

WELLINGTON CARVALHO SANTANA

**Estudo comparativo do desempenho
de fundos de ações de gestão ativa e passiva**

SÃO PAULO

2022

WELLINGTON CARVALHO SANTANA

**Estudo comparativo do desempenho
de fundos de ações de gestão ativa e passiva**

Trabalho de Conclusão de Curso **apresentado ao
Curso de Economia, Universidade de São Paulo,
como requisito parcial para graduação em
Economia.**

Área de Concentração: Financial Economics

Orientador: Prof. Dr. José Carlos de Souza Santos

SÃO PAULO

2022

FICHA CATALOGRÁFICA

Santana, Wellington

Estudo comparativo do desempenho de fundos de ações de gestão passiva e ativa – São Paulo, 2022.

44 páginas

Área de concentração: Financial Economics

Orientador: Prof. Dr. José Carlos de Souza Santos

Trabalho de Conclusão de Curso – Faculdade de Economia Administração, Contabilidade e Ciências Atuariais da Universidade de São Paulo

1.Fundos de Investimento; 2. Ações; 3. Gestão ativa; 4. Gestão Passiva

SUMÁRIO

LISTA DE ILUSTRAÇÕES.....	IV
RESUMO.....	V
1 INTRODUÇÃO.....	8
2 REVISÃO DE LITERATURA.....	11
3 METODOLOGIA.....	15
3.1 BASE DE DADOS.....	16
3.2 MODELO.....	19
4 RESULTADOS.....	22
5 ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	25
6 CONCLUSÃO.....	28
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	30
APÊNDICE 1 - TABELA DE REGRESSÃO DE FUNDOS ATIVOS.....	32
APÊNDICE 2 - TABELA DE REGRESSÃO DE FUNDOS PASSIVOS.....	43

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 1 - TIPOS DE FUNDO POR CLASSE DE ATIVO E TIPO DE GESTÃO..	8
TABELA 1 - NÚMEROS DE FUNDO POR ANO DE ORIGEM.....	9
TABELA 2 - DISTRIBUIÇÃO DOS FUNDOS DE GESTÃO ATIVA DE ACORDO COM O BENCHMARK.....	17
TABELA 3 - DISTRIBUIÇÃO DOS FUNDOS DE GESTÃO PASSIVA DE ACORDO COM O BENCHMARK.....	17
TABELA 4 - DISTRIBUIÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DOS FUNDOS DE GESTÃO ATIVA.....	17
TABELA 5 - DISTRIBUIÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DOS FUNDOS DE GESTÃO PASSIVA.....	18
TABELA 6 - DISTRIBUIÇÃO DA TAXA DE ADMINISTRAÇÃO DOS FUNDOS DE GESTÃO ATIVA.....	18
TABELA 7 - DISTRIBUIÇÃO DA TAXA DE ADMINISTRAÇÃO DOS FUNDOS DE GESTÃO PASSIVA	18
TABELA 8 - DISTRIBUIÇÃO DOS <i>ALFAS DE JENSEN</i> DE ACORDO COM O TIPO DE GESTÃO	23
TABELA 9 - DISTRIBUIÇÃO DE ALFAS SIGNIFICATIVOS DE ACORDO COM TIPO DE GESTÃO.....	23

RESUMO

ESTUDO COMPARATIVO DO DESEMPENHO DE FUNDOS DE AÇÕES DE GESTÃO PASSIVA E ATIVA

A monografia objetiva a comparação empírica do desempenho de fundos de ações que possuem diferentes tipos de gestão, entre 1996 e 2022. As gestões comparadas serão: gestão passiva, cujo objetivo é a replicação de uma carteira ou índice de mercado, e gestão ativa, cuja meta é a superação do retorno de um determinado *benchmark* do mercado de ações para um período. Para a realização dessa comparação, o presente trabalho usa a análise de *Alfa de Jensen*, estimada por MQO. Essa estimativa avalia a evidência da geração ou destruição de valor de tais fundos a partir da geração de um Alfa significativo ($p < 5\%$) do excesso de retorno do fundo contra o excesso de retorno do mercado. De acordo com a metodologia aplicada, encontra-se evidência da geração de valor por parte dos fundos de gestão ativa, em número maior do que fundos passivos. No entanto, a maioria dos fundos ativos possuem desempenho similar a fundos de gestão passiva, isto é, não agregam valor frente ao desempenho do *benchmark*.

Códigos JEL: G10, G11, G29, C10, C13, C50

Palavras-chave: fundos de investimento, ações, gestão ativa, gestão passiva, Alfa de Jensen

ABSTRACT

COMPARATIVE STUDY OF THE PERFORMANCE OF PASSIVE AND ACTIVE MANAGEMENT OF MUTUAL EQUITY FUNDS

This final thesis aims to empirically compare the performance of mutual equity funds that have different types of management, between 1996 and 2022 in Brazil. The types of management compared will be: passive management, whose objective is the replication of a portfolio or market index, and active management, whose target is to outperform the return of a given stock market benchmark for a period. To carry out this comparison, the present work uses the Jensen's Alpha analysis, estimated by OLS. This estimation assesses the evidence of value creation or destruction of such funds from the generation of a significant Alpha ($p < 5\%$) of the fund's excess return against the market's excess return. According to the methodology applied, there is evidence of value generation by active management funds, in greater numbers than passive funds. However, most active funds have a performance similar to passive management funds, that is, they do not add value compared to the benchmark performance.

JEL codes: G10, G11, G29, C10, C13, C50

Key Words: mutual funds, stocks, active management, passive management, Jensen's Alpha

1 INTRODUÇÃO

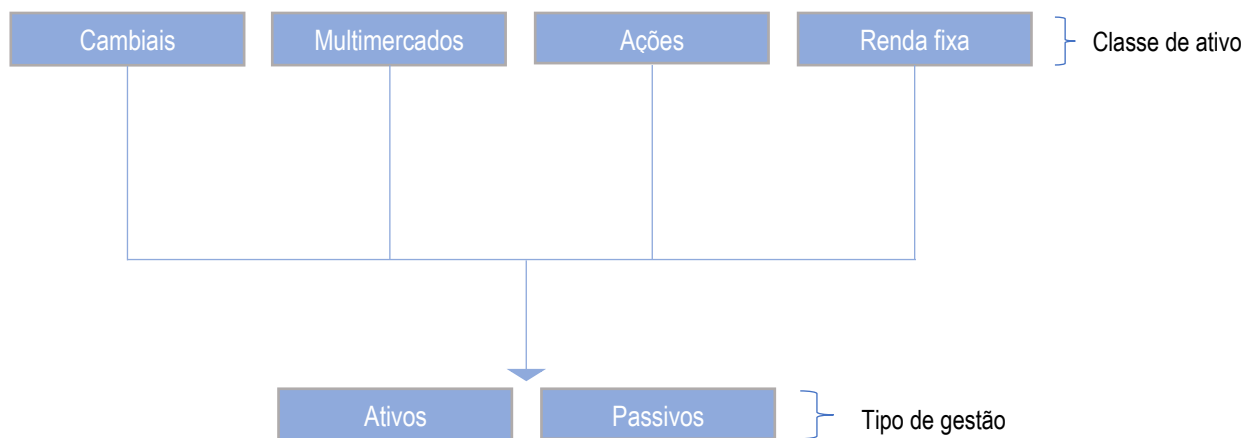
1. INTRODUÇÃO

Do ponto de vista de um investidor que deseja acessar o mercado de ações por meio de fundos de investimento, a escolha entre fundos de gestão ativa e passiva não é evidente. Diversos fatores contribuem para isso.

Em primeiro lugar, destaca-se que fundos de investimento podem ser caracterizados por: i) Classe de ativos em que seu Patrimônio Líquido está alocado; e ii) Tipo de gestão realizada com estes ativos. Conforme estipulado na Instrução CVM 555 de 2015, um fundo de investimento em ações deve possuir 2/3 (67%) de seu Patrimônio Líquido em ativos dessa mesma natureza.

Adiante, conforme descrito pela ANBIMA, um fundo de investimento pode ser caracterizado pelo tipo de gestão realizada com os ativos retidos pelo fundo, sendo elas: a) Fundos de Gestão Passiva, cujo objetivo é a replicação de uma carteira de mercado; b) Fundos de Gestão Ativa, cujo objetivo é a superação do retorno da carteira de mercado, a partir da habilidade de seleção de ativos (normalmente chamada de *stock picking* em casos de fundos de ações) por parte do gestor. A **FIGURA 1** exemplifica visualmente os tipos de fundos possíveis.

FIGURA 1: Tipos de fundo por classe de ativos e por tipo de gestão



FONTE: Elaboração própria

Descrita a natureza dos fundos, vale destacar agora a maneira como os fundos de ações e os mercados de ações vêm se desenvolvendo.

O mercado de ações está sendo cada vez mais acessado por investidores institucionais ou pessoa física. Segundos dados da B3, entre dezembro de 2019 e dezembro de 2020, o número de CPFs cadastrados na B3 teve um crescimento de 92,1%, conforme aponta o jornal Poder360 (2021). Isso ocorre devido a uma série de fatores, como o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, queda na taxa básica de juros da economia brasileira durante aquele período, aumento no nível de educação financeira médio dos brasileiros, reformas fiscais que aumentaram confiança de investidores, entre outros.

Os fundos de investimento sempre se apresentaram como uma alternativa de acesso ao mercado de ações e, no contexto do parágrafo acima, mostram-se ainda mais atualmente. Essa alternativa se mostra atraente, uma vez que boa parte dos investidores não possui *know-how*, tempo disponível e recursos financeiros para acompanhar o desenrolar do mercado de ações e construir estratégias de investimento.

Tal crescimento do mercado de fundos de ações se mostra evidente quando se observa o crescimento do número de fundos de ações no Brasil. Segundo dados da Economatica, em janeiro de 1996, havia 175 fundos de ações no Brasil. Como é possível observar na **TABELA 1** abaixo, dos 829 fundos de ações existentes na base de dados que será explorada adiante, 371 (~47%) tiveram origem entre os anos de 2018 e 2021. Isso evidencia a tendência de crescimento por parte desses fundos.

TABELA 1: Número de fundos por ano de origem

	1996-2006	2007-2017	2018-2021
Início da série	101	317	371

FONTE: Elaboração própria

A partir dos dois parágrafos anteriores, fica evidente a dificuldade que um investidor encontra. Caso esse agente deseje alocar sua renda nesse tipo de mercado, ele lidará não somente com diferentes tipos de gestão, mas também uma infinidade de fundos. Além disso, há também diferenças sutis entre os fundos, as quais não serão mencionadas no trabalho, por motivo de não contemplação do objetivo da presente monografia.

Dessa forma, surgem diversos trabalhos que procuram elucidar esses pontos, que serão abordados no segundo capítulo do trabalho. O presente trabalho procurará: comparar o desempenho dos fundos de ações dos dois tipos de gestão ativa e passiva. A pergunta básica a ser respondida é: os fundos ativos geram valor adicional em relação aos fundos de gestão passiva? Através da análise do *Alfa de Jensen* aplicado a fundos no período de 1996 a 2022 será respondida a essa questão. Tal análise fará uso da variação mensal dos valores referentes às cotas dos fundos.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2. REVISÃO

O desempenho de fundos ao longo do tempo foi e é objeto de estudo há muito tempo. Boa parte dos estudos procuram entender sob quais condições (gestão passiva, ativa, recursos, patrimônios etc.) esses fundos obtêm retorno.

Fama (1972) buscou realizar a diferenciação da maneira como os fundos de gestão ativa operam em dois formatos distintos, os quais são a seletividade e o *market timing*. A primeira avalia como está determinada carteira quando observada diante de um *benchmark* de risco semelhante. O *market timing* seria mais abrangente. O gestor da carteira buscará antecipar um ciclo econômico ou um ciclo de mercado e medirá mediante ao risco da parte da carteira que possui exposição ao risco.

Jensen (1968) procurou avaliar o desempenho de 115 *mutual funds* nos EUA durante o período 1945 a 1964. Seu objetivo era avaliar se os fundos eram capazes de possuir um desempenho acima da *performance* de mercado. O autor conclui que, na média, esses fundos não foram capazes de superar o mercado. Além disso, reforça que os resultados se mantiveram semelhantes, caso utilizado o retorno bruto dos fundos, em vez de seu retorno líquido.

Em Jensen (1978), afirma-se, em termos gerais, que um mercado é eficiente caso seja impossível de se realizar lucro econômico a partir de operações realizadas com base em toda a informação disponível até o presente momento. Isso ocorre uma vez que preços já refletem toda essa informação.

Em linha com a afirmação anterior, Sharpe (1991) também pondera que fundos de gestão ativa necessitam arcar com custos maiores do que fundos de gestão passiva, já que, em termos gerais, 1) Necessitam pagar salários a uma maior gama de funcionários, que serão responsáveis pela avaliação de diversos ativos disponíveis no mercado; 2) Necessitam arcar com custos de pesquisas relacionadas aos ativos, para que possam obter o maior número de informação disponível; 3) Necessitam arcar com custos de transação desses ativos. Devido a isso, os fundos de gestão ativa precisam recorrer a taxas de administração e performance maiores, que tendem a comprimir ainda mais seus ganhos líquidos em relação a fundos de gestão passiva. Tais custos também são frequentemente encontrados nos fundos de ações de gestão ativa no Brasil.

Wermers (2000) procurou realizar estudos com fundos de investimento entre os períodos de 1975 e 1995. A partir sua base de dados, ele procurou separar os custos e desempenho desses fundos. É mostrado que o desempenho dos *funds*, na janela de tempo, está acima do mercado em aproximadamente 1,3%a.a. Desses 1,3%, 0,6% é devido às características específicas das ações escolhidas. O outro 0,7% possui o *stock picking* como método de se observar as ações que superarão outras. Entretanto, a mesma lógica não é válida para os retornos líquidos dos fundos. Esses possuem, por sua vez, um retorno abaixo ao benchmark em torno de ~1% aa, em razão de custos operacionais.

Conforme Casto (2007) pondera, há diversos motivos para se acreditar que há ineficiências para serem exploradas no mercado. Segundo o próprio autor, nem todos os fundos conseguem ter acesso a todas as informações de maneira igual e simultânea. Fundos que possuem um patrimônio líquido maior conseguiriam, por exemplo, ter acesso mais rápido a uma variedade mais ampla de informações, pesquisas e inteligência. Além disso, Castro (2007) também reforça que as carteiras de mercado não possuem todas as ações existentes no próprio mercado. Logo, ações de empresas de menor porte, em termos de capitalização de mercado, que recebem menos atenção por parte dos analistas, podem oferecer grande potencial de *upside*.

Rochman e Eid Júnior (2006) aplicaram o modelo de Jansen (1968) ao mercado brasileiro para diversos fundos ativos e passivos entre os anos de 2001 e 2006. Os fundos pertenciam às categorias de fundos de ações, cambiais, multimercados e renda fixa. Os autores encontraram evidência de geração de valor por parte da gestão ativa nos fundos de ações e multimercado, apesar de serem minoria.

Minardi e Castro (2008) analisaram o desempenho entre fundos de ações de gestão passiva e ativa no período de 1996 a 2006. O trabalho conclui que fundos brasileiros conseguem explorar anomalias de mercado para obterem geração de valor, apesar de serem um número reduzido (4,6% dos fundos ativos).

Além disso, o perfil do gestor influencia muito o desempenho do próprio fundo, além de outras variáveis referentes aos fundos de gestão ativa. Maestri e Malaquias (2018), ao analisar fundos multimercados no período de 2009 e 2015, encontraram evidências de que gestores menos experientes tendem a fornecer melhores retornos ajustado ao risco. Intuitivamente, o mesmo

raciocínio pode ser aplicado aos fundos de ações, uma vez que fundos de ações geridos por indivíduos menos experientes tendem a tomarem menos riscos, o que pode aproximar o retorno do fundo ao retorno de mercado.

3 METODOLOGIA

3. METODOLOGIA

A análise comparativa dos tipos de gestão será feita com base em uma análise empírica da variação mensal das cotas dos fundos, por meio da estimação do modelo de Jensen (1968), para determinar qual tipo de gestão está mais atrelada a geração ou destruição de valor no Brasil entre 1995 e 2022.

3.1 BASE DE DADOS

A base de dados possui diversas informações a respeito dos fundos de ações entre 1996 e 2022. Todos os fundos da base de dados ainda possuem operações em funcionamento, isto é, nenhum deles possui uma data de fechamento, pois ainda estão abertos, apesar de possuírem datas de abertura diferentes. Dos fundos em operação na base de dados, 761 são fundos de gestão ativa e 62 são fundos de gestão passiva, totalizando 823 fundos.

A construção da base de dados ocorreu por meio da reunião de informações presentes na plataforma Economática. Para seleção dos fundos de gestão ativa, foram escolhidos fundos que atendiam às seguintes classificações da ANBIMA: “Ações Livre”, “Ações Dividendos”, “Ações Small Caps”, “Ações Valor/Crescimento”, “Ações Índice Ativo”, “Ações Setoriais” e “Ações Sustentabilidade Governança”. Conforme a ANBIMA, todas essas classificações pertencem à categoria de “Fundos Ativos”

Enquanto isso, para seleção de fundos de gestão passiva, foram escolhidos fundos que atendiam às seguintes classificações: “Ações Indexados” e “Fundos de índices – ETF”. Essas classificações pertencem à categoria de “Fundos Passivos”, conforme ANBIMA.

As variáveis presentes na base de dados são: ano de abertura de fundo, valor anual da cota, variação mensal da cota, patrimônio líquido anual do fundo, CNPJ do fundo, *benchmark*, taxa de administração mais recente e performance diária do *benchmark*.

Dentre os diversos índices existentes no mercado de capitais brasileiro, os índices presentes na **TABELA 2** representam índices dos mercados de ações no Brasil e que são adotados por fundos presentes na base de dados. A **TABELA 2** e **3** representam a distribuição dos fundos de acordo com o benchmark.

TABELA 2: Distribuição dos fundos de gestão ativa de acordo com o *Benchmark* na base de dados

Benchmark	# de fundos	%
IBRX	79	10,4%
IBOVESPA	665	87,4%
IBRX-50	3	0,4%
IEE - ENERGIA	1	0,1%
ISE	9	1,2%
IFNC - FINANCEIRO	1	0,1%
ICON - CONSUMO	2	0,3%
IGC	1	0,1%
Total	761	98%

FONTE: Elaboração própria

TABELA 3: Distribuição dos fundos de gestão passiva de acordo com o *Benchmark*

Indexador	# de fundos	%
IBRX	9	15%
IBOVESPA	47	76%
IBRX-100	3	5%
IBRX-50	3	5%
Total	62	100%

FONTE: Elaboração própria

Adiante, é possível notar na **TABELA 3** que cerca de 23% dos fundos de gestão ativa possuíam patrimônio líquido acima da média (R\$118MM) no fechamento do ano de 2021. Enquanto isso, a **TABELA 4** mostra que 13% dos fundos de gestão passiva possuíam patrimônio acima da média (R\$465MM) no fechamento do ano de 2021.

TABELA 4: Distribuição do Patrimônio Líquido dos fundos de Gestão Ativa

Estatística	Valor do PL (R\$mm)	">" %
Mínimo	0,79	
Médio	174	22,9%
Mediana	46	22,7%
Máximo	4.936	

FONTE: Elaboração própria

TABELA 5: Distribuição do Patrimônio Líquido dos fundos de Gestão Passiva

Estatística	Valor do PL (R\$mm)	">" %
Mínimo	0,24	
Média	465	12,9%
Mediana	118	50,0%
Máximo	14.051	

FONTE: Elaboração própria

Conforme é possível observar na **TABELA 6** abaixo, os fundos de gestão ativa possuíram uma taxa de administração média de 1,76% a.a. no final do ano de 2021. Enquanto isso, a **TABELA 7** mostra que os fundos de gestão passiva possuíram uma taxa de administração média de 0,55% a.a.. As estatísticas descritivas abaixo vão ao encontro do que pontua Sharpe (1991), ao afirmar que fundos de gestão ativa tendem a possuir taxas de administração maiores em razão dos seus maiores custos

TABELA 6: Distribuição da Taxa de Administração máxima de Fundos de Gestão Passiva

Estatística	Tx de Administração (a.a.)
Mínimo	0,00%
Média	1,76%
Mediana	2,00%
Máximo	8,50%
Desvio Padrão	1,10%

FONTE: Elaboração Própria

TABELA 7: Distribuição da Taxa de Administração máxima de Fundos de Gestão Passiva

Estatística	Tx de Administração (a.a.)
Mínimo	0,00%
Média	0,55%
Mediana	0,23%
Máximo	2,50%
Desvio Padrão	0,67%

FONTE: Elaboração Própria

3.2 MODELO

O critério de avaliação será baseado no *Alfa de Jensen*, realizado por Jansen (1968) e com aplicação realizada ao mercado brasileiro por Rochman e Eid Júnior (2006). O modelo avalia a geração/destruição de valor de um fundo de investimento a partir da existência de um alfa estatisticamente significativo, resultado de uma regressão do excesso de retorno do fundo contra o excesso de retorno de mercado para uma base de dados *cross-section*.

O modelo abaixo será estimado por MQO (Mínimo Quadrados Ordinários):

$$R_{jt} - R_{ft} = \alpha_j + \beta_j(R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{jt} \quad (1)$$

Em que:

- R_{jt} : Variação do valor da cota obtido pelo fundo j no mês t , em relação ao mês $t-1$.
- R_{ft} : Taxa DI acumulada referente ao mês t .
- $R_{jt} - R_{ft}$: Excesso de retorno do fundo
- α_j : Alfa de Jensen. Constante que representa a geração ou destruição de valor por parte do fundo.
- R_{mt} : Log-Retorno de mercado no mês t , em relação ao mês $t-1$, do índice adotado pelo fundo. Isto é, para fundos cujo *benchmark* ou índice a ser reproduzido é o Ibovespa, foi-se utilizado o Log-Retorno mensal do Ibovespa como R_{mt} , e assim sucessivamente.
- $(R_m - R_f)_t$: Excesso de retorno de mercado
- β_j : Sensibilidade do excesso de retorno do fundo para o excesso de retorno de mercado
- ε_{jt} : Termo de erro da regressão

A variação da cota do fundo (ou Retorno Bruto) será a variável escolhida em razão de ela refletir unicamente a capacidade do fundo e, especificamente, do seu gestor em superar seu *benchmark* a partir do *stock-picking*. Em outras palavras, uma avaliação que considere o retorno líquido dos fundos, isto é, descontada de taxas administrativas e de performance, estaria interessada em analisar a geração de valor para o investidor/cotista do fundo. A presente análise está interessada em se a alocação de ativos do fundo é capaz de superar o retorno do *benchmark* durante o seu período de existência.

A variável que representa o ativo *risk-free* (R_f) está representada pela taxa DI. O critério de escolha para taxa DI deve-se em razão de dois principais motivos. Em primeiro lugar, todos os fundos da amostra são brasileiros e possuem, como *benchmark*, índices brasileiros, indicando que o custo de oportunidade para o investimento nesses fundos deve, também, estar presente no Brasil, portanto. Além disso, a grande maioria dos ativos com baixíssima volatilidade no Brasil são remunerados por meio de ativos atrelados ao rendimento do CDI, tais como CDB, fundos DI, conta carteira de bancos digitais, entre outros.

A análise da geração de valor dos fundos ficará restrita a fundos que possuem, ao menos, 36 meses de retorno das cotas. A escolha se deu em razão do período referido estar incluso em dois momentos do mercado de ações no Brasil. Se tomarmos como referência o principal índice do mercado de ações brasileiro, IBOV, veremos que em 2020 e 2021 os retornos foram, respectivamente, 3% e -11,93% ao ano. No entanto, o ano de 2019 representou uma alta de 31,58%. Ou seja, essa janela de tempo permite observar, ao menos, o desempenho do gestor de um fundo ativo de ações em pelo menos dois cenários: um adverso, com queda e/ou crescimento pouco expressivo do mercado de ações, e um cenário de alta.

Dessa forma, a amostra fica restrita a 434 fundos, sendo 391 de gestão ativa e 43 de gestão passiva.

Em seguida, o resultado esperado da estimação será: 1) Boa parte, se não toda a parte, dos fundos de gestão passiva possuirá $\hat{\alpha}_j = 0$ e/ou estatisticamente não relevante. Para o critério de relevância estatística, serão considerados relevantes aqueles $\hat{\alpha}_j$ que possuírem $p\text{-valor} < 0,5\%$. Esse resultado esperado deve-se ao fato de seus retornos não serem superiores ao retorno de mercado, mas, sim, muito próximos, se não iguais a eles. No entanto, é esperado que uma grande parte deles não possua valores negativos e/ou estatisticamente relevantes. 2) Boa parte dos fundos de gestão ativa não apresentarão $\hat{\alpha}_j \geq 0$, o que irá ao encontro dos resultados de Rochman e Eid Júnior (2006), Jansen (1968), Castro (2007), e Minardi e Castro (2008).

Em relação à estimação $\hat{\beta}_j$, é esperado que assuma valores positivos e estatisticamente significantes ($p < 0,5\%$) para a maioria, se não totalidade, dos fundos da amostra. Isso se deve em razão de grande parte dos fundos estarem atrelados ao desempenho geral do mercado. Grande parte das vezes, fundos tendem a reproduzir a direção do *benchmark*. Em outras palavras, seu

Por fim, as regressões foram estimadas usando o *software add-in “RegressIt”*, utilizado por meio do *Microsoft Excel*.

4 RESULTADOS

4. RESULTADOS OBTIDOS

A partir de 434 regressões realizadas, os resultados obtidos estão na **TABELA 9**. Das regressões realizadas para fundos de gestão ativa, cerca de 22% delas resultavam em *Alfas de Jensen* estatisticamente significantes ($p < 0.5\%$), enquanto cerca de 19% dos fundos de gestão passiva foram capazes de gerar retornos estatisticamente significantes.

TABELA 8: Distribuição dos *Alfas de Jensen* de acordo com o tipo de gestão

<i>Distribuição Total dos Alfas</i>						
Positivos			Negativos		Total	
	Quantidade	%	Quantidade	%	Quantidade	%
Ativos	261	67%	130	33%	391	90%
Passivos	20	47%	23	53%	43	10%
Total	281	13%	153	9%	434	100%

FONTE: Elaboração Própria

TABELA 9: Distribuição dos Alfas Significativos de acordo com o tipo de gestão

<i>Alfas Significativos ($p < 5\%$)</i>						
Positivos			Negativos		Total	
	Quantidade	%	Quantidade	%	Quantidade	%
Ativos	53	14%	32	8%	85	20%
Passivos	3	7%	8	12%	11	3%
Total	56	13%	40	9%	96	22%

FONTE: Elaboração Própria

Entre os 391 de gestão ativa analisados, 22% deles obtiveram um *Alfa de Jensen* estatisticamente significativa. 53 fundos (14%) obtiveram retornos positivos e 32 fundos (8%) obtiveram retornos negativos. O resultado está em linha com o que foi apresentado e esperado na seção de metodologia.

Entre os 43 fundos de gestão passiva, 19% deles possuíam *Alfa de Jensen* estatisticamente significativa, apenas 3 deles (7%) obtiveram retornos positivos, enquanto 8 (12%) deles obtiveram retornos negativos. O resultado de retornos positivos está em linha com o que foi apresentado e

esperado na seção de metodologia. Em relação à quantidade de fundos que não obtiveram *Alfa de Jensen* estatisticamente significativa (81% deles), o resultado é esperado frente ao fato desses fundos apenas replicarem o desempenho de um índice, como estabelecido anteriormente neste trabalho. No entanto, a existência de 12% de fundos que estejam abaixo do retorno de mercado não era esperada frente ao que foi estabelecido na revisão de literatura e metodologia.

5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Diante da metodologia imposta e dos resultados encontrados, é possível estabelecer a existência de uma relação entre a gestão ativa de fundos de ações e a agregação de valor, uma vez que 14% dos fundos obtiveram retornos positivos e significantes. Além disso, é possível afirmar que, segundo a metodologia estabelecida, os fundos de gestão ativa estão mais atrelados à geração de valor, uma vez que 14% apresentaram *Alfa de Jensen* positivo e estatisticamente significativo, enquanto apenas 7% dos fundos de gestão passiva apresentaram tal resultado.

No entanto, para a maioria dos fundos de gestão ativa da amostra (78%), não houve uma agregação de valor frente ao *benchmark*, o que tende a aproximar o desempenho desses fundos ao fundo de gestão passiva, os quais apenas buscam replicar o índice, sem agregar um retorno excedente. Desse ponto de vista, diante da metodologia aplicada, é possível afirmar que, na média, a maioria dos fundos de gestão passiva não consegue agregar valor e, mesmo assim, acabam por recorrer a taxas de administração maiores do que os fundos de gestão passiva.

Diante da literatura apresentada, vale destacar como os resultados encontrados na presente monografia se encaixam com os resultados apresentados na literatura.

Em primeiro lugar, os presentes resultados vão ao encontro dos resultados obtidos por Jensen (1968), que analisou a capacidade de *Mutual Funds* superarem o mercado nos EUA entre o período de 1964 e 1968. O autor concluiu que, na média, os fundos não obtiveram desempenho superior ao de mercado no período, tanto para comparações realizando retorno líquidos e retornos brutos. Os resultados encontrados na presente monografia vão ao encontro do seu resultado, uma vez que a maioria dos fundos de gestão ativa (78%) não foi capaz de gerar *Alfa de Jensen* positivo e estatisticamente significativo durante o período analisado.

Além disso, os resultados também vão ao encontro do estudo de Rochman e Eid Júnior (2006). Os autores encontram evidência de geração de valor por parte dos fundos de gestão ativa no Brasil, apesar de serem minoria dentro dessa categoria. Os autores concluem que a escolha entre um fundo de investimento de gestão ativa e passiva não é evidente. Isso também é corroborado pelo presente trabalho, uma vez que fundos de ações de gestão ativa foram capazes de entregar retornos estatisticamente significativos e positivos, o que revela a possibilidade de obter retornos atraentes acima da média de mercado para tais casos.

O presente trabalho também corrobora o que foi encontrado por Minardi e Castro (2008), os quais afirmam que é possível a geração de valor por parte dos fundos de gestão ativa, apesar destes serem minoria dentre os fundos ativos.

Por fim, os resultados do presente trabalho também dialogam com Sharpe (1991). Os fundos de gestão ativa da amostra possuem evidência de geração de valor quando analisados por meio de seus retornos brutos. No entanto, como analisado no Capítulo 3, esses fundos também possuem taxas de administração maiores. Isso pode comprometer seus retornos líquidos e, portanto, diminuir o número de fundos de gestão ativa que geram retornos positivos e significativos, o que tenderia a tornar a gestão passiva mais atrativa nesse cenário.

6 CONCLUSÕES

6. CONCLUSÕES

O presente trabalho procurou realizar a comparação empírica do desempenho de fundos de ações de gestão ativa e passiva no Brasil por meio do critério de *Alfa de Jensen* entre os anos de 1996 e 2022.

De acordo com o modelo estabelecido na seção de metodologia o os resultados obtidos, conclui-se que existe evidência de que os fundos de gestão ativa são capazes de agregar valor e em quantidade maior do que fundos de gestão passiva.

No entanto, a grande maioria dos fundos de gestão ativa (78% da amostra) não apresentaram evidência de geração de excesso de retorno frente ao *benchmark* estabelecido. Portanto, isso tende a aproximar a gestão passiva e ativa de fundo de ações no que se refere a não agregação de valor frente ao *benchmark*.

Como observado ao longo do trabalho, os fundos de gestão ativa possuem, em média, taxas de administração maiores do que fundos de gestão passiva. Contudo, como mencionado anteriormente, existe uma similaridade na geração de retorno por grande parte desses fundos. Isso favoreceria os fundos que estão sob a gestão passiva, uma vez que eles possuem retornos semelhantes, ao custo menor.

Dito isso, a presente análise possui limitações. A presente análise não levou em consideração fundos que deixaram de existir ao longo do tempo, o que poderia aumentar ou diminuir a quantidade de fundos que apresentem geração de *Alfa de Jensen* estatisticamente significativa.

Além disso, também é possível relativizar os resultados obtidos. Um fator que pode apresentar um papel decisivo no desempenho de um fundo seria seu tamanho, isto é, seu patrimônio líquido, o que é comumente chamado de “ativos sob gestão”. Tal fator não se encontra na presente análise e pode vir a ser capaz de influenciar os retornos obtidos por um dado fundo, uma vez que fundos maiores podem arcar com maiores despesas relacionadas à aquisição de informação. Essas informações podem ser vitais na tomada de decisão do gestor de um portfólio e construção de uma estratégia.

Referências bibliográficas

Cartilha de Nova classificação de fundos. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (2015). Disponível em: < encurtador.com.br/gBIL4 > . Acesso em: 19 de jun. de 2021.

CASTRO, Bruno Ribeiro de. *Comparação do desempenho de fundos de ações ativos e passivos*. Tese (Mestrado em Economia) -Ibmec São Paulo, 2007, 36 p.

CASTRO, Bruno Ribeiro de. e MINARDI, Andrea M.A.F. "Comparação do desempenho de fundos de ações ativos e passivos". EnANPAD 2008 – Salvador/BA.

FAMA, Eugene. 1972. "Components of investment performance". Journal of Finance 27, no 3 (Jun): 551 – 567.

JENSEN, Michael. "The performance of mutual funds in the period 1945-1964". Journal of Finance. vol. 23, nº 2. 1968, pp. 389 - 416.

_____. "Some anomalous evidence regarding market efficiency." Journal of Financial Economics. vol. 6. 1978, pp. 95-101

MAESTRI, Cláudia O. N. M. e MALAQUIAS, Rodrigo F. "Aspectos do gestor, alocação de carteiras e desempenho de fundos no Brasil". Revista de Contabilidade & Finanças, USP, São Paulo, vol. 19, nº 76, 2018, pp. 82-96, jan/abr

Número de investidores na B3 cresce 92% em 2020; mulheres sobem 118%. Poder 360 (2021). Disponível em: < <https://www.poder360.com.br/economia/numero-de-investidores-na-b3-cresce-92-em-2020-mulheres-sobem-118/>>. Acesso em: 27 de jun. de 2021.

ROCHMAN, Ricardo R. e EID JUNIOR, William. (2006). "Fundos de investimento ativos e passivos no Brasil: comparando e determinando os seus desempenhos". EnANPAD 2006 – Salvador/BA.

SHARPE, W. F. "The arithmetic of active management", Financial Analysts' Journal, v.47, n.1, pp.7-9, 1991 jan/fev.

WERMERS, R. "Mutual fund performance: An empirical decomposition in stockpicking talent, style, transaction costs, and expenses", *Journal of Finance*, v.55,n.4, pp.1655-1695, aug., 2000.

APÊNDICE 1

APÊNDICE 1: Tabela de Resultados das regressões dos fundos ativos

Fundo (Gestão Ativa)	Alfa	p-valor (α)	stat-T (α)	Beta	p-valor (β)	stat-T (β)	R ²
4um Marlin Dividendos FIA	0,2%	22,8%	1,2	0,6	0,0%	18,6	0,8
4um Small Caps FIA	0,4%	18,1%	1,3	0,6	0,0%	13,4	0,7
Af Invest Minas FIA	0,2%	53,5%	0,6	0,7	0,0%	18,8	0,8
Al FIA	0,2%	55,8%	0,6	1,0	0,0%	23,2	1,0
Alfa Acoes Premium FIA	-0,1%	72,8%	-0,3	0,1	0,1%	3,5	0,4
Alfa FIC de FIA	-1,4%	0,0%	-9,1	1,0	0,0%	43,5	1,0
Alfa Top Acoes - Fc de FIA - IQ	-0,2%	32,8%	-1,0	0,9	0,0%	28,0	1,0
Alfamaís FIC de FIA	-0,8%	0,0%	-6,1	1,0	0,0%	48,6	1,0
Alocacao Acoes Phoenix FICFI	-0,2%	48,8%	-0,7	1,1	0,0%	21,6	0,9
Alocc Tna Acoes II Fc FIA	0,3%	19,3%	1,3	0,7	0,0%	21,6	0,9
Alpha Key CSHG Fc FIA	0,1%	85,6%	0,2	1,1	0,0%	13,6	0,9
Andbank Performance Acoes Fc FIA	0,2%	21,9%	1,2	0,8	0,0%	31,4	0,9
Apex Acoes 30 Bp Fc de FIA	0,0%	94,1%	-0,1	0,9	0,0%	28,9	0,9
Apex Acoes FICFI de Acoes	0,3%	18,7%	1,3	0,9	0,0%	28,6	0,9
Arazul Renoir FIA	-0,5%	13,3%	-1,5	0,8	0,0%	18,1	0,9
ARX FIA	0,4%	0,8%	2,7	1,0	0,0%	43,2	0,9
ARX Long Term Fc FIA	0,9%	0,0%	3,6	0,8	0,0%	22,0	0,9
Astro Smart FIA	0,0%	93,7%	0,1	0,9	0,0%	11,3	0,9
Athena Total Return Instituc FIA	0,3%	29,4%	1,1	0,8	0,0%	19,3	0,9
Atlas One Fc em Acoes	0,1%	69,7%	0,4	0,7	0,0%	18,4	0,9
Atlas One Master FIA	0,0%	94,6%	0,1	0,8	0,0%	18,2	0,9
Atmos Inst Fc FIA Visao Prev	0,0%	90,0%	0,1	0,9	0,0%	17,9	0,9
Az Quest Acoes Fc FIA	0,5%	0,3%	3,0	0,9	0,0%	32,9	0,9
Az Quest Compound Esg FIA	0,0%	91,1%	0,1	0,9	0,0%	24,9	1,0
Az Quest Small Mid Caps Fc FIA	0,7%	1,4%	2,5	0,8	0,0%	16,3	0,8
Az Quest Top Long Biased Fc FIA	0,4%	17,9%	1,4	0,8	0,0%	14,9	0,8
Azimut Vif Multiestrategia FIA	-0,3%	37,5%	-0,9	0,8	0,0%	16,1	0,9
Bahia Am II FIA	-0,1%	45,5%	-0,7	0,9	0,0%	41,7	1,0
Bahia Am Smid Caps Valor Master FIA	0,6%	0,7%	2,7	0,8	0,0%	23,2	0,9
Bahia Am Valuation Fc de FIA	0,3%	4,6%	2,0	0,9	0,0%	37,0	1,0
Bahia Am Valuation Master FIA	0,5%	0,1%	3,5	0,9	0,0%	36,0	1,0
Baltico FIA Bdr Nivel I	0,3%	9,3%	1,7	0,6	0,0%	25,2	0,9
Banrisul Indice FIA	-0,1%	15,7%	-1,4	1,0	0,0%	101,7	1,0
Banrisul Infra FIA	-0,5%	1,3%	-2,5	0,9	0,0%	31,0	0,9
Banrisul Performance FIA	-0,2%	14,2%	-1,5	0,9	0,0%	43,2	1,0
BB Acoes Ibovespa Ativo FICFI	-0,4%	0,0%	-4,3	1,0	0,0%	89,3	1,0
BB Acoes Multigestor Private Fc FI	0,2%	10,5%	1,6	0,9	0,0%	46,6	1,0
BB Acoes Retorno Total Fc	-0,3%	3,9%	-2,1	0,9	0,0%	47,5	1,0

FONTE: Elaboração Própria

APÊNDICE 1: Tabela de Resultados das regressões dos fundos ativos (continua)

Fundo (Gestão Ativa)	Alfa	p-valor (α)	stat-T (α)	Beta	p-valor (β)	stat-T (β)	R ²
BB Acoes Saude e Bem Estar Fc	-0,9%	2,8%	-2,3	0,9	0,0%	15,7	0,9
BB Ações Valor FICFIA	0,4%	25,0%	1,2	1,0	0,0%	22,6	1,0
BB Cap Acoes FI	-0,3%	3,6%	-2,1	0,9	0,0%	48,0	1,0
BB Multigestor Modulo Acoes FICFI	0,0%	98,5%	0,0	0,9	0,0%	30,2	1,0
BB Top Acoes Ibovespa Ativo FI	-0,2%	10,1%	-1,6	0,9	0,0%	69,8	1,0
Bbt FIA	-0,5%	4,1%	-2,1	0,9	0,0%	23,9	0,9
BNB Selecao FIA	-0,1%	21,7%	-1,2	0,9	0,0%	64,9	1,0
BNP Paribas Premium Equities Fc FIA	-0,1%	76,6%	-0,3	1,0	0,0%	26,0	1,0
Bnpp Action Fc FIA	0,3%	21,8%	1,2	0,6	0,0%	14,7	0,8
Bogari Value A Fc FIA	0,3%	56,0%	0,6	0,9	0,0%	14,4	0,9
Bogari Value D Fc de FIA	0,3%	31,0%	1,0	0,8	0,0%	19,9	0,9
Bogari Value Fc FIA	0,8%	0,2%	3,2	0,7	0,0%	20,3	0,8
Bogari Value G Fc FIA	0,2%	64,6%	0,5	1,0	0,0%	15,3	0,9
Bogari Value Master FIA	0,6%	2,7%	2,2	0,8	0,0%	18,9	0,9
Brad Fc de FIA Ibovespa Valuation	-0,1%	45,5%	-0,7	0,9	0,0%	41,7	1,0
Brad Fc de FIA Institucional Ibrx Alpha	0,0%	60,0%	-0,6	1,0	0,0%	82,2	1,0
Brad H Fc FIA Ibovespa Regimes de Prev	0,2%	59,0%	-0,5	1,0	0,0%	81,2	1,0
Bradesco Asset Fc de FIA Long Only	0,2%	26,9%	1,1	0,9	0,0%	37,4	1,0
Bradesco Ba FICFIA	-0,3%	0,0%	-5,8	1,0	0,0%	118,3	1,0
Bradesco Bj FICFIA 157	-0,3%	18,7%	-1,3	0,9	0,0%	31,4	0,9
Bradesco Fc FIA Dividendos Giuditta	0,0%	75,5%	-0,3	0,9	0,0%	43,3	1,0
Bradesco Fc FIA Long Only Agora	-0,2%	51,0%	-0,7	0,9	0,0%	19,4	0,9
Bradesco Fc FIA Valuation Fpm	0,0%	81,3%	-0,2	0,9	0,0%	32,6	1,0
Bradesco FIA Ibrx Multipatrocinado	0,0%	59,7%	0,5	1,0	0,0%	109,1	1,0
Bradesco FIA Institucional Ibrx Ativo	0,1%	23,6%	1,2	1,0	0,0%	113,9	1,0
Bradesco FIA Mid Small Caps	0,2%	23,1%	1,2	0,8	0,0%	26,7	0,9
Bradesco FIA Selecao	0,0%	83,4%	0,2	0,9	0,0%	43,4	1,0
Bradesco FIA Selection	0,3%	6,5%	1,9	0,9	0,0%	46,4	0,9
Bradesco FIA Super Acao	0,0%	75,6%	-0,3	1,0	0,0%	55,5	1,0
Bradesco FIC FIA Smart Allocation	-0,1%	45,0%	-0,8	0,9	0,0%	38,3	1,0
Bradesco FICFIA	-0,3%	0,0%	-5,1	1,0	0,0%	120,6	1,0
Bradesco FICFIA Ibovespa Ativo	0,0%	95,4%	0,1	0,9	0,0%	66,8	1,0
Bradesco FICFIA IV	-0,3%	0,0%	-5,8	1,0	0,0%	118,2	1,0
Bradesco FICFIA Maxi	-0,3%	0,0%	-5,9	1,0	0,0%	114,7	1,0
Bradesco H Fc FIA Acumulacao	-0,4%	0,0%	-3,9	0,9	0,0%	70,0	1,0
Bradesco H Fc FIA Aquamarine	0,1%	38,1%	0,9	0,8	0,0%	37,8	0,9
Bradesco H FI em Pibb - Acoes Ibrx-50	0,1%	91,0%	0,1	0,2	19,1%	1,3	0,1
Bradesco Prime Fc FIA Sml Plus	0,2%	57,0%	0,6	0,7	0,0%	15,9	0,8
Bradesco Prime FICFIA Active	0,0%	69,7%	0,4	0,9	0,0%	60,3	1,0
Bradesco Prime FICFIA Ibovespa Ativo	-0,1%	7,4%	-1,8	0,9	0,0%	90,0	1,0
Bradesco Private FIA Ibovespa Alavancado	0,0%	77,2%	0,3	0,9	0,0%	73,2	1,0

FONTE: Elaboração Própria

APÊNDICE 1: Tabela de Resultados das regressões dos fundos ativos (continua)

Fundo (Gestão Ativa)	Alfa	p-valor (α)	stat-T (α)	Beta	p-valor (β)	stat-T (β)	R ²
Bradesco Private FIA Ibovespa Ativo	0,2%	4,4%	2,0	1,0	0,0%	62,0	1,0
Bram FIA	0,0%	39,9%	0,8	1,0	0,0%	119,3	1,0
Bram FIA Ibrx Ativo	0,1%	27,0%	1,1	1,0	0,0%	103,0	1,0
Bram FIA Long Only	0,1%	63,0%	0,5	0,9	0,0%	22,5	0,9
Bram H FIA Institucional	0,0%	65,4%	0,4	1,0	0,0%	99,0	1,0
Brasil Plural Dividendos FIA	0,1%	63,6%	0,5	0,7	0,0%	17,0	0,8
Brasil Plural Estratégia Fc de FIA	0,0%	79,3%	0,3	0,9	0,0%	35,7	0,9
BRB FIA Índice Ativo	-0,5%	0,0%	-3,8	0,8	0,0%	50,7	0,9
BTG Pactual Andromeda FIA	0,1%	17,9%	1,3	1,0	0,0%	64,9	1,0
BV Top Mult Estilos Acoes FI	0,2%	25,1%	1,2	1,0	0,0%	42,8	1,0
BV Value Selection Acoes Fc FI	0,1%	79,6%	0,3	0,8	0,0%	24,5	0,9
Ca Indosuez Alloc Action Fc FIA	0,0%	97,5%	0,0	0,7	0,0%	23,0	0,9
Caixa FIA Brasil Ibrx - 50	-0,3%	49,3%	-0,7	0,2	9,6%	1,7	0,1
Caixa FIA Ibovespa Ativo	-0,4%	0,0%	-4,8	1,0	0,0%	77,3	1,0
Caixa FIA Ibrx Ativo	-0,3%	0,2%	-3,2	1,0	0,0%	74,8	1,0
Carteira Corporativa 98 FICFIA	0,2%	12,8%	1,5	0,8	0,0%	37,3	1,0
Cfo Rv Fc de FIA	0,3%	2,7%	2,2	0,8	0,0%	32,6	0,9
Claritas Valor Feeder Fc FIA	0,4%	4,1%	2,1	0,9	0,0%	26,6	0,9
Composite Acoes FIA	0,1%	40,2%	0,8	0,7	0,0%	39,9	0,9
Constancia Fundamento FIA	0,5%	1,1%	2,6	0,8	0,0%	26,4	0,9
CSHG All Equitas Selection Fc FIA	-0,4%	47,2%	-0,7	1,1	0,0%	14,8	0,9
CSHG Allocation Miles Virtus Fc FIA	0,6%	23,2%	1,2	0,8	0,0%	12,5	0,9
CSHG Allocation Reach Fc FIA	0,1%	81,0%	0,2	1,0	0,0%	19,2	0,9
CSHG Allocation Tork Fc FIA	0,3%	61,2%	0,5	1,0	0,0%	14,3	0,9
CSHG Portfolio Acoes Fc FIA	0,0%	84,6%	0,2	0,6	0,0%	16,0	0,9
CSHG Top Acoes Fc FIA	0,3%	1,5%	2,5	0,8	0,0%	49,0	0,9
CSHG Verde Am Strategy II Fc FIA	0,3%	7,0%	1,8	1,0	0,0%	41,0	0,9
Ctm Estratégia FIA	0,3%	40,4%	0,8	0,4	0,0%	7,1	0,6
Cultinvest Valor FIA Livre	0,1%	60,1%	0,5	0,9	0,0%	33,8	0,9
Daycoval Ibovespa Ativo FIA	-0,2%	41,0%	-0,8	0,8	0,0%	25,7	0,9
Delta FIA	0,0%	100,0%	0,0	0,8	0,0%	28,3	0,9
Dracena FIC FIA	0,3%	11,2%	1,6	0,9	0,0%	34,3	0,9
E2m Intrust FIA	0,3%	43,9%	0,8	0,7	0,0%	12,9	0,8
Elite FIA	0,2%	26,6%	1,1	0,8	0,0%	47,6	0,9
Equitas Selection Fc FIA	0,6%	5,7%	1,9	0,9	0,0%	16,1	0,8
Equitas Selection Inst Fc FIA	0,2%	50,3%	0,7	0,9	0,0%	18,8	0,9
Evc FIA Bdr Nivel I	0,2%	47,6%	0,7	0,8	0,0%	17,5	0,8
Executive Top FIA	0,0%	90,1%	0,1	0,7	0,0%	13,4	0,8
Fator Acoes FIC FIA	0,3%	26,4%	1,1	0,8	0,0%	22,3	0,9
Fator Master FIA	0,2%	40,6%	0,8	0,9	0,0%	20,7	0,9
Fc de FIA Acumulacao 157	-0,2%	7,7%	-1,8	1,0	0,0%	76,3	1,0

FONTE: Elaboração Própria

APÊNDICE 1: Tabela de Resultados das regressões dos fundos ativos (continua)

Fundo (Gestão Ativa)	Alfa	p-valor (α)	stat-T (α)	Beta	p-valor (β)	stat-T (β)	R ²
FIA BRB Petrovale	0,3%	47,1%	0,7	1,1	0,0%	19,4	0,8
FIA Toxo	-0,3%	33,5%	-1,0	1,0	0,0%	25,2	1,0
FIA Walpas	0,1%	80,4%	0,2	1,3	0,0%	13,7	0,8
Figi FIA	-2,5%	3,0%	-2,2	0,9	0,0%	5,2	0,4
Finacap Mauritsstad FIA	0,4%	11,2%	1,6	1,0	0,0%	22,7	0,9
Focus FIA Bdr Nivel I	-0,1%	73,6%	-0,3	0,3	0,0%	4,4	0,4
Forpus Acoes Fc FIA	1,4%	16,7%	1,4	1,1	0,0%	7,1	0,6
Forpus Koi FIA	1,3%	30,1%	1,0	0,9	0,0%	5,2	0,6
Franklin Ibx - FIA	0,0%	86,4%	0,2	1,0	0,0%	86,1	1,0
Franklin Maxi Acoes FIA	0,1%	36,7%	0,9	0,9	0,0%	49,4	1,0
Franklin Val e Liq Fvl Fc de FIA	0,4%	5,8%	1,9	0,5	0,0%	19,5	0,8
Frontier Long Only Inst Master FIA	0,4%	15,4%	1,4	0,8	0,0%	18,0	0,9
Frontier Long Only Institucional Fc FIA	0,1%	66,9%	0,4	0,8	0,0%	18,0	0,9
Fundamenta FIA	0,2%	35,9%	0,9	0,8	0,0%	24,1	0,9
G5 Allocation Equities FIC FIA	0,0%	88,9%	0,1	0,8	0,0%	26,4	0,9
Genial Acoes Fc FIA	-0,3%	29,2%	-1,1	0,9	0,0%	25,3	1,0
Geracao Futuro Ativacoes FIA	-0,1%	72,3%	-0,4	0,9	0,0%	25,3	0,9
Geracao Futuro FIA Investpost	-0,2%	42,3%	-0,8	0,8	0,0%	20,2	0,9
Geracao Futuro L Par FIC FIA	0,3%	44,4%	0,8	1,2	0,0%	21,0	0,9
Geracao LPar FIA	9,7%	23,8%	1,2	2,6	3,2%	2,2	0,2
Geral Asset Long Term FIA	0,0%	91,2%	0,1	0,8	0,0%	24,7	0,9
Geral Dividendo FIA	-0,4%	13,1%	-1,5	0,8	0,0%	22,6	0,9
Grou Valor Fc FIA	0,4%	2,1%	2,3	0,9	0,0%	30,5	0,9
Gti Dimona Brasil FIA	0,9%	1,2%	2,5	1,1	0,0%	20,6	0,8
Guia FIA	-0,2%	59,7%	-0,5	0,8	0,0%	17,7	0,9
Guide Valor FIA	-0,3%	28,9%	-1,1	0,8	0,0%	20,3	0,9
Ibiuna Equities 30 Fc de FIA	0,1%	69,0%	0,4	1,0	0,0%	24,3	1,0
Ibiuna Equities Fc de FIA	0,3%	18,8%	1,3	0,9	0,0%	26,3	0,9
Ibiuna Equities Master FIA	0,5%	2,3%	2,3	0,9	0,0%	25,2	0,9
Icatu Vanguarda Acoes Ibx FI	-0,1%	16,1%	-1,4	1,0	0,0%	116,7	1,0
Icatu Vanguarda Dividendos FIA	0,2%	12,4%	1,5	0,8	0,0%	35,4	0,9
Impacto Valuat FIA Bdr Nivel I	0,4%	8,0%	1,8	0,8	0,0%	23,8	0,9
Inter Selection Acoes Fc FIA	-0,1%	75,1%	-0,3	0,6	0,0%	17,4	0,8
Inter+ Ibovespa Ativo FIA	0,9%	35,8%	0,9	0,9	0,0%	6,2	0,6
Itau Acoes Blue Fc	-0,4%	0,0%	-4,7	0,9	0,0%	89,3	1,0
Itau Acoes Dunamis Fc	0,2%	33,1%	1,0	0,9	0,0%	29,4	1,0
Itau Acoes Ibovespa Ativo Fc	-0,1%	38,0%	-0,9	1,0	0,0%	86,1	1,0
Itau Acoes Ibrx Ativo FICFI	-0,3%	1,5%	-2,4	0,9	0,0%	64,0	1,0
Itau Acoes Momento 30 Fc	0,1%	54,0%	0,6	0,8	0,0%	28,8	0,9
Itau Acoes Momento 30 II Fc	0,1%	45,1%	0,8	0,8	0,0%	28,6	0,9
Itau Acoes Multiacoes Fc	0,0%	68,6%	-0,4	1,0	0,0%	88,0	1,0

FONTE: Elaboração Própria

APÊNDICE 1: Tabela de Resultados das regressões dos fundos ativos (continua)

Fundo (Gestão Ativa)	Alfa	p-valor (α)	stat-T (α)	Beta	p-valor (β)	stat-T (β)	R ²
Itau Acoes Phoenix Fc	-0,1%	85,4%	-0,2	1,0	0,0%	22,3	0,9
Itau Acoes Sel Multifundos Fc	0,1%	35,3%	0,9	0,9	0,0%	53,1	1,0
Itau Acoes Strategy Fc	-0,1%	11,0%	-1,6	1,0	0,0%	84,6	1,0
Itau Caixa Acoes FI	0,0%	98,5%	0,0	1,0	0,0%	132,6	1,0
Itau Classe Mundial Acoes Fc	0,2%	61,8%	0,5	0,1	16,6%	1,4	0,1
Itau Dunamis Master FIA	0,4%	6,0%	1,9	0,9	0,0%	28,3	1,0
Itau Fof Long Bias FICFIA	0,1%	27,6%	1,1	0,6	0,0%	28,7	0,9
Itau Fof Master Long Bias 92 FIA	0,1%	73,2%	0,3	0,7	0,0%	22,9	1,0
Itau Fof Master Long Bias FIA	0,3%	4,5%	2,0	0,6	0,0%	27,9	0,9
Itau Fof Rpi Acoes Ibovespa Ativo Fc	0,3%	2,2%	2,3	0,9	0,0%	52,5	1,0
Itau Fof Rpi Master Acoes Ibov Ativo FI	0,1%	54,3%	0,6	0,9	0,0%	44,4	1,0
Itau Ibovespa Ativo Master FIA	0,1%	46,3%	0,7	1,0	0,0%	80,3	1,0
Itau Ibovespa Select Acoes FICFI	-0,3%	0,0%	-4,7	1,0	0,0%	95,0	1,0
Itau Ibrx Ativo Master FIA	0,1%	21,6%	1,2	1,0	0,0%	89,5	1,0
Itau Inst Acoes Fof Multigestor X FI	0,4%	4,9%	2,0	0,8	0,0%	30,1	0,9
Itau Institucional Acoes Phoenix Fc	0,0%	85,7%	0,2	0,9	0,0%	25,3	0,9
Itau Momento Acoes Fc	0,6%	1,0%	2,6	0,9	0,0%	25,4	0,9
Itau Momento II Acoes FI	0,8%	0,0%	3,8	0,9	0,0%	25,4	0,9
Itau Personnalite Acoes Ibrx Ativo FICFI	-0,3%	0,1%	-3,2	1,0	0,0%	81,0	1,0
Itau Phoenix Acoes FI	0,8%	0,1%	3,3	0,9	0,0%	23,4	0,9
Itau Private Acoes Ibrx Ativo Dunamis Fc	0,0%	95,2%	0,1	1,0	0,0%	74,9	1,0
Itau Private Acoes Ibrx Ativo FICFI	-0,1%	30,7%	-1,0	1,0	0,0%	74,1	1,0
Itau Private Ativo Acoes Fc	0,0%	90,4%	-0,1	1,0	0,0%	94,2	1,0
Itau Private Genesis Acoes Fc	0,0%	96,2%	0,0	1,0	0,0%	24,0	1,0
Itau Private Mult Acoes FICFI	0,2%	12,3%	1,5	0,8	0,0%	39,4	0,9
Itau Private Select Acoes FICFI	-0,1%	62,4%	-0,5	0,9	0,0%	65,8	1,0
Itau S Jgp Eq Ex 30 Fc Acoes	0,0%	89,1%	-0,1	0,8	0,0%	20,6	0,9
Itau Sel Multifundos Long Bias Acoes Fc	0,0%	88,9%	-0,1	0,7	0,0%	26,7	1,0
Itau Sele Multifundos Genesis Fc Acoes	0,0%	87,9%	-0,2	1,0	0,0%	23,9	1,0
Itau Valor Acoes FI	0,1%	40,2%	0,8	1,0	0,0%	39,5	0,9
Itau Vertice Acoes Dunamis Fc	0,1%	78,3%	0,3	0,9	0,0%	20,5	1,0
Jpp FIA	0,4%	13,8%	1,5	0,8	0,0%	18,5	0,8
Kapitalo Tarkus Fc FIA	0,5%	18,8%	1,3	1,0	0,0%	20,1	0,9
Kinea Acoes Institucional FIA	0,3%	16,3%	1,4	1,0	0,0%	30,9	1,0
Kiron Fc FIA	0,2%	59,9%	0,5	1,0	0,0%	21,0	0,9
Kiron Institucional FIA	0,2%	59,7%	0,5	1,1	0,0%	20,3	0,9
Lis Value FIA	0,7%	9,9%	1,7	0,6	0,0%	11,0	0,8
M. Safra Equities Fc FIA - Bdr Nivel I	0,1%	83,1%	0,2	0,8	0,0%	16,2	0,9
M. Safra Equities FIA - Bdr Nivel I	0,7%	3,4%	2,1	0,7	0,0%	14,3	0,8
Maam FIA Bdr Nivel I	0,3%	23,9%	1,2	0,5	0,0%	14,2	0,8
Maitaca Acoes FIC FIA	-0,6%	7,9%	-1,8	0,9	0,0%	18,6	0,9

FONTE: Elaboração Própria

APÊNDICE 1: Tabela de Resultados das regressões dos fundos ativos (continua)

Fundo (Gestão Ativa)	Alfa	p-valor (α)	stat-T (α)	Beta	p-valor (β)	stat-T (β)	R ²
Manager Brasil Capital Fc FIA	0,0%	92,1%	0,1	1,0	0,0%	19,5	0,9
Mandatto Cons. Renda Variavel FIA	0,1%	66,6%	0,4	0,9	0,0%	24,3	1,0
Mapfre FIA	0,1%	55,7%	0,6	1,0	0,0%	36,4	0,9
Mapfre FIA Small	0,6%	5,0%	2,0	0,9	0,0%	17,2	0,8
Meta Valor FIA	-0,1%	49,9%	-0,7	1,1	0,0%	43,8	1,0
Metodo Amz FIA	-0,5%	8,2%	-1,8	0,6	0,0%	14,0	0,8
Miles Virtus CSHG Fc FIA	0,6%	22,7%	1,2	0,8	0,0%	12,5	0,9
Miles Virtus Master FIA	0,8%	8,9%	1,7	0,8	0,0%	12,5	0,9
Mim-104 FICFI em Acoes	0,1%	70,2%	0,4	0,9	0,0%	30,0	1,0
Mirae Asset Discovery FIA	0,5%	1,1%	2,6	1,0	0,0%	32,3	0,9
Mirae Asset Ibov Ativo Gold FIA	0,5%	1,1%	2,4	1,0	0,0%	33,3	1,0
Mirae Asset Ibovespa Ativo FIA	0,0%	96,8%	0,0	1,0	0,0%	45,7	1,0
Moat Capital FIA Master	0,6%	22,5%	1,2	1,3	0,0%	18,3	0,9
Moat Capital FIC FIA	0,8%	2,5%	2,3	1,1	0,0%	23,1	0,9
Mobi FIA Ie	0,0%	99,0%	0,0	1,9	0,0%	5,1	0,6
Mopyata FIA	0,0%	95,0%	0,1	0,9	0,0%	19,7	0,9
Multigestor Acoes Fc FIA	0,0%	77,3%	-0,3	0,9	0,0%	42,9	1,0
Multinvest FIA	0,1%	73,4%	0,3	0,9	0,0%	24,7	0,9
Navi Institucional Fc de FIA	0,4%	3,8%	2,1	0,9	0,0%	27,6	0,9
Neo Argo Long And Short C Fc FIA	-0,1%	60,2%	-0,5	0,1	0,0%	4,0	0,5
Neo Argo Long And Short C Master FIA	0,1%	35,0%	0,9	0,1	0,0%	4,0	0,5
Neo Future II Fc FIA	-0,3%	67,5%	-0,4	0,9	0,0%	9,4	0,8
Neo Future Master FIA	0,4%	56,8%	0,6	0,9	0,0%	9,0	0,8
Neo Navitas B FIC FIA	0,0%	96,1%	0,0	0,9	0,0%	13,6	0,9
Neo Navitas Fc em Acoes	0,3%	41,0%	0,8	0,8	0,0%	16,1	0,8
Neo Navitas Master FIA	0,4%	26,2%	1,1	0,8	0,0%	14,5	0,8
Nest FIA	0,0%	42,5%	0,8	1,0	0,0%	167,5	1,0
Novus Acoes Institucional Fc FIA	-0,1%	79,1%	-0,3	1,3	0,0%	21,2	0,9
Oceana Selection 30 e Fc FIA	0,2%	40,3%	0,8	1,0	0,0%	29,9	1,0
Oceana Valor 30 Fc FIA	0,2%	15,9%	1,4	1,0	0,0%	54,3	1,0
Oceana Valor A FIC FIA	0,3%	1,8%	2,4	0,9	0,0%	51,9	1,0
Oceana Valor Fc FIA	0,5%	0,0%	4,6	0,9	0,0%	54,3	1,0
Oceana Valor Master FIA	0,5%	0,0%	3,9	0,9	0,0%	54,0	1,0
Ori Capital II FIC FIA	-0,5%	18,7%	-1,3	0,8	0,0%	15,4	0,9
Ori Capital II Master FIA	-0,6%	19,7%	-1,4	0,9	0,0%	15,6	0,9
Patria Pipe Feeder Institucional Fc FIA	0,9%	13,2%	1,5	0,9	0,0%	10,9	0,8
Patria Pipe Master FIA	1,3%	4,7%	2,0	0,9	0,0%	10,2	0,7
Per Value FIA	0,5%	36,5%	0,9	1,1	0,0%	14,7	0,8
Perfin Foresight Institucional Fc FIA	0,0%	85,1%	0,2	0,7	0,0%	19,4	0,9
Perfin Foresight Master FIA	0,5%	4,1%	2,1	0,7	0,0%	19,1	0,9
Phantom FIC FIA	0,2%	37,5%	0,9	0,9	0,0%	33,1	1,0

FONTE: Elaboração Própria

APÊNDICE 1: Tabela de Resultados das regressões dos fundos ativos (continua)

Fundo (Gestão Ativa)	Alfa	p-valor (α)	stat-T (α)	Beta	p-valor (β)	stat-T (β)	R ²
Pilotis FIA	1,3%	0,0%	4,2	0,4	0,0%	8,8	0,7
Planner Advanced FIA	0,0%	96,7%	0,0	0,9	0,0%	28,8	0,9
Plural Acoes Fc FIA	0,3%	28,8%	1,1	0,9	0,0%	29,5	0,9
Porto Seguro Acoes Fc	0,0%	92,1%	-0,1	0,9	0,0%	32,9	0,9
Porto Seguro Corporativo Valor FICFIA	0,1%	41,6%	0,8	0,8	0,0%	31,5	0,9
Porto Seguro Master FIA	0,2%	37,3%	0,9	1,0	0,0%	33,0	0,9
Porto Seguro Selecta FICFI em Acoes	-0,1%	77,6%	-0,3	0,9	0,0%	29,3	0,9
Porto Seguro Selecta II FIC FIA	-0,3%	26,4%	-1,1	0,9	0,0%	24,1	1,0
Porto Seguro Selecta Master FIA	0,0%	88,5%	-0,1	0,9	0,0%	23,6	1,0
Privatto FIA	-0,3%	42,8%	-0,8	1,1	0,0%	19,0	0,8
Prl FIA	-0,3%	45,8%	-0,7	1,0	0,0%	16,3	0,9
Proprio Capital FIA	0,0%	93,6%	-0,1	1,0	0,0%	16,6	0,9
Pwm Acoes FICFI	0,1%	54,8%	0,6	0,8	0,0%	22,5	0,9
Quantitas FI A Montecristo Bdr Nivel I	0,4%	16,2%	1,4	0,9	0,0%	22,2	0,9
Queluz Valor FIA	0,1%	71,4%	0,4	0,7	0,0%	21,7	0,9
Rational Investor FIA	1,0%	0,6%	2,8	0,9	0,0%	17,9	0,9
Real Investor Fc FIA - Bdr Nivel I	0,7%	1,2%	2,5	0,8	0,0%	17,6	0,8
Rio Acoes FIA	0,4%	10,1%	1,7	0,8	0,0%	20,0	0,9
Rio Bravo Fundamental FIA	0,3%	27,4%	1,1	0,7	0,0%	19,6	0,8
Rio Verde Small Caps FIA	0,4%	21,2%	1,3	0,9	0,0%	17,6	0,8
Rji Wegos Valor FIA	0,2%	56,8%	0,6	0,8	0,0%	16,2	0,9
Rps FIA Selection Master	0,3%	19,1%	1,3	1,0	0,0%	34,8	1,0
Rps FIC FIA Selection	0,1%	62,7%	0,5	1,0	0,0%	35,1	1,0
Safra Consumo Fc FIA	0,1%	65,7%	0,4	0,8	0,0%	24,2	0,8
Safra Consumo Master FIA	0,1%	86,7%	0,2	1,0	0,0%	10,6	0,9
Safra Consumo Pb Fc FIA	-0,1%	94,1%	-0,1	1,0	0,0%	10,6	0,9
Safra Dividendos FIA	0,0%	83,0%	0,2	0,9	0,0%	29,8	0,9
Safra Equity Portfolio Master FIA	0,2%	56,9%	0,6	0,9	0,0%	23,0	0,9
Safra Equity Portfolio Pb Fc FIA	0,0%	94,8%	-0,1	0,9	0,0%	22,8	0,9
Safra Faraday Acoes Fc FIA	0,0%	95,5%	0,1	0,9	0,0%	18,2	0,9
Safra Faraday Acoes M Fc FIA	0,1%	72,7%	0,4	0,9	0,0%	18,3	0,9
Safra Fc FIA Bdr Nivel I	0,9%	8,5%	1,7	-0,1	29,1%	-1,1	0,1
Safra Index Alocacao Fc FIA	0,0%	4,2%	-2,1	1,0	0,0%	406,2	1,0
Safra Index Master FIA	0,0%	6,6%	-1,9	1,0	0,0%	373,5	1,0
Safra Infraestrutura FIA	-0,4%	11,3%	-1,6	0,9	0,0%	22,5	0,9
Safra Lagrange I Fc FIA Bdr-Nivel I	-0,2%	45,4%	-0,7	1,0	0,0%	25,8	0,9
Safra Private FIA	0,2%	30,8%	1,0	1,0	0,0%	37,6	0,9
Safra Selection Fc FIA	0,0%	87,8%	0,2	0,8	0,0%	30,4	0,9
Safra Setorial Bancos Fc FIA	0,4%	8,7%	1,7	0,9	0,0%	29,2	0,9
Safra Setorial Bancos Master FIA	-0,1%	88,9%	-0,1	1,2	0,0%	18,2	0,9
Safra Setorial Bancos Pb Fc FIA	-0,2%	68,1%	-0,4	1,2	0,0%	18,2	0,9

FONTE: Elaboração Própria

APÊNDICE 1: Tabela de Resultados das regressões dos fundos ativos (continua)

Fundo (Gestão Ativa)	Alfa	p-valor (α)	stat-T (α)	Beta	p-valor (β)	stat-T (β)	R ²
Safra Small Cap Master FIA	0,0%	91,3%	0,1	0,9	0,0%	15,6	0,8
Sant Acoes Ibovespa Ativo Supremo Fc FI	-0,2%	0,1%	-3,4	1,0	0,0%	100,3	1,0
Sant Ethical Acoes Sustent Special Fc FI	-0,2%	10,8%	-1,6	0,8	0,0%	38,1	0,9
Sant FICFI Selecao Max Acoes	0,0%	74,2%	0,3	0,9	0,0%	52,9	1,0
Sant Selecao Cresc Senior Acoes Fc FI	0,4%	7,3%	1,8	0,9	0,0%	35,3	0,9
Sant Selecao Cresc Supremo Acoes Fc FI	0,0%	86,6%	-0,2	0,8	0,0%	26,7	0,9
Santander Acoes Dividendos Fc FI	0,1%	60,4%	0,5	0,9	0,0%	25,9	0,9
Santander Acoes Dividendos FI	0,2%	33,3%	1,0	0,9	0,0%	25,9	0,9
Santander Alocacao Acoes Valor FI	0,1%	51,9%	0,6	0,8	0,0%	40,5	0,9
Santander Ethical Acoes Sust FI	0,0%	83,7%	-0,2	0,8	0,0%	37,7	0,9
Santander Fc FI Onix Acoes	-0,5%	0,0%	-7,5	1,0	0,0%	89,9	1,0
Santander Fc FIA	-0,2%	0,9%	-2,6	1,0	0,0%	95,3	1,0
Santander FI Ibovespa Ativo Instit Acoes	0,1%	20,3%	1,3	1,0	0,0%	84,4	1,0
Santander FI Ibrx Acoes	0,1%	53,6%	0,6	1,0	0,0%	44,4	0,9
Santander Pb Bap Acoes FI	0,2%	32,7%	1,0	0,9	0,0%	33,9	0,9
Santander Pb Interacao Acoes Fc FI	0,2%	24,2%	1,2	0,8	0,0%	36,1	0,9
Santander Selecao Acoes FI	0,3%	14,3%	1,5	0,9	0,0%	31,9	0,9
Schroder Best Ideas FIA	0,1%	66,1%	0,4	1,0	0,0%	32,3	1,0
Schroder Ibovespa Plus Fc FIA	-0,1%	48,3%	-0,7	0,9	0,0%	57,3	1,0
Secretario FIA	0,0%	92,7%	-0,1	0,7	0,0%	18,7	0,9
Set FIA	0,4%	11,1%	1,6	0,8	0,0%	26,1	0,9
Sharp Ibovespa Ativo Feeder Fc FIA	0,3%	3,3%	2,1	0,9	0,0%	48,4	1,0
Sicredi Schroders Ibovespa FIA	0,0%	79,5%	-0,3	1,0	0,0%	62,5	1,0
Solidus FIA	0,2%	36,4%	0,9	0,9	0,0%	26,2	0,9
Somma Brasil FIA	-0,1%	50,8%	-0,7	0,9	0,0%	32,3	0,9
Somma Fundamental FIA	-0,1%	63,5%	-0,5	1,0	0,0%	33,8	1,0
Somma Premium Fc de FIA	-0,2%	20,6%	-1,3	1,0	0,0%	50,5	1,0
Somma Selection Fc de FIA	-0,3%	31,5%	-1,0	1,0	0,0%	27,3	1,0
Spx Apache FIC FIA	0,1%	41,4%	0,8	0,9	0,0%	36,7	1,0
Spx Falcon Master FIA	0,6%	0,5%	2,9	0,5	0,0%	14,8	0,8
Spx Patriot FIC FIA	0,2%	15,3%	1,4	0,8	0,0%	33,8	1,0
Spx Patriot Master FIA	0,5%	0,5%	2,8	0,8	0,0%	28,4	0,9
Stk Long Only FIA	0,0%	91,7%	0,1	0,8	0,0%	22,5	0,9
Studio 15 Fc FIA	0,1%	69,4%	0,4	0,9	0,0%	23,6	0,9
Studio Institucional Fc de FIA	0,4%	5,3%	2,0	0,7	0,0%	24,5	0,9
Sul America Equities FIA	-0,1%	77,5%	-0,3	0,9	0,0%	22,3	0,9
Sul America Familia Previdencia FIA	0,7%	17,2%	1,4	1,0	0,0%	13,5	0,8
Sul America Fv FIA	0,1%	70,5%	0,4	1,0	0,0%	25,7	0,9
Sul America Total Esg FIA	0,3%	22,5%	1,2	0,8	0,0%	20,8	0,9
Tempo Capital 60 Fc de FIA	0,4%	1,9%	2,4	0,9	0,0%	33,6	0,9
Tempo Capital Manaca Fc de FIA	0,7%	0,1%	3,5	0,7	0,0%	28,1	0,8

FONTE: Elaboração Própria

APÊNDICE 1: Tabela de Resultados das regressões dos fundos ativos (continua)

Fundo (Gestão Ativa)	Alfa	p-valor (α)	stat-T (α)	Beta	p-valor (β)	stat-T (β)	R ²
Thunderstruck FIA	-0,2%	73,4%	-0,3	0,8	0,0%	11,1	0,8
Tna Acoes III Fc de FIA	0,1%	58,8%	0,5	0,8	0,0%	23,7	0,9
Tna Estrategico FIA	0,4%	12,6%	1,5	0,8	0,0%	22,9	0,9
Trancoso Ibovespa FIC FIA	0,0%	90,9%	-0,1	0,8	0,0%	24,6	0,9
Trend Ibovespa Alavancado FIA	-0,1%	59,9%	-0,5	2,0	0,0%	107,1	1,0
Trigono Flagship Small C Master FIA	2,5%	1,0%	2,7	0,8	0,0%	6,5	0,7
Truxt I Valor Institucional FIC FIA	0,4%	28,9%	1,1	0,9	0,0%	16,8	0,9
Truxt II Valor Institucional FICFIA	0,4%	28,3%	1,1	0,9	0,0%	16,8	0,9
Truxt Valor Master FIA	0,9%	6,9%	1,9	0,9	0,0%	11,9	0,8
Truxt Valor Master Inst FIA	0,7%	9,1%	1,7	0,9	0,0%	16,8	0,9
UBS Equity Multimanager FICFI em Acoes	-0,1%	63,6%	-0,5	0,7	0,0%	28,8	1,0
UBS Equity Multimanager Portfolio FIA	0,2%	15,4%	1,4	0,7	0,0%	27,7	0,9
Ultra Performance Ctm FIA - Bdr Nivel 1	0,7%	59,2%	0,5	0,6	0,1%	3,5	0,5
Valentin FIA Bdr Nivel I	0,1%	81,7%	0,2	0,6	0,0%	16,3	0,8
Venom Fc FIA	0,1%	53,3%	0,6	0,8	0,0%	33,7	1,0
Ventor Acoes FIA	0,5%	1,2%	2,5	0,9	0,0%	30,0	0,9
Verde Am Ehb FIA	-0,2%	26,1%	-1,1	0,0	88,3%	0,1	0,0
Verde Am Long Bias Master FIA	0,4%	27,6%	1,1	0,7	0,0%	14,5	0,8
Verde Am Performance FIA	-0,1%	18,1%	-1,3	1,0	0,0%	61,0	1,0
Verde Am Strategy II Master FIA	0,3%	1,9%	2,4	0,9	0,0%	54,9	1,0
Vic Equitas Selection Fc de FIA	-0,3%	53,3%	-0,6	1,1	0,0%	15,5	0,9
Vic Rv Fc de FIA	0,4%	1,6%	2,4	0,8	0,0%	32,6	0,9
Vinci Fatorial Dinamico FIA	0,2%	35,4%	0,9	0,8	0,0%	22,9	0,9
Vinci Gas Discovery Master FIA	0,6%	6,0%	1,9	0,7	0,0%	15,6	0,8
Vinci Gas Dividendos FIA	0,2%	30,2%	1,0	0,6	0,0%	23,3	0,9
Vinci Mosaico FIA	0,7%	0,4%	3,0	0,8	0,0%	18,8	0,8
Vinci Mosaico Institucional FIA	0,8%	0,3%	3,0	0,8	0,0%	18,8	0,8
Vinci Selecao Dividendos FIA	0,5%	2,5%	2,3	0,8	0,0%	21,9	0,9
Vinci Selection Equities FIA	0,2%	11,5%	1,6	0,7	0,0%	28,9	0,9
Vinland Long Only Fc FIA	0,5%	9,8%	1,7	0,9	0,0%	24,7	1,0
Vinland Long Only Master FIA	0,8%	1,6%	2,5	0,9	0,0%	23,2	1,0
Vokin Aconcagua Master Long Only FIA	1,1%	0,3%	3,1	0,7	0,0%	13,1	0,8
Vokin Gbv Aconcagua Fc de FIA	-0,1%	85,2%	-0,2	0,8	0,0%	15,4	0,8
Vokin K2 Long Biased FIA	0,3%	47,6%	0,7	0,7	0,0%	12,5	0,8
Wa Acoes Ibov Ativo Silver FICFI	-0,3%	0,0%	-3,8	1,0	0,0%	100,9	1,0
Wa Acoes Ibov Ativo Star FICFI	-0,2%	0,1%	-3,5	1,0	0,0%	105,1	1,0
Wa Ibovespa Ativo FIA	0,1%	15,0%	1,4	1,0	0,0%	104,5	1,0
Wa Prev Ibrx Alpha Master Acoes FI	-0,1%	17,6%	-1,4	1,0	0,0%	72,9	1,0
Wa Prev Ibrx Ativo Acoes FI	0,0%	74,2%	-0,3	1,0	0,0%	104,5	1,0
Warren Usa FIA	0,6%	34,3%	1,0	0,4	0,0%	5,0	0,6
We Cfj FIA	0,1%	78,5%	0,3	0,6	0,0%	10,1	0,6

FONTE: Elaboração Própria

APÊNDICE 1: Tabela de Resultados das regressões dos fundos ativos (conclusão)

Fundo (Gestão Ativa)	Alfa	p-valor (α)	stat-T (α)	Beta	p-valor (β)	stat-T (β)	R ²
Western Asset Prev Ibrx Alpha Acoes Fc F	-0,1%	21,2%	-1,3	1,0	0,0%	66,5	1,0
Wm Ibovespa Plus FIA	-0,4%	12,2%	-1,6	0,9	0,0%	25,2	0,9
Wm Multigestor Acoes Fc FIA	0,1%	74,4%	0,3	0,8	0,0%	33,2	0,9
Xp Investor 30 FIC FIA	0,3%	45,2%	0,8	1,0	0,0%	19,1	0,9
Xp Investor 30 Master FIA	0,6%	13,1%	1,5	1,0	0,0%	18,4	0,9
Xp Investor FIA	0,5%	1,2%	2,5	0,9	0,0%	29,9	0,9
Xp Investor Ibovespa Ativo Fc FIA	0,2%	47,2%	0,7	1,0	0,0%	31,7	1,0
Xp Investor Ibovespa Ativo Master FIA	0,4%	11,5%	1,6	1,0	0,0%	29,1	1,0
Xpa Acoes Fc de FIA	-0,2%	21,2%	-1,3	0,9	0,0%	39,2	1,0
Zenith Hayp FIA	0,1%	85,4%	0,2	1,2	0,0%	10,5	0,7
Zenith Vitoria Regia Regia FIA	0,2%	65,5%	0,4	0,8	0,0%	13,3	0,8
BB Acoes Consumo Fc FI	-0,2%	1,5%	-2,4	1,0	0,0%	97,6	1,0
BB Acoes Energia FI	-0,1%	76,4%	-0,3	0,5	0,0%	21,5	0,8
BB Acoes Sustentabilidade FIC FIA	-0,1%	6,8%	-1,8	1,0	0,0%	144,5	1,0
BB Top Acoes Indice Sustentab Empres FIA	0,1%	1,9%	2,4	1,0	0,0%	145,5	1,0
BB Top Acoes Setor Financeiro FI	0,1%	62,8%	0,5	1,0	0,0%	72,3	1,0
BB Top Acoes Setorial Consumo FI	-0,1%	30,0%	-1,0	1,0	0,0%	97,6	1,0
Bradesco FIA Zinco	0,0%	95,5%	-0,1	1,0	0,0%	78,1	1,0
Bradesco FIC FIA Governanca Corporativa	-0,2%	1,1%	-2,6	1,0	0,0%	67,1	1,0
Bradesco H FIA Sri	-0,2%	7,8%	-1,8	1,0	0,0%	51,9	1,0
Caixa FIA Ise	-0,1%	0,0%	-4,9	1,0	0,0%	221,6	1,0
Itau Excelencia Social Acoes FI	0,0%	63,3%	0,5	1,0	0,0%	60,8	1,0
Itau Priv Excelencia Social Acoes FICFI	0,0%	68,0%	-0,4	1,0	0,0%	64,7	1,0
Wa Acoes Sustent Empresarial FICFI	-0,4%	0,0%	-6,9	1,0	0,0%	112,3	1,0
Wa Sustentabilidade Empresarial FIA	-0,2%	0,0%	-4,3	1,0	0,0%	110,9	1,0

FONTE: Elaboração Própria

APÊNDICE 2: TABELA de Resultados das regressões dos fundos passivos

Fundo (Gestão Passiva)	Alfa	p-valor (α)	stat-T (α)	Beta	p-valor (β)	stat-T (β)	R ²
Atmos Terra FIA	-0,1%	57,1%	-1,3	1,0	0,0%	488,5	1,0
BB Acoes Bolsa Brasileira Fc FI	-0,2%	19,9%	-1,1	1,0	0,0%	203,5	1,0
BB Acoes Ibovespa Indexado Fc FI	-0,9%	91,9%	-1,5	0,2	0,0%	9,4	0,5
BB Cap Ibovespa Indexado FIA	0,1%	4,7%	2,0	0,9	0,0%	84,1	1,0
BB Previdencia Acoes Ibrx FI	-0,1%	0,0%	-3,9	1,0	0,0%	436,0	1,0
BB Top Acoes Ibovespa Indexado FI	0,1%	83,1%	0,2	0,7	0,0%	18,3	0,8
Blackrock Inst Ibovespa FIA	-0,4%	16,9%	-1,4	0,5	0,0%	11,2	0,7
Bradesco Fc de FIA Ibovespa Agora	0,0%	13,1%	-1,5	1,0	0,0%	1082,0	1,0
Bradesco FIA Ibovespa Plus	-0,3%	0,0%	-5,9	1,0	0,0%	158,1	1,0
Bradesco FICFIA Ibovespa Indexado	-0,1%	1,7%	-2,4	1,0	0,0%	152,5	1,0
Bradesco H FIA Ibovespa	-0,8%	0,1%	-3,4	0,4	0,0%	13,8	0,6
Bradesco Prime FICFIA Ibrx-50	-0,1%	12,9%	-0,5	1,0	0,0%	223,4	1,0
Bradesco Prime FICFIA Index	0,0%	92,7%	0,1	1,0	0,0%	84,2	1,0
Bradesco Private FICFIA Ibovespa	0,0%	70,0%	0,4	1,0	0,0%	201,4	1,0
Bram FIA Ibovespa	-0,4%	2,7%	-2,2	0,8	0,0%	29,9	0,9
Bram FIA Ibrx-50	0,0%	44,7%	0,8	1,0	0,0%	274,5	1,0
Bram H FIA Ibovespa Gestao	0,2%	1,6%	2,4	0,9	0,0%	81,2	1,0
Bram H FIA Passivo Ibrx	0,0%	47,7%	-0,7	1,0	0,0%	168,0	1,0
Caixa FIA Brasil Etf Ibovespa	-0,1%	10,2%	-1,7	1,0	0,0%	120,9	1,0
Caixa FIA Brasil Indexa Ibovespa	-0,3%	11,3%	-6,4	1,0	0,0%	124,4	1,0
Caixa FIC Acoes e-Fundo Ibovespa	0,0%	36,9%	0,9	1,0	0,0%	122,8	1,0
Caixa FIC Acoes Ibovespa	0,0%	36,9%	0,9	1,0	0,0%	122,8	1,0
Comshell Concha FIA	0,1%	27,2%	1,1	1,0	0,0%	78,7	1,0
Enerprev FIA	0,0%	36,0%	0,9	1,0	0,0%	160,3	1,0
FIA Funepp	-0,2%	70,9%	-0,3	1,0	0,0%	177,3	1,0
FIA Ibovespa 157	-0,1%	10,2%	-1,7	1,0	0,0%	125,5	1,0
FIA Index	-0,7%	61,1%	-0,7	0,0	61,1%	0,5	0,1
Itau Acoes Index Ibov FICFI	0,1%	6,6%	1,8	1,0	0,0%	188,0	1,0
Itau Index Acoes Ibovespa FI	0,2%	0,4%	3,0	0,9	0,0%	88,3	1,0
Itau Index Acoes Ibrx FI	0,3%	18,6%	1,3	0,7	0,0%	19,8	0,8
Itau Index Ibovespa 1 FIA	-0,1%	12,4%	-0,9	1,0	0,0%	840,3	1,0
Itau Indice Acoes Ibovespa FICFI	0,0%	58,9%	-0,5	1,0	0,0%	169,1	1,0
Itau Private Acoes Index Ibovespa FICFI	0,0%	45,8%	-0,7	1,0	0,0%	172,2	1,0
Itau Vertice Ibovespa Equities FIA	0,0%	7,8%	1,8	1,0	0,0%	714,1	1,0
Itau Vertice Ibovespa Index FICFI Acoes	0,0%	96,4%	0,0	1,0	0,0%	184,1	1,0
Nucleos IV BNP Paribasfia	0,0%	66,1%	-0,4	1,0	0,0%	87,1	1,0
Porto Seguro Prev Priv Master FIA	-0,2%	29,9%	1,0	1,0	0,0%	509,5	1,0
Santander Fc FI Indice Bovespa Acoes	0,0%	81,1%	0,2	1,0	0,0%	221,4	1,0
Santander FI Ibovespa Passivo Acoes	0,2%	10,0%	1,7	0,9	0,0%	63,0	1,0
Santander FIA Mirante	0,2%	66,1%	0,4	0,9	0,0%	18,0	0,9
Sharp Continente FIA	0,0%	90,5%	0,1	1,0	0,0%	101,9	1,0
Turquoise Previsiemens Plan FIA Prev	-0,1%	60,0%	-0,5	0,9	0,0%	33,9	1,0
Warren Brasil FIA	0,1%	84,9%	0,1	0,0	84,9%	0,2	0,0

FONTE: Elaboração Própria