Casi 17ª Edição
Congresso de Administração, Sociedade e Inovação

Artigo completo
De 03 a 05 de dezembro de 2025

Análise de Desempenho de Fundos de Investimento Multimercados com base no perfil de Investidores Gerais e Qualificados

Klerton Andrade Freitas de Amorim[1]

Resumo: Este estudo investiga a performance de 162 fundos multimercados brasileiros com classificação Macro ANBIMA, considerando o perfil dos investidores gerais e qualificados e as características dos fundos, como patrimônio líquido e número de cotistas. Adotou-se abordagem quantitativa, combinando estatísticas descritivas e modelos de regressão para dados em painel. Os resultados indicam que a qualificação do investidor está associada a retornos médios suavemente superiores, evidenciando que cotistas mais sofisticados favorecem decisões de investimento mais eficientes e acompanhamento mais próximo, corroborando estudos anteriores, enquanto maiores patrimônios e número de cotistas impactaram negativamente os retornos, sugerindo ineficiências de escala. As hipóteses de pesquisa foram parcialmente confirmadas, com significância estatística observada após ajuste pelo modelo de efeitos fixos com erros robustos. A comparação com o CDI revelou que a consistência em superar o *benchmark* não é garantida, evidenciando desafios do mercado. Os achados reforçam que a sofisticação do investidor favorece melhores práticas de governança e seleção de fundos, permitindo explorar estratégias mais arriscadas com potencial de performance superior à média. O estudo contribui para a literatura brasileira sobre fundos multimercados, oferecendo subsídios para gestores, reguladores e investidores, e indicando caminhos para pesquisas futuras com *benchmarks* alternativos, variáveis macroeconômicas e modelos quantitativos avançados.

Palavras-Chave: Investidores Qualificados; Investidores Gerais; Análise de Desempenho; Regressão em Painel; Fundos Multimercados.

[1]Assessor de Investimentos e Profissional *CERTIFIED FINANCIAL PLANNER*. Graduação em Ciências Contábeis e mestrando em Administração com ênfase em Finanças pelo PPGA/UFPB. *Email:* klerton.amorim@academico.ufpb.br

1. Introdução

Os fundos de investimento desempenham um papel crucial na alocação de recursos financeiros no Brasil, permitindo que investidores participem do mercado de forma coletiva. Segundo Milani et al. (2010), esses fundos são uma ferramenta que possibilita a seleção vantajosa de ativos, visando gerar o rendimento desejado pelos cotistas. O crescimento significativo do patrimônio líquido da indústria, que atingiu R$ 8,3 trilhões em 2023, conforme a ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais), evidencia a robustez do setor e sua capacidade de atrair novos investidores.

A diversidade dos fundos de investimento é ampla, com várias estratégias, objetivos e perfis de risco. As classificações implementadas pela ANBIMA e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) reconhecem essa variedade, levando em conta o grau de sofisticação financeira dos investidores. A Instrução CVM nº 554 (2014) estabelece critérios para categorizar os investidores conforme seu nível de conhecimento e experiência, assim como a sua saúde financeira.

Entretanto, a falta de conhecimento sobre as opções de investimento disponíveis e a confusão entre poupança e investimento representam desafios significativos para os investidores, conforme mencionado por Gitman (2010). Esses fatores dificultam a tomada de decisões em um mercado complexo. A Instrução CVM nº 555 (2014) surge como uma regulamentação essencial, promovendo a transparência e a proteção ao definir claramente os perfis de investidores permitidos para cada produto financeiro.

A CVM classifica os investidores em três grupos principais: público geral, investidores qualificados e investidores profissionais. Este sistema de categorização visa assegurar que os investidores tenham acesso a investimentos que correspondam ao seu nível de compreensão e aceitação de risco. Essa estrutura é vital, pois o acesso a produtos financeiros mais sofisticados pode potencialmente melhorar o desempenho dos investimentos.

Apesar da relevância do tema são escassos os estudos que investigam empiricamente como o perfil do investidor influenciam a performance dos fundos multimercados no Brasil. Ferreira e Matos (2008) destacam que investidores institucionais sofisticados tendem a exercer maior monitoramento sobre gestores, promovendo melhores práticas de governança e desempenho, mas há pouca evidência dessa dinâmica no mercado brasileiro. Assim, este estudo busca preencher essa lacuna, contribuindo para a literatura nacional e oferecendo subsídios práticos a gestores, investidores e reguladores.

Nesse contexto, apresenta-se a necessidade de investigar a classificação dos investidores citada frente aos diferentes reflexos na performance dos fundos de investimentos multimercados. Com isso, o presente estudo se propõe a responder o seguinte problema de pesquisa: qual o desempenho dos fundos multimercados com base no perfil de investidor CVM? Este estudo parte da premissa de que fundos de investimento destinados a investidores qualificados tendem a apresentar um desempenho superior, impulsionado por um público mais sofisticado e tolerante ao risco. Essa percepção é corroborada por evidências empíricas, como o estudo de Silva et al. (2019), que identificou uma melhor relação risco-retorno em fundos multimercados para investidores qualificados, sugerindo que o maior nível de monitoramento contribui para resultados mais favoráveis.

O objetivo geral deste estudo é analisar de que forma o perfil do investidor, aliado a características dos fundos como patrimônio líquido e número de cotistas, influencia o

desempenho dos fundos multimercados brasileiros no período de 2020 a 2024. Para alcançar esse propósito, estabelecem-se os seguintes objetivos específicos: (i) comparar estatisticamente a rentabilidade e a volatilidade dos fundos destinados a investidores gerais e qualificados; (ii) analisar a relação entre patrimônio líquido, número de cotistas e retorno médio mensal; (iii) avaliar, por meio de regressão em painel, como a classificação do investidor impacta a performance dos fundos; e (iv) contrastar os resultados obtidos com o desempenho do CDI (Certificado de Depósito Interbancário), enquanto principal *benchmark* de renda fixa no Brasil.

A partir desses direcionamentos, o estudo formula as seguintes hipóteses de pesquisa: (H1) fundos destinados a investidores qualificados apresentam maior retorno médio mensal do que fundos voltados a investidores gerais; (H2) o patrimônio líquido dos fundos multimercados está negativamente associado ao retorno médio mensal, refletindo possíveis ineficiências de escala; (H3) o número de cotistas está negativamente associado ao retorno médio mensal, em razão da maior complexidade de gestão e potenciais conflitos de agência.

Espera-se que esta análise contribua para uma compreensão mais aprofundada da relação entre perfil de investidor e performance de fundos multimercados no Brasil, oferecendo subsídios tanto para a indústria de gestão de recursos quanto para os formuladores de políticas regulatórias. Ao mesmo tempo, busca-se fornecer aos investidores evidências empíricas que possam apoiar decisões na escolha de produtos financeiros adequados ao seu perfil e objetivos.

2. Fundamentação teórica

2.1 Governança de Fundos de Investimento

Nos fundos de investimento, o investidor delega ao gestor a responsabilidade pelas decisões financeiras, o que pode gerar conflitos de interesse caso os objetivos não estejam alinhados. A governança atua para minimizar esses conflitos, promovendo transparência e equilíbrio entre as partes, conforme propõe a Teoria da Agência, reduzindo assim custos e riscos para os investidores.

Além disso, em fundos destinados a investidores qualificados, os conflitos de agência podem ser mais intensos, já que a maior autonomia para assumir riscos pode levar gestores a adotarem estratégias que maximizem seus ganhos pessoais, ainda que nem sempre alinhadas com os interesses dos investidores (Fabozzi & Markowitz, 2011; Jensen & Meckling, 1976). Dessa forma, a governança torna-se ainda mais importante para mitigar esses riscos e assegurar o alinhamento de objetivos.

A delegação de gestão nos fundos de investimento cria um inerente conflito de agência, no qual os interesses dos gestores podem não estar alinhados aos dos cotistas. Para investidores gerais, o principal problema reside na assimetria de informação, dada a sua menor capacidade de monitoramento e compreensão de estratégias complexas. Essa vulnerabilidade justifica a maior proteção regulatória imposta pela CVM e ANBIMA, que busca mitigar riscos e garantir a transparência para este público.

Em contraste, para investidores qualificados, a dinâmica do conflito de agência se manifesta de forma distinta. Embora possuam maior capacidade de supervisão, a autonomia concedida aos gestores para assumir riscos mais elevados pode criar incentivos distorcidos, especialmente quando a remuneração é atrelada a resultados de curto prazo. Essa situação potencializa o risco de os gestores buscarem ganhos pessoais em detrimento do interesse de

longo prazo dos investidores, um fenômeno discutido na literatura por autores como Jensen e Meckling (1976).

Nesse cenário, a governança de fundos de investimento, sob a ótica da Teoria dos *Stakeholders*, supera a simples resolução de conflitos de agência, buscando o alinhamento de interesses entre todas as partes envolvidas (Freeman, 1984). Em vez de focar apenas no binômio gestor-investidor, essa perspectiva reconhece que o sucesso do fundo depende do equilíbrio entre reguladores, administradores, custodiantes e os próprios cotistas.

Estudos de Funchal et al. (2016) e Paz et al. (2017) corroboram essa visão, ao evidenciar que a sofisticação dos investidores e a capacidade de monitoramento são fatores cruciais para o desempenho do fundo, uma vez que incentivam a adoção de melhores práticas de governança. Assim, a governança sólida não é apenas um requisito regulatório, mas uma ferramenta estratégica para construir confiança e garantir que a maior liberdade de gestão concedida em fundos para investidores qualificados se traduza em retornos superiores, em vez de apenas um aumento do risco.

Para Fabozzi e Markowitz (2011), os investidores que optam por investir em fundos terão a possibilidade de diversificação e acesso a gestores profissionais do que se fossem investir de forma individual. Nesse sentido, os fundos de investimentos são definidos pelo agrupamento de recursos, no qual os investidores compartilham os resultados e riscos dos investimentos realizados pelos gestores.

Nessa perspectiva, a governança em fundos de investimento visa reduzir conflitos entre cotistas e gestores, conforme previsto pela Teoria da Agência. Para Jensen (1983), organizações são arranjos contratuais entre partes com interesses distintos, sendo a atuação de administradores, gestores e reguladores como CVM e ANBIMA essencial para reduzir custos de agência e alinhar interesses no fundo.

A CVM como principal entidade regulamentadora do mercado de valores mobiliários no Brasil, estabelece por meio da Instrução CVM nº 555/2014 as regras gerais para constituição e funcionamento dos fundos e investimentos, definindo normas de governança e funcionamento para garantir transparência e proteção ao mercado financeiro. A ANBIMA como entidade autorreguladora, define diretrizes e códigos que atuam para complementar a CVM, criando normas como o código ANBIMA de Fundo de investimentos que definem as melhores práticas de gestão, administração de fundos e diretrizes sobre taxas, custos e estrutura dos fundos.

Segundo a CVM, os fundos de investimentos possuem uma estrutura em cotas, patrimônio líquido, participantes e podem ter uma gestão ativa ou passiva. Para Merton (1987) as cotas são uma participação que o investidor detém proporcional aos valores no fundo, no qual é afetado diretamente pelo desempenho dos ativos investidos. O patrimônio líquido refere-se ao valor integral do fundo retirando suas obrigações, sendo um indicador crucial da saúde financeira do fundo (Bodie et al., 2014).

Conforme a ANBIMA (2023), os participantes são classificados como investidor, distribuidor, custodiante, administrador, gestor e auditor independente. O investidor é o titular das cotas do fundo que assume os riscos e usufrui dos resultados das aplicações (Bodie et al., 2014). O distribuidor atua na oferta e comercialização das cotas aos investidores, sendo responsável pela adequada prestação de informações e avaliação de perfil de *suitability* (ANBIMA, 2023).

Podemos definir o custodiante como o responsável pela guarda dos ativos do fundo, conferindo a titularidade e assegurando a liquidação das operações (Elton et al., 2014). O

administrador supervisiona o funcionamento do fundo, garantindo o cumprimento das normas e coordenando os demais prestadores de serviço (Trindade & Malaquias, 2015). O gestor é responsável pelas decisões de investimento do fundo, atuando de acordo com a política do regulamento, enquanto o auditor independente revisa as demonstrações financeiras, garantindo conformidade com as normas contábeis e regulatórias (Bodie et al., 2014).

O modelo de gestão em fundos, difere-se como gestão ativa que busca superar o desempenho do mercado e gestão passiva que tenta acompanhar o mercado com estratégias de baixo custo (Fama e French, 2008). Neste sentido, Pace et al. (2016) destacam que, tanto na gestão ativa quanto na passiva, é fundamental que os gestores sigam a política de investimento definida, já que isso é essencial para manter o bom desempenho do fundo e conquistar a credibilidade dos investidores.

2.2 Segmentação e Classificação dos Fundos de Investimento

Visando a proteção dos investidores, a Instrução CVM 539 exige que as distribuidoras de investimentos verifiquem se os produtos estão adequados aos objetivos de cada cliente, exigindo ao menos a análise de três informações mínimas a serem coletadas como objetivos de investimentos, situação financeira e conhecimentos.

O Código de Distribuição de Produtos de Investimentos (2023) da ANBIMA define regras e procedimentos de *suitability* que visam a adequação do mercado na distribuição de produtos de investimento em três perfis: conservador, moderado e agressivo. O perfil conservador é aquele possui baixa disposição ao risco e prefere investimentos com maior liquidez, o perfil moderado é aquele que possui média disposição para assumir risco buscando proteção em prazo maior, e o perfil agressivo é caracterizado em assumir maiores riscos em contrapartida de maiores retornos.

No Brasil os fundos de investimentos são classificados por diversas classes e critérios pelos órgãos reguladores e autorreguladores CVM e ANBIMA respectivamente, que desempenham papéis cruciais na proteção aos investidores e na transparência do mercado financeiro. Segundo a ANBIMA, as principais categorias incluem Fundo de Ações, Fundos de Renda Fixa, Fundos Multimercados, Fundos Imobiliários etc. Logo, a caracterização de fundos para os investidores é essencial na escolha de acordo com as suas necessidades e objetivos financeiros (Trindade & Malaquias, 2015). Diante dessas classes, pode-se conceitualizar os fundos descritos de acordo com os autores a seguir.

Os fundos de ações investem a maior parte em ações de empresas da bolsa de valores, esses fundos visam o ganho de capital com horizonte maior e são sujeitos a oscilações (Graham & Dodd, 2009). Os fundos de renda fixa investem em ativos como CDBs, títulos públicos e outros títulos de dívida, que geralmente são considerados com menos riscos, preservação dos recursos e rendimentos estáveis (Elton et al., 2014). Os fundos multimercados são baseados em investimento com maior diversificação em diferentes classes de ativos, oferecendo flexibilidade e atuação em diversos mercados na alocação de recursos (Black & Perold, 1992). Já os fundos imobiliários são classificados por investirem no setor de imóveis e em ativos imobiliários, sendo a principal fonte de resultado os rendimentos de aluguéis e valorização de imóveis (Lowe, 2018).

No contexto de regulação e proteção ao investidor no Brasil, a Instrução N° 554/14 da CVM divide os investidores em três segmentações que demonstram o perfil de entrada em

produtos financeiros destinados ao público-alvo: investidores varejo, investidores qualificados e investidores profissionais. Esses perfis são definidos conforme a capacidade do investidor avaliar riscos, experiência e capacidade financeira.

O público em geral é categorizado com um Investidor Varejo que não possui qualificação ou experiência com investimentos, portanto são assegurados por regulamentações mais firmes. A Instrução CVM N° 555/2014 e o Código ANBIMA de Fundos de Investimento, estabelece requisitos mínimos para que esses investidores sejam informados com prospectos periódicos e relatórios regulares de desempenho, refletindo a natureza e riscos envolvidos para serem protegidos em relação aos produtos adquiridos (ANBIMA, 2023). O estudo de Bodie et al. (2014), afirma que os investidores do segmento varejo possuem menos conhecimento e experiência, justificando a necessidade de maior transparência e proteção regulatória aos produtos oferecidos a eles.

A categoria de Investidor Qualificado é destinada para investidores que são considerados capazes de compreender e assumir riscos elevados, possuindo uma boa capacidade financeira e experiência com investimentos. De acordo com a Instrução CVM nº 554/2014, para se enquadrar como investidor qualificado, deve-se atender um dos seguintes critérios: investidor profissional; investimentos financeiros superiores a R$ 1 milhão de reais; clube de investimento; e aprovação ou certificação ou registro pelos órgãos reguladores.

O Investidor Profissional é definido também por ser um perfil mais sofisticado devido ao seu conhecimento e capacidade financeira elevada, tendo acesso a uma ampla gama de investimentos e estratégias de alta complexidade de risco (Black & Perold, 1992). Segundo a Instrução CVM nº 554/2014, o investidor profissional precisa atender um dos seguintes critérios: investimentos financeiros superiores a R$ 10 milhões de reais; investidores não residentes; Clube de investimentos gerido por administrado autorizado CVM; profissões autorizadas pela CVM; entidades de previdência complementar; fundos de investimentos; seguradoras e sociedades de capitalização; e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central.

Neste contexto, as categorizações têm como finalidade impedir que os investidores menos sofisticados adquiram produtos com assimetria informacional, assim cada categoria possui características diferentes no que se refere a capacidade financeira, experiência e disposição a risco, atraindo integridade e funcionamento eficiente do mercado financeiro.

2.3 Estudos relacionados

A avaliação do desempenho de fundos de investimento é um tema amplamente explorado na literatura acadêmica, que utiliza tanto análises descritivas quanto abordagens econométricas para compreender os fatores que influenciam os retornos ajustados ao risco. A análise descritiva é fundamental como etapa inicial, permitindo a mensuração de estatísticas básicas como média, mediana, desvio padrão e valores extremos, o que viabiliza a identificação de padrões de volatilidade e risco entre diferentes classes de fundos (Bodie et al., 2014)

No contexto brasileiro, estudos como o de Trindade e Malaquias (2015) já destacaram a vantagem do retorno acumulado de fundos multiestratégia frente a outras classes, enquanto Pimentel e Bossan (2019) evidenciaram que a postura de risco elevado pode se correlacionar com uma performance superior no longo prazo.

O uso de modelos de regressão se tornou uma ferramenta essencial para identificar os determinantes quantitativos da performance de fundos. Essa abordagem econométrica permite isolar o impacto de variáveis relacionadas às características dos fundos e do investidor-alvo sobre os retornos. A literatura aponta que o tamanho do fundo, representado pelo patrimônio líquido, exerce influência significativa no desempenho, embora esse efeito possa ser limitado por ineficiência de escala (Hu et al., 2012; Yin, 2016). A idade do fundo e a experiência do gestor, por sua vez, apresentam efeitos controversos, com alguns estudos sugerindo uma menor adaptabilidade a mudanças de mercado em fundos mais antigos (Alda et al., 2017; Maestri & Malaquias, 2018).

A sofisticação do investidor é um fator determinante para a performance, com fundos destinados a investidores qualificados geralmente exibindo menor risco e maior capacidade de monitoramento dos gestores, o que contribui para melhores práticas de governança (Funchal et al., 2016; Sanematsu & Leal, 2016; Paz et al., 2017). A discussão sobre governança corporativa em fundos de investimento é central na literatura, pois lida diretamente com o problema de agência, ou seja, o conflito de interesses entre o gestor e o investidor. Nesse sentido, o monitoramento e a remuneração dos gestores são mecanismos de governança essenciais para alinhar esses interesses. Estudos recentes como o de Roquete et al. (2018) investigaram o problema de agência em fundos multimercados no Brasil utilizando um modelo de regressão em painel e encontraram indícios de que os gestores podem inflacionar o valor da cota no final dos semestres para garantir o recebimento da taxa de performance.

Para aprofundar a análise, a literatura acadêmica tem adotado métricas de desempenho ajustadas ao risco, como o Alpha de Jensen, que mede a capacidade do gestor de gerar retornos acima do esperado, e o Índice de Sharpe, que avalia o retorno em relação à volatilidade do fundo. Esses indicadores são fundamentais para uma comparação justa, pois diferenciam a performance proveniente da habilidade do gestor daquela que é simplesmente resultado do risco assumido.

No mercado brasileiro, estudos utilizam métricas em modelos de regressão para investigar os determinantes da performance de fundos multimercados, descobrindo que, além das características do fundo, a gestão ativa e a exposição a fatores de risco específicos são cruciais para a obtenção de retornos consistentes (Amaral, 2021).

A estrutura de regressão em painel é uma abordagem econométrica de grande relevância teórica, combinando as dimensões de corte transversal e de séries temporais. Essa metodologia é amplamente utilizada em estudos de finanças (Wooldridge, 2010; Baltagi, 2008) por sua capacidade de lidar com a heterogeneidade não observada dos fundos, ou seja, aquelas características específicas de cada entidade, como o estilo de gestão, a experiência individual do gestor, ou a cultura organizacional, que são constantes ao longo da amostra de tempo. Ao permitir a inclusão de efeitos fixos ou aleatórios, o modelo de painel minimiza o viés de variável omitida e oferece estimativas mais confiáveis e consistentes dos coeficientes (Wooldridge, 2010; Greene, 2002).

A utilização de dados em painel também aumenta significativamente o número de observações e os graus de liberdade, o que resulta em estimativas mais eficientes. Em um contexto de análise de fundos de investimento, essa metodologia permite uma análise mais robusta sobre o impacto das características dos fundos no desempenho ao longo do tempo, isolando esse efeito de choques macroeconômicos e de variáveis que não podem ser diretamente mensuradas.

A literatura acadêmica destaca a importância dessa abordagem para estudos que buscam identificar os verdadeiros determinantes da performance, como a relação entre o tamanho e a idade dos fundos com o retorno (Hu et al., 2012; Maestri & Malaquias, 2018), bem como o papel de variáveis de controle de natureza macroeconômica, como a taxa de juros e a inflação (Castro & Minardi, 2009; Milani & Ceretta, 2013). De forma semelhante, o estudo de Barbosa (2023) utilizou a regressão em painel para analisar os determinantes da performance de fundos multimercados entre 2017 e 2023, revelando que variáveis como a taxa SELIC (Sistema Especial de Liquidação e Custódia) e o IGP-M (Índice Geral de Preços - Mercado) exerceram uma influência positiva nos retornos.

Gonzaga (2016) utilizou regressões para avaliar o impacto da taxa de performance nos fundos multimercados, considerando o perfil dos investidores. Os resultados indicaram que o tipo de investidor não influenciou de forma significativa o risco-retorno. Já a cobrança da taxa mostrou-se determinante para explicar diferenças no desempenho. Fundos que a aplicavam apresentaram maior eficiência, com retornos superiores e menor volatilidade.

3. Método de pesquisa

A presente pesquisa visa gerar conhecimento prático para apoiar a tomada de decisão de investidores e contribuir com a literatura sobre desempenho de fundos multimercados no Brasil. O estudo adota uma abordagem quantitativa e descritiva, conforme classificação de Gil (2010), uma vez que busca observar, mensurar e comparar fenômenos sem intervenção do pesquisador.

3.1 Delineamento da pesquisa

A investigação foi realizada por meio de uma análise comparativa entre fundos multimercados destinados a Investidores Gerais (IG) e a Investidores Qualificados (IQ), no período de janeiro de 2020 a dezembro de 2025. A estratégia metodológica envolveu duas etapas principais: Análise descritiva das variáveis de interesse, com cálculo de média, mediana, desvio padrão, valores mínimos e máximos da rentabilidade mensal, segregados por categoria de investidor. Essa análise permite identificar diferenças de retorno e volatilidade entre os grupos; Análise econométrica com a estimação de um modelo de regressão para dados em painel, adequado para situações em que se dispõe de observações de múltiplas unidades de fundos ao longo do tempo. Esse modelo permite controlar efeitos não observáveis específicos de cada fundo que permanecem constantes no período, reduzindo vieses de estimação (Baltagi, 2008; Wooldridge, 2010).

Foram estimados modelos de efeitos fixos (FE) e efeitos aleatórios (RE), sendo a escolha entre eles realizada por meio do teste de *Hausman*, conforme abordagem metodológica clássica descrita por Wooldridge (2005).

3.2 Fonte e coleta de dados

Os dados foram obtidos na plataforma Economática, contemplando as seguintes informações: rentabilidade mensal; patrimônio líquido médio mensal em R$ milhões; número de cotistas mensal; e classificação do fundo por tipo de investidor.

Essas variáveis foram escolhidas por sua relevância na avaliação da performance dos fundos. Cotistas e patrimônio refletem características estruturais que podem influenciar o desempenho, enquanto o retorno médio mensal constitui a variável dependente central. A *dummy* de qualificação permite analisar o efeito da sofisticação do investidor sobre o retorno, alinhando-se à literatura sobre monitoramento e governança em fundos multimercados.

Além disso, foi considerado o CDI como índice de referência *benchmark* para possibilitar a comparação do desempenho dos fundos com a taxa básica de remuneração do mercado financeiro brasileiro no período analisado.

3.3 Amostra

A amostra inicial deste estudo foi composta por 852 fundos multimercados classificados como Macro, de acordo com a ANBIMA (2015). Esses fundos realizam operações em diversas classes de ativos, incluindo renda fixa, renda variável e câmbio, definindo suas estratégias de investimento com base em cenários macroeconômicos de médio e longo prazos.

Após a aplicação dos filtros metodológicos, restaram 162 fundos. Os critérios de seleção foram: estar ativo no período de 2020 a 2025; apresentar patrimônio líquido médio superior a R$ 10 milhões; possuir no mínimo 50 cotistas ao longo do período; possuir classificação de acesso definida pela CVM/ANBIMA como Investidor Geral ou Investidor Qualificado; e exclusão de fundos sem histórico completo de rentabilidade ou com observações consideradas *outliers*.

3.4 Procedimentos de análise

A análise do desempenho dos fundos foi estruturada em duas etapas: (i) Estatísticas descritivas: cálculo da média, mediana, desvio padrão, valores mínimos e máximos da rentabilidade mensal, segregados por categoria de investidor. Essa análise permitiu identificar diferenças de retorno e volatilidade entre os grupos. (ii) Análise de regressão em painel: aplicação de um modelo econométrico para verificar se a classificação do investidor, o patrimônio líquido e o número de cotistas influenciam significativamente o retorno médio dos fundos. O modelo de regressão em painel adotado pode ser representado pela seguinte equação:

$$Retorno_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 \cdot IQ_i + \beta_2 \cdot P_i + \beta_3 \cdot Cotistas_i + \varepsilon_{i,t}$$

Onde:
$Retorno_{i,t}$ representa o retorno médio mensal do fundo i no período t;
IQ_i é uma variável *dummy* (1 para fundos destinados a investidores qualificados, 0 para gerais);
P_i corresponde ao patrimônio líquido mensal do fundo;
$Cotistas_i$ indica o número mensal de cotistas;
α_i = efeito individual de cada fundo (efeito fixo) ou componente aleatório (efeito aleatório);
$\varepsilon_{i,t}$ é o termo de erro.

Esse modelo permite avaliar como a classificação do investidor (IG/IQ), o tamanho do fundo e a base de cotistas influenciam significativamente o retorno mensal dos fundos multimercados.

4. Resultados e discussões

Os dados foram inicialmente organizados no Microsoft Excel e, em seguida, processados no *software* estatístico R adequado à estimação de modelos de painel e análise descritiva. Os resultados obtidos a partir da análise descritiva e da estimação do modelo de regressão em painel permitem compreender de forma mais detalhada os determinantes do desempenho dos fundos de investimento multimercados ao longo do período analisado. A amostra é composta por 162 fundos, acompanhados mensalmente durante 60 períodos, totalizando 9.720 observações, o que garante robustez estatística e confiabilidade nos achados.

4.1 Estatísticas descritivas

A análise descritiva da amostra evidencia a composição e o comportamento dos fundos multimercados no período de 2020 a 2024, considerando o perfil do investidor como fator determinante de desempenho. Conforme a Tabela 1, a maioria dos fundos destina-se ao público geral de 126 fundos, enquanto 36 fundos atendem investidores qualificados, refletindo a predominância do segmento varejo no mercado brasileiro.

Tabela 1. Perfil de investidores na amostra de fundos multimercados

Perfil de Investidores	Quantidade	Percentual (%)
Geral	126	77,8
Qualificado	36	22,2

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos resultados do R

Em termos de retorno médio, os fundos para investidores qualificados apresentam desempenho ligeiramente superior 0,709% ao dos fundos gerais de 0,623%, conforme Tabela 2. Esta diferença sugere que investidores mais sofisticados contribuem para uma gestão mais eficiente e acompanhamento mais próximo, corroborando evidências de Silva et al. (2019) sobre melhor relação risco-retorno para este grupo.

Tabela 2. Estatísticas descritivas dos fundos de investidores gerais e qualificados

Qualificação	Media_Retorno	Desvio_Retorno	Media_Cotistas	Media_Patrimônio	n
0	0.00623	0.0188	5388	615609	7560
1	0.00709	0.0205	1033	681211	2160

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos resultados do R

A volatilidade também difere entre os grupos, o desvio padrão dos fundos qualificados é 2,05%, enquanto o dos fundos gerais é 1,88%. Isso indica que fundos voltados a investidores mais experientes assumem maior risco em busca de retorno, alinhando-se à literatura sobre fundos multimercados (Funchal et al., 2016; Paz et al., 2017).

Observa-se que os fundos gerais possuem significativamente mais cotistas em uma média de 5.388 que os qualificados de 1.033, enquanto o patrimônio médio é ligeiramente maior nos fundos qualificados de R$ 681.211 milhões versus R$ 615.609 milhões, indicando que cotistas qualificados investem valores mais elevados (Fabozzi & Markowitz, 2011).

Tabela 3. Estatísticas descritiva da mostra geral

Estatística	Retorno	Patrimonio	Cotistas
Média	0.006420616	630187.57	4420.473
Desvio Padrão	0.019184665	930738.09	8625.065
Mínimo	-0.330800017	10056.76	51.000
Máximo	0.192801216	9974129.68	83867.000

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos resultados do R

Na amostra geral, apresentada na Tabela 3, o retorno médio mensal é 0,642%, com desvio padrão de 1,92%, refletindo a volatilidade típica do segmento. Os valores extremos variam de -33,08% a 19,28%, sugerindo episódios de alta oscilação, possivelmente ligados a decisões estratégicas de alocação ou fatores macroeconômicos.

O patrimônio médio dos fundos é de R$ 630.187 milhões, com mínima de R$ 10.056 milhões e máxima de R$ 9.974.129 bilhões, mostrando heterogeneidade significativa no tamanho dos fundos. Essa variação indica que, embora existam fundos de grande porte, a maior parte apresenta valores moderados, afetando liquidez e estratégias de investimento (Hu et al., 2012). O número de cotistas também varia amplamente, de 51 até mais de 83 mil, evidenciando diferenças expressivas na base de investidores, o que pode influenciar a política de investimento e a gestão dos fundos, especialmente na absorção de aportes e na volatilidade da cota (Elton et al., 2014).

Em síntese, a estatística descritiva indica que o perfil do investidor influencia retorno, risco, patrimônio e base de cotistas. Fundos para investidores qualificados têm maior retorno e volatilidade, mas menos cotistas, enquanto fundos gerais apresentam mais cotistas e patrimônio moderado. Esses resultados destacam a importância de segmentar produtos financeiros conforme normas da CVM e ANBIMA.

4.2 Modelo de Regressão em Painel

A análise do desempenho dos fundos multimercados foi complementada com a estimação de modelos de regressão para dados em painel, permitindo avaliar a influência das características dos fundos, como número de cotistas e patrimônio líquido, sobre o retorno médio mensal. Para isso, estimaram-se modelos de Efeitos Fixos (EF) e Efeitos Aleatórios (EA), utilizando a variável de classificação do investidor, o número de cotistas e o patrimônio líquido como preditores.

O modelo EF não incluiu a variável de Qualificação, pois sendo uma *dummy* estática ao longo do tempo, não apresenta variação intra-fundo e, portanto, não é estimável nesse modelo (Wooldridge, 2010). Para permitir a análise do efeito do perfil de investidores, foi criada uma variável de qualificação ponderada, correspondente à proporção de cotistas qualificados em cada fundo, conforme metodologias utilizadas em estudos anteriores (Yoshinaga et al., 2009). Essa inclusão não invalida o modelo, mas possibilita avaliar o impacto da qualificação no

desempenho dos fundos dentro do modelo EF. O modelo foi então estimado permitindo verificar a significância isolada de cada uma, enquanto o modelo de efeitos aleatórios foi utilizado para analisar o impacto conjunto das variáveis, incluindo a *dummy* original de qualificação.

Tabela 4. Resultados do Modelo de Efeitos Fixos (EF)

Variável	Estimativa	Erro Padrão	t-valor	p-valor
Qualificação Ponderada	-2.6134e-06	6.0794e-07	-4.2988	1.734e-05 ***
Cotistas	-1.3787e-07	6.1794e-08	-2.2310	0.02570 *
Patrimônio	-1.0887e-09	6.1506e-10	-1.7701	0.07674

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos resultados do R

O modelo de efeitos fixos apresentou que o coeficiente para a variável qualificação ponderada, erro padrão, t-valor e significância altamente estatística ($p < 0.001$), indicaram que fundos com maior proporção de cotistas qualificados tendem a apresentar um leve aumento no retorno médio mensal, refletindo o efeito positivo da presença de investidores qualificados sobre a performance do fundo. O coeficiente do número de cotistas, erro padrão, t-valor e significância ao nível de 5% ($p = 0.0257$), sugerem que um aumento no número de cotistas está associado a uma ligeira redução no retorno mensal, possivelmente devido a dificuldades de gestão e conflitos de agência em fundos maiores. Já o coeficiente do patrimônio, erro padrão, t-valor e significância marginal ($p = 0.0767$), indicaram que fundos maiores tendem a apresentar retornos médios suavemente inferiores, possivelmente refletindo ineficiências de escala.

Conforme evidenciado na Tabela 4, as variáveis Qualificação Ponderada e Cotistas apresentam coeficientes negativos e estatisticamente significativos, enquanto Patrimônio apresenta efeito marginal. As Figuras 1, 2 e 3 complementam esse resultado, mostrando visualmente a relação entre a proporção de cotistas qualificados, o número de cotistas, o patrimônio com os retornos dos fundos.

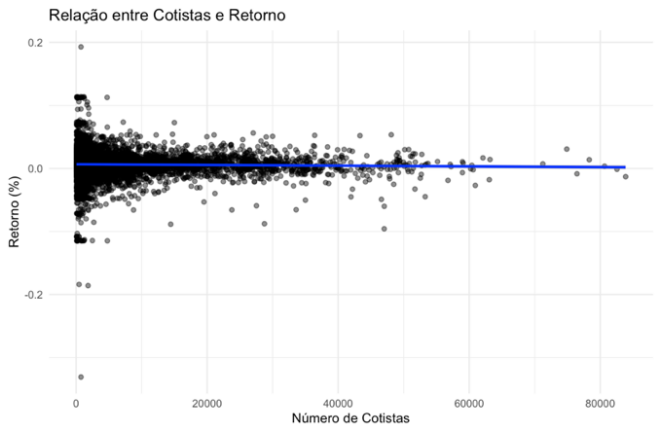

Figura 1. Cotistas e Retorno.
Fonte: Elaborado pelos autores com base nos resultados do R

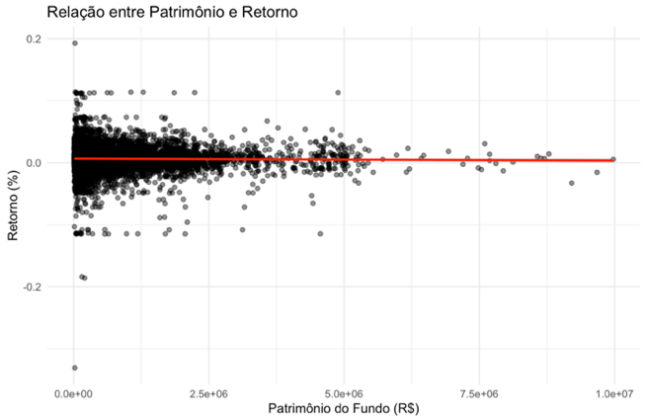

Figura 2. Patrimônio e Retorno.
Fonte: Elaborado pelos autores com base nos resultados do R

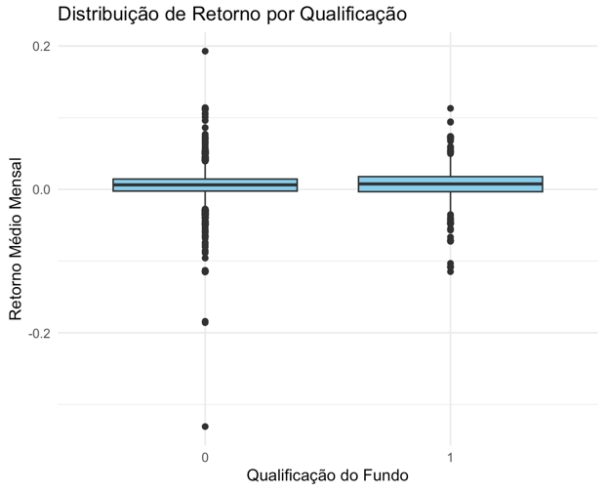

Figura 3. Qualificação e Retorno.
Fonte: Elaborado pelos autores com base nos resultados do R

O R^2 do modelo EF foi baixo de 0,004747, indicando que a variabilidade explicada pelos fatores intra-fundo é pequena, mas o teste F-*Statistic* (F = 15,1911; p < 0,001) mostrou significância estatística geral do modelo. Esses resultados corroboram a literatura sobre conflitos de agência e eficiência de escala em fundos, evidenciando que características como o perfil dos cotistas, o número de investidores e o tamanho do fundo podem influenciar o desempenho médio (Jensen & Meckling, 1976; Fabozzi & Markowitz, 2011; Hu et al., 2012).

Tabela 5. Resultados do Modelo de Efeitos Aleatórios (EA)

Variável	**Estimativa**	**Erro Padrão**	**t-valor**	**p-valor**
Intercepto	6.52e-03	2.6277e-04	24.8203	<2e-16 ***
Qualificação	6.73e-04	4.8640e-04	1.3846	0.1662
Cotistas	-4.47e-08	2.8127e-08	-1.5893	0.1120
Patrimônio	-8.47e-11	2.5495e-10	-0.3322	0.7398

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos resultados do R

Já no modelo de efeitos aleatórios apresentado na Tabela 5, todos os coeficientes foram estimados, incluindo a *dummy* de qualificação. O intercepto apresentou valor de 6,52e-03 (erro padrão = 2.6277e-04, z = 24.8203, p < 2e-16), indicando o retorno médio mensal de referência para fundos gerais. A variável qualificação teve coeficiente 6.73e-04, erro padrão 4.8640e-04, z = 1.3846 e p = 0.1662, mostrando que, apesar de fundos destinados a investidores qualificados apresentarem suavemente maior retorno médio, essa diferença não foi estatisticamente significativa no modelo EA.

Já o número de cotistas apresentou coeficiente de -4.47e-08 (erro padrão 2.8127e-08, z = -1.5893, p = 0.1120), e o patrimônio líquido -8.47e-11 (erro padrão 2.5495e-10, z = -0.3322, p = 0.7398), indicando efeitos não significativos neste modelo. O R^2 do RE foi 0.00084478, novamente baixo, mas o teste de Qui-quadrado do modelo (*Chisq* = 8.21481; p = 0.0418) apontou significância global. A variância *idiosyncratic* foi 0.0003713, enquanto a variância individual foi nula, refletindo que a maior parte da variabilidade está em choques específicos de cada observação.

Tabela 6 – Teste de Hausman

Estatística	Valor	df	p-valor
Chi^2	17.866	2	0.000132

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos resultados do R

Para decidir entre efeitos fixos e aleatórios, o teste de *Hausman* na Tabela 6 indicou Chi^2 = 17.866 com 2 graus de liberdade e p-valor = 0.000132, evidenciando que os efeitos individuais dos fundos estão correlacionados com os regressores. Dessa forma, o modelo de efeitos fixos é mais adequado, corroborando que características específicas de cada fundo, como governança, composição de cotistas e políticas de investimento, exercem influência relevante sobre o retorno médio mensal.

Tabela 7. Testes de Diagnóstico do Modelo de Efeitos Fixos (EF)

Teste	Estatística	df	p-valor
Dependência serial dos erros (Wooldridge / Breusch-Godfrey)	4202.5	60	< 2.2e-16
Heterocedasticidade (Breusch-Pagan)	9.1715	3	0.0271
Efeitos individuais (plmtest Honda)	-5.945	-	1
Efeitos temporais (plmtest Honda)	306.52	-	< 2.2e-16

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos resultados do R

Conforme a Tabela 7, foram realizados testes de diagnóstico para verificar a presença de autocorrelação e heterocedasticidade nos resíduos, bem como a significância de efeitos individuais e temporais. O teste de *Wooldridge / Breusch-Godfrey* indicou forte autocorrelação nos erros *idiossincráticos* (χ^2 = 4202,5; df = 60; p < 2.2e-16), e o teste de *Breusch-Pagan* evidenciou heterocedasticidade nos resíduos (BP = 9,1715; df = 3; p = 0,0271). O teste de efeitos individuais (*plmtest Honda*) não apresentou significância (normal = -5,945; p = 1), enquanto os efeitos temporais foram altamente significativos (normal = 306,52; p < 2.2e-16),

indicando que variações de retorno ao longo do tempo são relevantes para explicar o desempenho dos fundos. Frente a esses resultados, os coeficientes foram recalculados com erros robustos agrupados por fundo para corrigir possíveis distorções nas inferências.

Tabela 8. Coeficientes com Erros Robusts (Cluster)

Modelo	Variável	Estimativa	Erro Padrão	t-valor	p-valor
FE	Qual_Ponderada	-2.6134e-06	4.9143e-07	-5.3180	1.073e-07 ***
FE	Patrimônio	-1.0887e-09	5.0179e-10	-2.1697	0.03005 *
FE	Cotistas	-1.3787e-07	7.1049e-08	-1.9404	0.05236

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos resultados do R

Os resultados com erros robustos na Tabela 8 reforçam as conclusões do modelo de efeitos fixos. A variável qualificação ponderada apresentou coeficiente negativo e altamente significativo (-2.6134e-06; t = -5,3180; p < 0,001), indicando que fundos com maior proporção de cotistas qualificados tendem a apresentar leve aumento no retorno médio mensal. O número de cotista manteve efeito negativo, próximo da significância estatística (-1.3787e-07; t = -1,9404; p = 0,05236), sugerindo que um aumento no número de cotistas está associado a ligeira redução do retorno, possivelmente devido a desafios de gestão e conflitos de agência. O patrimônio apresentou coeficiente negativo e significância ao nível de 5% (-1.0887e-09; t = -2,1697; p = 0,03005), indicando que fundos maiores podem ter retornos médios suavemente inferiores, possivelmente refletindo ineficiências de escala.

Esses resultados indicam que, embora fundos maiores tendam a apresentar desempenho médio inferior, a presença de investidores qualificados contribui positivamente para a performance do fundo. Na prática, gestores devem considerar o perfil do público-alvo e a capacidade de administração de grandes volumes ao planejar estratégias de investimento, reforçando a importância da governança e da composição do cotista para otimizar retornos.

4.3 Comparativo Qualificação com o CDI

A análise comparativa apresentada na Tabela 9, que considera os retornos médios ponderados dos fundos multimercados calculados no R, revela nuances importantes sobre o desempenho de investidores gerais e qualificados no período de 2020 a 2024. Observa-se que, em 2020 e 2022, os fundos voltados para investidores qualificados superaram amplamente o CDI, apresentando retornos de 4,61% e 17,6%, respectivamente, contra 2,76% e 12,3% do benchmark.

Tabela 9. Retorno mensal ponderado Fundos vs CDI

Ano	Geral_Anual	Qualificado_Anual	CDI_Anual
2020	4.04	4.61	2.76
2021	2.64	4.05	4.39
2022	15.6	17.6	12.3
2023	9.33	5.56	13.0
2024	6.71	10.0	10.9
Acumulado	44.0	48.6	51.1

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos resultados do R

Esse desempenho reforça a hipótese de que estratégias mais sofisticadas, associadas a investidores qualificados, permitem melhor aproveitamento de oportunidades em cenários de maior volatilidade. Por outro lado, em anos como 2021 e 2023, o CDI superou ambos os grupos de fundos, evidenciando que a complexidade das estratégias nem sempre garante retornos superiores ao referencial básico da renda fixa.

É importante ressaltar que esse período foi marcado pela pandemia de Covid-19, iniciada em 2020, e seus efeitos prolongados sobre a economia brasileira e global. Notícias da ANBIMA (2020, 2021) destacaram que os fundos multimercados foram diretamente impactados pela volatilidade dos mercados financeiros, registrando saídas significativas em determinados trimestres. Apesar disso, observa-se que os fundos voltados a investidores qualificados conseguiram se recuperar com maior intensidade em momentos críticos, como em 2022, reforçando a hipótese de que a sofisticação do público está associada à capacidade de absorver riscos maiores em busca de retornos superiores.

6. Conclusões

Este estudo analisou o desempenho de 162 fundos multimercados brasileiros no período de 2020 a 2024, considerando a qualificação do investidor, número de cotistas e patrimônio líquido. A investigação combinou estatística descritiva, modelos de regressão em painel de efeitos fixos com erros robustos e comparação com o CDI, permitindo identificar determinantes do retorno médio mensal.

Os resultados indicam que a qualificação do investidor está associada a retornos médios suavemente superiores, evidenciando que cotistas mais sofisticados favorecem decisões de investimento mais eficientes e acompanhamento mais próximo, corroborando estudos anteriores (Silva et al., 2019; Fabozzi & Markowitz, 2011). Por outro lado, o aumento do número de cotistas e do patrimônio líquido exerce efeito negativo sobre o retorno médio, possivelmente em razão de conflitos de agência e ineficiências de escala (Jensen & Meckling, 1976; Hu et al., 2012).

A comparação com o CDI revelou que fundos qualificados superaram o *benchmark* em anos de maior volatilidade, como 2020 e 2022, mas nem eles nem os fundos gerais mantiveram desempenho consistentemente superior ao longo do período, reforçando a relevância da transparência e do alinhamento entre a qualificação do investidor e a estratégia de gestão (Fama, 1970; Castro & Minardi, 2009; ANBIMA, 2023).

Em termos de hipóteses, a H1, que previa maior retorno médio para fundos destinados a investidores qualificados, foi parcialmente confirmada, já que o efeito positivo observado não foi consistente em todos os modelos. A H2, sobre efeito negativo do patrimônio, e a H3, referente ao número de cotistas, foram confirmadas, indicando que características estruturais do fundo impactam o desempenho médio.

Este estudo contribui ao evidenciar a importância da segmentação de investidores, da governança eficiente e da consideração de fatores estruturais na formulação de estratégias de investimento. Como limitações, destaca-se que variáveis macroeconômicas e aspectos qualitativos da gestão não foram incorporados, sugerindo que pesquisas futuras incluam inflação, taxa SELIC, choques externos, experiência do gestor e estilos de alocação, além de explorar *benchmarks* alternativos e métodos quantitativos avançados.

Em síntese, os achados mostram que a sofisticação do público-alvo, aliada à gestão eficiente, pode favorecer a performance dos fundos multimercados, embora não assegure retornos consistentes acima do mercado de referência, reforçando a necessidade de alinhamento entre a qualificação do investidor, as políticas de investimento e a estratégia de gestão.

Referências

Alda, M., Andreu, L., & Sarto, J. L. (2017). Learning about individual managers' performance in UK pension funds: The importance of specialization. *North American Journal of Economics and Finance, 42*, 654–667. https://doi.org/10.1016/j.najef.2017.09.006

Amaral, T. R. S. (2021). *Análise dos retornos dos fundos multimercados por meio de séries temporais* (Tese de doutorado, Universidade de São Paulo). https://doi.org/10.11606/T.12.2021.tde-24102023-161237

ANBIMA. (2015). *Classificação de fundos: visão geral e nova estrutura*.

ANBIMA. (2020). *Indústria de fundos: impactos da pandemia e perspectivas*. Boletim ANBIMA.

ANBIMA. (2021). *Recuperação dos fundos multimercados e efeitos da alta de juros*. Relatório Anual ANBIMA.

ANBIMA. (2023). *Regras e Procedimentos de Distribuição de Produtos de Investimentos*.

ANBIMA. (2025). *Regras e Procedimentos de Distribuição de Produtos de Investimentos*.

Baltagi, B. H. (2008). *Econometric analysis of panel data* (4ª ed.). John Wiley & Sons.

Barbosa, H. C. (2023). *Determinantes de desempenho dos fundos multimercados no Brasil entre 2017 e 2023: Uma análise de performance dos 50 maiores fundos do mercado brasileiro* (Dissertação de mestrado, Universidade Presbiteriana Mackenzie).

Black, F., & Perold, A. (1992). *Theory of portfolio choice*. Cambridge: Harvard University Press.

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). *Investimentos* (10ª ed.). McGraw Hill Brasil.

Castro, B. R., & Minardi, A. M. A. F. (2009). Comparação do desempenho dos fundos de ações ativos e passivos. *Revista Brasileira de Finanças, 7*(2), 1–13. https://doi.org/10.12660/rbfin.v7n2.2009.1310

Comissão de Valores Mobiliários. (2013). *Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013*. Diário Oficial da União.

Comissão de Valores Mobiliários. (2014a). *Instrução CVM nº 554, de 17 de dezembro de 2014*. Diário Oficial da União.

Comissão de Valores Mobiliários. (2014b). *Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014*. Diário Oficial da União.

Elton, E. J., Gruber, M. J., Brown, S. J., & Goetzmann, W. N. (2014). *Modern portfolio theory and investment analysis* (9ª ed.). Wiley.

Fabozzi, F. J., & Markowitz, H. M. (2011). *The theory and practice of investment management* (2a Ed). Wiley.

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance, 25*(2), 383–417. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518

Fama, E. F., & French, K. R. (2008). Dissecting anomalies. *The Journal of Finance, 63*(4), 1653–1678. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01371

Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). *The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world*. Journal of Financial Economics, 88(3), 499–533. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.003

Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.

Funchal, B., Yoshio, F., & Motoki, S. (2016). Sofisticação dos investidores, liberdade de movimentação e risco: Um estudo do mercado brasileiro de fundos de investimento em ações. *Revista de Contabilidade e Organizações, 10*(28), 45–57. https://doi.org/10.11606/rco.v10i28.121505

Gil, A. C. (2010). *Métodos e técnicas de pesquisa social* (6ª ed.). Atlas.

Gitman, L. J. (2010). *Princípios de administração financeira* (12ª ed) Pearson.

Gonzaga, L. V. L. (2016). *Taxa de performance e os fundos multimercados brasileiros* (Dissertação de mestrado, Fundação Getulio Vargas, Escola de Pós-Graduação em Economia).

Greene, W. H. (2002). *Econometric analysis* (5th ed.). Prentice Hall.

Graham, B., & Dodd, D. L. (2009). *Security analysis* (6ª ed.). McGraw-Hill.

Hu, J.-L., Yu, H.-E., & Wang, Y.-T. (2012). Manager attributes and fund performance: Evidence from Taiwan. *Journal of Applied Finance & Banking, 2*(4), 85–101. Recuperado de https://www.scienpress.com/Upload/JAFB/Vol%202_4_6.pdf

Jensen, M. C. (1983). Organization theory and methodology. *The Accounting Review, 58*(2), 319–339. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.94036

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics, 3*(4), 305–360. https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X

Maestri, C. O. N. M., & Malaquias, R. F. (2018). Aspects of manager, portfolio allocation, and fund performance in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças, 29*(76), 82–96. https://doi.org/10.1590/1808-057x201804590

MERTON, R. C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *Journal of Finance, 42*(3), 483–510. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1987.tb04565.x

Milani, B., & Ceretta, P. S. (2013). Efeito tamanho nos fundos de investimento brasileiros. *Revista de Administração da UFSM, 6*(1). https://doi.org/10.5902/198346593607

Milani, B., Ceretta, P. S., Barba, F. G. de, & Casarin, F. (2010). Fundos de investimento brasileiros: A influência dos momentos superiores na avaliação de desempenho. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios, 12*(36), 289–303. https://doi.org/10.7819/rbgn.v12i36.654

Pace, D., Hili, J., & Grima, S. (2016). *Active versus passive investing: An empirical study on the US and European mutual funds and ETFs*. In S. Grima, E. Bilgin, & R. D. Floros (Eds.), *Contemporary Studies in Economic and Financial Analysis* (Vol. 97, pp. 161–182). Emerald Group Publishing Limited. https://doi.org/10.1108/S1569-375920160000097009

Paz, R. L., Iquiapaza, R. A., & Bressan, A. A. (2017). Influence of investor monitoring on equity mutual funds' performance. *Gestão, Finanças e Contabilidade, 7*(2), 79–101. https://doi.org/10.18028/rgfc.v7i2.2844

Pimentel, R. C., & Bossan, V. (2019). Incerteza de mercado e o desempenho de fundos de investimentos em ações no Brasil. *Revista Universo Contábil, 15*(4), 127–146. https://doi.org/10.4270/ruc.2019431

Roquete, R. M., Maranho, F. S., Klotzle, M. C., & Pinto, A. C. F. (2018). Performance manipulation in Brazilian multimarket funds: Evidence of agency problems around performance fee dates. *Finanças Aplicadas, 7*(3), 244–266.https://doi.org/10.12660/finapp.v7n3.2018.76399

Silva, S. E., Pereira, L. F., Camargos, M. A., & Iquiapaza, R. A. (2019). Desempenho e risco de fundos multimercado no Brasil: Uma análise a partir da teoria da agência. In *Anais do XXII SEMEAD – Seminários em Administração*.

Sanematsu, F. C., & Leal, R. P. C. (2016). *Agency conflicts, compensation and clientele type, and survivorship bias in Brazilian stock funds* (Relatório de pesquisa). COPPEAD, Universidade Federal do Rio de Janeiro. https://buscaintegrada.ufrj.br/Record/pantheon-11422-12334

Trindade, J. A. S., & Malaquias, R. F. (2015). Análise de desempenho de fundos de investimentos de renda fixa e renda variável. *RAGC, 3*(5), 76–95. Recuperado de https://revistas.fucamp.edu.br/index.php/ragc/article/view/546

Wooldridge, J. M. (2005). Fixed-effects and related estimators for correlated random-coefficient and treatment-effect panel data models. *Review of Economics and Statistics, 87*(2), 385–390. https://doi.org/10.1162/0034653053970320

Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data* (2ª ed.). MIT Press.

Yin, C. (2016). The optimal size of hedge funds: Conflict between investors and fund managers. *Journal of Finance, 71*(4), 1857–1894. https://doi.org/10.1111/jofi.12413

Yoshinaga, C. E., Castro Junior, F. H. F. de, Lucchesi, E. P., & Oda, A. L. (2009). Análise de estilo em fundos multimercados com e sem alavancagem no Brasil. *REGES - Revista Eletrônica de Gestão*, 2(1), 9–21. Recuperado em https://pesquisa-eaesp.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/file/Claudia%20Yoshinaga%20et%20al%5D%20An%C3%A1lise%20de%20Estilo%20em%20Fundos%20Multimercados%20com%20e%20sem%20Alavancagem%20no%20Brasil.pdf