Revista Catarinense da CIÊNCIA CONTÁBIL
ISSN 2237-7662, v. 25, 1-18, e3761, 2026
https://doi.org/10.16930/2237-7662202637611
Disponível em http://revista.crcsc.org.br

A PERFORMANCE DOS FUNDOS SUSTENTÁVEIS É SUSTENTÁVEL? UMA ANÁLISE DE FUNDOS BRASILEIROS QUE ADOTAM PRÁTICAS ESG

IS THE PERFORMANCE OF SUSTAINABLE FUNDS SUSTAINABLE? AN ANALYSIS OF BRAZILIAN FUNDS THAT ADOPT ESG PRACTICES

RODRIGO FERNANDES MALAQUIAS[1]
Universidade Federal de Uberlândia, Faculdade de Gestão e Negócios, Uberlândia, MG, Brasil.
https://orcid.org/0000-0002-7126-1051
rodrigofmalaquias@yahoo.com.br

VICTORIA VIANA DE CARVALHO
Universidade Federal de Uberlândia, Faculdade de Gestão e Negócios, Uberlândia, MG, Brasil.
https://orcid.org/0009-0008-6246-7913
vianna@ufu.br

RESUMO

Práticas ASG (Ambiente, Social e Governança), ou ESG (*Environmental, Social and Governance*), podem proporcionar diversos benefícios para as empresas e para a sociedade. Dessa forma, iniciativas relacionadas às práticas ESG podem fundamentar estratégias de investimento. Neste contexto, o presente estudo aborda a persistência da performance ajustada ao risco de fundos brasileiros classificados na categoria sustentabilidade/governança. Especificamente, o objetivo desta pesquisa consiste em analisar se a performance dos fundos sustentáveis tende a ser persistente ao longo do tempo. Como diferencial em relação aos estudos anteriores, a pesquisa concentra-se exclusivamente nessa categoria de fundos e utiliza uma série histórica de dezoito anos, permitindo uma avaliação de longo prazo da persistência da performance. A performance ajustada ao risco foi mensurada com base no Alfa de Jensen, considerando-se o período de janeiro de 2005 a dezembro de 2022. A hipótese de pesquisa foi testada por meio de análise de regressão com dados em painel. Com base em uma amostra composta por 50 fundos, os principais resultados indicaram que, em média, a performance passada dos fundos não apresentou efeito positivo na performance futura. Esses resultados podem fornecer a investidores subsídios adicionais para avaliar ativos a serem incluídos em suas carteiras de investimentos. Os resultados possuem algumas limitações, relacionados com o uso de apenas uma métrica para avaliar a performance, bem como o relativo pequeno número de fundos avaliados, o que implica em cautela em eventuais generalizações.

Palavras-chave: fundos de investimentos, sustentabilidade, práticas ESG, fundos de ações, fundos mútuos.

Editado em português e inglês. Versão original em português.

[1] **Endereço para correspondência:** Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco F, Sala 1F-206 (PPGAdm/UFU) | Santa Mônica | 38400-902 | Uberlândia/MG | Brasil.

Recebido em 30/06/2026. **Última versão recebida em** 15/07/2026. **Aceito em** 30/07/2026 por Rogério João Lunkes (Editor-Chefe). **Publicado em** 11/09/2026.

(cc) BY

ABSTRACT

Environmental, Social, and Governance (ESG) practices can generate several benefits for both firms and society. Consequently, ESG initiatives may provide a basis for investment strategies. In this context, the present study examines the persistence of the risk-adjusted performance of Brazilian mutual funds classified in the sustainability/governance category. Specifically, the objective of this research is to analyze whether the performance of sustainable funds tends to persist over time. As a distinguishing feature compared to previous studies, this research focuses exclusively on this category of funds and employs an eighteen-year time series, allowing for a long-term assessment of performance persistence. Risk-adjusted performance was measured using Jensen's Alpha over the period from January 2005 to December 2022. The research hypothesis was tested through panel data regression analysis. Based on a sample of 50 funds, the main findings indicate that, on average, past fund performance does not have a positive effect on future performance. These results provide additional insights for investors when evaluating assets to be included in their investment portfolios. However, the findings should be interpreted with caution due to certain limitations, including the use of a single performance measure and the relatively small number of funds analyzed, which may limit the generalizability of the results.

Keywords*: investment funds, sustainability, ESG practices, equity funds, mutual funds.*

1 INTRODUÇÃO

Questões sociais e ambientais têm estado presentes no debate acadêmico e profissional. Ao considerar também fatores de governança, esse movimento se relaciona com as práticas ASG (Ambiente, Social e Governança), ou ESG (*Environmental, Social and Governance*). Empresas são cada vez mais cobradas a respeito de suas práticas relacionadas à sustentabilidade, tendendo, assim, a evidenciar por meio de reportes corporativos como se adequam e cumprem essas diretrizes. Essa cobrança e debate fazem parte do contexto global, bem como do contexto local brasileiro.

Fornecer atenção a questões socioambientais representa um fator que pode deixar as ações das empresas mais atraentes para os usuários externos (Ascari et al., 2025). Nesse contexto, a avaliação das decisões de investimento torna-se mais abrangente. Além das tradicionais análises de risco de mercado, crédito e liquidez, os investidores passam a incorporar as variáveis ESG como um elemento nesse processo (Anbima, 2026a). A literatura também tem mostrado que o valor de mercado das empresas pode ser melhor compreendido quando se considera uma perspectiva composta por diferentes fatores, envolvendo, inclusive, aspectos de sustentabilidade (Carvalho, 2025).

Esse movimento tem sido acompanhado por entidades de representação e órgãos reguladores. Como evidência disso, a Resolução 193 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2023) dispõe sobre a elaboração e divulgação de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade. Na mesma linha, a Anbima (2026a) também já estabeleceu diretrizes acerca do tema. No contexto do dia a dia das companhias, torna-se relevante avaliar estratégias para promover a integração entre as atividades empresariais e práticas de sustentabilidade (Souza et al., 2025), de forma que a sustentabilidade não fique apenas no discurso ou nos relatórios publicados pelas empresas.

Ademais, observa-se o crescimento da literatura sobre ESG e composição de carteiras (Nóbrega et al., 2025). Apesar do crescente interesse acadêmico no tema, as práticas ESG em fundos de investimento ainda são relativamente pouco exploradas no mercado brasileiro. Muitos fundos de investimentos não evidenciam adequadamente ou não descrevem os riscos nas demonstrações financeiras (Campos et al., 2019), o que pode desencorajar novas aplicações por parte dos cotistas.

A literatura tem avançado na investigação dos determinantes da performance e dos efeitos das práticas ESG sobre o desempenho. Entretanto, ainda permanecem lacunas na literatura. Em particular, até onde pudemos pesquisar, são escassas as evidências empíricas sobre a persistência da performance de fundos sustentáveis em economias emergentes, especialmente no mercado brasileiro, bem como sobre a capacidade da performance passada de prever o desempenho futuro desses fundos. Esse aspecto mostra-se relevante à luz da Hipótese de Eficiência de Mercado, uma vez que a existência de persistência poderia indicar a possibilidade de obtenção de retornos superiores por meio da seleção de fundos com melhor desempenho histórico. Nesse contexto, o presente estudo busca preencher essa lacuna ao investigar a persistência da performance ajustada ao risco de fundos brasileiros classificados na categoria sustentabilidade/governança.

Desta forma, esta pesquisa aborda a performance ajustada ao risco de fundos brasileiros que possuem práticas sustentáveis. Este estudo busca responder à questão: a performance ajustada ao risco de fundos sustentáveis brasileiros é persistente ao longo do tempo? Especificamente, o objetivo desta pesquisa consiste em **analisar se a performance dos fundos sustentáveis tende a ser persistente ao longo do tempo**. Com a ampliação do interesse por investimentos sustentáveis, bem como considerando o aumento de interesse dos brasileiros em alocar recursos em fundos, entender se a performance passada pode ser um indicador de resultados futuros se torna essencial, para investidores, para gestores de fundos e para a população de uma maneira geral, fator que reforça a contribuição prática dos resultados.

No cenário brasileiro, tem sido crescente o número de pessoas poupando e investindo; o aumento também tem se dado no nível de conhecimento de produtos financeiros e diversificação de carteira (Anbima, 2026a). Os fundos de investimentos estão entre os três destinos mais expressivos para onde os brasileiros pretendem aportar seus investimentos em 2026, sendo fatores relevantes a questão do retorno percebido e segurança proporcionada (Anbima, 2026b). Tem-se, assim, a relevância prática de se analisar esse segmento. Ainda em termos de contribuições práticas, este estudo avalia características dos fundos potencialmente relacionadas à performance ajustada ao risco, como captação líquida e períodos de crise, o que pode fornecer evidências complementares a investidores na tomada de decisão sobre a alocação de recursos.

Do ponto de vista teórico, a pesquisa pode contribuir para aprofundar a compreensão de fatores relacionados com o desempenho de fundos de investimento, com especial foco naqueles orientados por critérios ESG. Adicionalmente, o estudo pode fornecer novas evidências para a literatura sobre fundos que investem em fundos (fundos de fundos), dada a natureza desses investidores institucionais que alocam capital em fundos existentes no mercado financeiro. Assim, conhecer como fatores (como a performance passada) podem impactar a performance futura de fundos “verdes” pode representar uma nova informação a ser considerada para o aprimoramento de testes empíricos e modelagens quantitativas. Essa análise possui aderência teórica ao debate sobre a Hipótese de Eficiência de Mercado.

Esta pesquisa encontra-se dividida em quatro seções além desta introdução. Na segunda seção apresenta-se a revisão da literatura e de estudos anteriores sobre fundos de investimentos, abordando-se, também, investimentos e sustentabilidade. Na terceira seção tem-se os aspectos metodológicos do estudo, seguida da análise de resultados. A quinta e última seção apresenta as considerações finais, limitações e sugestões para pesquisas futuras.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Persistência da Performance

Em relação a pesquisas anteriores sobre fundos de investimentos, encontram-se abordagens diversas. Observou-se o interesse na análise do desempenho dos fundos de previdência (Soares & Campani, 2020), a avaliação às exposições dinâmicas dos fundos de previdência privada (Campani & Brito, 2018) e a efetividade de técnicas de seleção de fundos de investimento (Paula &

Iquiapaza, 2021). Encontraram-se também análises sobre a influência de características e comportamento de um determinado gestor nas escolhas dos fundos (Maestri & Malaquias, 2018; Correia et al., 2018), em que é estudada também a possibilidade de ocorrência do chamado *window dressing* (Marques et al., 2020).

Existem, ainda, estudos que trazem a influência de períodos de crise/incerteza (Pimentel & Bossan, 2020; Guimarães & Malaquias, 2022), de corrupção no contexto de empresas e fundos (Dias & Malaquias, 2022), também verificando a relação da sazonalidade nos fundos de ações (Grossi & Malaquias, 2020), afora estudos que mensuram a relação do fluxo de captação com informações não observáveis (Amaral & Leal, 2020) e análises sobre os determinantes dos índices de rotatividade de carteiras (Milan & Eid Jr., 2015).

Em relação à gestão de fundos de investimentos, Grossi e Malaquias (2020) buscaram verificar a existência do efeito da sazonalidade de janeiro para o fluxo financeiro em fundos de ações. Os resultados indicaram padrões de comportamento que poderiam ser encontrados na indústria de fundos em intervalos regulares do calendário, como determinado mês do ano, sendo esse fato uma contraposição dos postulados da eficiência de mercado.

No contexto de fundos de previdência, no mercado brasileiro, Soares e Campani (2020) utilizaram o Alfa de Jensen para avaliar quais fundos forneciam alfas positivos/negativos; analisaram também o alfa em fundos agressivos, tendo em vista que os fundos propostos eram uma mistura de produtos de renda fixa e variável. Os principais resultados indicaram que taxas administrativas elevadas podem contribuir para destruição de valor; além disso, fundos maiores apresentaram também melhores níveis de retorno.

Silva et al. (2020) analisaram o *turnover* da carteira e o desempenho de fundos de investimentos em ações no Brasil, onde observa-se que se os gestores têm boas informações, negociam mais, na busca de lucros superiores; por outro lado, os autores afirmam que os gestores podem estar negociando embasado em informações irrelevantes ou sem justificativa. Pode-se observar, desta forma, que a literatura busca entender o comportamento da rentabilidade e de variáveis relacionadas com a gestão de fundos de investimentos. Os fundos representam investidores institucionais que alocam quantidade significativa de recursos financeiros.

Em síntese, a literatura tem investigado diversos determinantes da performance dos fundos de investimento, incluindo características dos gestores, dos próprios fundos, de padrões de calendário e do ambiente econômico. A maior parte dessas pesquisas citadas nesta seção do estudo concentra-se em fundos tradicionais, evidenciando oportunidade para estudos dedicados especificamente à persistência da performance em fundos sustentáveis. Considerando a crescente relevância das práticas ESG na indústria de fundos, foi elaborado o tópico a seguir, abordando estudos específicos sobre investimentos ESG.

2.2 Investimentos ESG

O contexto sobre sustentabilidade também vem ganhando destaque no campo de investimentos, observando-se as práticas ESG para alocação de recursos (Nóbrega et al., 2025). De acordo com Silva (2023), o termo "sustentabilidade empresarial" vem sendo usado há décadas, porém ainda de forma genérica. O tema "sustentabilidade" tem estado na agenda de vários órgãos reguladores e associações, o que evidencia a sua relevância tanto no cenário internacional quanto no cenário brasileiro.

Em um levantamento analisando padrões de comportamento em gestoras, bancos e corretoras no que se refere ao tema, a Anbima observou que a sustentabilidade tem ganhado relevância crescente no mercado financeiro e de capitais (Anbima, 2026a). Outra iniciativa no mercado refere-se ao "Guia ASG" / "Guia ASG II", lançado pela Anbima, envolvendo "Aspectos ASG para gestores e para fundos de investimento" (Anbima, 2026a). Conforme destacado no Guia ASG II, em linha com a demanda global, as questões ASG passam a fazer parte das decisões de

investimento, representando um componente de análise adicional em relação aos fatores de risco tradicionais (Anbima, 2026a).

O envolvimento de associações, entidades de representação e órgãos reguladores no tema mostra-se relevante por diferentes fatores. Um deles está em buscar assegurar a investidores que produtos oferecidos como sustentáveis realmente estejam relacionados com as práticas que afirmam estar considerando. Conforme o Guia ASG II, as novas regras têm por objetivo proporcionar transparência e evitar o *greenwashing*, contribuindo, desta maneira, com o crescimento de investimentos vinculados à sustentabilidade no cenário brasileiro (Anbima, 2026a). As práticas ESG, quando utilizadas como um fator, permitem considerar em modelos quantitativos potenciais preferências não financeiras, bem como segmentações de mercado (Nóbrega et al., 2025).

Investidores qualificados tendem a priorizar ações que estejam relacionadas com boas práticas ambientais e sociais (Silva, Bastos, et al., 2025). Além dos investidores qualificados, usuários externos à organização, englobando acionistas (*shareholders*) e demais partes interessadas (*stakeholders*), demandam cada vez mais a evidenciação de um desempenho em linha com práticas ESG (Villefort Júnior et al., 2026). Entretanto, apesar dos avanços relacionados às iniciativas para transparência e comprometimento com o meio ambiente, existe ainda uma distância entre o discurso e a qualidade informacional do conteúdo publicado pelas empresas sobre a temática (Silva, Costa, et al., 2025).

Eventos ambientais adversos, bem como sociais ou éticos, podem ter efeito sobre o risco percebido pelos investidores (Carvalho, 2025). Torna-se relevante, assim, entender como pode se dar o relacionamento entre práticas ESG e o risco empresarial, o que proporciona reflexos na alocação de recursos. Villefort Júnior et al. (2026) analisaram o risco, representado pelo coeficiente beta, das companhias brasileiras de capital aberto com boas práticas ESG. Os dados sobre ESG foram coletados junto à Refinitiv Eikon. Os principais resultados indicaram que companhias com divulgação ESG apresentaram maior nível de risco. Os autores argumentam que a amostra contém muitas empresas já pertencentes a setores com nível de risco mais alto, o que pode estar relacionado com os resultados obtidos.

2.3 Desempenho de Fundos ESG

Cunha e Samanez (2014) analisaram o desempenho histórico dos investimentos sustentáveis no mercado acionário brasileiro, considerando o período de dezembro de 2005 a dezembro de 2010. Os resultados indicaram que o desempenho financeiro desses investimentos não foi satisfatório no período. Guimarães e Malaquias (2022) analisaram no período de 2006 a 2020 a performance ajustada ao risco de 3.840 fundos vinculados à perspectiva ESG, considerando períodos de restrições financeiras. Os autores destacaram que é esperado que investimentos vinculados às práticas ESG continuem a crescer. De acordo com a análise dos autores, a performance dos fundos vinculados às práticas ESG não foi superior à performance dos demais fundos avaliados pelos autores (Guimarães & Malaquias, 2022).

Casartelli et al. (2025) avaliaram a dinâmica risco-retorno em fundos ESG com dados de cinco países: Brasil, Chile, Índia, México e Coréia do Sul. Observaram que fatores como características macroeconômicas e choques nos preços do petróleo possuem efeito no desempenho dos fundos, embora os efeitos sejam heterogêneos entre os países analisados (Casartelli et al., 2025). Ademais, os resultados indicaram que fundos ESG não necessariamente superam de forma consistente os fundos menos sustentáveis (Casartelli et al., 2025).

Com base em uma amostra composta por 155 respostas válidas, provenientes de um questionário estruturado aplicado a investidores qualificados, Silva R. R. et al. (2025) analisaram a percepção dos investidores sobre iniciativas ESG. A análise descritiva indicou que os investidores tendem em concordar que os critérios ESG se mostram importantes para suas decisões

de investimento (Silva R. R. et al., 2025). Nos testes realizados, os autores encontraram que "as iniciativas sociais e ambientais das empresas impactam a intenção de investidores qualificados de investir em ações consideradas ESG" (Silva R. R. et al., 2025, p.12).

Seguindo essa mesma linha metodológica, ressaltam-se também os resultados obtidos pelo estudo de Baione et al. (2025), em que as respostas foram obtidas diretamente dos investidores. Em uma amostra composta por 145 investidores, sendo esta amostra majoritariamente formada por investidores individuais, Baione et al. (2025) observaram diferenças entre gênero na percepção sobre a importância de aspectos ESG. De acordo com os resultados, respondentes mulheres tenderam a apresentar maior sensibilidade na avaliação dos três pilares em relação aos homens que participaram da pesquisa (Baione et al., 2025).

Vasconcelos et al. (2019), no período de 2010 a 2014, mostraram que os investimentos sustentáveis (IS) apresentam uma característica defensiva, com retornos acima do mercado apenas em momentos de crise e abaixo do mercado em momentos de crescimento econômico, além disso mostram que os IS possuem uma performance ajustada ao risco positiva. Silva e Iquiapaza (2017), analisando se existem diferenças de desempenho entre os fundos de investimentos socialmente responsáveis (SRI) e os fundos convencionais, observaram que os fundos de investimentos SRI e os fundos de investimento em ações convencionais possuem desempenho semelhante (alfa de Jensen); porém nos períodos de 2009 a 2012, os fundos SRI mostraram uma melhor relação risco/retorno (com base no Índice de Sharpe). Considerando que a performance entre as categorias avaliadas pelo alfa de Jensen foi equivalente, Silva e Iquiapaza (2017) atribuem o crescimento de fundos SRI à utilidade não financeira que pode ser proporcionada aos seus investidores. O desempenho superior entre 2009 e 2012 pelo Índice de Sharpe, segundo os autores, pode ser atribuído a uma tendência de alta apresentada no período (Silva & Iquiapaza, 2017).

2.4 Desenvolvimento da Hipótese de Pesquisa

Os estudos sobre fundos de investimentos no mercado financeiro, usualmente, possuem como teoria de base a Hipótese de Eficiência de Mercado (Fama, 1970; 1991). De acordo com essa teoria, os preços dos ativos no mercado financeiro estariam ajustados em relação às informações disponíveis, de forma que seria difícil gerar valor extraordinário consistentemente. É oportuno salientar as três classificações relativas à eficiência de mercado: eficiência fraca, eficiência semiforte e eficiência forte.

Seguindo essa linha de raciocínio, quando gestores de fundos de investimentos geram valor extraordinário de forma consistente, especialmente com base na gestão ativa, isso pode contrariar a Hipótese de Eficiência de Mercado (Malaquias & Eid Jr., 2013). Neste artigo, analisa-se a performance dos fundos relacionados à sustentabilidade, bem como a persistência dessa performance, o que pode ser uma evidência adicional para avaliar a Eficiência de Mercado no Brasil sob a perspectiva de investimentos sustentáveis.

Embora a literatura apresente evidências relacionadas ao desempenho de investimentos sustentáveis, seus determinantes, bem como apresente comparações com investimentos convencionais, observa-se uma lacuna sobre a persistência da performance desses fundos. A análise empírica proposta neste estudo, assim, permitirá avaliar se a performance passada representa um indicador para prever a performance futura no contexto de fundos sustentáveis. Para tanto, tem-se a seguinte hipótese de pesquisa ($\mathbf{H_1}$): a performance passada (em "t-1") dos fundos sustentáveis apresenta relação positiva com a performance futura (em "t").

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

O objetivo da pesquisa consiste em analisar se a performance dos fundos sustentáveis tende a ser persistente ao longo do tempo. De acordo com a Anbima (2026a, p. 20), "apesar do crescente interesse, é difícil quantificar no mercado brasileiro o exato volume aplicado em fundos ligados à

sustentabilidade". Portanto, selecionar fundos que possam ser caracterizados como sustentáveis exige decisões metodológicas, pois esses investidores institucionais podem alocar recursos em diversos ativos, inclusive ativos com boas práticas ESG. Considerando esse cenário, foram selecionados para compor a amostra os fundos brasileiros que possuem classificação com maior aderência às práticas sustentáveis; neste caso, observando-se estudos anteriores (por exemplo: Silva & Iquiapaza, 2017), foram selecionados os fundos de ações da subcategoria: sustentabilidade/governança. Ao todo, a amostra foi composta por 50 fundos.

O período de análise inicia-se em janeiro de 2005 e finaliza-se em dezembro de 2022, totalizando dezoito anos de observações. A adoção desse intervalo temporal permite incorporar episódios de elevada incerteza nos mercados financeiros, os quais, de acordo com estudos anteriores (Pimentel & Bossan, 2020), podem afetar o desempenho dos fundos de ações. Nesse sentido, o período analisado contempla eventos de instabilidade econômica e financeira, tais como a Crise Financeira Global de 2008, a pandemia da Covid-19 e episódios de instabilidade política, possibilitando a inclusão de variáveis de controle para períodos de crise.

Durante o período, foram coletados dados de retornos diários. Com dados diários, a cada mês e para cada fundo, foi construída a medida de performance ajustada ao risco; ou seja, tem-se, a cada mês do período de análise, uma medida de performance ajustada ao risco para cada fundo. A medida de performance utilizada foi o Alfa de Jensen (1968), conforme apresentado na Equação 1. De acordo com estudos anteriores, o Alfa de Jensen é uma medida amplamente utilizada para avaliação de fundos de investimentos (Pimentel & Bossan, 2020).

$$R_i - R_f = \alpha_i + \beta_i * \left(R_m - R_f\right) + \varepsilon_i \quad (1)$$

Na Equação 1, R_i representa o retorno diário do fundo "i"; R_f representa a taxa livre de risco; α_i representa o Alfa de Jensen; R_m representa o retorno de mercado, no caso, o retorno diário do Ibovespa; ε_i representa o termo de erro do modelo.

Após estimar os parâmetros da Equação 1, foram coletadas também variáveis de controle para os fundos da amostra, sendo elas: tamanho do fundo, captação líquida mensal, idade do fundo e uma *dummy* para indicar fundos exclusivos, além da inclusão de uma variável de controle para períodos de crise. Sobre a variável de controle para períodos de crise, com base em estudos anteriores (Pimentel & Bossan, 2020; Guimarães & Malaquias, 2022), foi construída uma variável *dummy* que recebeu valor igual a 1 nos anos de: 2008 em razão da Crise Financeira Global; 2015 e 2016, em decorrência da crise político-econômica no cenário brasileiro; e em 2020, em função dos efeitos iniciais relacionados à pandemia da Covid-19. Nos demais anos, a variável crise assumiu valor igual a zero.

Em relação às demais variáveis de controle, o tamanho do fundo foi incluído considerando-se o argumento de que fundos maiores tendem a apresentar melhor desempenho que fundos menores (Silva & Iquiapaza, 2017; Pimentel & Bossan, 2020). O tamanho foi mensurado pelo Logaritmo Natural do patrimônio do fundo no início de cada mês; o Logaritmo Natural foi utilizado com o objetivo de se eliminar efeitos de diferenças de escala entre as variáveis da pesquisa. Em consulta à literatura (Silva & Iquiapaza, 2017; Guimarães & Malaquias, 2022), observa-se que a idade dos fundos pode apresentar relação negativa com a performance. Assim, a idade dos fundos, em anos, foi calculada no início de cada ano e incluída no modelo como variável de controle.

A captação líquida mensal também foi inserida como variável de controle, tendo em vista que o ingresso de recursos pode ampliar a capacidade de investimento e a gestão da carteira do fundo, ao passo que saídas líquidas expressivas ou resgates inesperados podem gerar restrições de liquidez e afetar o seu desempenho. Para tanto, a captação líquida mensal representa o total de aportes menos o total de resgates recebidos pelo fundo no mês, ponderado pelo patrimônio do

fundo. No Brasil, existe uma categoria específica de fundos de investimento denominada fundos exclusivos, usualmente constituídos para atender a um único cotista (Grossi & Malaquias, 2020). Em razão de suas características, esses fundos podem adotar estratégias de gestão mais personalizadas, o que potencialmente pode influenciar seu desempenho em relação aos demais fundos. Dessa forma, foi incluída uma variável *dummy* para identificar os fundos exclusivos, assumindo valor igual a 1 para os fundos pertencentes a essa categoria e 0 para os demais. A Tabela 1 resume as variáveis utilizadas no estudo.

Tabela 1
Resumo sobre as variáveis utilizadas no estudo

Variável do Modelo	Definição / Mensuração	Sinal Esperado	Principais Referências
Performance Passada	Performance ajustada ao risco do fundo, no período anterior.	+	.
Idade do Fundo	Representa o tempo de existência dos fundos, em anos, sendo calculada no início de cada ano.	–	Silva e Iquiapaza (2017) Guimarães e Malaquias (2022)
Períodos de Crise	Variável *dummy*, indicando períodos de crise financeira.	–	Pimentel e Bossan (2020) Guimarães e Malaquias (2022)
Fundos Exclusivos	Categoria específica de fundo brasileiro, usualmente constituído para atender a um único cotista.	+	Grossi e Malaquias (2020)
Captação Líquida	Diferença entre Aplicações e Resgates realizados durante o mês.	+	Grossi e Malaquias (2020)
Tamanho	O tamanho foi mensurado pelo Logaritmo Natural do PL do fundo.	+	Silva e Iquiapaza (2017) Pimentel (2020)

O banco de dados, composto por observações mensais sobre a performance ajustada ao risco para um conjunto de fundos de investimento, reúne características de observações *cross-section* distribuídas ao longo do tempo. Ou seja, tem-se a possibilidade de se desenvolver os testes quantitativos por meio da análise de dados em painel. A Equação 2 indica o modelo de pesquisa, sendo o principal parâmetro de interesse representado por β_1 (o parâmetro correspondente à performance defasada em um período).

$$Alfa_{it} = \alpha_i + \beta_1 * Alfa_{it-1} + \beta_2 * Idade_{it} + \beta_3 * Crise_t + \beta_4 * Exclusivo_{it} + \beta_5 * CaptaçãoLíquida + \beta_6 * Tamanho_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Na Equação 2, $Alfa_{it}$ representa a performance ajustada ao risco (Alfa de Jensen) do fundo "i" no mês "t"; $Alfa_{it-1}$ representa a performance ajustada ao risco (Alfa de Jensen) do fundo "i" no mês "t-1"; $Idade_{it}$ representa a idade do fundo "i", em anos, no mês "t"; $Crise_t$ representa uma variável *dummy* para períodos de crise que recebe 1 para os anos de 2008, 2011, 2013, 2014 e 2015, e 0 para os demais períodos; $Exclusivo_{it}$ é uma variável *dummy* que recebe 1 quando o fundo "i" é classificado como exclusivo no mês "t", e 0 para os demais fundos/casos; $CaptaçãoLíquida_{it}$ indica o total de aportes e resgates recebidos pelo fundo "i" no mês "t", dividido pelo patrimônio do fundo "i" no mês "t"; $Tamanho_{it}$ representa o Logaritmo Natural do patrimônio do fundo "i" no início do mês "t"; α_{it}, β_1, β_2, β_3, β_4, β_5, β_6, ε_{it} representam os parâmetros do modelo.

Para a escolha do melhor modelo a ser utilizado (Dados Empilhados, Efeitos Fixos ou Efeitos Aleatórios), foram realizados os testes de Hausman, de Chow e de Breusch-Pagan. A Tabela 2, a seguir, evidencia os resultados para os testes mencionados.

Tabela 2
Resultados dos testes para escolha do painel

Testes Realizados	Signif.
Hausman	0,000 ***
Chow	0,000 ***
Breusch-Pagan	0,000 ***

Com base nos resultados obtidos, o modelo escolhido foi o de Efeitos Fixos. Além da evidência estatística, essa escolha possui fundamentação econômica compatível com as características do banco de dados. O desempenho dos fundos de ações pode ser influenciado por fatores não observáveis e vinculados às características de cada fundo, tais como a qualidade da gestão, a estratégia de investimento, a capacidade de seleção de ativos e os processos internos. Essas características tendem a permanecer relativamente estáveis ao longo do tempo e podem estar correlacionadas com as variáveis explicativas do modelo, como tamanho dos fundos. Nesse contexto, o modelo de Efeitos Fixos permite a obtenção de estimativas mais consistentes para os determinantes da performance.

Ademais, realizou-se ainda o teste de Breusch-Pagan / Cook-Weisberg, que indicou que a heterocedasticidade poderia causar algum viés nos resultados. Desta forma, os modelos foram estimados com erros-padrão robustos. Adicionalmente, realizou-se um teste para multicolinearidade, observando-se a estatística VIF (*Variance Inflation Factor*). Os resultados estão disponíveis na Tabela 3.

Tabela 3
Resultados para análise de multicolinearidade

Variáveis	VIF	1/VIF
Patrimônio do Fundo (Tamanho)	1,100	0,907
Idade do Fundo	1,080	0,928
Fundos Exclusivos	1,050	0,956
Alfa de Jensen (t-1)	1,040	0,957
Períodos de Crise	1,040	0,959
Captação Líquida no Mês	1,030	0,975
VIF (Média)	1,060	-

Conforme resultados apresentados na Tabela 3, não há indícios de problemas relacionados à multicolinearidade em relação às variáveis explicativas consideradas no estudo, pois o VIF médio ficou abaixo de 5 (bem como o valor do VIF para as demais variáveis). Os resultados obtidos para o teste da hipótese do estudo são descritos na próxima seção. Em uma rodada adicional, para testar a robustez dos resultados, foram excluídos fundos com patrimônio menor que R$ 5 milhões, bem como fundos com 2 anos ou menos de idade, em linha com a literatura que considera o viés de incubação. Esse procedimento visa analisar se os resultados poderiam estar apresentando algum efeito decorrente da inclusão de fundos de pequeno porte ou recém-criados que, por se apresentarem em um estágio inicial, podem ter características de gestão diferentes de fundos já estabelecidos no mercado.

É oportuno ressaltar uma limitação relacionada à escolha metodológica deste estudo, referente à classificação dos fundos da amostra na categoria sustentabilidade/governança. Embora essa seja uma classificação já disponível no banco de dados e em linha com as práticas de mercado, podem existir fundos de ações vinculados a outras categorias que também consideram práticas ESG para a alocação de recursos e o desenvolvimento de suas atividades. Por outro lado, os resultados do estudo mantêm o foco específico em fundos já classificados nessa subcategoria, o que evita a necessidade de realizar inferências adicionais para classificar outros fundos como

vinculados ou não a práticas ESG. Essa limitação, contudo, cria oportunidades para novos estudos comparativos sobre o assunto, considerando metodologias e critérios alternativos para identificar fundos ESG.

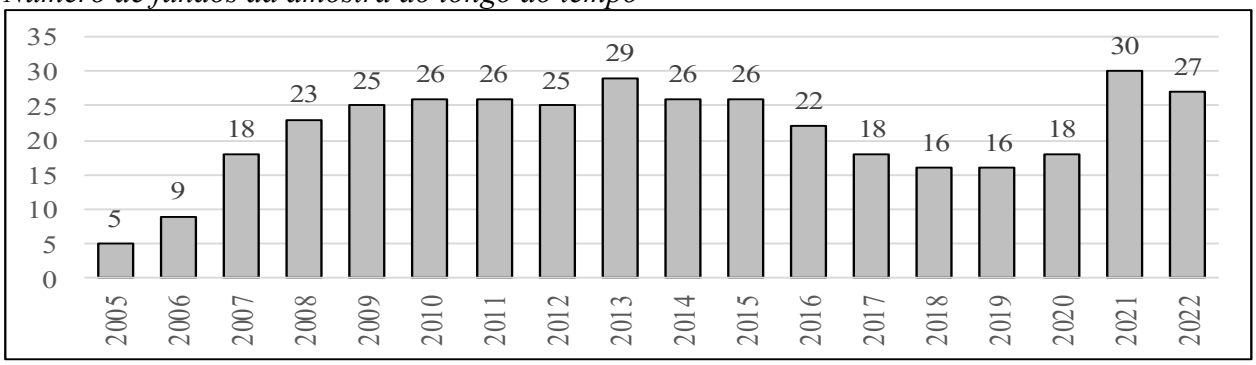
4 RESULTADOS

4.1 Análise Descritiva

Inicialmente, apresenta-se a Figura 1, que evidencia o número de fundos da amostra ao longo do período de pesquisa. Para elaboração do gráfico, considerou-se a quantidade de fundos no mês de dezembro de cada ano da pesquisa, que abrange o período de 2005 a 2022.

Figura 1

Número de fundos da amostra ao longo do tempo



Pode-se observar na Figura 1 que houve variabilidade na quantidade de fundos da amostra ao longo do tempo, sendo os períodos mais recentes (anos de 2021 e 2022) e o ano de 2013 aqueles com a maior quantidade de observações. A Figura 1 também permite visualizar que o banco de dados possui fundos que iniciaram suas atividades durante o período, bem como fundos que foram encerrados; assim, os resultados não estão sujeitos ao viés de sobrevivência. Conforme apontado na metodologia do estudo, a amostra foi composta, ao todo, por 50 fundos. É importante ressaltar que todos esses fundos cuja quantidade está representada na Figura 1 encontram-se vinculados à categoria de fundos sustentabilidade/governança.

A Tabela 4, apresentada a seguir, evidencia a estatística descritiva das variáveis do estudo. A performance dos fundos da amostra, avaliada pelo Alfa de Jensen, em média, foi negativa. Os fundos da amostra possuem, em média, 15 anos de idade, sendo cerca de 3,6% das observações provenientes de fundos exclusivos. Em média, a captação líquida mensal foi positiva, sugerindo maior aporte mensal recebido do que solicitações de resgate.

Tabela 4

Estatística descritiva das variáveis do estudo

Variáveis	n	Média	Desv. Pad.	Mín.	Máx.
Alfa de Jensen	4.614	-0,0002	0,0010	-0,0040	0,0032
Alfa de Jensen (t-1)	4.614	-0,0001	0,0010	-0,0040	0,0032
Idade do Fundo	4.614	15,3403	3,8820	1,0000	18,0000
Períodos de Crise	4.614	0,2365	0,4250	0,0000	1,0000
Fundos Exclusivos	4.614	0,0360	0,1863	0,0000	1,0000
Captação Líquida no Mês	4.614	0,0002	0,0799	-0,2072	0,4377
Patrimônio do Fundo (Tamanho)	4.614	16,9050	1,7345	9,7224	21,0194

Notas. o período de pesquisa inicia-se em janeiro/2005 e finaliza-se em dezembro/2022; entretanto, para permitir a avaliação da performance defasada mantendo-se o mesmo número de observações para todas as variáveis, as análises foram realizadas com o banco de dados iniciando-se em fevereiro/2005 (com a mesma data de finalização: dezembro/2022). Por isso, o número de observações é o mesmo para o Alfa de Jensen em "t" e para o Alfa de Jensen em "t-1". Quantidade de fundos da amostra nesta análise: 50 fundos.

4.2 Análise de Regressão

Os resultados relativos ao objetivo do estudo são reportados na Tabela 5. Conforme explicado na metodologia do estudo, o modelo utilizado para a análise quantitativa foi o de Efeitos Fixos, após a realização dos testes de Hausman, de Chow e de Breusch-Pagan. Observa-se que os resultados para variável idade do fundo foram omitidos do modelo, possivelmente em função de sua característica de comportamento ao longo do tempo.

Tabela 5
Resultados para a análise de regressão com dados em painel

Variáveis	Coef.	Rob. Std. Err.	t	P>t	
Alfa de Jensen (t-1)	-0,00643	0,01257	-0,510	0,611	
Idade do Fundo	*(omitted)*				
Períodos de Crise	-0,00044	0,00004	-11,200	0,000	***
Fundos Exclusivos	-0,00003	0,00002	-2,220	0,031	**
Captação Líquida no Mês	0,00108	0,00025	4,240	0,000	***
Patrimônio do Fundo (Tamanho)	0,00003	0,00002	1,520	0,135	
Constante	-0,00054	0,00032	-1,660	0,103	
Núm. Obs. =	4.614				
R-Quadrado (within) =	0,042				
(between) =	0,016				
(overall) =	0,039				

Notas. Quantidade de fundos da amostra nesta análise: 50 fundos.

De acordo com os principais resultados da pesquisa (Tabela 5), observou-se que a performance passada dos fundos (Alfa de Jensen em "t-1") não apresentou efeito estatisticamente significativo na performance contemporânea (Alfa de Jensen em "t"); portanto, não houve suporte para a hipótese de pesquisa (H_1). Isso sugere que, em média, para os fundos da amostra e de acordo com os critérios de avaliação utilizados, fundos com melhor performance em "t-1" não necessariamente mantiveram-se com a melhor performance em "t"; da mesma maneira, em média, fundos com performance desfavorável em "t-1" podem ter recuperado seu desempenho no período seguinte (em "t").

Sobre as variáveis de controle, tem-se que os períodos de crise considerados no estudo apresentaram efeito negativo e estatisticamente significativo na performance dos fundos da amostra. Esse resultado está alinhado com estudos anteriores (Pimentel & Bossan, 2020; Guimarães & Malaquias, 2022), indicando que, mesmo em fundos vinculados a práticas ESG, episódios de crise e de maior restrição financeira podem afetar negativamente o desempenho. Os resultados também sugerem que períodos de elevada incerteza econômica e financeira podem afetar a capacidade dos gestores em gerar retornos superiores, reforçando a importância do monitoramento dos riscos pelos investidores em momentos de maior turbulência de mercado.

Quanto aos fundos exclusivos, observou-se que, em média, sua performance foi inferior à dos fundos tradicionais. Esse resultado sugere que fundos usualmente constituídos para um único cotista, mesmo no subgrupo de fundos com boas práticas ESG, não apresentaram desempenho superior em relação aos demais fundos da amostra. Uma eventual explicação é que a gestão mais personalizada desses fundos pode priorizar objetivos específicos do investidor em detrimento de priorizar a maximização da rentabilidade ajustada ao risco.

Embora fosse esperado um efeito positivo do tamanho sobre a performance, a relação observada não foi estatisticamente significativa. Em outras palavras, o tamanho do fundo não se mostrou um fator relacionado ao desempenho ajustado ao risco no subgrupo analisado de fundos sustentáveis. Esse resultado diverge das evidências reportadas por estudos anteriores (Silva & Iquiapaza, 2017; Pimentel & Bossan, 2020) e pode indicar que eventuais economias de escala

associadas a fundos maiores não se traduzem, necessariamente, em melhor desempenho entre fundos com práticas ESG, cujas estratégias de investimento e restrições de seleção de ativos podem reduzir os benefícios tradicionalmente atribuídos ao maior porte.

A captação líquida dos fundos apresentou efeito positivo e estatisticamente significativo sobre a performance. Esse resultado indica que fundos que receberam maiores ingressos líquidos de recursos também tenderam a apresentar melhor desempenho ajustado ao risco. Uma possível explicação é que a disponibilidade adicional de recursos amplia a capacidade de implementação das estratégias de investimento e reduz eventuais restrições de liquidez. Do ponto de vista gerencial, os resultados também sugerem a importância de um adequado gerenciamento dos fluxos de entrada e saída de recursos, uma vez que resgates inesperados podem exigir alterações na carteira de investimentos e comprometer estratégias previamente adotadas, com potenciais efeitos negativos sobre a performance do fundo.

Foi realizado um teste adicional, de robustez, para verificar se os resultados seriam persistentes após a exclusão de fundos com patrimônio menor que R$ 5 milhões, bem como após a exclusão de fundos com 2 anos ou menos de idade. Esse procedimento foi realizado com o objetivo de eliminar algum eventual viés de incubação. Conforme pode ser observado na Tabela 6, os resultados mantiveram-se equivalentes. Ou seja, mesmo entre fundos com mais de 2 anos de idade e fundos com patrimônio maior que R$ 5 milhões, a performance passada (em "t-1") não apresentou efeito significativo na performance contemporânea (em "t").

Tabela 6

Teste de robustez, considerando-se o viés de incubação

Variáveis	Coef.	Rob. Std. Err.	t	P>t	
Alfa de Jensen (t-1)	-0,00915	0,01511	-0,610	0,549	
Idade do Fundo	*(omitted)*				
Períodos de Crise	-0,00043	0,00004	-9,810	0,000	***
Fundos Exclusivos	-0,00003	0,00002	-1,820	0,077	*
Captação Líquida no Mês	0,00140	0,00034	4,170	0,000	***
Patrimônio do Fundo (Tamanho)	0,00003	0,00003	1,130	0,265	
Constante	-0,00055	0,00047	-1,180	0,247	
Núm. Obs. =	3.612				
R-Quadrado (within) =	0,043				
(between) =	0,214				
(overall) =	0,039				

Notas. Quantidade de fundos da amostra nesta análise: 40 fundos.

A ausência de uma relação estatisticamente significativa entre a performance passada e a performance contemporânea dos fundos pode ser interpretada à luz da Hipótese de Eficiência de Mercado (Fama, 1970; 1991). Os resultados sugerem que a informação contida no desempenho passado não apresenta capacidade preditiva suficiente para identificar, no curto prazo, os fundos que apresentarão desempenho superior. Dessa forma, os achados sugerem a ausência de persistência de performance entre os fundos analisados, estando, portanto, alinhados com os pressupostos da Hipótese de Eficiência de Mercado.

É importante interpretar os resultados com cautela, uma vez que os coeficientes estimados refletem relações médias entre as variáveis analisadas. Dessa forma, por representarem efeitos médios observados em um conjunto de fundos, os resultados podem não capturar características e heterogeneidades específicas de fundos individuais.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa foi desenvolvida com o objetivo de analisar se a performance dos fundos sustentáveis tende a ser persistente ao longo do tempo. O banco de dados foi composto por dados diários de janeiro de 2005 até dezembro de 2022, o que permitiu o cálculo mensal do Alfa de Jensen para cada fundo da amostra. A relação entre a performance passada (Alfa de Jensen em "t-1") e a performance contemporânea (Alfa de Jensen em "t") foi testada por meio da análise de regressão com dados em painel. Adicionalmente, a estatística VIF sugeriu não haver vieses decorrentes de multicolinearidade com base nas variáveis consideradas nos testes quantitativos. Portanto, o objetivo foi alcançado por meio de uma análise quantitativa, em uma amostra composta por fundos relacionados à sustentabilidade.

Tendo por base os procedimentos metodológicos adotados, os principais resultados indicaram a ausência de persistência na performance dos fundos sustentáveis. Em outras palavras, fundos que apresentaram desempenho superior em "t-1" não necessariamente mantiveram esse desempenho em "t", assim como fundos com desempenho desfavorável em "t-1" não permaneceram, necessariamente, entre os de pior performance no período subsequente. É importante ressaltar que essas evidências se referem ao comportamento médio dos fundos analisados e mostram-se consistentes com a ideia de que o desempenho passado possui capacidade limitada para prever a performance futura.

Quanto às variáveis de controle, observou-se que fundos que receberam maior aporte de recursos no período, em média, registraram melhor performance. Ademais, períodos de crise apresentaram efeito negativo sobre o desempenho dos fundos da amostra. Esses resultados indicam que decisões de alocação de recursos em fundos de investimentos sustentáveis podem se beneficiar da consideração de características dos fundos, como a captação líquida, e das condições macroeconômicas, em vez de se basearem exclusivamente na performance passada.

Esses resultados possuem implicações práticas e teóricas. Em termos práticos, a ausência de persistência na performance sugere que informações sobre o desempenho passado, isoladamente, possuem capacidade limitada para identificar os fundos que apresentarão melhor desempenho no período subsequente. Ademais, o efeito positivo da captação líquida evidencia a relevância de estratégias de comunicação e relacionamento entre os gestores dos fundos e seus cotistas, de forma a mitigar movimentos abruptos de resgate, particularmente em períodos de crise ou de maior incerteza de mercado. Essas iniciativas podem contribuir para maior estabilidade de fluxos de recursos em períodos de incerteza, permitindo que os gestores implementem suas estratégias de investimento com menor necessidade de alterações decorrentes de resgates inesperados. Para reguladores e entidades de representação, os resultados reforçam a importância do aperfeiçoamento contínuo dos critérios de classificação e transparência das práticas ESG adotadas pelos fundos, favorecendo maior comparabilidade entre produtos e reduzindo potenciais assimetrias de informação para os investidores.

Sob a perspectiva da Hipótese de Eficiência de Mercado, os resultados indicam que eventuais desempenhos superiores obtidos por alguns fundos não tendem a ser mantidos de forma sistemática ao longo do tempo, possivelmente em razão das dificuldades inerentes à identificação contínua de oportunidades de investimento capazes de gerar retornos extraordinários. Assim, embora alguns fundos apresentem desempenho superior em determinados períodos, essa vantagem não se mostrou persistente, em média, ao longo da amostra analisada. Adicionalmente, o estudo contribui para a literatura ao ampliar as evidências sobre potenciais determinantes da performance de fundos sustentáveis em economias emergentes, contexto ainda relativamente pouco explorado em pesquisas sobre investimentos ESG.

De forma indireta, entende-se que os resultados da pesquisa também podem indicar que os cotistas de fundos sustentáveis consideram, em suas decisões de investimento, fatores que vão além da performance ajustada ao risco. Nesse sentido, é possível que os investidores acompanhem

aspectos relacionados às práticas adotadas pelos fundos, tais como os critérios de alocação de recursos em ativos com melhores indicadores de sustentabilidade, melhores práticas de governança corporativa e investimentos em empresas comprometidas com questões sociais e de redução das desigualdades. Os efeitos dessas iniciativas podem demandar um horizonte temporal mais longo para serem plenamente observados, abrindo oportunidades para o desenvolvimento de novas pesquisas sobre a relação entre práticas ESG e a persistência da performance dos fundos.

Em relação às limitações, ressalta-se que nesta pesquisa é utilizada apenas uma medida para performance ajustada ao risco (o Alfa de Jensen). Embora seja uma medida amplamente empregada pela literatura, novas pesquisas podem ser desenvolvidas tendo como base outras medidas de performance. Os critérios adotados para a definição de períodos de crise podem também representar uma limitação da pesquisa, uma vez que diferentes recortes temporais podem produzir evidências distintas. Além disso, a classificação dos fundos sustentáveis baseou-se na categoria sustentabilidade/governança disponibilizada pela Anbima, a qual pode não refletir integralmente a efetiva incorporação de práticas ESG pelos fundos, podendo haver diferenças entre a classificação formal e as estratégias efetivamente implementadas pelos gestores. Adicionalmente, embora tenham sido adotados procedimentos econométricos compatíveis com os objetivos da pesquisa, não se pode descartar completamente algum viés de endogeneidade, o que pode ser ampliado em estudos futuros sobre o tema.

Outra limitação refere-se ao fato de a análise ter sido desenvolvida exclusivamente com dados do mercado brasileiro, não contemplando comparações internacionais ou fundos com alocação relevante em ativos estrangeiros. Dessa forma, recomenda-se cautela na generalização dos resultados para outros mercados, especialmente para mercados desenvolvidos, cujas características da indústria de fundos e do ambiente ESG podem diferir significativamente das observadas no Brasil.

Sugerem-se novos estudos considerando a performance de fundos sustentáveis em comparação com fundos que não estejam na categoria de fundos sustentáveis, mas que adotem práticas de investimento pautadas em critérios ESG. Recomenda-se também estudos qualitativos, com o objetivo de melhor compreender as estratégias de alocação de recursos adotadas por fundos sustentáveis. Adicionalmente, futuras pesquisas podem desenvolver análises comparativas entre mercados emergentes e desenvolvidos, buscando identificar semelhanças e diferenças entre os determinantes da performance dos fundos sustentáveis. Por fim, recomenda-se investigar os impactos de regulamentações específicas relacionadas às práticas ESG no contexto de fundos de investimento, de forma a compreender como mudanças regulatórias podem afetar as estratégias de alocação de recursos desses fundos e/ou seu desempenho.

REFERÊNCIAS

Amaral, R. C. M., & Leal, R. P. C. (2020). A escolha de fundos de ações usando informações não observáveis ou mensuráveis. *Revista Contabilidade & Finanças, 32*(85), 143–157. https://doi.org/10.1590/1808-057x202010610

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. (2026a). *Novo Guia ASG ajuda o mercado na identificação de fundos sustentáveis*. https://www.anbima.com.br/pt_br/imprensa/anbima-novo-guia-asg-ajuda-o-mercado-na-identificacao-de-fundos-sustentaveis-8A2AB2887EDBE7FD017EE426DA4369F5-00.htm

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. (2026b). *Raio X do investidor brasileiro (9ª ed.)*. https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-brasileiro.htm

Ascari, C., Mazzioni, S., Magro, C. B. D., & Sanches, S. L. R. (2025). Influência da suavização de resultados e do comportamento corporativo responsável no custo de capital. *Revista Mineira de Contabilidade, 26*(3), 40–55. https://doi.org/10.51320/rmc.v26i3.1700

Baione, M. G., Riccio, E. L., Maccari, E. A., & Hollnagel, H. C. (2025). Critical success factors in ESG: Asymmetries between corporate communication and investor perceptions. *Revista de Administração da UFSM, 18*(4), e4. https://doi.org/10.5902/1983465993571

Campani, C. H., & Brito, L. M. (2018). Fundos de previdência privada: Passividade a preços de fundos ativos. *Revista Contabilidade & Finanças, 29*(76), 148–163. https://doi.org/10.1590/1808-057x201804270

Campos, G., Leão, J., & Santos, F. (2019). Gestão de riscos para fundos de investimento. *Revista Metropolitana de Governança Corporativa, 4*(2).

Carvalho, J. R. M. (2025). Características do CEO, ESG e capitalização do mercado: Evidências em países europeus. *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração, 19*(4), 110–129. https://doi.org/10.12712/rpca.v.194.69763

Casartelli, C. M. P., Klotzle, M. C., & Silva, P. V. J. G. (2025). O dilema ESG nos mercados emergentes: Desempenho, incerteza e turbulência do mercado. *Revista Contabilidade & Finanças, 36*(99), e2324. https://doi.org/10.1590/1808-057x20252324.en

Correia, T. S., Costa, I. L. S., & Lucena, W. G. L. (2018). Influência dos perfis de profissionais de empresas gestoras no desempenho de fundos de investimentos à luz da teoria da sinalização. *Revista Universo Contábil, 14*(1), 72–92. https://doi.org/10.4270/RUC.2018104

Cunha, F., & Samanez, C. (2014). Análise de desempenho dos investimentos sustentáveis no mercado acionário brasileiro. *Production, 24*(2), 420–432. https://doi.org/10.1590/S0103-65132013005000054

Comissão de Valores Mobiliários. (2023). *Resolução CVM 193: Dispõe sobre a elaboração e divulgação do relatório de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade, com base no padrão internacional emitido pelo International Sustainability Standards Board – ISSB*. https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol193.html

Dias, V. F. M. B., & Malaquias, R. F. (2022). Impacto da divulgação de notícias de corrupção na alocação e rotatividade de carteiras dos fundos de ações brasileiros. *Revista Universo Contábil, 17*(2). https://doi.org/10.4270/ruc.2021212

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance, 25*(2), 383–417. https://doi.org/10.2307/2325486

Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *The Journal of Finance, 46*(5), 1575–1617. https://doi.org/10.2307/2328565

Grossi, J. C., & Malaquias, R. F. (2020). O efeito é o mesmo em todos os meses de janeiro? Sazonalidade e fluxo financeiro em fundos de ações. *Revista Contabilidade & Finanças, 31*(84), 409–424. https://doi.org/10.1590/1808-057x201909440

Guimarães, T. M., & Malaquias, R. F. (2022). Desempenho de fundos de ações considerando investimentos ESG, restrições financeiras e a pandemia COVID-19. *Brazilian Business Review, 20*(1), 18–37. https://doi.org/10.15728/bbr.2023.20.1.2.pt

Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945–1964. *The Journal of Finance, 23*(2), 389–416. https://doi.org/10.2307/2325404

Maestri, C. O. N. M., & Malaquias, R. F. (2018). Aspectos do gestor, alocação de carteiras e desempenho de fundos no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças, 29*(76), 82–96. https://doi.org/10.1590/1808-057x201804590

Malaquias, R. F., & Eid Jr., W. (2013). Eficiência de mercado e desempenho de fundos multimercados. *Revista Brasileira de Finanças, 11*(1), 119–142. https://doi.org/10.12660/rbfin.v11n1.2013.4016

Marques, M. R., Sampaio, J. O., & Silva, V. A. B. (2020). Window dressing em fundos de investimento no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças, 31*(82), 116–128. https://doi.org/10.1590/1808-057x201908760

Milan, P., & Eid Jr., W. (2015). Determinantes da rotatividade das carteiras dos fundos de investimentos em ações. *Brazilian Business Review, 12*(5), 1–16. http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2015.12.5.1

Nóbrega, M. B., Felipe, I. J. D. S., & Araújo, R. L. F. (2025). ESG in portfolio construction: What does the scientific literature reveal? *Revista de Administração de Empresas, 65*(6), e2024-0569, 1–24. https://doi.org/10.1590/S0034-759020250606

Paula, J. S., & Iquiapaza, R. A. (2021). Técnicas de seleção de fundos de investimentos sob a ótica dos fundos de pensão brasileiros. *Revista Contabilidade & Finanças, 33*(88), 167–182. https://doi.org/10.1590/1808-057x202113250

Pimentel, R. C., & Bossan, V. (2020). Incerteza de mercado e o desempenho de fundos de investimento em ações no Brasil. *Revista Universo Contábil, 15*(4), 127–146. https://doi.org/10.4270/ruc.2019431

Silva, F. C. N. S. (2023). Sustentabilidade empresarial e ESG: Uma distinção imperativa. *Revista de Gestão e Secretariado, 14*(1), 247–258. https://doi.org/10.7769/gesec.v14i1.1510

Silva, R. R., Bastos, S. A. P., Silva, R. O., & Stefanelli, N. O. (2025). A influência das iniciativas ESG nas decisões de investidores qualificados. *Revista Contabilidade & Finanças, 36*(99), e2307. https://doi.org/10.1590/1808-057x20252307.en

Silva, S. E., & Iquiapaza, R. A. (2017). Fundos de investimentos socialmente responsáveis e fundos convencionais: Existem diferenças de desempenho? *Revista Evidenciação Contábil & Finanças, 5*(3), 4–21. https://doi.org/10.18405/recfin20170301

Silva, S. E., Roma, C. M. S., & Iquiapaza, R. A. (2020). Turnover da carteira e o desempenho de fundos de investimentos em ações no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças, 31*(83), 332–347. https://doi.org/10.1590/1808-057x201909420

Silva, S. L. P., Costa, W. P. L. B., Silva, J. D., & Pedrosa, C. K. A. (2025). A qualidade das práticas ESG na B3: Uma análise comparativa com base nas normas GRI. *Sociedade, Contabilidade e Gestão, 20*(3), 86–106. https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v20i3.69094

Soares, W. C., & Campani, C. H. (2020). Desempenho de fundos de previdência: Uma análise focada em seguradoras puras. *Revista Contabilidade & Finanças, 31*(84), 490–523. https://doi.org/10.1590/1808-057x201909840

Souza, C. J., Soares, T. C., Mussi, C. C., Dutra, A. R. A., & Guerra, J. B. S. O. A. (2025). Integration of ESG practices and strategy: A study of Brazilian credit unions. *Revista de Administração Mackenzie, 26*(6), eRAMD250035. https://doi.org/10.1590/1678-6971/eRAMD250035

Vasconcelos, S. R. M., Santos, J. O., Marion, J. C., & Bergmann, D. R. (2019). Análise da rentabilidade dos fundos de investimentos sustentáveis brasileiros no período 2010–2016. *Revista Contemporânea de Contabilidade, 16*(39), 89–112. http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2019v16n39p89

Villefort Júnior, J. R. P., Borges Junior, D. M., Machado, L. S., & Moura, P. J. P. (2026). Risco de ações de empresas com boas práticas ESG. *Revista Catarinense da Ciência Contábil, 25*, e3575, 1–16. https://doi.org/10.16930/2237-766220263575

AGRADECIMENTOS

O Prof. Rodrigo F. Malaquias gostaria de agradecer ao CNPq pelo apoio concedido para o desenvolvimento de parte desta pesquisa. Rodrigo F. Malaquias agradece também à Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de Minas Gerais (FAPEMIG) pelo apoio concedido para a realização de parte desta pesquisa (Projeto de Demanda Universal, 2022, APQ-02071-22, Edital 001/2022). Os autores agradecem aos revisores e participantes do Encontro de Gestão e Negócios (EGEN-2023), bem como à equipe de revisores da Revista Catarinense da Ciência Contábil (RCCC), pelos comentários e sugestões de melhoria.

CONFLITO DE INTERESSES

Os autores afirmam não haver conflito de interesses.

DISPONIBILIDADE DOS DADOS

O conjunto de dados que dá suporte aos resultados deste estudo pode ser disponibilizado a partir de solicitação aos autores.

CONTRIBUIÇÕES DOS AUTORES

Funções	1º autor	2º autor
Conceituação	♦	♦
Curadoria de dados	♦	
Análise Formal	♦	
Obtenção de financiamento	♦	
Investigação	♦	♦
Metodologia	♦	
Administração do projeto	♦	
Recursos	♦	
Software	♦	
Supervisão	♦	
Validação	♦	♦
Visualização	♦	♦
Escrita – primeira redação		♦
Escrita – revisão e edição	♦	♦

DIREITOS AUTORAIS

Os autores mantêm os direitos autorais relativos aos seus artigos e concedem à Revista Catarinense da Ciência Contábil (RCCC) o direito de primeira publicação, sendo a obra simultaneamente licenciada sob a Licença Creative Commons Atribuição 4.0 Internacional (CC BY 4.0).