



Grupo de Pesquisa em  
**Gestão e Planejamento Econômico-Financeiro**  
Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ

## Teste da Hipótese de Persistência: Fundos de Investimento no Brasil, 2010-13

Vitor M. A. da Fonseca

### **Textos para Discussão**

**No. 7 – junho, 2019.**

O GPEF é um grupo de pesquisa criado na Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) com foco em gestão financeira, economia empresarial, administração pública, e planejamento econômico-financeiro.

Os **Textos para Discussão** têm como objetivo principal fazer circular resultados de pesquisas teóricas e aplicadas nas áreas de atuação do GPEF-UFRJ, tanto no meio acadêmico, como fora dele. As opiniões e conclusões expressas nos **Textos** são de responsabilidade dos autores e não representam, necessariamente, as opiniões do GPEF ou da UFRJ. Todas as solicitações e comentários referentes aos **Textos para Discussão** devem ser dirigidos ao coordenador do GPEF:

Manuel Alcino Ribeiro da Fonseca (mfonseca@facc.ufrj.br).

**Web address:** <http://modelosfinanceiros.com.br/publicacoes/>

## **Textos para Discussão**

**No. 7 – junho, 2019.**

### **Título**

Teste da Hipótese de Persistência:  
Fundos de Investimento no Brasil, 2010-13

### **Autores**

Vitor M. A. da Fonseca\*

\* MBA em Finanças e Gestão de Risco, Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ.

**Resumo:** As pesquisas desenvolvidas sobre a hipótese de persistência na gestão de fundos de investimento têm apresentado resultados conflitantes, e o principal objetivo deste trabalho é fazer uma contribuição, no contexto brasileiro, à discussão sobre a possibilidade, ou não, de gestores serem capazes de obter de forma consistente ganhos acima da média de desempenho dos fundos de investimento. O principal resultado é que, com base nas informações disponíveis para os fundos selecionados, podemos concluir que existe persistência de performance nos períodos analisados – ou seja, a hipótese nula de coeficiente de correlação zero entre estes dois períodos é rejeitada.

**Palavras-chave:** Hipótese de persistência, Fundos de investimento no Brasil, Coeficiente de correlação de Spearman.

**Abstract:** The international research on the hypothesis of persistence in the management of mutual funds has presented conflicting results, and the main objective of this work is to make a contribution, in the Brazilian context, to the discussion about whether or not managers are able to consistently achieve gains above the average performance of mutual funds. The main result is that, based on the information available for the selected funds, we can conclude that there is indeed persistence of performance in the periods analyzed - that is, the null hypothesis of zero correlation coefficient between these two periods is rejected.

**Key-words:** Hypothesis of persistence, Mutual funds in Brazil, Spearman correlation coefficient.

# Teste da Hipótese de Persistência: Fundos de Investimento no Brasil, 2010-13\*

Vitor M. A. da Fonseca  
MBA em Finanças e Gestão de Risco  
Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ  
vitor@posteo.net

## 1. Introdução

Nos mercados financeiros, se observa que maiores rentabilidades são acompanhadas por maiores riscos. Portanto, para obter ganhos maiores, os investidores têm que aceitar um maior nível de risco. No entanto, aqueles que investem em fundos de investimento podem se beneficiar dos resultados obtidos por gestores e gestoras profissionais que, utilizando conhecimento técnico específico, montam carteiras com o objetivo de maximizar lucro e minimizar risco. Há informações de que, entre os investidores, prevalece a visão de que estratégias de investimento que tiveram ganhos no passado serão também ganhadoras no futuro. Adicionalmente os gestores, por sua vez, procuram transmitir essa visão aos clientes. Logo, não se encontra muito questionamento por parte do grande público quanto à noção de que existe uma correlação positiva entre ganhos passados e ganhos futuros.

O conceito de persistência pode ser definido como a capacidade de um fundo se manter sistematicamente entre aqueles com melhor desempenho em períodos sucessivos. Em outras palavras, um fundo é considerado persistente se por períodos consecutivos de tempo, mostrou retornos acima da média em relação aos fundos semelhantes. As pesquisas desenvolvidas sobre este tema têm apresentado resultados conflitantes, e o principal objetivo deste trabalho é fazer uma contribuição, no contexto brasileiro, à discussão sobre a possibilidade, ou não, de gestores serem capazes de obter de forma consistente ganhos acima da média de desempenho dos fundos de investimento.

Depois desta introdução, uma revisão bibliográfica é apresentada sobre este tema. Posteriormente, na Seção 3, a metodologia adotada neste estudo é colocada, juntamente com a discussão dos resultados obtidos. Finalmente, a Seção 4 inclui as conclusões obtidas.

## 2. Revisão Bibliográfica

Fundos de investimento são portfólios de ativos administradas por gestores e gestoras profissionais que, através de conhecimento técnico específico, procuram montar carteiras com o objetivo de maximizar lucro e minimizar risco. Nos mercados financeiros, se verifica que maiores rentabilidades andam de mãos dadas com maiores riscos. Ou seja, para obter ganhos maiores, os investidores têm que aceitar um maior nível de risco. Iquiapaza e Fonseca (2012) verificaram que a demanda por fundos de investimentos é afetada pelo cenário econômico já que os investidores tomam suas decisões influenciados por sua aversão ao risco – portanto, em cenário de crise, os valores investidos em ativos mais voláteis tendem a diminuir.

---

\*Este texto foi baseado em trabalho de conclusão do curso de Economia da Universidade Federal Fluminense-UFF, orientado pela Prof.<sup>a</sup> Lilian Simone Aguiar da Silva.

Investidores em fundos de investimento detêm certo número de cotas. No tipo mais comum de fundo, o número total de cotas é variável (fundos abertos). Esse total pode aumentar quando investidores compram mais cotas, e diminuir quando investidores resgatam parte das suas cotas. Existem, por outro lado, fundos de investimento com número fixo de cotas, que são transacionadas no mercado de ações – o caso mais importante é o dos *exchange traded funds* (ETFs), que geralmente seguem um determinado índice. Esses fundos têm como vantagem em relação a fundos de investimento tradicionais a redução dos custos de administração (Hull, 2012).

Uma análise com o objetivo de procurar indícios de persistência de desempenho nos fundos de investimento se dá através da escolha de uma amostra de fundos de investimento e a delimitação de intervalos de tempo que servirão para concluir se os ganhadores em um primeiro período perpetuaram-se como ganhadores em um segundo. Esta análise é realizada através de um índice de desempenho, que possibilita tratar de forma objetiva a avaliação dos fundos (Andaku e Pinto, 2003).

Segundo Kahn e Rudd (1995), existe a visão popular de que ganhadores passados serão ganhadores futuros. Ainda segundo os autores, publicações destinadas a destacar os ganhadores passados prosperaram ao ponto de se tornarem importantes sinalizadores para os clientes sobre quais seriam os melhores gestores de fundos. Adicionalmente os gestores, por sua vez, usam estas publicações para provarem suas qualidades aos clientes. Não se encontra muito questionamento por parte do grande público quanto à noção de que existe uma correlação positiva entre ganhos passados e ganhos futuros.

Santos *et al.* (2009) definem persistência como a capacidade de um fundo se manter sistematicamente entre os fundos com melhor desempenho em períodos sucessivos. De forma semelhante, Droms e Walker (2001) afirmam que um fundo é considerado persistente se por períodos consecutivos, mostrou retornos acima da média em relação aos fundos semelhantes. Sahu, Kleiman e Callaghan (1998), por sua vez, propõem que a análise de desempenho de fundos de investimento seria importante por pelo menos dois motivos. O primeiro é que o desempenho de um fundo seria levado em consideração pelos investidores ao decidirem como alocar seus recursos entre os fundos. O segundo motivo é que sinais de persistência de performance em fundos de investimentos serviriam para testar a validade da hipótese de eficiência de mercado.

Xavier (2008) ilustra a dificuldade do investidor em escolher um fundo de investimento. Segundo ele, nem todos os investidores têm recursos para avaliarem a performance de fundos de investimento. Ele comenta sobre a necessidade de estudos que possam fornecer a esses investidores as informações que precisam na tomada de decisão sobre em que fundo investir. Matos e Nave (2012) sugerem existir sinais de persistência de performance em fundos de investimentos e que esta existiria graças à qualidade dos gestores desses fundos.

Por outro lado, Carhart (1997) conclui não existir evidência de persistência em fundos de investimentos. Este autor afirma que, usando-se uma amostra livre de viés de sobrevivência, é possível demonstrar que fatores como retornos de ações e despesas com investimentos explicam quase que completamente a persistência em fundos de investimentos. Segundo ele, a única persistência ainda não explicada seria a dos maiores perdedores em fundos de investimentos.

Elton, Gruber e Blake (1996) afirmam que quase todos os estudos sobre fundos de investimentos sofrem de viés de sobrevivência e por isso os resultados destes estudos apresentam performance exagerada. Eles obtêm estimativas de viés de sobrevivência para que possam ser usados como *benchmarks*, e assim determinar a extensão de viés nos estudos que não abordam o fator de viés de sobrevivência. Bollen e Whaley (2009), por outro lado, ressaltam que, se a exposição ao risco de fundos variar com o tempo, os ganhos anormais podem não ser suficientes para comprovar persistência de performance. A variação do risco que os gestores estão dispostos a aceitar frente a diferentes cenários macroeconômicos cria uma dificuldade na avaliação de

performance.

Giacomoni, (2010) procurou sinais de persistência em cenário econômico de crise. Ele utilizou a razão de Sharpe para atribuir uma classificação (*ranking*) dos fundos e utilizou o coeficiente de correlação de Spearman para checar a presença de persistência nos fundos entre os períodos de tempos delimitados (usou períodos mensais e trimestrais). O autor segregou os fundos entre os 15% melhor ranqueados e os 85% restantes. As conclusões obtidas por Giacomoni (2010) foram:

“(…) o sub-período com evidências mais fortes de persistência é o período de tendência de queda. Este sub-período apresentou os índices de correlação mais fortes tanto nos rankings mensais quanto nos trimestrais e em qualquer nível do ranking (15% melhor colocados e 85% restantes).

“O período de tendência de alta apresentou persistência apenas nos rankings dos fundos 85% pior colocados, porém com um índice de correlação bastante fraco (0,141 para rankings mensais e 0,130 para rankings trimestrais).”

Soongswang e Sanohdontree (2011) afirmam que apesar de alguns investidores apresentarem certa habilidade de selecionar fundos por investirem em fundos com bom desempenho, em um mercado eficiente, os gestores de fundos não podem vencer o mercado e resultados superiores seriam provenientes de sorte. Os autores argumentam que, em tempos recentes, a hipótese de um mercado eficiente foi posta em dúvida e apontam estudos que obtiveram sucesso em encontrar sinais de persistência. Também afirmam que a razão de Sharpe é a ferramenta mais usada e conhecida para medir performance em fundos de investimentos. Estes autores utilizaram métodos tradicionais de medição de performance como a razão de Sharpe, a razão de Treynor e o alpha de Jensen,. Adicionalmente, utilizaram também a técnica DEA (Data Envelopment Analysis).

Os resultados conflitantes entre as pesquisas divulgadas pelos autores mencionados anteriormente faz deste trabalho uma contribuição válida, no contexto brasileiro, na discussão sobre a possibilidade, ou não, de gestores serem capazes de obter de forma consistente ganhos acima da média de desempenho dos fundos de investimento. Com base na literatura consultada, adota-se, no presente estudo, a razão de Sharpe para avaliação de persistência de retorno de fundos de investimento.

### **3. Metodologia Usada e Resultados Obtidos**

Neste estudo, foram selecionados 38 fundos pertencentes à categoria “Ações Livre”, segundo a definição adotada pela ANBIMA, dentre os 102 fundos com maiores patrimônios líquidos. Os fundos foram selecionados por possuírem os maiores patrimônios líquidos de acordo com dados disponíveis em março de 2013. O objetivo do critério adotado para a escolha dos fundos é obter aqueles com maior representatividade na categoria “Ações Livre”. Foram excluídos fundos que investem em cotas de fundos de investimentos, ou seja, fundos que utilizam o seu patrimônio na compra de cotas de outros fundos. Isto foi feito para evitar distorções -- em especial, dupla contagem que poderia resultar de incluir um determinado fundo e outro que investisse em cotas desse mesmo fundo.

Além disso, fundos que não possuíam observações mensais durante todo o período usado neste estudo também foram excluídos da análise para manter coerente a base de dados para os cálculos pertinentes ao estudo. O período selecionado transcorre de maio de 2010 a abril de 2013, totalizando assim 36 meses separados em 2 períodos. De acordo com Andaku e Pinto (2003), a

exclusão de fundos que não possuam observações mensais durante todo o período estudado pode gerar “viés de sobrevivência”. Mas, de acordo com os autores, esse viés teria influência mínima no resultado.

Um aspecto relevante do período escolhido para o estudo é que essa seleção teve como objetivo agregar fundos de grande patrimônio líquido na análise, pois um período maior de tempo levaria à exclusão de muitos fundos representativos (grande patrimônio líquido), e à necessidade de incluir no estudo fundos com patrimônio líquido relativamente baixo. O período de maio de 2010 a abril de 2013 foi dividido em dois subperíodos. O primeiro entre maio de 2010 e outubro de 2011, e o segundo entre novembro de 2011 e abril de 2013. Tendo assim como resultado, dois subperíodos de 18 meses. Os fundos selecionados são apresentados no Apêndice 1.

### 3.1. Descrição dos indicadores financeiros

A razão de Sharpe foi usada para avaliar o desempenho dos fundos por ser este indicador, provavelmente, o mais usual em trabalhos da área, sendo também de simples entendimento. Foi escolhida a taxa Selic para representar o ativo livre de risco a ser usado no cálculo da razão de Sharpe. Não existe consenso geral sobre qual é o melhor indicador de retorno livre de risco a ser usado no Brasil, sendo a caderneta de poupança defendida por alguns (ver Andaku e Pinto, 2003). Uma vantagem da taxa Selic é que ela corresponde ao padrão internacional -- ou seja, utilização de um título de curto prazo da administração pública federal como ativo sem risco. No presente estudo, optou-se por esta alternativa.

As taxas de rentabilidade dos fundos selecionados foram obtidas de um site de informações financeiras,<sup>†</sup> enquanto a taxa Selic teve como fonte o Banco Central -- foi usada a série com código 4390 no site do Banco (“Taxa de juros - Selic acumulada no mês”).<sup>‡</sup> Para cada um dos subperíodos usados no estudo, foi calculada a média geométrica da taxa Selic.

### 3.2. Descrição do método estatístico

O coeficiente de correlação de Spearman foi utilizado para testar a persistência de desempenho dos fundos de ações nos dois períodos selecionados (ver Andaku e Pinto, 2003). O coeficiente de Spearman é um indicador não paramétrico e, segundo Press et. al. (1988), um coeficiente de correlação não paramétrico é mais robusto do que o coeficiente de correlação tradicional (paramétrico), além de ser também mais robusto em relação a deficiências nos dados. Foi utilizado o programa Excel para o cálculo do coeficiente de correlação de Spearman, cuja fórmula utilizada se encontra abaixo.

$$\rho = 1 - \frac{6\sum d_i^2}{n(n^2-1)} \quad (1)$$

São incluídos na fórmula (1):  $\rho$ : coeficiente de correlação de Spearman,  $n$ : número de fundos,  $d_i$ : diferença da posição do fundo na ordenação do 1º período para o 2º período. Inicialmente, os fundos foram classificados de acordo com a razão de Sharpe nos dois períodos previamente definidos, e então foi calculado o coeficiente de correlação de Spearman. O resultado encontrado permite, através de um teste de hipótese, avaliar a existência, ou não, de persistência dos fundos entre os dois períodos de tempo previamente estabelecidos.

A classificação dos fundos de acordo com a razão de Sharpe se encontra no Apêndice 2. A Tabela 1 contém os resultados para o primeiro período usado na análise: maio de 2010 a outubro de 2011. A Tabela 2 apresenta os resultados para o segundo período: novembro de 2011 a abril de

<sup>†</sup> Foram usados dados disponíveis no site [www.comparacaodefundos.com](http://www.comparacaodefundos.com). As mesmas informações podem ser obtidas da CVM ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)), que fornece dados para o valor das cotas dos fundos de investimento.

<sup>‡</sup> [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br).

2013. Estas informações foram usadas para calcular o coeficiente de Spearman.

Os elementos do teste de hipótese estão colocados a seguir:  $H_0: \rho = 0$  ( $\rho$  representa o coeficiente de correlação);  $H_1: \rho \neq 0$ ; a estatística do teste, que tem distribuição  $t$  com  $n - 2$  graus de liberdade (Press *et al.*, 1988) é:

$$t = r \sqrt{\frac{n-2}{1-r^2}} \quad (2)$$

Nesta expressão,  $r$  representa o resultado para o coeficiente de correlação de Spearman e  $n$  é o número de fundos incluídos na análise. O resultado encontrado para o coeficiente de Spearman foi 0,467338, e a estatística do teste forneceu como resultado 3,171693. Com nível de significância de 0,01 (1%), o valor crítico obtido da distribuição  $t$  é 2,71949. Logo, a hipótese nula é rejeitada -- o valor  $p$  é 0,003094 (0,3094%). Portanto, com base nas informações disponíveis para os fundos selecionados, podemos concluir que existe persistência de performance nos dois períodos analisados -- ou seja, a hipótese nula de coeficiente de correlação zero entre os dois períodos analisados é rejeitada.

A conclusão obtida neste trabalho é coerente com parte dos trabalhos na área de avaliação de persistência de desempenho em fundos de investimento. Sendo conflitante com outra parte dos trabalhos desta área. Esse resultado era esperado levando-se em conta a diversidade dos artigos utilizados como referência neste estudo.

#### 4. Conclusões

Pesquisas sobre fundos de investimento que foram ganhadores em períodos passados prosperaram ao ponto de se tornarem importantes sinalizadores para os investidores sobre quais seriam os melhores gestores de fundos. Adicionalmente, os gestores, por sua vez, usam estas publicações para provarem suas qualidades aos clientes. Não se encontra muito questionamento quanto à noção de que existe uma correlação entre ganhos passados e ganhos futuros por parte do grande público, que assume que um investidor que se mostrou um ganhador no passado terá maiores chances de ser um ganhador no futuro. No entanto, sob um ponto de vista técnico, estas questões estão relacionadas ao conceito de persistência aplicado a fundos de investimento.

Neste contexto, pode-se definir persistência como a capacidade de um fundo se manter sistematicamente entre os fundos com melhor desempenho em períodos sucessivos. Portanto, caso a persistência seja comprovada, uma análise histórica dos resultados de fundos de investimentos serviria como ferramenta importante na determinação de competência de um gestor.

Nesta direção, o presente estudo avaliou 38 fundos da categoria “Ações Livre” empregando a razão de Sharpe como indicador para classificação de desempenho ao longo de 36 meses, divididos em dois sub-períodos de 18 meses (maio de 2010 a outubro de 2011, e novembro de 2011 a abril de 2013), com a taxa Selic usada para representar o ativo livre de risco. O coeficiente de Spearman, empregado para determinar existência de correlação entre as ordenações dos dois períodos, apresentou valor de 0,467338.

A estatística do teste forneceu como resultado 3,171693, com nível de significância de 0,01 (1%), e o valor crítico obtido da distribuição  $t$  foi 2,71949, sendo, portanto, rejeitada a hipótese nula de coeficiente de correlação zero entre os dois períodos analisados, indicando que existe persistência de performance nestes períodos. A conclusão obtida neste trabalho é coerente com parte dos trabalhos na área de avaliação de persistência de desempenho em fundos de investimento. Sendo conflitante com outra parte dos trabalhos desta área, o que era esperado levando-se em conta

a diversidade dos artigos utilizados como referência neste estudo.

No entanto deve ser destacado que esta conclusão, de existência de persistência, não pode ser generalizada de forma arbitrária. Ou seja, ela se aplica de forma mais específica ao período usado na análise e às ferramentas utilizadas (razão de Sharpe e coeficiente de Spearman).

## **APÊNDICE 1 : FUNDOS DE INVESTIMENTOS UTILIZADOS NA PESQUISA**

ARGOS FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO  
INVESTIMENTO NO EXTERIOR

ARGUCIA INCOME FUNDO DE INVESTIMENTO EM ACOES

ASCESE FUNDO DE INVESTIMENTOS EM AÇÕES

ATMOS MÁSTER FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES

BIRD FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES - INVESTIMENTO NO EXTERIOR

CSHG CEREJEIRA EQUITY FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

CSHG CLIQUE FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

CSHG VERDE EQUITY MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

DYNAMO COUGAR FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

FPRV DYN UIRAPURU FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES PREVIDENCIÁRIO

FRANKLIN TEMPLETON VALOR E FVL - FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES

FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES SANTA RITA INVESTIMENTO NO EXTERIOR

FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES DIVIDENDOS 114

FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES FUNDAMENTALISTA GP-114

FUNDO DE INVESTIMENTO EM ACOES WPA I INVESTIMENTO NO EXTERIOR

FUNDO DE INVESTIMENTO JABURÁ AÇÕES

GERAÇÃO FUTURO L. PAR FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

IP PARTICIP MASTER FI AÇÕES BDR NIVEL I BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS  
DTVM SA

IP-VALUE HEDGE MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES BDR NÍVEL I

ITAÚ MOMENTO AÇÕES - FUNDO DE INVESTIMENTO

ITAÚ VALOR AÇÕES - FUNDO DE INVESTIMENTO

JGP INSTITUCIONAL - FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

JGP MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

LINCE PLUS AÇÕES - FUNDO DE INVESTIMENTO

M SQUARE AÇÕES CSHG MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

OPPORTUNITY SELECTION MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

PARTNER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES - INVESTIMENTO NO EXTERIOR

POLO - FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

SKOPOS MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

SQUADRA MASTER LONG-BIASED FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

SQUADRA MASTER LONG-ONLY FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

STUDIO MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

TARPON CSHG MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

TEMPO CAPITAL PRINCIPAL FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES

TNAD FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

VINCI GAS FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

VINCI GAS LONG-BIASED MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

VINCI GAS LONG-ONLY MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

## APÊNDICE 2: CLASSIFICAÇÃO SEGUNDO A RAZÃO DE SHARPE

**Tabela 1: Primeiro Período - maio de 2010 a outubro de 2011**

	Fundos
1	IP-VALUE HEDGE MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES BDR NÍVEL I
2	SQUADRA MASTER LONG-BIASED FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
3	CSHG VERDE EQUITY MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
4	BIRD FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES - INVESTIMENTO NO EXTERIOR
5	TARPON CSHG MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
6	M SQUARE AÇÕES CSHG MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
7	ATMOS MÁSTER FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES
8	SQUADRA MASTER LONG-ONLY FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
9	FPRV DYN UIRAPURU FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES PREVIDENCIÁRIO
10	TNAD FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
11	DYNAMO COUGAR FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
12	ASCESE FUNDO DE INVESTIMENTOS EM AÇÕES
13	STUDIO MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
14	SKOPOS MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
15	JGP INSTITUCIONAL - FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
16	IP PARTICIP MASTER FI AÇÕES BDR NÍVEL I BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM AS
17	JGP MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
18	VINCI GAS LONG-ONLY MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
19	FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES SANTA RITA INVESTIMENTO NO EXTERIOR
20	PARTNER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES - INVESTIMENTO NO EXTERIOR
21	CSHG CEREJEIRA EQUITY FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
22	CSHG CLIQUE FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
23	FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES DIVIDENDOS 114
24	LINCE PLUS AÇÕES - FUNDO DE INVESTIMENTO
25	ITAÚ MOMENTO AÇÕES - FUNDO DE INVESTIMENTO
26	FRANKLIN TEMPLETON VALOR E FVL - FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES
27	ARGUCIA INCOME FUNDO DE INVESTIMENTO EM ACOES
28	VINCI GAS LONG-BIASED MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
29	POLO - FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
30	FUNDO DE INVESTIMENTO JABURÁ AÇÕES
31	TEMPO CAPITAL PRINCIPAL FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES
32	OPPORTUNITY SELECTION MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
33	VINCI GAS FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
34	FUNDO DE INVESTIMENTO EM ACOES WPA I INVESTIMENTO NO EXTERIOR
35	FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES FUNDAMENTALISTA GP-114
36	ARGOS FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO INVESTIMENTO NO EXTERIOR
37	ITAÚ VALOR AÇÕES - FUNDO DE INVESTIMENTO
38	GERAÇÃO FUTURO L. PAR FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

**Tabela 2: Segundo Período - novembro de 2011 a abril 2013**

	Fundos
1	CSHG VERDE EQUITY MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
2	FUNDO DE INVESTIMENTO EM ACOES WPA I INVESTIMENTO NO EXTERIOR
3	IP-VALUE HEDGE MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES BDR NÍVEL I
4	ATMOS MÁSTER FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES
5	IP PARTICIP MASTER FI AÇÕES BDR NIVEL I BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM AS
6	M SQUARE AÇÕES CSHG MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
7	PARTNER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES - INVESTIMENTO NO EXTERIOR
8	LINCE PLUS AÇÕES - FUNDO DE INVESTIMENTO
9	ASCESE FUNDO DE INVESTIMENTOS EM AÇÕES
10	FRANKLIN TEMPLETON VALOR E FVL - FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES
11	VINCI GAS LONG-BIASED MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
12	TNAD FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
13	CSHG CEREJEIRA EQUITY FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
14	DYNAMO COUGAR FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
15	CSHG CLIQUE FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
16	FPRV DYN UIRAPURU FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES PREVIDENCIÁRIO
17	STUDIO MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
18	JGP MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
19	VINCI GAS LONG-ONLY MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
20	JGP INSTITUCIONAL - FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
21	SQUADRA MASTER LONG-ONLY FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
22	FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES SANTA RITA INVESTIMENTO NO EXTERIOR
23	VINCI GAS FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
24	FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES DIVIDENDOS 114
25	TARPON CSHG MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
26	SQUADRA MASTER LONG-BIASED FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
27	SKOPOS MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
28	ARGUCIA INCOME FUNDO DE INVESTIMENTO EM ACOES
29	TEMPO CAPITAL PRINCIPAL FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES
30	FUNDO DE INVESTIMENTO JABURÁ AÇÕES
31	ITAÚ MOMENTO AÇÕES - FUNDO DE INVESTIMENTO
32	OPPORTUNITY SELECTION MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
33	FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES FUNDAMENTALISTA GP-114
34	BIRD FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES - INVESTIMENTO NO EXTERIOR
35	ITAÚ VALOR AÇÕES - FUNDO DE INVESTIMENTO
36	POLO - FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES
37	ARGOS FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO INVESTIMENTO NO EXTERIOR
38	GERAÇÃO FUTURO L. PAR FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES

## Referências

- ANDAKU, F. T. A.; PINTO, A. C. F. “A persistência de desempenho dos fundos de investimento em ações no Brasil”. *Revista de Economia e Administração*, Vol. 2, nº 2. pp. 23-33, 2003.
- BOLLEN, N. P. B.; WHALEY, R. E. *Hedge Fund Risk Dynamics: Implications for Performance Appraisal*, 2009. Disponível em: [papers.ssrn.com/abstract\\_id=937972](http://papers.ssrn.com/abstract_id=937972).
- CARHART, M. M. “On persistence in mutual fund performance”. *The Journal of Finance*, Vol. 52, nº 1, pp. 57-82, 1997. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2329556>.
- DROMS, W. G.; WALKER, D. A. “Performance Persistence of International Mutual Funds”. *Global Finance Journal*, 12. pp. 237-48, 2001.
- ELTON, E. J.; GRUBER, M. J.; BLAKE, C. “The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance”. *The Journal of Business*, Vol. 69, nº 2, pp. 133-157, 1996. Disponível em: [www.jstor.org/stable/2353461](http://www.jstor.org/stable/2353461).
- GIACOMONI, B. H. “A Persistência de Desempenho dos Fundos Brasileiros durante a Crise”. XXXIV Encontro da ANPAD, 2010.
- HULL, J. C. *Risk Management and Financial Institutions*. Hoboken–Nova Jersey, John Wiley, 2012.
- IQUIAPAZA, R. A.; FONSECA, S. E. “Eficiência dos Fundos de Investimento em Ações no Período Pós-Crise do Subprime: uma Aplicação da Análise Envoltória de Dados – DEA”. *IX Congresso Virtual Brasileiro – Administração*, 2012. Disponível em: <http://www.convibra.com.br/artigo.asp?ev=20&id=5098>.
- KAHN, R. N.; RUDD, A. “Does Historical Performance Predict Future Performance?” *Financial Analysts Journal*, Vol. 51, nº 6, pp. 43-52, 1995. Disponível em: [www.jstor.org/stable/4479882](http://www.jstor.org/stable/4479882).
- PRESS, W. H.; TEUKOLSKY, S. A.; VETTERLING, W. T.; FLANNERY, B. P. *Numerical Recipes in C – 2<sup>nd</sup> ed.* Cambridge-Mass., Cambridge University Press, 1988.
- SAHU, A. P.; KLEIMAN, R. T.; CALLAGHAN, J. “The timing and stock selection abilities of bank funds: Evidence based on meta-analysis”. *Journal of Financial Services Research*, Vol. 13, nº 2, pp 137-152, 1998.
- SANTOS, A.; TUSI, J.; COSTA JR. N.; SILVA, S. “Evaluating brazilian mutual funds with stochastic frontiers”. *Economics Bulletin*, Vol. 13, nº 2, pp. 1-6, 2005. Disponível em: <http://ideas.repec.org/a/ebl/ecbull/eb-05m20002.html>.
- SOONGSWANG, A.; SANOHDONTREE, O. “Equity Mutual Fund: Performance, Persistence and Fund Rankings”. *Journal of Knowledge Management, Economics and Information Technology*, nº6, 2011. Disponível em <http://www.scientificpapers.org/download/62>.
- XAVIER, A. L. B. *Persistência de Performance: Fundos Multimercado com Renda Variável e Alavancagem*. Dissertação de Mestrado Profissional em Administração, IBMEC, 2008.