

**Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
Faculdade de Economia e Administração**

Lara Vilatoro Aparicio Caputo

**IMPACTO NOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS DE AÇÕES DURANTE O
PERÍODO DE CRISE NO GOVERNO DILMA**

São Paulo

2018

Lara Vilatoro Aparicio Caputo

Impacto nos fundos de investimentos de ações durante o período de crise no governo Dilma

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para a obtenção do Grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.
Orientadora: Prof. Dr. Adalto Barbaceia Gonçalves - Insper.

São Paulo

2018

Caputo, Lara

Impacto nos fundos de ações durante o período de crise no governo Dilma / Lara Vilatoro Aparicio Caputo. – São Paulo: Insper, 2018.

Monografia: Faculdade de Economia e Administração.
Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador: Prof. Dr. Adalto Barbaceia Gonçalves

1. Fundo de Investimentos 2. Performance 3. Crise

Lara Vilatoro Aparicio Caputo

Impacto nos fundos de investimentos de ações durante o período de crise no governo Dilma

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, com o propósito de obter o Grau de Bacharel do Insper.

Data de aprovação: __/__/__

EXAMINADORES

Prof. Dr. Adalto Barbaceia Gonçalves

Orientador

Prof. Dr. Leonardo Pagano

Examinador

Dedicatória

Dedico este trabalho à minha família, e todos que colaboraram em cada momento para que eu chegasse até a conclusão deste curso. Em especial, dedico este trabalho ao meu pai que sempre foi fonte de inspiração. Sempre foi um exemplo para mim por toda sua dedicação a família, pelo excelente profissional, por seu sucesso, por ser uma pessoa exemplar em suas ações e por ter me ensinado conjuntamente com a minha mãe valores como ética, comprometimento e honestidade.

Dedico também a minha mãe que me auxiliou em todos os momentos que eu precisei, e esteve presente em cada momento comemorando todas as minhas vitórias, ao meu irmão que divide comigo a vida, e esteve presente em todo o processo para que eu chegasse até aqui. Agradeço a todos os professores do Insper que ajudaram a construir todo o conhecimento adquirido na faculdade, em especial ao meu orientador Adalto. Foi na sua aula que tomei gosto por finanças, sempre muito atencioso e acima de tudo acreditou em mim em todos os momentos.

Agradecimentos

Minha eterna gratidão a Deus e ao universo pela vida.

Agradeço a toda minha família, meus pais que se esforçaram muito para que esse dia chegasse e também ao meu querido irmão que esteve sempre ao meu lado.

Agradeço em especial ao Thiago por toda a compreensão, carinho e incentivo durante a minha formação, principalmente nos momentos mais desafiadores. Seu apoio foi fundamental para que essa trajetória fosse mais agradável e feliz.

Agradeço a todos os amigos, os que me acompanharam nessa trajetória e aos que fiz dentro desta instituição e que vou levar para a vida.

Agradeço a minha primeira oportunidade de contato com o universo de fundos de investimentos através dos queridos Aluanda, Luiz Fernando e Patricia, que foram, também, fontes de inspiração para este trabalho.

Admiração e orgulho de me formar no Insper, que contribuiu para minha formação acadêmica e profissional.

Gratidão por todos os queridos professores desta instituição, que contribuíram para a minha formação profissional e pessoal. Ao Adalto, meu orientador, agradeço novamente pela honra e oportunidade de ter sido sua orientanda, pelo carinho, por toda dedicação, paciência e ensinamentos.

Resumo

Caputo, Lara. Impacto nos fundos de investimentos de ações durante o período de crise no governo Dilma. São Paulo, 2018. Monografia Faculdade de economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

A obtenção dos melhores retornos nos investimentos é objeto de diversas pesquisas e estudos no mundo dos negócios, muitos buscam por uma fórmula mágica para obtenção do melhor lucro. Contudo, em períodos de crises e de quebras estruturais na economia é esperado que não seja possível obter os melhores ganhos nos investimentos, apesar de esforços por parte dos gestores. Recentemente o Brasil iniciou uma crise política que vem se arrastando e afetando cada vez mais a economia. Esse trabalho tem como objetivo investigar se os gestores de fundos de ações no Brasil estavam preparados para passar por esse período conturbado e se obtiveram as melhores performances possíveis. O trabalho avaliará através da rentabilidade mensal destes fundos qual o impacto nos retornos de fundos de ações após o anúncio da abertura do processo de impeachment da presidente Dilma pela câmara dos deputados, em dezembro de 2015.

Palavras chave: Fundos de Investimentos, Fundo de Ações, Crise, Política, Performance.

Abstract

Caputo, Lara. Impact on equity investment funds during the crisis period in the Dilma government. São Paulo, 2018. Monograph - Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Getting the best returns on investments is the subject of many research and studies in the business world, many are looking for a magic formula for the best profit. However, in times of crises and structural failures in the economy, it is expected that the best gains on investments will not be possible, despite efforts by managers. Recently, Brazil has started a political crisis that is creeping and affecting the economy more and more. This work aims to investigate whether stock fund managers in Brazil were prepared to go through this troubled period and if they obtained the best possible performances. The paper will assess through the monthly profitability of these funds what impact on stock fund returns after the announcement of the opening of President Dilma's impeachment process by the House of Representatives in December 2015

Key words: Investment Funds, Equity Fund, Crisis, Politics, Performance.

Sumário

1. Introdução	11
2. Revisão Bibliográfica	13
3. Metodologia, análises e resultados.....	15
3.1 Dados.....	15
3.2 Modelo Empírico	16
3.3 Análise Descritiva.....	18
3.4 Resultados.....	20
4. Conclusão	22
Referências	23

1. Introdução

Por conta dos históricos momentos de forte instabilidade político econômica, o mercado financeiro e de capitais brasileiro desenvolveu, ao longo do tempo, inúmeros mecanismos que o regulamentaram, trazendo solidez ao sistema. A política e a economia possuem uma ligação muito estreita e, portanto, quando a política passa por momentos delicados, a economia sofre as consequências. Dentre esses movimentos de instabilidade, um que foi de extrema importância para a história do país, foi o impeachment da presidente Dilma que estava em seu segundo mandato. Apesar de não ter sido o único processo desse tipo na história, houve um grande impacto no mercado de capitais, como já era de se esperar.

Diante dos fatos e da dinâmica político-econômica, seria interessante observar o quanto que o mercado foi impactado com as notícias e acontecimentos neste período. Sendo assim o objetivo deste trabalho é analisar se os gestores de fundos de ações estavam preparados para tais choques no âmbito político e como foram a rentabilidade dos fundos de ações durante o período em que a presidente Dilma Rousseff foi julgada, e posteriormente afastada.

O propósito é observar se os gestores de tais fundos no Brasil estavam prontos para momentos de instabilidade no mercado por consequência da política. O estudo será realizado apenas para o Brasil e somente para performance de fundos de ações, especificamente.

Para contextualizar será feito uma breve descrição dos ocorridos no cenário político da época em que esse estudo objetiva analisar. Em 1º de janeiro de 2011 Dilma Rousseff assume o cargo de Presidente da República em seu primeiro mandato. Em outubro de 2014 ela é reeleita para o cargo, assumindo então seu segundo mandato. Em março de 2015, a operação Lava-jato começa a ganhar força e a população começa a demonstrar insatisfação com o governo, logo depois são deflagradas ações da operação que levou nomes importantes e com influência política a cadeia. Em outubro do mesmo ano o Partido do PSDB acusa a chapa Dilma-Temer e o Tribunal Superior Eleitoral acata a denúncia, ademais o Tribunal de Contas da União reprovava as contas do governo referentes a 2014. Em dezembro do mesmo ano, o então presidente da Câmara dos Deputados

abre um processo de aceitação de um documento pedindo o Impeachment, da até então, Presidente Dilma. Em 17 de abril de 2016, depois de uma votação conturbada, os deputados federais aprovaram o prosseguimento do processo de impeachment, em maio do mesmo ano o Senado autoriza, por fim a abertura do processo de Impeachment e determina o afastamento da Presidente Dilma por um período de 180 dias. Em agosto de 2016 Dilma teve seu mandato Cassado e se afastou permanentemente do cargo.

2. Revisão Bibliográfica

Com o intuito de entender mais sobre a rentabilidade de ativos e melhor escolha entre risco e retorno, são analisados estudos como de Willian Sharpe (1964) e John Lintner (1965), que utilizam a teoria do CAPM para avaliar desempenho de carteiras de investimentos e custo de capital para empresas. Posteriormente, Markovitz (1959), assume que o investidor seleciona um portfólio no momento “t” que gera um retorno estocástico em “t”. Assume que os indivíduos são avessos ao risco, e só levam em consideração o trade-off entre o maior retorno pela menor variância.

Para entender melhor sobre a gestão de carteiras, que tange o objeto deste estudo, foi analisado o estudo de Grinblatt e Titman (1989), os autores notaram que muitas investigações foram feitas para entender a evolução de ganhos em portfólios, contudo não havia um consenso sobre o assunto. Portanto, para compreender a respeito dos ganhos de cada portfólio e o que os faziam diferentes, os autores estudaram no artigo quais gestores possuíam uma habilidade superior de seleção de ativos que trouxeram retornos anormais. Foi selecionada uma amostra de retornos de fundos que se aproximava dos retornos brutos reais. A conclusão do trabalho é que os investidores não podem aproveitar de habilidades superiores dos gestores de portfólio ao comprar ações em seus fundos mútuos, pois como os autores avaliam no trabalho, as despesas desses fundos anulam o ganho anormal dos mesmos.

Como o estudo é feito para o mercado brasileiro, buscou-se entender mais a fundo normas e regras que pautam o investimento em fundos de ações. É definido no portal do investidor pela Comissão de Valores Imobiliários, o fundo de investimentos em ações tem como objetivo investir no mercado de ações e seu principal fator de risco é a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado organizado, devendo investir pelo menos 67% do seu patrimônio em ações ou ativos relacionados.

A instrução 549 da Comissão de Valores imobiliários é o que regulamenta o funcionamento desse tipo de fundo de investimento no Brasil, que é objeto desta análise. Discorre sobre o que é ou não permitido ser cobrado dos investidores,

bem como as diretrizes para constituição e seu funcionamento, além de parametrizar regras a respeito da administração do mesmo.

A Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais, que é responsável por atuar na regulação e melhores práticas do mercado, define em seu documento de Nova Classificação de Fundos (2015), que os fundos de ações podem ter a gestão ativa (busca superar o desempenho do índice de referência) ou passiva (busca seguir um índice de mercado).

Este trabalho busca se basear avaliar os impactos da rentabilidade de fundos de investimentos de ações no Brasil durante o período de crise no recente governo Dilma e se os mesmos foram abalados com tais problemas políticos. Não há trabalhos que avaliem diretamente impactos econômicos durante o governo da Presidente Dilma, e os estudos versados acima foram utilizados para nortear essa pesquisa.

3. Metodologia

3.1 Dados

A fim de responder o questionamento desse estudo, utilizou-se a Economática, uma ferramenta para análise de dados macroeconômicos e do mercado financeiro, que contém informações históricas e também índices econômicos. Foram coletados dados referentes a rentabilidade mensal dos fundos investimentos de ações brasileiros, o retorno mensal da taxa CDI, e o retorno mensal do índice BOVESPA no mesmo espaço de tempo, e todos em porcentagem. A coleta dos dados compreende de fevereiro 2015 a dezembro de 2016, foi utilizado este período pois inclui os eventos de abertura do impeachment e o afastamento efetivo da então presidente do Brasil. O mês definido para avaliar o impacto do impeachment é dezembro de 2015, quando a câmara dos deputados aceita a abertura de um documento de pedido de impeachment da Presidente Dilma. Foi escolhida esta data pois acredita-se que as expectativas do mercado para o futuro já tenham começado a serem formadas neste momento.

Os dados incluem todos os fundos listados pela ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais). Essa associação no Brasil é responsável por representar instituições financeiras, autorregular e informar o mercado de capitais.

Foi possível extrair da ferramenta Economática a Rentabilidade mensal de cada fundo de ação listado dentro do intervalo escolhido. Então foram retirados da base de dados os fundos de ações que não apresentaram nenhuma rentabilidade neste período. A rentabilidade destes fundos de ações nos demais anos não foi avaliada pois não são de interesse deste estudo.

Também foi excluído da base os fundos de ações que permitem investimentos no exterior pois esse tipo de dado pode mascarar o resultado final, dado que os efeitos de um impeachment no país poderão ser observados com afinco apenas com dados em investimentos brasileiros.

Baseado nos critérios listados acima, entendido como a melhor maneira de analisar o problema, a base de dados final possui 1012 fundos de investimentos em ações com 21.640 observações.

Para a identificação de cada fundo no modelo econométrico, foi utilizado uma legenda para facilitar a manipulação dos dados. Os dados foram organizados em painel, ou também conhecido como dados longitudinais. Organizou-se a tabela desta maneira para que fosse acompanhado cada fundo da amostra nos diferentes períodos de tempo.

3.2 Modelo Empírico

Observando a falta de estudos que expliquem os efeitos do impeachment da presidente Dilma no mercado financeiro, foi utilizado como referência os estudos de Gonçalves, Schiozer e Sheng (2018) que objetivaram analisar o crédito comercial e o produto do poder de mercado durante uma crise financeira. Esse estudo utiliza como metodologia modelos econométricos de regressão com base em dados em painel para explicar efeitos antes, durante e depois de uma crise. Tendo em vista que deseja-se avaliar efeitos antes e após uma crise, foi utilizado o modelo de regressão em painel como no estudo citado acima para avaliar o objeto deste trabalho.

A regressão em painel possui dois modelos a serem considerados: modelos de efeitos aleatórios e modelo com efeitos fixos (Wooldridge, 2016). Os dados em painel são mais eficientes na estimação, com mais graus de liberdade, menor colinearidade entre as variáveis, mais quantidade de informação, e variabilidade dos dados, segundo Fávero, Belfiore, Takamatsu e Suzart (2014).

Foi estimado o seguinte modelo para avaliar o impacto do impeachment na rentabilidade mensal dos fundos de ações.

$$\mathbf{Rentabilidade}_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 \mathbf{CDI}_t + \beta_2 \mathbf{IBOV}_t + \beta_3 \mathbf{Dummy}_t + \mu_t + \varepsilon_{i,t}$$

Onde, $\mathbf{Rentabilidade}_{i,t}$ é a variável dependente para cada fundo i no mês t . Utilizou-se como frequência de tempo mensal e o dado já está em porcentagem. Para compor a carteira com melhor trade-off entre menor risco e maior retorno (Fama & French, 2004), depende da seleção desses ativos que é feita a partir da escolha do gestor desta carteira. Da mesma maneira ocorre com um fundo

de investimento, que reúne recursos de um conjunto de investidores com objetivo de obter lucro com a melhor alocação destes recursos em diferentes tipos de investimentos.

As variáveis explicativas que medirão o retorno em excesso que cada fundo obteve em cada período são: CDI_t e $IBOV_t$, para cada mês t .

A variável explicativa CDI_t representa o retorno mensal em porcentagem da taxa CDI. A taxa CDI, considerada pelo mercado brasileiro como uma taxa livre de risco, é apurada com base nas operações de emissão de depósitos interfinanceiros pré-fixados pactuados por um dia útil (CETIP, 2013). Essa taxa costuma ter íntima relação com a taxa Selic, que é a taxa de juros estrutural definida pelo Banco Central. A variável explicativa $IBOV_t$ representa o retorno mensal em porcentagem do índice Bovespa, que é o principal índice de ações do país, sendo o mais representativo do mercado de ações brasileiro (BM&FBOVESPA, 2016).

Como variável de controle foi utilizado uma Dummy de tempo para diferenciar os efeitos causados nos retornos de cada fundo nos períodos de interesse. Para os meses de fevereiro de 2015 a novembro de 2015 a Dummy assume zero, e de dezembro 2015 a dezembro de 2016, assume 1. Isso Porque em dezembro de 2015 foi aberto o processo de impeachment da Presidente na Câmara dos Deputados.

A variável μ_t mede os efeitos fixos por fundo não observados invariantes no tempo que afetam a variável de interesse. Os efeitos fixos são importantes para controlar por exemplo algum fundo que tenha sempre uma rentabilidade muito acima dos demais independente do período, ou então muito abaixo. No geral ele elimina idiosincrasias específicas de algum fundo.

O erro $\varepsilon_{i,t}$, representa fatores não observados que mudam ao longo do tempo e afetam a variável explicativa.

O principal parâmetro de interesse é o β_3 , que representa o efeito diferencial no tempo da rentabilidade mensal dos fundos de investimentos de ações, ou seja, o impacto que o impeachment da Dilma teve nos rendimentos dos fundos de ações.

A equação foi estimada de duas maneiras. Primeiramente foi feita uma estimação de Mínimos Quadrados Ordinários Agrupados (Pooled OLS), sem efeitos fixos. Posteriormente foi estimado dados em Painel com efeitos fixos para os fundos.

3.3 Análise Descritiva

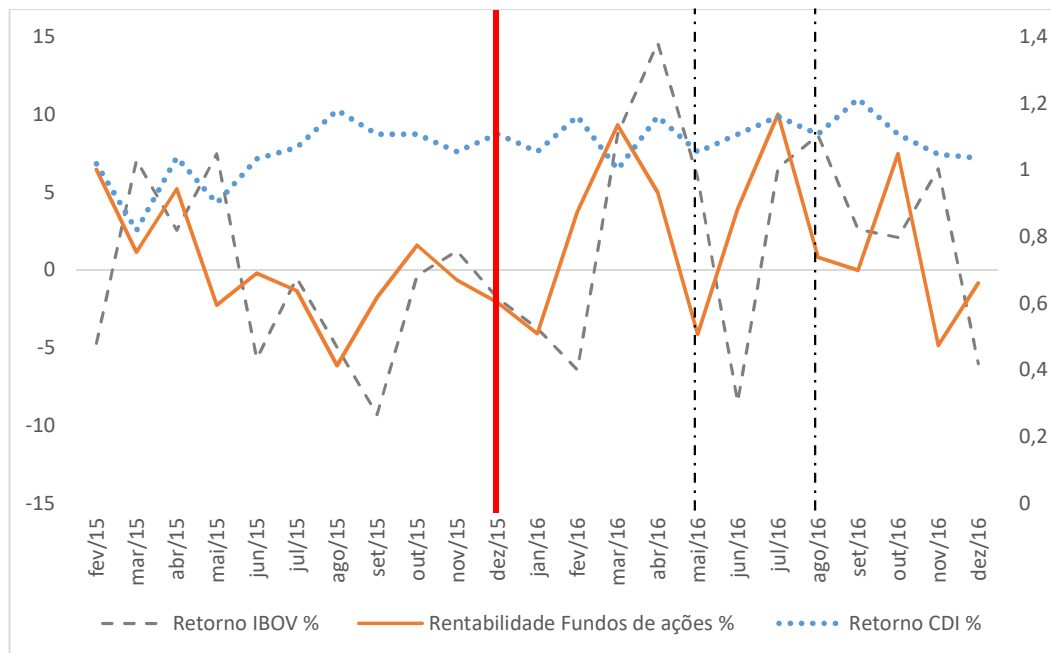
Tabela 1- Estatísticas Descritivas

	Pré-Impeachment			Pós Impeachment			Período todo			Obs.
	Média	Mediana	Desvio Padrão	Média	Mediana	Desvio Padrão	Média	Mediana	Desvio Padrão	
Rentabilidade (%)*	0,208	0,068	4,958	1,870	0,531	1,685	1,147	0,358	3,424	21.640
CDI (%)	1,033	1,046	0,104	1,102	1,107	0,061	1,072	1,068	0,088	24
IBOV (%)	-0,722	-0,439	5,524	2,248	2,609	7,058	0,957	1,225	6,475	24

* Rentabilidade Mensal Fundos

A tabela acima relata as estatísticas resumidas para a amostra de observações coletadas. Como pode ser observado, a média da rentabilidade mensal dos fundos no período considerado que antecede o impeachment (fevereiro a novembro de 2015) possui uma rentabilidade bem abaixo da média do CDI, porém acima do índice Bovespa, que por sua vez teve rentabilidade negativa. Por mais que o processo de impeachment não tinha sido de fato instaurado, no espaço de tempo definido como “Pré-Impeachment”, o país vivia um momento de muitas incertezas no âmbito da política e possivelmente isso foi refletiu a performance dos fundos de ações brasileiros. Já no período “Pós impeachment” (dezembro 2015 a dezembro 2016), a rentabilidade média dos fundos excedeu o índice CDI.

Gráfico 1- Rentabilidade média mensal dos fundos de investimento de ações, Retorno mensal IBOVESPA, Retorno mensal CDI. Valores em percentual.



O gráfico acima mostra a Rentabilidade mensal dos Fundos de Ações e o Retorno mensal Ibovespa no eixo da esquerda, e o Retorno mensal do CDI no eixo da Direita. Neste gráfico é possível avaliar a volatilidade do mercado em cada período do processo. Em dezembro de 2015, período avaliado em questão, mostra uma queda na rentabilidade mensal do Ibovespa e na rentabilidade dos fundos. Isso porque o pedido de abertura do processo de impeachment foi aceito na câmara no dia 2 de dezembro daquele ano. Em maio de 2016 a então presidente foi de fato afastada do cargo para julgamento. É possível notar uma virada na tendência de queda da rentabilidade dos fundos de ações. Em agosto de 2016, Dilma foi julgada e cassada de seu cargo no governo, sendo ocupado

por Michel Temer. Fica claro que houve uma resposta do mercado a estes eventos e o quanto é sensível as incertezas no campo político.

3.4 Resultados

A tabela a seguir apresenta as estimativas das regressões de Mínimos Quadrados Ordinários e em Painel com efeito fixo explicando a rentabilidade mensal dos fundos de ações explicados pelo retorno mensal do CDI, do Ibovespa definido do período de fevereiro de 2015 a dezembro de 2016. Foi definido uma Dummy que assume zero para fevereiro de 2015 a novembro de 2015, e assume um dezembro de 2015 a dezembro de 2016. Os erros padrões do modelo são relatados nos parênteses abaixo de cada coeficiente. Os subscritos ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de um, cinco e dez por cento, respectivamente. Coeficientes de efeitos constantes e fixos são omitidos.

Tabela 2- Resultados Estimação

Variáveis de Interesse	MQS Agrupado			Efeitos Fixos		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Dummy Impeachment	1,682387 *** (0,102797)	1,665315 *** (0,111905)	0,935860 *** (0,118085)	1,730902 *** (0,105037)	1,715253 *** (0,114151)	0,986026 *** (0,120338)
CDI (%)		0,251282 * (0,650792)	4,112721 *** (0,679908)		0,230686 * (0,658812)	4,101879 *** (0,688399)
IBOV (%)			0,156247 *** (0,008593)			0,156121 *** (0,008698)
Efeitos de Fundos	Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim
R ²	0,012234	0,012227	0,027101	0,012227	0,036279	0,051095
OBS	21640	21640	21640	21640	21640	21640
Número de Fundos	1012	1012	1012	1012	1012	1012

Como pode ser observado, na estimação por MQS agrupado, na coluna 1 mostra que após o impeachment, os fundos tiveram uma rentabilidade de 1,68% acima do período pré-impeachment. Conforme são adicionadas as variáveis

explicativas, o coeficiente da Dummy vai diminuindo, sendo ainda mais significativa quando é adicionado o retorno Ibovespa, o que faz sentido pois ele representa o movimento do mercado de ações no Brasil. Sendo assim, a rentabilidade mensal dos fundos de ações pode ser melhor explicada adicionando os retornos do CDI e do IBOVESPA. Nessa estimação todos os coeficientes da Dummy são significantes, trazendo mais robustez ao resultado.

A mesma dinâmica descrita acima ocorre para a estimação com efeitos fixos, na coluna 4 a Dummy Impeachment possui um coeficiente de 1,73, que não muda significativamente quando é incluído o retorno mensal do CDI, na coluna 5. É esperado esse resultado pois, apesar da Taxa CDI balizar a maioria das operações do mercado financeiro, ela é mais utilizada em operações de renda fixa e não de renda variável como as ações. Mesmo assim exerce influência no sistema financeiro como um todo, por ser considerada a taxa livre de risco do mercado brasileiro. Essa estimação traz Dummies estatisticamente significantes, bem como no outro modelo de estimação.

A coluna três demonstra que após aberto o processo de impeachment, a rentabilidade média dos fundos de investimentos de ações foi 0,93% maior que no período anterior a essa data. A coluna seis, indica que controlando por efeito fixo por fundo, e, portanto, eliminando idiosincrasias específicas de cada um deles, a rentabilidade média dos fundos de investimentos de ações obtiveram uma rentabilidade 0,98% maior do que no período definido como pré-impeachment.

4. Conclusão

Ao longo do trabalho, buscou-se avaliar se os fundos de ações estavam preparados para enfrentar um processo de impeachment da presidente em exercício, dizendo em outras palavras, se os gestores de tais fundos estavam prevendo a volatilidade que estava por vir. Com uma amostra de 1012 fundos de ações brasileiras listados na ANBIMA, pode-se concluir que tais fundos tinham estratégias que de alguma forma resultaram em rentabilidade positiva no período pós abertura do processo de impeachment da então presidente do Brasil.

O mercado de ações é volátil e costuma ser sensível a muitos fatores, sobretudo a política. No Brasil, muitas estatais estão listadas na bolsa, e, portanto, impactam diretamente o Ibovespa. Escândalos de corrupção, má gestão, processo de eleição, ou notícias sobre privatizações costumam gerar oscilações na bolsa e no mercado como um todo. O investidor que não possui um bom conhecimento sobre mercado financeiro pode estar à mercê destas variações e ser prejudicado. A previsibilidade destes eventos é a grande chave para obter retornos em excesso ao mercado e geralmente é realizada por equipes altamente qualificadas e que observam durante largos períodos de tempo os movimentos do mercado, usando análises técnicas e fundamentalistas.

Dado os resultados, em que os fundos de ações no Brasil obtiveram uma rentabilidade positiva após um evento de grande importância política como um impeachment, é possível inferir que para o investidor, em momentos de instabilidade, principalmente política, seja vantajoso investir em fundos de ações no Brasil.

Referências Bibliográficas

ANBIMA- **Classificação de Fundos**, 2015. Disponível em:

http://www.anbima.com.br/data/files/E3/62/8C/0B/242085106351AF7569A80AC2/NovaClassificacaodeFundos_PaperTecnico_1_.pdf

Acesso em: 11/10/2018

BM&FBOVESPA- **Ibovespa- O índice-** 2016. Disponível em:

http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-bovespa-ibovespa.htm

Acesso em 28/10/2018

CETIP- **TAXA DI CETIP, Critérios de apuração-** 2013. Disponível em:

http://estatisticas.cetip.com.br/astec/di_documentos/metodologia1_i1.htm

Acesso em: 28/10/2018

Chang, Eric C., and Wilbur G. Lewellen, 1984, **Market timing and mutual fund investment performance**, Journal of Business 57, 57-72.

Fama, Eugene F., 1970, **Efficient capital markets: A review of theory and empirical work**, The Journal of Finance 25, 383-417.

Eugene F. Fama; Kenneth R. French., 2004, **The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence**, The Journal of Economic Perspectives. 18(3):25-46.

Fávero, L. P.; Belfiore, P.; Takamatsu, R., Suzart, J., 2014 **Métodos Quantitativos com Stata**, Elsevier, Cap. 9, pp. 223-24.

Grinblatt, Mark, and Sheridan Titman, 1989, **Mutual fund performance: An analysis of quarterly holdings**, Journal of Business 62, 393-416

JAN MOSSIN, a. 1966, **Equilibrium in a Capital Asset Market. Econometrica.** 4, 768.

JOHN LINTNER, a. 1965, **The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. The Review of Economics and Statistics.** v. 47, n. 1, p. 13-37,

Malkiel, Burton G. 1995, **Returns from investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991**, The Journal of Finance, Vol. 50, No. 2 (Jun., 1995), pp. 549-572

MARKOWITZ, H. 1959 **Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment**. Cowles Foundation Monograph, n. 16. New York: John Wiley E Sons, Inc.,.

PORTAL DO INVESTIDOR, **Fundos de Investimentos em Ações**. Disponível em:

http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/fundos_investimentos/acoes.html

Acesso em: 07/11/2018

SHARPE, W. F. (1964). **Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk**. The Journal of Finance. 3, 425, 1964. ISSN: 00221082.

Wooldridge, J. M. (2016). **Introdução à Econometria—Uma Abordagem Moderna**, 3. ed.(Cap. 13, pp. 492-521) São Paulo: Cengage.