundo. Com dados de 822 fundos, separados em duas amostras (545 de setembro de 2007 a setembro de 2011 e 277 de setembro de 2009 a setembro de 2011), utilizou-se do índice de Sharpe para determinar a performance dos fundos e a análise de regressão múltipla para o tratamento dos dados. Como conclusão, verificou-se que a taxa de administração e a taxa de performance não são adequadas para se ter uma inferência sobre o melhor/pior fundo a se investir. No entanto, quando analisados a experiência do gestor e o tamanho do patrimônio líquido, identificou-se que fundos com gestores menos experientes apresentam um melhor desempenho quando comparado a gestores mais experientes, e o tamanho do patrimônio líquido está relacionado de forma positiva com a performance do fundo. Diante do resultado encontrado, concluiu-se ainda que o mercado não se comportou de forma eficiente, pois existem variáveis deste estudo que são publicamente disponíveis e estão diretamente relacionadas com a performance.

Palavras chave: Fundos multimercados; Desempenho; Hipótese de Mercado Eficiente.

1. INTRODUÇÃO

Fundos de investimentos são definidos, segundo a Comissão de Valores Mobiliários e CVM (2009, p. 5), como ócondomínios constituídos com o objetivo de promover a aplicação coletiva dos recursos de seus participantes, de forma a obter um melhor rendimento aos investidores. De acordo com a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais e ANBIMA as aplicações nestes fundos de investimentos vêm apresentando um grande crescimento nos últimos anos (ANBIMA, 2015).

Os recursos administrados por fundos de investimentos estão distribuídos em diferentes categorias, que são classificadas pela ANBIMA. Dá-se atenção aos fundos de investimento multimercados que, segundo Gomes e Cresto (2010, p. 506), representa um dos segmentos que apresentou um crescimento especialmente acentuado e, conforme dados da ANBIMA, possui uma participação de cerca de 20% do PL dos fundos.

Os fundos multimercados têm uma política de investimento que envolve várias classes de ativos sem concentração em nenhuma classe especial (VARGA e WENGERT, 2011, p. 21), podendo ser distribuídos em títulos como renda fixa, derivativos, câmbio, entre outros. Possuem uma política de investimento que envolve vários fatores de risco (VARGA e WENGERT, 2011, p. 7) e podem proporcionar ao investidor altos retornos sobre o capital investido.

Considerando as características destes fundos e o crescimento desta indústria no mercado de investimentos brasileiro, nota-se um acentuado interesse do investidor e de diversos estudiosos sobre variáveis que poderiam afetar o desempenho dos fundos multimercados. Sendo assim, tal assunto foi importante para a elaboração de diversos artigos de congressos e periódicos que buscaram analisar se a performance dos fundos eram afetadas pela taxa de administração (DALMÁCIO, NOSSA e ZANQUETO FILHO, 2007; ROCHMAN e RIBEIRO, 2003; SANVICENTE, 1999; MALAQUIAS, 2012; e MALAQUIAS e EID JUNIOR, 2013), taxa de performance (SANVICENTE, 1999; MALAQUIAS, 2012; MALAQUIAS e EID JUNIOR, 2012; MALAQUIAS e EID JUNIOR, 2013; PAULO e ITOSU, 2011; COSTA, PENHA e SILVA, 2010; e DALMÁCIO *et al*, 2005), experiência do gestor (MALAQUIAS, 2012; MALAQUIAS e EID JUNIOR, 2012; MALAQUIAS e EID JÚNIOR, 2013; BOYSON, 2003; e LI, ZHANG e ZHAO, 2011), ou pelo tamanho do PL (ROCHMAN e RIBEIRO, 2003; MALAQUIAS, 2012; MALAQUIAS e EID JUNIOR, 2012; MALAQUIAS e EID JUNIOR, 2013; e ROCHMAN e EID JUNIOR, 2006).

A partir da análise dos estudos realizados pelos autores mencionados no parágrafo anterior verificou-se uma falta de consenso entre os resultados apresentados:

Cobrança da taxa de administração: Sanvicente (1999), Rochman e Ribeiro (2003) identificaram que a cobrança da taxa de administração possui uma influência negativa sobre a performance do fundo. Malaquias (2012) confirmou o mesmo resultado dos autores anteriores para períodos de crise, já em momentos de mercado em valorização a cobrança garantiu um resultado positivo. Dalmácio, Nossa e Zanqueto Filho (2007) concluíram que a cobrança da taxa de administração não possui influência sobre a performance do fundo.

Cobrança da taxa de performance: Malaquias (2012) verificou que em momentos de valorização a taxa de administração apresentou uma influência positiva sobre o desempenho do fundo. Já nos estudos de Sanvicente (1999), Costa, Penha e Silva (2010) e Malaquias (2012) a cobrança desta taxa não garantia ao fundo uma melhor performance, sendo indiferente ou pouco significativa ao desempenho do mesmo.

Experiência do gestor: nos estudos de Boyson (2003), Malaquias e Eid Junior (2012), Malaquias (2012) e Malaquias e Eid Junior (2013) apontaram que quanto mais experiente for o gestor do fundo pior tende a ser o desempenho do mesmo, sendo assim, gestores menos experientes garantem melhor performance ao fundo. No entanto, Li, Zhang e Zhao (2011) encontraram fraca evidência de que o tempo de experiência do gestor estaria relacionado com a performance.

Tamanho do PL: os trabalhos de Rochman e Eid Junior (2006), Rochman e Ribeiro (2003), Malaquias (2012) e Malaquias e Eid Junior (2013) concluíram que o tamanho do PL influencia positivamente na performance do fundo, sendo que, quanto maior o PL do fundo melhor o desempenho. Para Castro e Minardi (2009) existe fraca evidência que esta variável esteja relacionada com a performance do fundo.

A influência destas variáveis sobre o desempenho dos fundos multimercados pode indicar o comportamento do mercado diante das informações publicamente disponíveis, levando assim à análise da Hipótese de Mercado Eficiente. De acordo com esta hipótese os preços dos ativos financeiros refletem instantaneamente todas as informações relevantes (BRUNI e FAMÁ, 1998, p. 71) não sendo possível, dessa forma, ganhos extraordinários de forma recorrente. No estudo de Malaquias e Eid Junior (2013), verificou-se que existe informações passadas e publicamente disponíveis que estão interligadas com a performance do fundo.

A partir da falta de consenso entre os estudos já realizados e a relação das informações públicas utilizadas com a Hipótese de Mercado Eficiente, surge a oportunidade de uma nova pesquisa sobre uma amostra de variáveis que afetam o desempenho dos fundos multimercados brasileiros. Portanto, este estudo se propõe a responder a seguinte questão de pesquisa: quais variáveis afetam o desempenho dos fundos de investimentos multimercados brasileiros? Como objetivo principal, tem-se **investigar variáveis que afetam o desempenho dos fundos de investimentos multimercados brasileiros**.

A identificação das variáveis que podem afetar no desempenho dos fundos multimercados foi atingida considerando uma pesquisa às publicações existentes e verificando as informações publicamente disponíveis. Para calcular a performance dos fundos da amostra foi utilizado o índice de Sharpe, método previamente validado em estudos anteriores como os de Dalmácio, Nossa e Zanqueto Filho (2007), Dalmácio, *et al.* (2005), Ceretta e Costa Jr (2001) e Rochman e Ribeiro (2003). O desempenho dos fundos foram analisados por meio das variáveis taxa de administração, taxa de performance, experiência do gestor e tamanho do PL. Por fim, os resultados foram comparados com a Hipótese de Mercado Eficiente, pois considerando um mercado eficiente, os preços dos ativos são espelho de todas as informações públicas disponíveis e não haveria possibilidade dos investidores encontrarem oportunidades de ganhos com informações publicadas (GITMAN, 2007; MALAQUIAS e EID JR., 2013).

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Fundos de Investimento Multimercados

De acordo com o artigo segundo da Instrução CVM nº 409 de 18 de agosto de 2004, fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em títulos e valores mobiliários, bem como em quaisquer outros ativos disponíveis no mercado financeiro e de capitais. A Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo - BM&F BOVESPA (BM&F BOVESPA e Fundos, 2015) complementa o conceito, definindo fundos de investimentos como aplicações financeiras formadas por

grupos de investidores que, juntos, têm mais força e capital para atingir melhores rendimentos em seus investimentos.

Dentre as categorias de fundos de investimento, dá-se especial atenção aos fundos multimercados que vêm apresentando um enorme crescimento nos últimos anos no Brasil (VARGA e WENGERT, 2011 e GOMES e CRESTO 2010) e uma influente participação na indústria de investimentos, com cerca de 20% do PL dos fundos.

Os fundos multimercados brasileiros se assemelham aos *hedge funds* estrangeiros (MALAQUIAS, 2012) que são definidos como meios de investimentos privados que administram carteiras concentradas de títulos públicos e privados, e seus instrumentos derivativos, que podem ser compradas e vendidas e possuir ou não alavancagem (GOMES e CRESTO, 2010). Além disso, os fundos multimercados têm uma política de investimento que envolve várias classes de ativos sem concentração em nenhuma classe especial (VARGA e WENGERT, 2011, p. 21), podendo ser distribuídos em títulos como renda fixa, derivativos, câmbio, entre outros. Possui uma política de investimento que envolve vários fatores de risco (VARGA e WENGERT, 2011, p. 7) e pode proporcionar ao investidor altos retornos sobre o capital investido. Assim, utilizam de forma ativa instrumentos de derivativos para alavancagem ou proteção de suas carteiras.

Dessa forma, a escolha dos fundos multimercados como objeto de pesquisa se deu por suas características agressivas de investimento, alto risco e alavancagem, além de ser importante captador de recursos para a indústria de fundos de investimento.

2.2 Hipótese de Mercado Eficiente (HME)

Segundo Bruni e Famá (1998, p. 71), um dos mais importantes conceitos da Teoria de Finanças, a hipótese de mercado eficiente, revela que os preços dos ativos financeiros refletem instantaneamente todas as informações relevantes. Gitman (2007) complementa que em mercados eficientes está subentendido que os preços dos ativos são justos e que são espelho de todas as informações públicas disponíveis e que não haveria possibilidade dos investidores encontrarem oportunidades de títulos subavaliados.

O mercado eficiente é comumente distinguido em três formas, dependendo do grau de eficiência ele pode ser eficiente na forma fraca, eficiente na forma semi-forte e eficiente na forma forte. Conforme Ross, Westerfield e Jordan (2008, p. 282) o que diferencia os três tipos está relacionada com quais informações estão refletidas no preço.

Na forma forte da HME, toda informação relevante disponível está refletida nos preços dos títulos. Ou seja, os preços refletem integralmente tanto a informação privilegiada (ou privada) quanto toda a informação publicamente disponível (HENDRIKSEN e BREDÁ, 1999, p. 119). Portanto, nenhum investidor terá ganhos elevados em posse de qualquer informação, seja ela pública ou confidencial.

Na forma semi-forte, os preços dos títulos refletem toda informação publicamente disponível. Isto inclui informações de preços correntes e passados, mas exclui informação privada (HENDRIKSEN e BREDÁ, 1999, p. 119). Assim, para que o mercado seja classificado como semi-forte, as novas informações disponíveis devem refletir de forma imediata sobre os valores dos ativos financeiros.

A forma fraca da HME, de acordo com Hendriksen e Breda (1999, p. 118), diz que os preços dos títulos refletem as informações implícitas na sequência passada dos próprios preços. Ou

seja, buscar identificar títulos pelos preços subestimados a partir de preços históricos, com o intuito de agregar retornos superiores, é ineficiente na forma fraca de HME (ROSS, WESTERFIELD e JORDAN, 2008, p. 283).

No entanto, diferentemente da teoria, na prática, o indispensável para que exista eficiência, segundo Hendriksen e Breda (1999), é que toda a informação que estiver à disposição seja agregada aos preços dos títulos de forma rápida e não viesada. E que, por consequência, dificilmente os preços dos ativos neste tipo de mercados são muito baixo ou muito elevados (ROSS, WESTERFIELD e JORDAN, 2008). Além disso, em um mercado eficiente, a gestão ativa não irá agregar valor aos fundos, pois se os títulos no mercado já estão adequadamente precificados não há expectativas para que gestores de fundos ativos consigam obter retornos extraordinários.

2.3 Estudos correlatos

As variáveis que podem influenciar no desempenho de um fundo de investimento têm sido objeto de vários trabalhos publicados. Dentre estas variáveis pode-se citar a taxa de administração, taxa de performance, a experiência do gestor do fundo e tamanho do patrimônio líquido, que são também objeto de estudo deste trabalho.

A taxa de administração é definida pela CVM (Cadernos CVM ã Fundos de Investimentos, 2009, p. 26), como óum encargo cobrado pelo Administrador do Fundo como remuneração pela prestação dos serviços de administração do fundo e gestão da sua carteira. De acordo com Paulo e Itosu (2011, p. 4), a cobrança deste encargo é ópara cobrir os gastos com as atividades operacionais de administração, incluso ainda, a remuneração à instituição financeira pela prestação de serviço de assessoria.

Dalmácio, Nossa e Zanqueto Filho (2007, p. 4) mencionam que o administrador do fundo busca investir de modo que valorize o patrimônio, uma vez que a taxa de administração óé calculada sobre o patrimônio líquido diário do fundo. Sanvicente (1999, p.1) completa ainda que esta taxa é órepresentada por porcentagens fixas do valor dos ativos administrados.

Diante do conceito apresentado, surge o questionamento sobre o desempenho do fundo ser influenciado pela taxa de administração. No estudo realizado por Sanvicente (1999), o autor observa que não haveria relação entre a taxa de administração e desempenho, no que se refere ao rendimento bruto, justificando que há uma relação inversa com a rentabilidade líquida. Para identificar o rendimento bruto de um fundo são consideradas todas as taxas e despesas administrativas, enquanto que no rendimento líquido há dedução destes percentuais.

Dalmácio, Nossa e Zanqueto Filho (2007) verificaram a relação entre a performance e a taxa de administração dos fundos de investimentos. Os autores identificaram que a relação entre a taxa de administração cobrada pelos fundos de investimento e a performance dos mesmos é considerada fraca, sendo que não foram encontradas evidências de que as taxas mais altas de administração resultem em melhores performances.

Rochman e Ribeiro (2003) buscaram em sua pesquisa identificar a relação entre o desempenho dos fundos de investimentos negociados no Brasil e variáveis que representam a conduta e a estrutura dos fundos, algumas variáveis eram a taxa de administração e o PL dos fundos. Foi verificado uma relação negativa entre a taxa de administração e a performance, indicando ainda que quando maior a taxa cobrada menor a performance.

A taxa de performance, segundo Sanvicente (1999), corresponde a uma taxa que os cotistas pagam aos gestores de fundos de investimentos quando a rentabilidade da carteira supera a variação de um índice de mercado, como, por exemplo, o Ibovespa ã Índice Bovespa. De acordo com Paulo e Itosu (2011, p. 4), óquanto maior a rentabilidade, maior será a parcela paga aos gestores dos fundos. Assim, vincula-se a remuneração ao sucesso do fundo alinhando os interesses dos gestores aos dos quotistasô. Costa, Penha e Silva (2010) e Sanvicente (1999) observam ainda que a cobrança desta taxa deve funcionar como incentivo ao administrador do fundo na busca de maior rentabilidade. Sendo assim, espera-se que a cobrança da taxa de performance esteja relacionada de forma positiva com o retorno de um fundo (SANVICENTE, 1999).

Em estudo realizado por Sanvicente (1999, p. 7), verificou-se que óa cobrança de taxa de performance leva a um maior esforço por parte da administração, mas que os benefícios desse esforço não são transferidos ao cotista, pois permanecem somente no nível de cálculo de rentabilidades antes da dedução das despesas decorrentes desse esforçoô. Costa, Penha e Silva (2010) verificaram a mesma situação que Sanvicente (1999), ou seja, os fundos que cobram taxa de performance apresentam um melhor desempenho, mas tal fato não implica em maior remuneração ao investidor.

Dalmácio *et al.* (2005, p. 1) realizaram um trabalho sobre cobrança da taxa de performance e a influência sobre o rendimento, a volatilidade e a performance dos fundos. No entanto, não foi identificado relação entre eles, pois óas decisões que maximizam a riqueza dos investidores não, necessariamente, aumentam os ganhos do gestor e dos funcionários desses fundosô.

Malaquias (2012) identificou que a taxa de performance apresentou efeitos positivos na performance dos fundos, sendo que em períodos de crise este impacto é menor comparando com momentos fora dele. E, por fim, Paulo e Itosu (2011) buscaram verificar a relação da taxa de performance versus o desempenho de um fundo, mas eles não encontraram evidências de um desempenho superior decorrente da cobrança desta taxa.

Outra variável a ser comparada com o desempenho do fundo multimercado é a experiência do gestor, ou seja, se o tempo de experiência do gestor do fundo possui influência com o seu desempenho. Boyson (2003) identificou em seu estudo que a experiência do gestor provoca mudança no comportamento quando relacionado ao risco, ou seja, os gestores de fundos mais experientes tendem a reduzir a volatilidade e ófeito manadaô quando comparado a gestores menos experientes. O autor justificou tal fato afirmando que óos gestores mais experientes possuem ómais a perderô em riqueza pessoal, renda atual e reputação se seus fundos falharemô (2003, p. 1). Este receio ao risco é consequência de administração em carteiras significativas e com altos valores investidos, nas quais há altos ganhos, tanto com rendimentos sobre a administração quanto pela taxa de administração cobrada pelo fundo. Já gestores menos experientes buscam formar uma carteira de forma a maximizar o rendimento do fundo, seja pelas taxas cobradas seja pelos retornos sobre o montante aplicado, sendo assim, apostam em maiores riscos.

Malaquias e Eid Junior (2012 e 2013) identificaram que independente se o mercado está em período de crise ou não, a experiência dos gestores apresentaram relação negativa com a performance do fundo. Outro levantamento feito por estes autores constatou que óhá indícios de conflitos de agência no setor de fundos de investimentos multimercadosô (2012, p. 13), pois o investidor remunera o fundo para que ele traga os melhores resultados, no entanto,

quanto mais experiente o gestor, maior a sua preocupação com a reputação, existindo, assim, um conflito de interesses.

Malaquias (2012, p. 84) confirmou em sua tese que os ógestores com maior tempo de cadastro na CVM, registraram, em média, pior performance. Tal fato é justificado pela redução a exposição ao risco com o desejo de manter uma boa reputação diante do mercado. Já no estudo realizado por Li, Zhang e Zhao (2011, p. 81) sobre as características dos gestores e performance, os autores encontraram evidência fraca que gestores mais estabelecidos tendem a ter retornos mais baixos e assumir menos riscos.

No que se refere ao patrimônio líquido de um fundo de investimento, Rochman e Eid Jr (2006, p.14) identificaram que quanto maior o patrimônio líquido de um fundo de investimento multimercado ativo, maior será o retorno e melhor o desempenho do fundo. Rochman e Ribeiro (2003) e Castro e Minardi (2009) também encontraram relação positiva do tamanho do fundo com a performance, no entanto, muito pequena. Além disso, conforme Malaquias (2012, p. 72), tanto em período de crises como fora dele, existe uma relação positiva e significativa com a performance.

Quando verificado por Malaquias e Eid Junior (2013) se o mercado se comportou de maneira eficiente, ou seja, se a cobrança de taxa de administração, taxa de performance, experiência do gestor e tamanho do PL não influenciaria no desempenho, pois todas informações estavam refletidas no preço da ação, foi verificado que os cotistas podem selecionar fundos a partir de determinadas características e obter um melhor desempenho. Sendo assim, para o segmento multimercados o mercado não se comportou de forma totalmente eficiente.

3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1 Classificação da pesquisa

A escolha dos fundos multimercados como objeto de pesquisa se deu por suas características agressivas de investimento, alto risco e alavancagem. E, principalmente, por ser um segmento que vem apresentando um elevado crescimento nos últimos anos, segundo dados da ANBIMA (2012). Os dados desta pesquisa, como a taxa de administração, taxa de performance, experiência do gestor e tamanho do PL foram coletados no Sistema de Informações ANBIMA - SI-ANBIMA - e no sitio da CVM, e posteriormente foram tratados buscando responder ao problema de pesquisa.

Para este trabalho foi proposto um estudo de todos os fundos multimercados abertos e não exclusivos no Brasil, sendo esta seleção já analisada e validada em estudos anteriores como o de Rochman e Eid Junior (2006) e Malaquias e Eid Junior (2012), e cadastrados no SI-ANBID. O período analisado compreende o intervalo de de janeiro de 2009 até maio de 2014. Foram analisadas variáveis que podem influenciar no desempenho de um fundo multimercado, dentre as quais estão: taxa de administração, taxa de performance, a experiência do gestor do fundo e o tamanho do patrimônio líquido. Sendo assim, foram levantadas as hipóteses a seguir, com base no conteúdo apresentado no referencial deste trabalho. Os autores que fundamentam as hipóteses estão identificados em cada uma delas.

H₁: taxas de administração cobradas pelos fundos multimercados apresentam relação positiva com a sua performance (DALMÁCIO, NOSSA e ZANQUETO FILHO, 2007; ROCHMAN e RIBEIRO, 2003; SANVICENTE, 1999; MALAQUIAS, 2012; MALAQUIAS e EID JÚNIOR, 2012; e MALAQUIAS e EID JÚNIOR, 2013);

H₂: taxas de performance cobradas pelos fundos multimercados apresentam relação positiva com o seu desempenho (SANVICENTE, 1999; MALAQUIAS, 2012; MALAQUIAS e EID JÚNIOR, 2012; MALAQUIAS e EID JÚNIOR, 2013; PAULO e ITOSU, 2011; COSTA, PENHA e SILVA, 2010; e DALMÁCIO *et al*, 2005);

H₃: a experiência do gestor do fundo multimercado possui influência positiva sobre sua performance (MALAQUIAS, 2012; MALAQUIAS e EID JÚNIOR, 2012; MALAQUIAS e EID JÚNIOR, 2013; BOYSON, 2003; e LI, ZHANG e ZHAO, 2011);

H₄: o tamanho do patrimônio líquido dos fundos multimercados apresenta relação positiva com seu desempenho (ROCHMAN e RIBEIRO, 2003; MALAQUIAS, 2012; MALAQUIAS e EID JÚNIOR, 2012; MALAQUIAS e EID JÚNIOR, 2013; e ROCHMAN e EID JÚNIOR, 2006).

Neste estudo foi estimada a rentabilidade líquida dos fundos multimercados brasileiros, ou seja, foram consideradas as cotas dos fundos já descontados de todas as despesas aplicáveis aos seus resultados. Para tanto, os resultados foram obtidos com base no retorno simples. Os valores das cotas, taxas de administração, taxa de performance e valor do patrimônio líquido foram obtidos com base no SI-ANBIMA. Já o tempo de experiência do gestor do fundo foi obtido por meio de consulta ao cadastro dos gestores de fundos na CVM.

No banco de dados montado foram realizados os seguintes procedimentos para o tratamento das variáveis:

Taxa de Administração: Identificação dos fundos que cobram e que não cobram a taxa de administração e classificação 0 para os fundos que não cobram e 1 os que cobram;

Taxa de Performance: Identificação dos fundos que cobram e que não cobram taxa de performance e classificação 0 para os fundos que não cobram e 1 os que cobram;

Patrimônio Líquido: Cálculo do Logaritmo Neperiano (Ln) do valor do PL dos fundos, para evitar problemas de diferenças de escala; e

Experiência do gestor: Cálculo do Logaritmo Neperiano (Ln) do tempo de cadastro do gestor na CVM em dias, para evitar problemas de diferenças de escala.

3.3 Ferramentas Quantitativas

3.3.1 Indicador de Performance de Fundo de Investimento: Índice de Sharpe

Os fundos de investimentos são administrados buscando apresentar a melhor desempenho e performance (retorno versus risco) tanto ao fundo quanto aos investidores. Estas variáveis podem ser avaliadas e comparadas utilizando de métodos matemáticos, dentre os principais está o método proposto por Willian Sharpe (1966).

O método de Sharpe, segundo Dalmácio, Nossa e Zanqueto Filho (2007, p. 29), ópermite avaliar a performance de um fundo, ou seja, o retorno e o risco que um fundo proporciona. Analisando dois fundos e estes possuírem o mesmo prêmio pelo risco, apresentará menor índice aquele que possuir maior variação nos retornos (MALAQUIAS, 2012). O índice de Sharpe vem sendo utilizado por diversos estudos para verificar a performance de um fundo de investimento, como é o caso de Dalmácio, Nossa e Zanqueto Filho (2007), Dalmácio, *et al*. (2005), Ceretta e Costa Jr (2001) e Rochman e Ribeiro (2003).

3.3.2 Análise de Regressão Múltipla

De acordo com Anderson, Sweeney e Willians (2008, p. 488), a análise de regressão múltipla é o estudo de como a variável dependente y se relaciona com duas ou mais variáveis independentes. No caso deste estudo foi proposto uma análise da variável dependente desempenho dos fundos multimercados brasileiros com as variáveis independentes taxa de administração, taxa de performance, experiência do gestor e tamanho do patrimônio líquido e suas respectivas hipóteses H_1 , H_2 , H_3 e H_4 mencionada anteriormente.

Na análise de regressão múltipla, o coeficiente beta corresponde a uma estimativa da alteração em y correspondente à alteração de uma unidade em x (variáveis analisadas) quando todas as demais variáveis independentes permanecem constantes. Neste estudo, o coeficiente beta corresponde à variação do índice de Sharpe considerando as hipóteses propostas.

Para medir a eficiência de ajuste da equação de regressão múltipla aplica-se o coeficiente de determinação múltiplo, chamado de R^2 . Segundo Anderson, Sweeney e Willians (2008, p. 498), o R^2 pode ser explicado como a proporção da variabilidade da variável dependente que pode ser explicada pela equação de regressão múltipla estimada.

Em conjunto com as análises acima, foi realizado o teste de significância para verificar a probabilidade de alguma hipótese ser nula ($\beta = 0$). Segundo Gujarati (2000), quando se tem uma probabilidade pequena, menor que 5%, pode-se rejeitar a hipótese nula, e quando a hipótese é verdadeira se tem um Z (produto teste significância) em particular relativamente grande. Também foi realizado o teste F que, segundo este autor, verifica a hipótese conjunta de que todos os coeficientes beta do modelo são iguais a zero. Em outras palavras, seria a hipótese das variáveis analisadas serem indiferentes com o desempenho.

4. RESULTADOS

Na Amostra 1, a cobrança da taxa de administração apresentou uma média de 0,875 para os fundos analisados, enquanto que a taxa de performance apontou uma média de 0,494. Com relação ao LnEG e LnPL, identificou-se como valor máximo para os fundos da amostra 9,002 e 22,426, respectivamente. Observaram-se resultados similares na Amostra 2, pois a taxa de administração apresentou uma média de 0,921 para os fundos da amostra e a taxa de performance apontou uma média de 0,455. Já o LnEG e LnPL apresentaram valor máximo para os fundos da amostra de 9,006 e 22,726, respectivamente.

No que se refere aos testes de hipóteses, a análise detalhada dos significados da regressão múltipla (Betas) e a comparação com os autores pesquisados são realizados nos tópicos 4.1 e 4.2. No tópico 4.3 é realizado um encerramento das análises, resumindo os resultados obtidos no estudo em comparação com os autores apresentados no referencial teórico; ainda neste tópico foram realizados comentários relacionando os resultados com a HME.

4.1 Análise de resultados: Amostra 1

Com base nos dados coletados sobre os fundos multimercados do período de setembro de 2007 a setembro de 2011, foi realizada a análise de regressão múltipla entre as variáveis.

A primeira questão a responder seria se a taxa de administração cobrada pelos fundos multimercados apresentam relação positiva com a sua performance (H_1). Diante dos resultados obtidos, observou-se um Beta negativo, ou seja, o fundo que cobra taxa de

administração possui uma redução média no índice de Sharpe de 0,105, demonstrando que a cobrança desta taxa reduz a performance do fundo.

A relação negativa de cobrança de taxa de administração e desempenho é confirmada por estudos anteriores realizados por Sanvincente (1999), Rochman e Ribeiro (2003). No entanto, existem pesquisas que apontam resultados controversos, como o dos autores Dalmácio, Nossa e Zanqueto Filho (2007) que encontraram fraca evidencia entre a relação de taxa de administração e performance, e de Malaquias (2012) que identificou que em momentos de mercado em aparente valorização, a taxa de administração influenciou positivamente o desempenho do fundo, contudo, em períodos de crise, ele confirmou o resultado apresentado por este trabalho e pelo autores citados acima.

No que se refere à relação entre a taxa de performance e o desempenho dos fundos multimercados brasileiros (H_2), observa-se, para o período analisado, que a cobrança da taxa de performance eleva a média no índice de Sharpe em 0,039, garantindo, assim, um desempenho melhor dos fundos que cobraram a taxa.

Nos estudos anteriores sobre a taxa de performance, Sanvincente (1999) e Costa, Penha e Silva (2010) identificaram que os fundos que cobram esta taxa apresentam um melhor desempenho, contudo, este retorno não é repassado para os investidores. Para Malaquias (2012) existe uma relação positiva entre a taxa de performance e o desempenho, tanto em momentos de crise quanto fora dele. No entanto, já foram realizadas pesquisas que contrariaram o resultado deste trabalho e dos autores já mencionados, como é o caso de Dalmácio *et al.* (2005) e Paulo e Itosu (2011), que não encontraram evidências de um desempenho superior decorrente da cobrança da taxa de performance.

Analisando experiência do gestor do fundo multimercado e a influência sobre sua performance (H_3), identificou-se que a cada aumento do LnEG há uma redução em 0,033 no índice de Sharpe, em média. Sendo assim, quanto mais experiente for o gestor do fundo, pior será a performance do mesmo, portanto, os fundos com gestores menos experientes conseguem obter melhores retornos aos fundos administrados. Boyson (2003), Malaquias e Eid Junior (2012) e Malaquias (2012) já concluíram em estudos anteriores que a experiência do gestor possui um efeito negativo sobre o desempenho do fundo, confirmando, assim, o resultado encontrado neste estudo. No entanto, em análise realizada por Li, Zhang e Zhao (2011) não foram identificadas evidências de que a experiência do gestor tende a provocar uma pior performance.

E, por fim, a análise do tamanho do PL com o desempenho (H_4) identificou que investir em fundos com maiores PL apresentou um melhor desempenho, sendo que a cada aumento do PL em uma vez, provoca um aumento em 0,038 no índice de Sharpe, em média. Para esta variável, os autores Rochman e Eid Jr (2006), Rochman e Ribeiro (2003) e Malaquias (2012) confirmaram o resultado encontrado neste estudo, apontando que o PL influencia positivamente no desempenho do fundo.

Para o período analisado, as variáveis utilizadas para comparar com a performance dos fundos explicam 14,8% das variações do desempenho dos fundos, sendo a diferença explicada por variáveis não abordadas neste estudo, como por exemplo a composição das carteiras de investimento dos fundos multimercados. Além disso, não foi identificada em nenhuma das hipóteses analisadas a probabilidade de algum Beta ser igual à zero (considerando-se um nível de significância igual a 5%), ou seja, a probabilidade de que alguma variável não tenha relação significativa com a performance dos fundos é pequena.

4.2 Análise de resultados: Amostra 2

Para verificar a consistência dos resultados obtidos na Amostra 1, foi realizada uma nova análise. Neste caso, considerando um período de dois anos, de setembro de 2009 até setembro de 2011, e nomeado neste estudo de Amostra 2. Nesta amostra, identificou-se que a cobrança da taxa de administração reduz em média 0,002 do índice de Sharpe. No entanto, antes de concluir este efeito é necessário verificar a significância que nesta hipótese há alta probabilidade de Beta ser igual à zero (0,889), sendo assim, conclui-se que Beta não é diferente de zero e é indiferente o efeito da cobrança da taxa de administração. Ou seja, um fundo que cobra taxa de administração comparado com o que não cobra teria o mesmo resultado líquido, sendo a cobrança da taxa sem efeito sobre o desempenho do fundo. Tal resultado foi de encontro com o estudo realizado por Dalmácio, Nossa e Zanqueto Filho (2007) e foi contraditório ao resultado apontado pela análise da Amostra 1 e pelos trabalhos apresentados por Sanvincente (1999), Rochman e Ribeiro (2003) e Malaquias (2012).

Verificando se hipótese de cobrar taxa de performance proporcionaria melhor desempenho ao fundo, obteve-se que a média do índice de Sharpe reduziu em 0,001, ou seja, analisando isoladamente o Beta, tem-se que a cobrança desta taxa teria um desempenho pior. Contudo, é necessário analisar se existe a probabilidade deste Beta ser diferente do resultado encontrado e ser igual à zero, neste caso, há alta probabilidade de Beta ser zero (0,964), sendo assim, conclui-se que ele é zero e que a taxa de performance não garante um melhor desempenho, e um fundo que cobra esta taxa teria o mesmo desempenho quando comparado com um fundo que não cobra.

Tal resultado foi contrário ao apresentado pela Amostra 1 e aos estudos de Sanvincente (1999), Costa, Penha e Silva (2010) e Malaquias (2012). No entanto, concordou com o resultado encontrado por Dalmácio *et al.* (2005) e Paulo e Itosu (2011), pois para estes autores não foram encontrados indícios de um melhor desempenho proveniente da cobrança da taxa de performance. Isso mostra que a análise cobrança de taxa de performance pelos investidores para a seleção dos melhores fundos não é adequada, visto que foram encontrados resultados diferentes nas amostras destes estudos. Este resultado também pode auxiliar na falta de consenso encontrada nos estudos anteriores, o que pode ter ocorrido, provavelmente, em razão dos autores terem levado em consideração diferentes períodos na amostra da pesquisa.

No que se refere à experiência do gestor do fundo multimercado possuir influência positiva sobre sua performance (H_3), identificou-se que a cada aumento do LnEG há uma redução em 0,057 no índice de Sharpe, em média. Ou seja, quanto mais experiente for o gestor pior será o desempenho do fundo. O resultado encontrado foi favorável ao apresentado na Amostra 1, sendo a experiência do gestor um fator negativo na performance do fundo, o que concordou com os estudos dos autores Boyson (2003), Malaquias, Eid Junior (2012) e Malaquias (2012) e Malaquias e Eid Junior (2013).

A última hipótese a ser analisada é sobre a relação do desempenho e o tamanho do patrimônio líquido do fundo. Nesta situação identificou-se que cada aumento do LnPL há um acréscimo em 0,068 no índice de Sharpe, em média. Sendo assim, o tamanho do PL possui relação positiva com a performance, e quanto maior for o PL, melhor será o desempenho do fundo. Este resultado concordou com a análise realizada na Amostra 1 e com os trabalhos publicados de Rochman e Eid Junior (2006), Rochman e Ribeiro (2003), Malaquias (2012) e Malaquias e Eid Junior (2013).

4.3 Comparação de resultados e HME

Este estudo propôs uma análise das variáveis taxa de administração, taxa de performance, experiência do gestor do fundo e tamanho do PL sobre o desempenho dos fundos multimercados brasileiros. Para garantir um resultado mais confiável, foi realizada a análise de regressão múltipla em duas amostras diferentes, nomeadas Amostra 1 e Amostra 2.

Diante das análises apresentadas anteriormente, pode-se verificar que não houve consenso entre a cobrança de taxa de administração e taxa de performance com o desempenho do fundo, e para a experiência do gestor e tamanho do PL os resultados foram iguais.

Na Amostra 1 identificou-se que a cobrança da taxa de administração influenciou negativamente no desempenho do fundo, ou seja, a cobrança desta taxa não garantia ao investidor um melhor desempenho do fundo. Quando verificado os dados da Amostra 2 houve um resultado contraditório à primeira análise, pois observou-se que a cobrança da taxa de administração é indiferente ao desempenho do fundo.

A contradição encontrada neste estudo também é verificada em estudos anteriores, pois alguns deles identificaram que existe uma relação negativa desta variável com o desempenho do fundo (SANVINCENTE, 1999; ROCHMAN e RIBEIRO, 2003), em outra pesquisa foi verificada fraca evidência desta variável estar relacionada com a performance (DALMÁCIO, NOSSA E ZANQUETO FILHO, 2007) e, por fim, Malaquias (2012) observou que existe uma relação negativa em momentos de crise, e fora deste período a cobrança de taxa de administração apresentou um efeito positivo sobre o desempenho. Este resultado pode ser explicado pelo período de análise, pois, em todos os casos, o período da amostra analisada foi diferente, podendo, assim, existir períodos em que a cobrança de taxa de administração foi positiva, negativa ou indiferente ao desempenho do fundo.

Na análise da relação da cobrança da taxa de performance sobre o desempenho do fundo também foi identificada uma contradição entre as duas amostras. Na Amostra 1 verificou-se que os fundos que cobram taxa de performance apresentaram um melhor desempenho quando comparado aos que não cobram, no entanto, na Amostra 2 verificou-se que a cobrança da taxa de performance foi indiferente ao desempenho do fundo, ou seja, não garantiu uma melhor performance ao fundo.

Assim como na taxa de administração, a cobrança da taxa de performance e sua influência no desempenho dos fundos causou resultados contraditórios, pois alguns estudos confirmaram os resultados da Amostra 1 (SANVINCENTE, 1999, COSTA, PENHA e SILVA, 2010 e MALAQUIAS, 2012) enquanto que outros foram contrários confirmando o resultado da Amostra 2 (DALMÁCIO *et al*, 2005 e PAULO e ITOSU, 2011). Diante desta contradição, pode-se levantar também o fato de que as pesquisas foram realizadas em períodos diferentes, existindo, assim, períodos em que é vantajoso ao investidor optar por fundos com taxa de performance e em outros momentos não seria viável.

Sendo assim, de acordo com os resultados obtidos, as variáveis cobrança de taxa de administração e de taxa de performance não são adequadas para se ter uma inferência sobre o melhor/pior fundo a se investir.

Já na análise da experiência do gestor versus desempenho do fundo foi encontrado que tanto na Amostra 1 quanto na Amostra 2 foi obtido o mesmo resultado, sendo que a experiência do gestor é inversamente proporcional à performance do fundo de investimento. Este resultado também foi confirmado em pesquisas anteriores por Boyson (2003), Malaquias, Eid Junior (2012) e Malaquias (2012) e Malaquias e Eid Junior (2013). Este resultado, de acordo com

estudos anteriores acima citados, ocorre em virtude dos gestores mais experientes estarem mais preocupados com reputação no mercado, riqueza pessoal e renda atual e se afastam dos investimentos com maior risco e consequentemente maior retorno.

Com a relação do tamanho do PL com o desempenho do fundo multimercado foi identificado que esta variável afeta positivamente no bom desempenho do fundo, sendo este resultado apontado na Amostra 1, na Amostra 2 e nos estudos anteriores realizados por Rochman e Eid Junior (2006), Rochman e Ribeiro (2003), Malaquias (2012) e Malaquias e Eid Junior (2013). Esta situação pode ser explicada pela relação do PL com o montante de capital disponível para investimento em diversos tipos de aplicações, proporcionando ao fundo maior capacidade de negociação e melhores retornos.

Nos casos das variáveis experiência do gestor e patrimônio líquido, houve indícios de que elas são adequadas para os investidores identificarem o melhor/pior fundo a investir, pois os resultados foram consistentes nas duas amostras.

A partir dos resultados mencionados acima e a HME, pode-se afirmar que o mercado não se comportou de forma eficiente, pois existem informações publicamente disponíveis e relevantes que estão diretamente relacionadas com o desempenho do fundo. Sendo assim, neste estudo, identificou-se que os investidores que utilizarem das informações experiência do gestor e tamanho do PL possuem maiores chances de optarem por fundos com melhor performance.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo principal desta pesquisa foi investigar variáveis que afetam o desempenho dos fundos de investimentos multimercados brasileiros. De forma mais específica, este trabalho se propôs a: i) analisar a performance dos fundos; ii) verificar o desempenho dos fundos por meio da análise das variáveis taxa de administração, taxa de performance, experiência do gestor e tamanho do PL e iii) analisar o resultado encontrado de acordo com a HME. Foram utilizados dados de 822 fundos de investimentos multimercados, separados em duas amostras: uma para o período de setembro de 2007 até setembro de 2011 que continha 545 fundos e outra para o período de setembro de 2009 até setembro de 2011 com 277 fundos.

Para a Amostra 1, este estudo obteve os seguintes resultados: i) a cobrança da taxa de administração não afetou positivamente o desempenho do fundo; ii) a cobrança da taxa de performance garantiu ao fundo uma melhor performance; iii) os fundos com gestores mais experientes afetaram negativamente a sua performance e iv) o tamanho do PL garantiu um melhor desempenho ao fundo. Quando testado a Amostra 2, em algumas situações, foram obtidos resultados diferentes, como é o caso da cobrança da taxa de administração e de taxa de performance que, neste período, sua cobrança apresentou um efeito indiferente ao desempenho. Ainda nesta amostra, as variáveis experiência do gestor e tamanho do PL confirmaram o resultado anterior.

Diante do estudo apresentado, conclui-se que a cobrança da taxa de administração e taxa de performance não permitem aos investidores tomarem a melhor decisão sobre quais fundos possuem melhor desempenho, visto que em períodos e amostras diferentes apresentaram também resultados divergentes. A contradição encontrada neste estudo também foi verificada nos artigos e periódicos estudados, faltando, assim, consenso de que esta variável possa ser útil ou não para escolha do melhor fundo a investir.

Para a variável experiência do gestor, este estudo concluiu que os fundos com gestores mais experientes apresentaram um pior desempenho quando comparados com os fundos com gestores com menos experiência. Esta situação foi confirmada em pesquisas anteriores e uma das potenciais justificativas refere-se ao fato de gestores mais experientes possuírem uma preocupação maior com a sua reputação no mercado e fatores ligados a riqueza e renda. Quando verificado a variável tamanho do PL, ambas as amostras e os estudos pesquisados apontaram que quanto maior o PL do fundo, melhor o desempenho, justificando quanto maior o capital disponível para investimento em diversos tipos de aplicações, melhor será a capacidade de negociação do fundo e retorno.

Por fim, foi analisado a HME que, com os resultados encontrados neste estudo, pode-se concluir que o mercado não se comportou de forma totalmente eficiente, existindo, assim, informações publicamente disponíveis que podem provocar melhor ou pior desempenho dos fundos e os investidores podem utilizá-las para buscar um melhor retorno.

Após a realização deste estudo, fica como sugestão de trabalhos futuros a análise do desempenho a partir do perfil dos fundos de investimento considerando a composição de suas carteiras, ou ainda a identificação de novas variáveis que podem estar relacionadas com a performance dos fundos.

REFERÊNCIAS

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Anuário de Fundos 2011**. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/Pages/default.aspx>>. Acesso em: 3 jun. 2012.

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Anuário de Fundos 2015**. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/Pages/default.aspx>>. Acesso em: 23 jul. 2015.

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Boletim ANBIMA Fundos de Investimentos Abr./12**. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/fundos-de-investimento/Pages/default.aspx>>. Acesso em: 23 jun. 2012.

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Patrimônio Líquido ã Rentabilidade**. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estatisticas/patr-liq-rentab/Pages/default.aspx>>. Acesso em: 23 jun. 2012.

ANDERSON, D. R., SWEENEY, D. J. e WILLIAMS, T. A. **Estatística Aplicada à Administração e Economia**. 2. ed.. São Paulo: Cengage Learning, 2007. 597p.

BOYSON, N. M. **Why do Experienced Hedge Fund Managers Have Lower Returns?** Version: November 3, 2003. Disponível em: <<http://www.ssrn.com>>. Acesso em: 27 jan. 2013.

BM&FBOVESPA ã Bolsa de Mercadorias e Futuros. **Fundos**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/intros/intro-fundos.aspx?idioma=pt-br#>>. Acesso em: 23 jul. 2015.

BRUNI; A. L.; FAMÁ, R. Eficiência, Previsibilidade dos Preços e Anomalias em Mercados de Capitais: Teoria e Evidências. **Caderno de Pesquisas em Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade Federal de São Paulo**, v. 1, n. 7, p. 71-85, 2 trim. 1998. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/c7-Art7.pdf>>. Acesso em: 27 jan. 2013.

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

CERETTA, P. S.; COSTA JR, N. C. A. Avaliação e Seleção de Fundos de Investimento: um enfoque sobre múltiplos atributos. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 5, n. 1, p. 07-22, jan/abr. 2001.

COSTA, T. R.; PENHA, R.; SILVA, M. M. Influência da Cobrança de Taxa de Performance Sobre Desempenho de Fundos de Investimento: impactos em fundos de diferentes classificações. In: SEMINÁRIO EM ADMINISTRAÇÃO, 13., set. de 2010, São Paulo. **Anais Eletrônicos...** São Paulo: USP, 2010. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/13semead/resultado/trabalhosPDF/455.pdf>>. Acesso em: 27 mar. 2012.

COMISSÃO VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 409**, de 18 de agosto de 2004, com alterações introduzidas pelas instruções CVM n 411/04, 413/04. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 3 jun. 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Cadernos CVM ã Fundos de Investimentos**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 1 abr. 2012.

DALMÁCIO, F. Z. et al. A Relação entre a Performance (Risco x Retorno) e a Taxa de Performance, Cobrada ou Não pelas Instituições Administradoras dos Fundos de Ações Ativos Brasileiros: uma abordagem à luz da teoria de agência. In: CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA, 5., 10 e 11 out. de 2005, São Paulo. **Anais Eletrônicos...** São Paulo: USP, 2005. Disponível em: <<http://www.congressousp.fipecafi.org/artigos52005/172.pdf>>. Acesso em: 27 mar. 2012.

DALMÁCIO, F. Z.; NOSSA, V.; ZANQUETO FILHO, H. Avaliação da Relação entre a Performance e a Taxa de Administração dos Fundos de Ações Ativos Brasileiros. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 1, n. 3, p. 1-30, ago./nov. 2007.

GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004. 745p.

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

GUJARATI, D. N. **Econometria Básica**. Tradução de Maria José Cyhlar Monteiro. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HENDRIKSEN, E. S.; BREDAS, M. F. V. **Teoria da Contabilidade**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999. 550p.

LI, H.; ZHANG, X.; ZHAO, R. Investing in Talents: Manager Characteristics and Hedge Fund Performances. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 46, n. 1, p. 59-82, Feb, 2011.

MALAGUINAS, R. F. **Desempenho de Fundos Multimercados**. 2012. 99 p. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) ã Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2012.

MALAGUINAS, R. F.; EID JR., W. Fundos multimercados: desempenho, determinantes e efeito moderador. In: ENCONTRO DA ANPAD, 36., 22 a 26, set. de 2012, Rio de Janeiro. **Anais Eletrônicos...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2012.

MALAGUINAS, R. F.; EID JR., W. Eficiência de Mercado e Desempenho de Fundos Multimercados. **Revista Brasileira de Finanças (Online)**, v. 11, n. 1, p. 119-142, mar. 2013.

PAULO, W.L.; ITOSU, L. Análise da Correlação entre a Taxa de Performance e o Desempenho de Fundos de Investimentos Multimercados. In: SEMINÁRIO EM ADMINISTRAÇÃO, 14., out. de 2011, São Paulo. **Anais Eletrônicos...** São Paulo: USP, 2011. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/14semead/resultado/trabalhosPDF/35.pdf>>. Acesso em: 25 jan. 2013.

ROCHMAN, R. R.; EID JR., W. Fundos de Investimento Ativos e Passivos no Brasil: Comparando e Determinando os seus Desempenhos. In: 30º Encontro da ANPAD. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2006.

ROCHMAN, R. R.; RIBEIRO, M. P. A Relação Entre a Estrutura, Conduta e Desempenho da Indústria de Fundos de Investimento: um estudo de painel. In: ENCONTRO BRASILEIRO de FINANÇAS, 3, 21 e 22 de julho de 2003, São Paulo/SP. **Anais Eletrônicos...** São Paulo: SBFIn, 2003. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/3EBF/paper/viewFile/1626/737>>. Acesso em: 3 jun. 2012.

ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R. W.; JORDAN, B. D. **Princípios de Administração Financeira**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2008. 525p.

SANVICENTE, A. Z. Taxas de Performance e Desempenho de Fundos de Ações. Versão de 21 de setembro de 1999. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/professores/sanvicente/performance.pdf>>. Acesso em: 10 fev. 2013.

VARGA, G.; WENGERT, M. A indústria de Fundos de Investimentos no Brasil. **Revista de Economia e Administração**, v. 10, n. 1, p. 66 - 109, jan./mar. 2011.