

Encontrando as agulhas no palheiro: comparações de índices com o desempenho de carteiras ativas

Colaboradores

Joseph Nelesen, Ph.D.
Head of Specialists
Index Investment Strategy
joseph.nelesen@spglobal.com

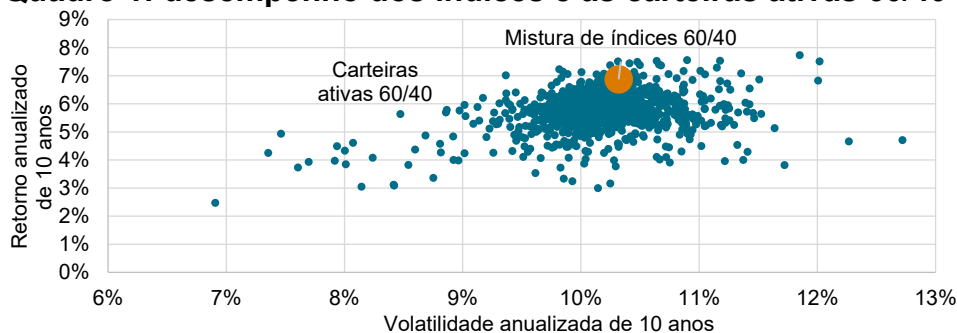
Tim Edwards, Ph.D.
Managing Director
Global Head of
Index Investment Strategy
tim.edwards@spglobal.com

"O todo é maior que a soma das suas partes".

Aristóteles

Desde 2002, a S&P Dow Jones Indices (S&P DJI) tem avaliado o desempenho individual dos fundos ativos por meio de nossos scorecards SPIVA®. Neste relatório especial, comparamos carteiras hipotéticas de multiativos compostas por fundos ativos com misturas ponderadas de índices e descobrimos que **96,9% das carteiras 60/40 de fundos ativos teriam perdido para as misturas equivalentes de índices em um período de 10 anos**. Em muitos casos, as carteiras de fundos ativos não só tiveram um desempenho inferior, mas também geraram uma volatilidade maior (veja o quadro 1).

Quadro 1: desempenho dos índices e as carteiras ativas 60/40



Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados de 31 de dezembro de 2024. Os dados representam 1000 carteiras 60/40 de fundos ativos selecionadas de forma aleatória e a mistura de índices 60/40 (veja as seguintes seções para mais detalhes). O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos e reflete um desempenho histórico hipotético. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais informações sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de provas retrospectivas.

Conteúdos

1. Introdução: o todo e suas partes	3
2. Discussão sobre as alocações	4
3. Metodologia	7
4. Provas das carteiras de fundos ativos contra as misturas de índices.....	12
5. Escolher os “melhores” fundos: viável ou loucura?	15
6. Fundos heróis: mito ou realidade?.....	19
7. Conclusão	24

1. Introdução: o todo e suas partes

Por mais de duas décadas, os [Scorecards SPIVA](#) regulares da S&P DJI tem informado sobre as taxas de sucesso (ou fracasso) dos gestores ativos que buscam ganhar dos benchmarks de cada categoria. Até agora o foco tem sido menor nos desafios decorrentes para os gestores ou consultores que selecionam e alocam em vários fundos para construir carteiras¹.

Ao extrapolar os resultados de SPIVA para o contexto do mundo real, surgem perguntas naturais: se as categorias de fundos individuais têm taxas diferentes de desempenho ativo inferior aos índices, qual é a maneira adequada de medir o sucesso ou fracasso de uma carteira hipotética de fundos ativos? Será que a combinação de fundos ativos de diferentes classes de ativos oferece diversificação, reduzindo a influência dos fundos com desempenho inferior? Finalmente, se fosse possível identificar o conjunto de fundos com desempenho superior antecipadamente, em quais categorias de fundos essa capacidade seria recompensada mais amplamente? Em última instância, buscamos responder a essas e outras perguntas começando com uma simples indagação: **que conclusões podemos extrair da comparação de carteiras de fundos ativos com misturas de índices com ponderações semelhantes?**

Os fundos ativos individuais raramente são escolhidos isoladamente, pelo contrário, são normalmente selecionados como um componente de uma carteira mais ampla de fundos que representam diferentes estilos e classes de ativos. Alguns deles podem ser fundos ativos, outros podem ser passivos. Nossos Scorecards SPIVA e de [Persistência](#) esclareceram as expectativas de alcançar um desempenho superior constante dentro de categorias de fundos específicas tais como títulos de dívida pública ou ações americanas large cap, mas esses relatórios dizem pouco sobre as possíveis combinações. **Este artigo especial estende esses resultados ao território do selecionador de fundos ou do construtor de carteiras encarregado de combinar vários gestores em uma alocação coesa e de alto desempenho.**

Para começar, definiremos a base sobre a qual faremos as primeiras comparações: a humilde, mas duradoura alocação 60/40².

¹ A pesquisa premiada de Richard Ferri e Alex Benke em "A Case for Index Fund Portfolios" (2013) é uma exceção à regra e parte da inspiração para este artigo especial.

² Embora reconheçamos os atuais debates sobre a eficácia e o uso da alocação 60/40 nos mercados modernos, esse artigo não pretende tomar partido nessa discussão, mas sim utilizar a 60/40 e suas variantes associadas como uma estrutura para comparar fundos ativos com índices.

2. Discussão sobre as alocações

Para comparar as carteiras de fundos com misturas de índices semelhantes, primeiro devemos decidir quais categorias de fundos incluir e como ponderá-las. É importante salientar que nenhuma das combinações, ponderações ou abordagens a seguir pretendem sugerir abordagens ideais. A S&P DJI não é uma consultora de investimento registrada e não oferece aconselhamento sobre investimentos ou outros assuntos. Em vez disso, essas combinações de fundos são apresentadas como reflexos de alocações amplas. Em outras palavras, a inclusão de uma categoria de fundos nesta pesquisa não é de forma alguma um aval de sua eficácia ou uma recomendação do fundo, nem representa uma crítica aos que foram excluídos. Em lugar disso, faremos uma seleção subjetiva de nove categorias que representam alguns dos maiores, mais bem pesquisados e frequentemente utilizados segmentos de renda variável e renda fixa.

Talvez o ponto de partida mais simples de todos seja a amplamente utilizada e estudada carteira 60/40. Suas origens remontam a mais de 70 anos, essa carteira dividida em partes de 60/40 de ações e títulos de dívida tem servido como a base para inúmeros testes no meio acadêmico e em investimentos do mundo real³.

A carteira foi concebida inicialmente (para os investidores dos EUA) como uma divisão entre ações locais de primeira linha e títulos do Tesouro dos EUA; pesquisas posteriores que buscavam aumentar a diversificação argumentaram a favor de exposições geográficas e baseadas em tamanho mais granulares.

No âmbito das ações, uma dessas subdivisões de categoria surgiu na década de 1980, quando Rolf Banz identificou que as empresas menores obtinham retornos ajustados ao risco mais altos em comparação com as empresas maiores (também conhecido como o "efeito do tamanho"). Eugene Fama e Kenneth French famosamente expandiram o trabalho de Banz, introduzindo o modelo de três fatores (incluindo o fator de tamanho) em seu artigo de 1992 de *Journal of Finance*, "The Cross-Section of Stock Returns"⁴. Esses e outros trabalhos levaram mais investidores a incluir deliberadamente grupos distintos de fundos baseados em capitalização nas carteiras modernas, como refletido nas categorias SPIVA de fundos **large cap central**, **mid cap central** e **small cap central**.

³ Veja por exemplo Markowitz, Harry M. "Portfolio Selection". *The Journal of Finance*. Vol. 7, n.º 1, pp. 77-91. Março 1952. Embora uma discussão completa sobre as origens e o desenvolvimento da teoria moderna das carteiras (MPT) esteja fora do escopo deste artigo, as origens da carteira 60/40 podem ser atribuídas a pesquisadores como Harry Markowitz e William Sharpe, cuja estrutura matemática para construir uma carteira eficiente que maximiza o retorno esperado com um nível de risco determinado indicou que a carteira ideal para os investidores era o universo total do mercado. Dado que o mercado de ações era aproximadamente 50% maior do que a emissão de títulos de dívida, o mercado total era composto por 60% de ações e 40% de títulos de dívida.

⁴ Veja Banz, Rolf W. "The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks". *Journal of Financial Economics*. Vol. 9, n.º 1, pp. 3-18. 2 de fevereiro de 1981. Veja também Fama, Eugene F. e Kenneth R. French. "The Cross-Section of Expected Stock Returns". *Journal of Finance*. Vol. 47, n.º 2, pp. 427-65, 1992.

Em uma extensão do esforço para otimizar o risco e o retorno, uma série de desenvolvimentos impulsionou a inclusão de ativos internacionais, começando com pesquisas sobre os benefícios da diversificação que oferecia a inclusão de ativos não americanos nas carteiras⁵. A teoria sobre o investimento no subconjunto emergente dos mercados internacionais tornou-se prática logo depois quando a Corporação Financeira Internacional (IFC), um membro do Grupo do Banco Mundial, começou a acompanhar o desempenho dos mercados de ações de países em desenvolvimento, disponibilizando dados sobre essas regiões para pesquisa e cunhando o termo “mercados emergentes”. No contexto das carteiras, eles são representados pelas categorias SPIVA de fundos **internacionais** e de **mercados emergentes**.

Baseando-se no trabalho sobre a MPT de Markowitz, Sharpe e outros ofereceram uma justificativa para o papel diversificador dos títulos públicos como ativos “sem risco” por meio da criação do modelo de precificação de ativos financeiros (CAPM) e da linha do mercado de capitais (CML) na década de 1960⁶. No âmbito da renda fixa, os títulos públicos estão assim bem estabelecidos dentro das carteiras e representam uma parte importante da emissão total devido à sua ubiquidade e longa história. O crescimento posterior da emissão de títulos de grau de investimento e alto rendimento também reconhece a possível diferença entre as características de risco e retorno de cada um⁷. Depois do bem documentado aumento da emissão de alto rendimento nas décadas de 1970 e 1980, surgiram novos estudos sobre as qualidades diversificadoras do alto rendimento⁸. Finalmente, a dívida de mercados emergentes começou a ser incluída após se tornar mais acessível no início da década de 1990, levando ao surgimento dos índices de acompanhamento dessa classe de ativos e dos fundos mútuos que negociavam nela, além de pesquisas posteriores⁹. Reconhecendo esses desenvolvimentos, incluímos fundos das categorias SPIVA de **dívida pública geral, grau de investimento geral, alto rendimento e dívida de mercados emergentes** em nossa análise.

Para atribuir as ponderações a cada categoria dentro da alocação, nos baseamos na mesma lógica que levou à proporção de 60/40 em primeiro lugar: os tamanhos relativos dos mercados subjacentes. Na parte da renda variável, por exemplo, as ponderações das categorias dos

⁵ Veja, por exemplo, Levy, Haim e Marshall Sarnat. “International Diversification of Investment Portfolios”. The American Economic Review. Vol. 60, n.º 4, pp. 668-75. 1970; Grubel, Herbert G. “Internationally Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows”. The American Economic Review. Vol. 58, n.º 5, pp. 1299-314. 1968; e Bekaert, Geert et al. “The Behavior of Emerging Market Returns”. The New York University Salomon Center Series on Financial Markets and Institutions, pp. 107-73. 1998.

⁶ Veja Sharpe, William F. “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk”. The Journal of Finance. Vol. 19, n.º 3, pp. 425-42. 1964.

⁷ Para ver uma das primeiras discussões acadêmicas sobre títulos de alto rendimento versus títulos com grau de investimento, veja por exemplo Hickman, W. Braddock. “Corporate Bond Quality and Investor Experience”. National Bureau of Economic Research. Princeton University Press. 1958.

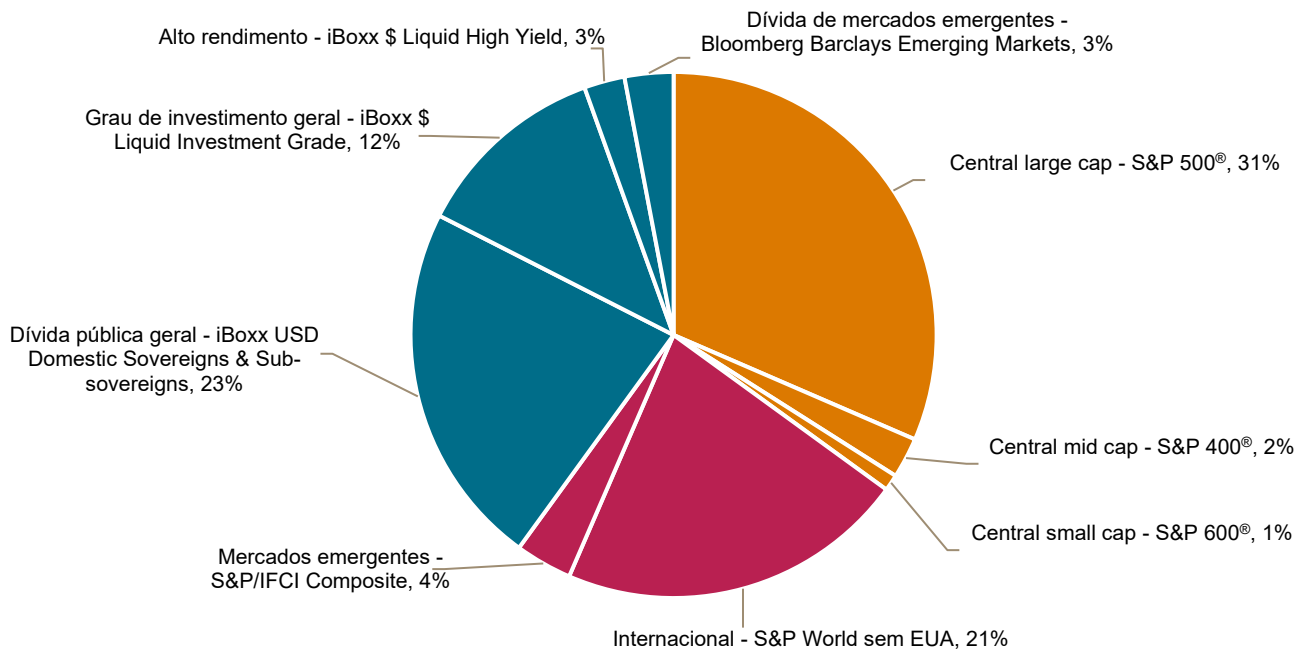
⁸ Veja, por exemplo, Blume, Marshall E. e Donald B. Keim. “Lower-Grade Bonds: Their Risks and Returns”. Financial Analysts Journal. Vol. 43, n.º 4, pp. 26-66. 1987.

⁹ Os primeiros exemplos incluem Nemerever, William L. “Opportunities in Emerging Market Debt”. Investing Worldwide VII: Focus on Emerging Markets. Association for Investment Management and Research, Charlottesville, VA. 1996; Dahiya, Sandeep. “The Risks and Returns of Brady Bonds in a Portfolio Context”. Financial Markets, Institutions & Instruments. Vol. 6, n.º 5, pp. 45-60. Dezembro de 1997; e Froland, Charles. “Opportunities for Institutional Investors in Emerging Market Debt”. Journal of Pension Plan Investing. Vol. 2, n.º 3, pp. 84-99. Último trimestre de 1998.

fundos são mais ou menos semelhantes aos percentuais da capitalização de mercado total no benchmark de cada categoria, em relação ao total de todos os benchmarks incluídos até 31 de dezembro de 2014 (o início do nosso período observado de 10 anos). Na parte de renda fixa, as ponderações também são baseadas nas proporções relativas do montante nominal em circulação dos títulos de dívida globais em cada uma das quatro categorias.

Essas nove alocações estão ilustradas no quadro 2, juntamente com o benchmark representativo de cada categoria.

Quadro 2: categorias de fundos ativos e índices nas misturas – exemplo 60/40



Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados de 31 de dezembro de 2024. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos.

Após estabelecer as categorias e pesos iniciais da carteira 60/40, redimensionamos cada peso proporcionalmente dentro da renda variável e a renda fixa, respectivamente, para criar nove alocações diferentes para a análise, que vão desde 10% em renda variável e 90% em renda fixa (10/90) até 90% em renda variável e 10% em renda fixa (90/10), conforme mostrado no quadro 3.

Quadro 3: pesos das categorias de fundos e índices por alocação

Categoria dos fundos	Índice de comparação	Peso na mistura de renda variável/renda fixa (%)								
		10/90	20/80	30/70	40/60	50/50	60/40	70/30	80/20	90/10
Fundos large cap centrais	S&P 500	5,25	10,50	15,75	21,00	26,25	31,50	36,75	42,00	47,25
Fundos mid cap centrais	S&P 400	0,42	0,83	1,25	1,67	2,08	2,50	2,92	3,33	3,75
Fundos small cap centrais	S&P 600	0,17	0,33	0,50	0,67	0,83	1,00	1,17	1,33	1,50
Fundos internacionais	S&P World sem os EUA	3,58	7,17	10,75	14,33	17,92	21,50	25,08	28,67	32,25
Fundos de mercados emergentes	S&P/IFCI Composite	0,58	1,17	1,75	2,33	2,92	3,50	4,08	4,67	5,25
Fundos públicos geral	iBoxx USD Domestic Sovereigns & Sub-sov.	50,63	45,00	39,38	33,75	28,13	22,50	16,88	11,25	5,63
Fundos de grau de investimento geral	iBoxx \$ Liquid Investment Grade	27,00	24,00	21,00	18,00	15,00	12,00	9,00	6,00	3,00
Fundos de alto rendimento	iBoxx \$ Liquid High Yield	5,63	5,00	4,38	3,75	3,13	2,50	1,88	1,25	0,63
Fundos de dívida de mercados emergentes	Bloomberg Barclays Emerging Markets	6,75	6,00	5,25	4,50	3,75	3,00	2,25	1,50	0,75

Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados de 31 de dezembro de 2024. O desempenho no passado não garante resultados futuros. A tabela é fornecida para efeitos ilustrativos.

3. Metodologia

Universo inicial dos fundos

Tendo as categorias e os pesos das carteiras definidos, selecionamos e filtramos os fundos de gestão ativa para preencher as carteiras usando as mesmas fontes e motor analítico que servem como base dos Scorecards SPIVA para os EUA da S&P Dow Jones Indices, incluindo a seleção de classes de ações dos fundos e a atribuição nas categorias de fundos. Particularmente, nossa seleção foi feita a partir dos fundos em cada categoria que estiveram disponíveis em 31 de dezembro de 2014, o que nos permite uma análise de resultados de dez anos até 31 de dezembro de 2024 (chamaremos isso de universo da amostra ou "todos os fundos"). No caso dos fundos com múltiplas classes de ações, selecionamos a classe de ações maior. Consequentemente, os fundos representados neste relatório são precisamente aqueles medidos nas estatísticas de desempenho inferior aos índices de 10 anos pertencentes às nove categorias de fundos relevantes que compõem nossas misturas no [Scorecard SPIVA para os EUA de fechamento de 2024](#).

Misturas: construção e rebalanceamento

Cada carteira ativa foi construída a partir do universo de amostra selecionando aleatoriamente um fundo com gestão ativa de cada uma das nove categorias e atribuindo um peso para ele compatível com a alocação-alvo de sua categoria (por exemplo, um fundo large cap central no

universo de todos os fundos em 31 de dezembro de 2014 seria selecionado aleatoriamente e receberia um peso-alvo de 31,5% na mistura de 60/40, conforme mostrado na seção 2: discussão sobre as alocações)¹⁰. Esse processo foi repetido 100.000 vezes com cada uma das nove alocações de renda variável e renda fixa (de 10/90 a 90/10), e teve como resultado 900.000 carteiras ativas (com nove fundos cada uma).

Depois, o desempenho mensal hipotético de cada carteira ativa foi calculado durante 120 meses até dezembro de 2024, com base no histórico ao vivo dos fundos selecionados e seus pesos na alocação. É importante ressaltar que um rebalanceamento anual foi implementado no final de cada ano-calendário para reestabelecer o peso de cada fundo na alocação-alvo.

Sobrevivência: tratamento dos fundos extintos

Os leitores regulares dos Scorecards SPIVA podem se perguntar como abordamos a questão da sobrevivência, reconhecendo que muitos fundos que inicialmente estavam no universo de amostra deixaram de existir em algum momento durante o período de 10 anos. As taxas de sobrevivência de nossas nove categorias de fundos foram obtidas do Scorecard SPIVA para os EUA de fechamento de 2024 e são resumidas no quadro 4.

Quadro 4: taxas de sobrevivência de 10 anos dos fundos selecionados

Categoria dos fundos	Número inicial de fundos	Sobrevivência (%)	Consistência do estilo de investimento (%)
Fundos large cap centrais	325	65,54	55,08
Fundos mid cap centrais	125	51,20	42,40
Fundos small cap centrais	260	61,15	70,77
Fundos internacionais	408	63,73	39,46
Fundos de mercados emergentes	238	53,78	92,86
Fundos públicos geral	59	59,32	79,66
Fundos de grau de investimento geral	98	66,33	77,55
Fundos de rendimento atual alto	228	69,30	77,19
Fundos de dívida de mercados emergentes	61	52,46	91,80

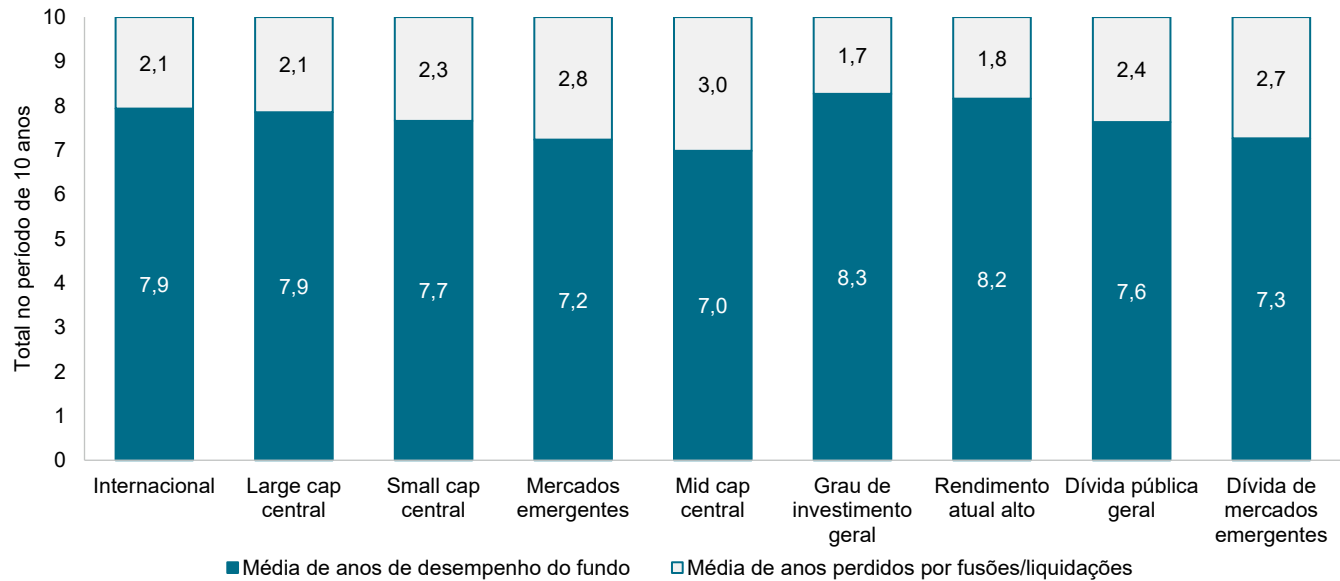
Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados de 31 de dezembro de 2024. O desempenho no passado não garante resultados futuros. A tabela é fornecida para efeitos ilustrativos.

Uma maneira de ilustrar o impacto dos fundos que não sobreviveram em cada mistura é medir o percentual de tempo em que os desempenhos dos fundos ativos estiveram "ausentes" devido ao fechamento dos fundos. Tendo cada fundo que gerou (ou não gerou) desempenho ao longo dos 10 anos, podemos expressar isso como o percentual de "anos em que estiveram ausentes" dos 10 e fazer isso por categoria. No quadro 5, ilustramos que **em média, as**

¹⁰ Para conhecer detalhes sobre o anódino impacto de selecionar mais de um fundo por categoria, confira o Apêndice.

carteiras ativas perderam entre 1,7 e 3,0 anos de desempenho (de 10) devido à presença de fundos fusionados ou liquidados.

Quadro 5: anos de desempenho perdidos pelas carteiras ativas durante 10 anos, por categoria



Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados de 31 de dezembro de 2024. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos e reflete um desempenho histórico hipotético. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais informações sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de provas retrospectivas.

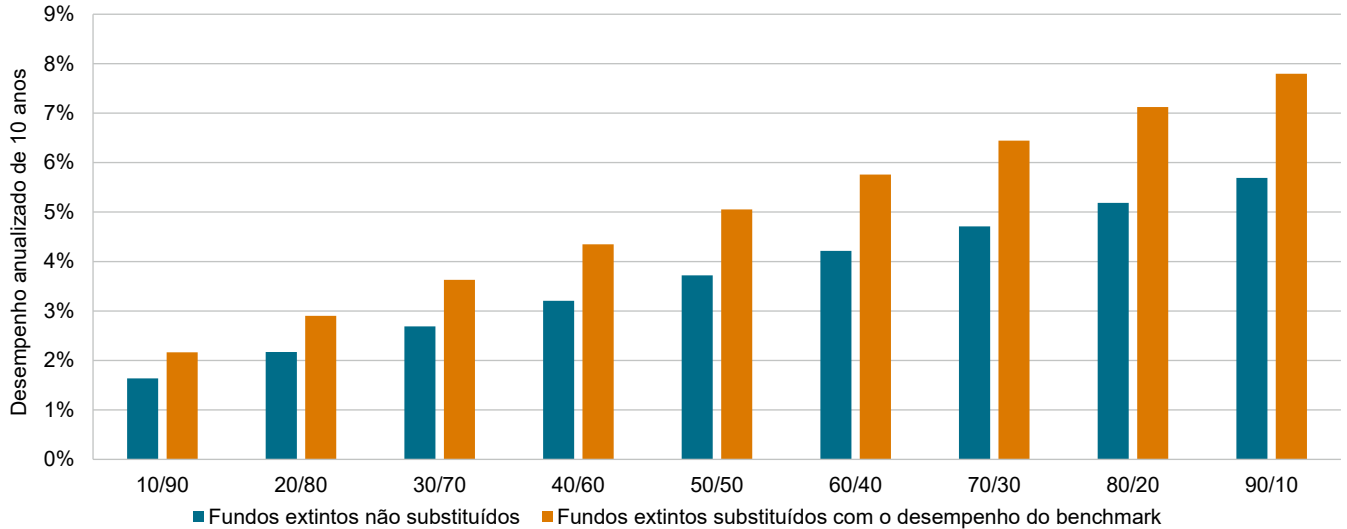
Embora muitos fundos não tenham conseguido sobreviver na última década, os investidores poderiam assumir, talvez com demasiada confiança, que possuem a capacidade para evitar selecionar tais fundos, especialmente uma vez que as taxas de sobrevivência estiveram acima de 50% em todas as categorias. No entanto, dado que entre 31% e 49% dos fundos desapareceram em cada uma de nossas nove categorias observadas ao longo de 10 anos, foi quase uma certeza estatística que as carteiras ativas conteriam pelo menos um fundo fusionado ou liquidado. Na verdade, em cada alocação, **99% das carteiras ativas contiveram pelo menos um fundo que eventualmente foi fusionado ou liquidado**¹¹.

Dada a elevada taxa de fechamento de fundos e os consequentes anos de desempenho perdidos ao longo do período de 10 anos, tornou-se imperativo implementar um método para lidar com tais resultados em nossas simulações. Em vez de deixar as categorias afetadas sem mudanças, o que resultaria em períodos de desempenho zero após as datas em que os fundos foram fusionados ou liquidados, propusemos uma alternativa prática que reflete a facilidade para acessar as estratégias de índices e oferece, de forma generosa, um descanso do desempenho inferior contínuo nas categorias afetadas. Em nosso cálculo do desempenho das carteiras ativas, **no momento em que qualquer fundo ativo foi fusionado ou liquidado, atribuímos o desempenho do benchmark a essa categoria de fundos a partir**

¹¹ Isso não é uma surpresa matemática. Se as taxas de sobrevivência fossem de 50%, então as chances de escolher aleatoriamente nove fundos que sobreviveram seriam semelhantes a jogar uma moeda nove vezes seguidas e obter sempre coroa, ou apenas 1 em 512.

daquele mês até o final do período de 10 anos¹². Como mostrado no quadro 6, substituir um fundo fusionado ou liquidado pelo desempenho do benchmark nos meses posteriores à sua extinção teve um impacto positivo importante no desempenho médio das carteiras ativas em comparação com deixar os meses seguintes vazios e sem retorno.

Quadro 6: desempenho das carteiras ativas com distintas abordagens para os fundos extintos



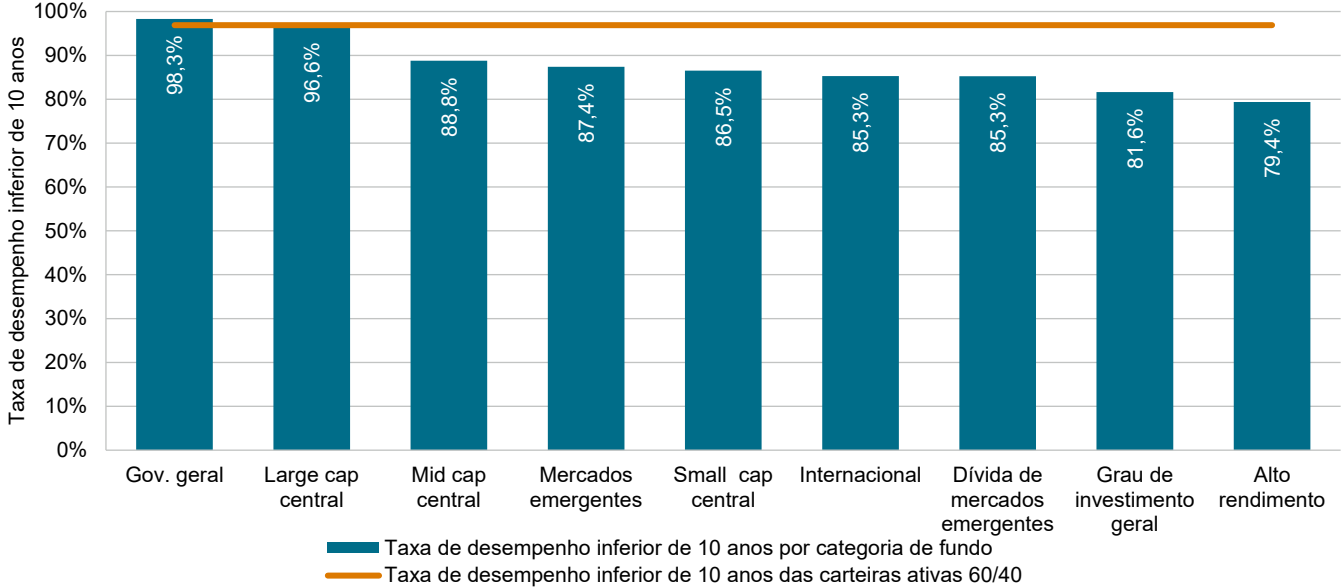
Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados de 31 de dezembro de 2024. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos e reflete um desempenho histórico hipotético. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais informações sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de provas retrospectivas.

Comparação de desempenho

Buscando fazer comparações razoáveis entre as carteiras ativas e as misturas de índices, calculamos o desempenho mensal de cada mistura de índices (nove no total, de 10/90 a 90/10) com base no desempenho mensal de cada benchmark e sua ponderação na mistura (rebalanceada anualmente) para gerar um desempenho hipotético de 10 anos. Cada uma dessas nove misturas de índices serviu como a referência do desempenho para as carteiras ativas com as mesmas alocações. O quadro 1, no início deste artigo, foi criado simulando aleatoriamente 1.000 carteiras de fundos ativos desta forma: usamos a alocação tradicional de 60/40 de renda variável/títulos de dívida e destacamos a mistura de índices associada para comparar. Nesse cenário, 96,9% das carteiras 60/40 de fundos ativos tiveram um desempenho inferior à mistura de índices, a qual é uma taxa superior a quase todas as categorias de fundos dentro da carteira, conforme mostrado no quadro 7.

¹² Considerando as altas taxas históricas de desempenho inferior de nossas nove categorias de fundos, substituir os fundos extintos com o benchmark em vez de realizar uma nova amostra é uma abordagem conservadora e talvez reflita as realidades de alguns investidores que estão mudando para investimentos baseados em índices devido ao fechamento dos fundos.

Quadro 7: fundos que perderam para os benchmarks e carteiras ativas 60/40 que perderam para a mistura de índices durante 10 anos



Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados de 31 de dezembro de 2024. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos e reflete um desempenho histórico hipotético. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais informações sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de provas retrospectivas.

Mudar as alocações não alterou os resultados de forma qualitativa. O quadro 8 ilustra as taxas de desempenho inferior aos índices das carteiras de fundos ativos em cada alocação, desde 10/90 até 90/10, essas taxas são calculadas como o percentual das carteiras ativas (de 100.000) que teve resultados inferiores à mistura de índices com alocação idêntica. No geral, a taxa de desempenho inferior das carteiras ativas de todas as alocações foi de 94,6% ou mais durante o período de 10 anos.

Quadro 8: carteiras de fundos ativos que perderam para as misturas de índices

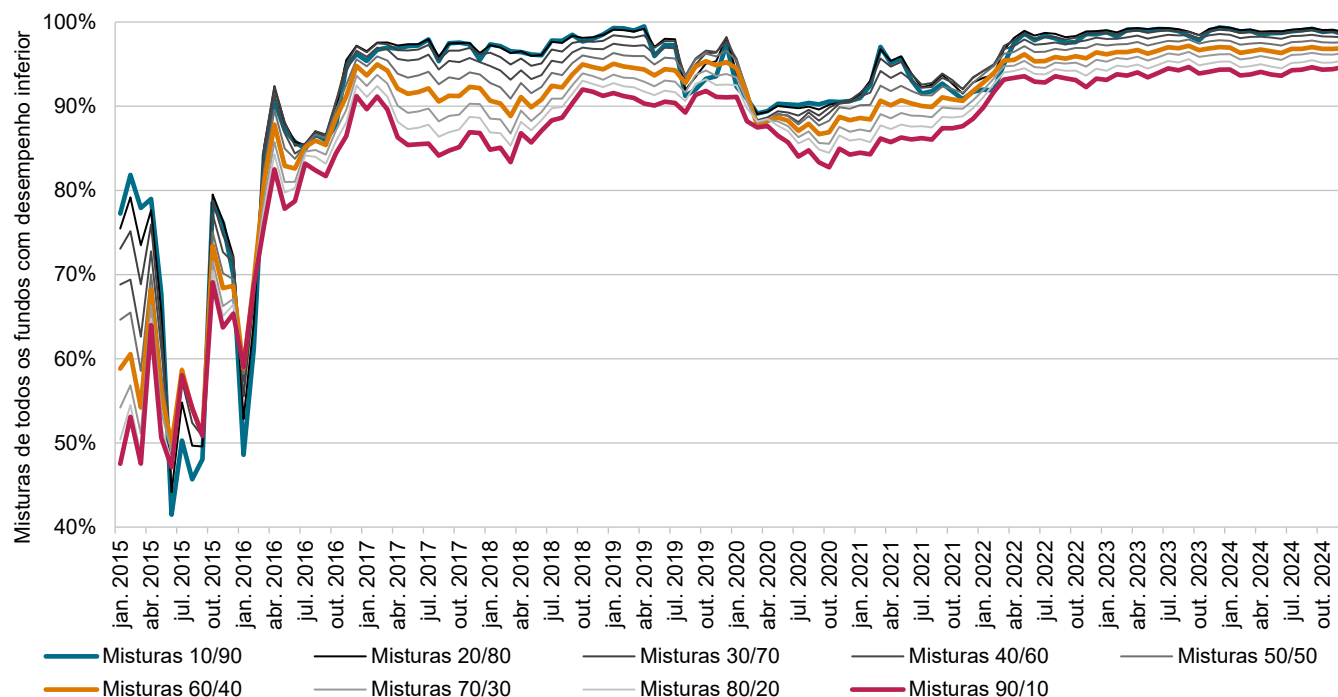
Categoria	Taxa de desempenho inferior da alocação de renda variável/renda fixa de 10 anos (%)								
	10/90	20/80	30/70	40/60	50/50	60/40	70/30	80/20	90/10
Carteiras ativas de todos os fundos	98,55	98,87	98,65	98,19	97,58	96,89	96,28	95,42	94,64

Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados de 31 de dezembro de 2024. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Esta tabela é fornecida para efeitos ilustrativos e reflete um desempenho histórico hipotético. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais informações sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de provas retrospectivas.

Embora as taxas de desempenho inferior das carteiras de fundos ativos em relação às misturas de índices tenham sido coletivamente altas, o caminho para esse resultado ao longo do período de 10 anos não foi uniforme para cada alocação. Assim como os Scorecards SPIVA com frequência revelam um leque mais amplo de resultados em horizontes de curto prazo para cada categoria de fundos, nossas carteiras ativas também ofereceram revelações de curto prazo. No quadro 9, ilustramos as taxas de desempenho inferior total das carteiras ativas pertencentes a cada uma das nove alocações, começando pelo primeiro mês do período de 10 anos; as misturas 10/90, 60/40 e 90/10 são destacadas. Como era de se

esperar, as alocações apresentaram um amplo leque de taxas de desempenho inferior aos índices nos primeiros meses, as que foram impulsionadas principalmente pela dinâmica do mercado que de certa forma favoreceu os gestores ativos de renda variável (e desfavoreceu os gestores ativos de títulos de dívida) nos primeiros meses de 2015¹³. No entanto, **com o tempo, as taxas de desempenho inferior de todas as alocações convergiram à medida que mais e mais fundos dentro das carteiras ativas ficaram ainda mais para trás.**

Quadro 9: taxas de desempenho inferior total das carteiras ativas por alocação



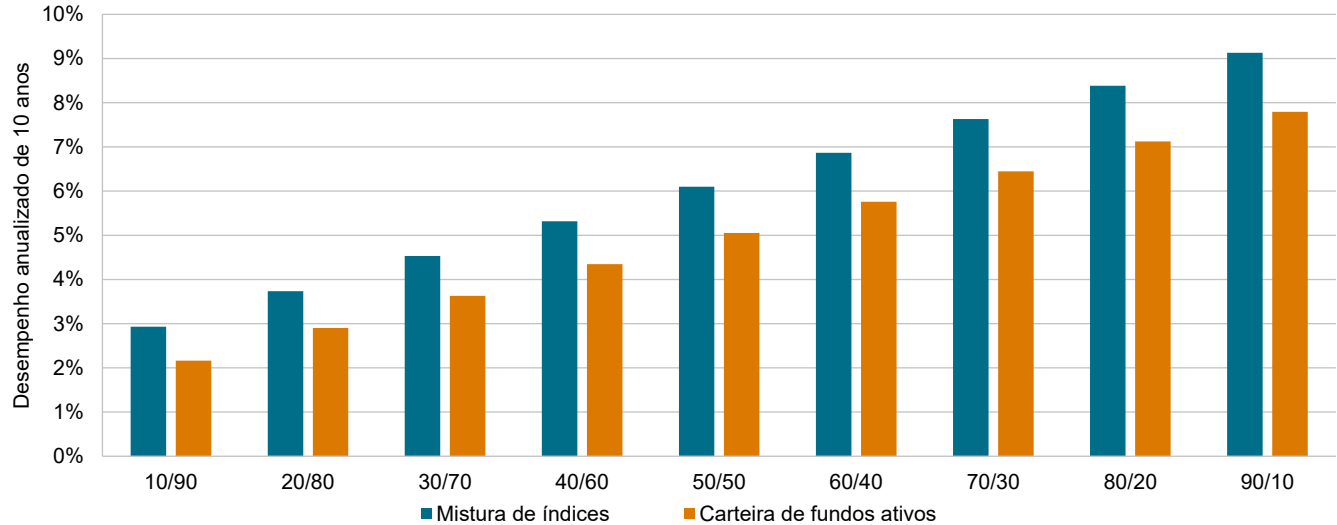
Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados de 31 de dezembro de 2014 até 31 de dezembro de 2024. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos e reflete um desempenho histórico hipotético. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais informações sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de provas retrospectivas.

4. Provas das carteiras de fundos ativos contra as misturas de índices

Enquanto o quadro 9 ilustra a probabilidade de obter resultados inferiores aos índices, o quadro 10 oferece uma perspectiva sobre a sua magnitude. Comparamos o desempenho de todas as alocações das carteiras ativas com as misturas de índices equivalentes mantendo a abordagem de selecionar aleatoriamente um fundo ativo por categoria (e utilizar o desempenho do índice se for necessário após a liquidação de um fundo). Descobrimos que, ao longo do período de 10 anos, **o desempenho médio das carteiras de fundos ativos foi inferior ao da mesma alocação de índices, independentemente da alocação.**

¹³ Veja, por exemplo, o [Scorecard SPIVA dos EUA do primeiro semestre de 2015 \(em inglês\)](#).

Quadro 10: desempenhos de carteiras de fundos ativos e as misturas de índices

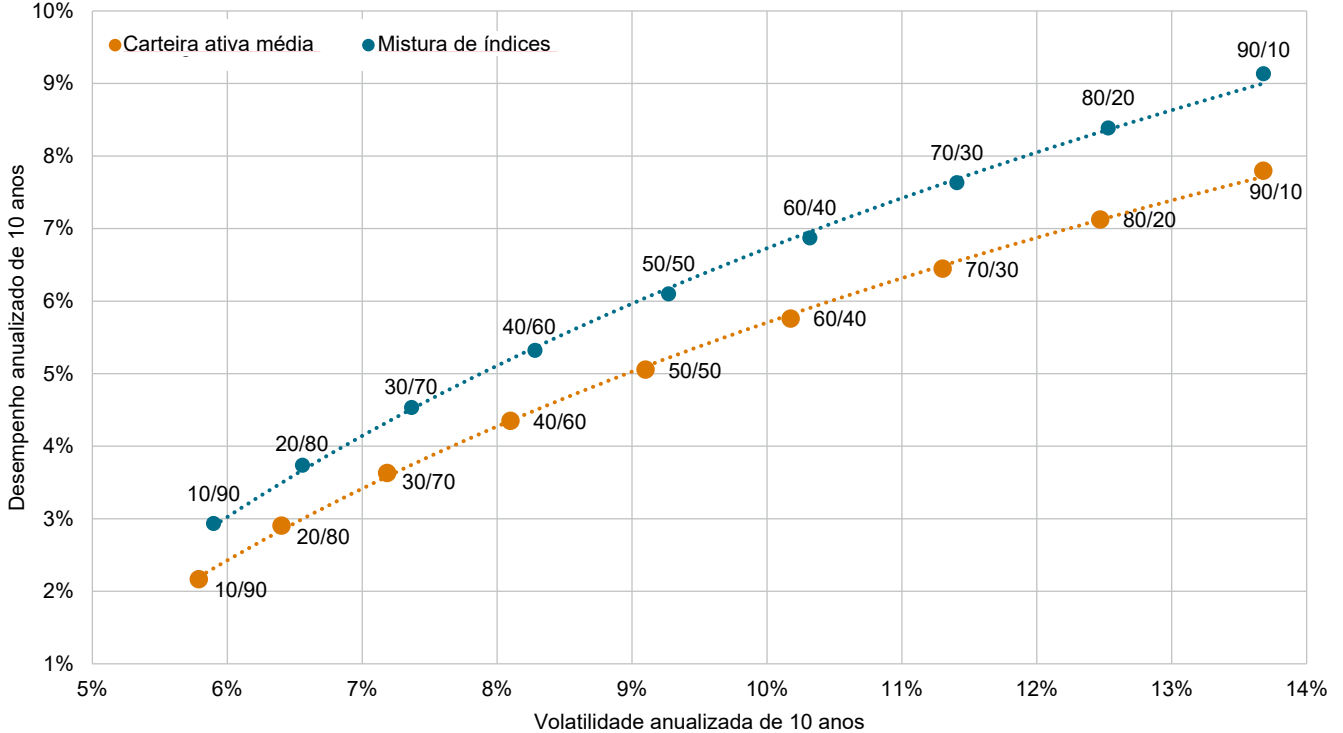


Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados de 31 de dezembro de 2024. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos e reflete um desempenho histórico hipotético. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais informações sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de provas retrospectivas.

Embora a maioria das carteiras ativas tenha perdido para as suas respectivas misturas de índices nessas provas, é importante também ressaltar que os resultados das comparações de volatilidade foram díspares. O quadro 1 já ilustrou que muitas das carteiras ativas 60/40 geraram uma volatilidade maior do que a mistura de índices; nos quadros 11 e 12, vemos que, em média, a volatilidade da carteira foi ligeiramente menor, particularmente nas carteiras com maiores alocações em renda fixa. No total, isso indicaria que, embora a maioria dos gestores de títulos de dívida não supere os benchmarks, eles são ligeiramente melhores reduzindo, ou disfarçando, o risco¹⁴.

¹⁴ Veja por exemplo: Choi, Jaewon, et al. “Sitting Bucks: Stale Pricing in Fixed Income Funds”. Journal of Financial Economics. Agosto de 2021.

Quadro 11: desempenho e volatilidade de 10 anos das carteiras ativas e as misturas de índices por alocação



Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados de 31 de dezembro de 2024. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos e reflete um desempenho histórico hipotético. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais informações sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de provas retrospectivas.

Quadro 12: desempenho e volatilidade por alocação

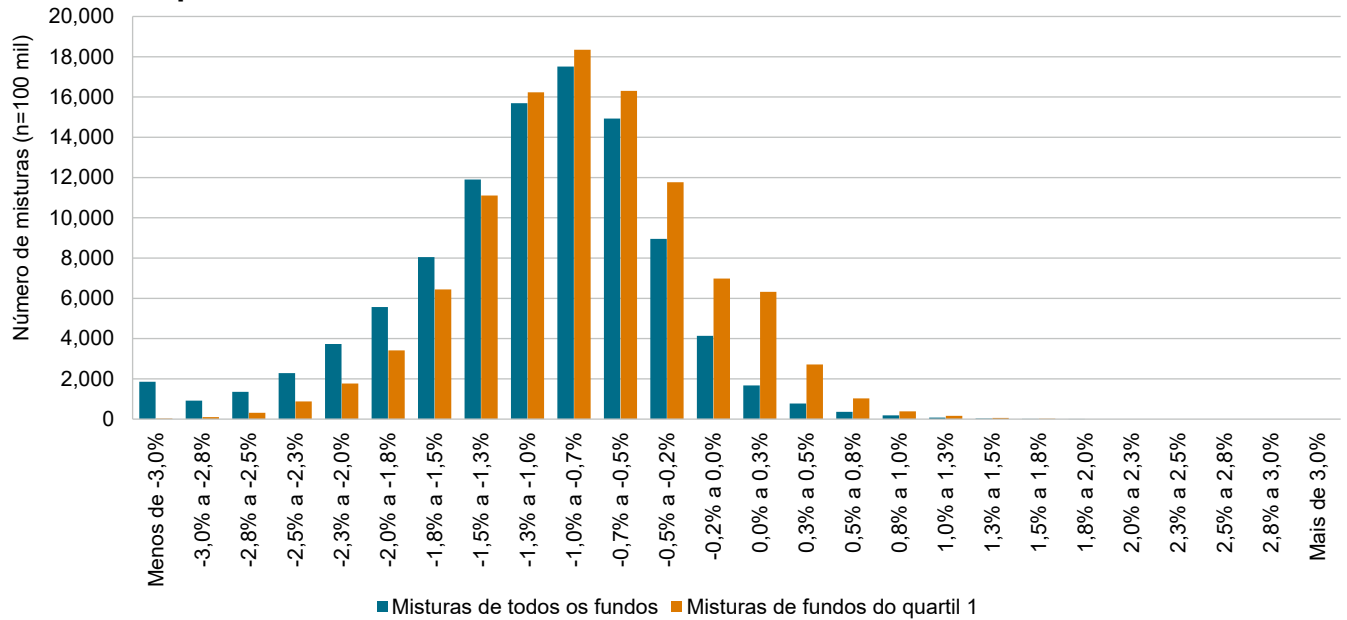
Carteira/mistura	Alocação de renda variável/renda fixa								
	10/90	20/80	30/70	40/60	50/50	60/40	70/30	80/20	90/10
Desempenho anualizado de 10 anos (%)									
Carteiras ativas de todos os fundos (média)	2,17	2,90	3,63	4,35	5,05	5,76	6,45	7,12	7,80
Misturas de índices	2,93	3,74	4,53	5,32	6,10	6,87	7,63	8,39	9,13
Volatilidade anualizada de 10 anos (%)									
Carteiras ativas de todos os fundos (média)	5,79	6,40	7,19	8,10	9,10	10,18	11,30	12,47	13,68
Misturas de índices	5,90	6,56	7,37	8,28	9,27	10,32	11,41	12,53	13,68

Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados de 31 de dezembro de 2024. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Esta tabela é fornecida para efeitos ilustrativos e reflete um desempenho histórico hipotético. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais informações sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de provas retrospectivas.

5. Escolher os “melhores” fundos: viável ou loucura?

Muitos investidores afirmam corretamente que não escolhem aleatoriamente os fundos para construir as carteiras, mas sim escolhem entre os "melhores" fundos. Ao longo dos anos, os Scorecards SPIVA de Persistência mostraram como é difícil prever o desempenho futuro com base nos resultados do passado, já que muitos fundos ativos que ganham do mercado tendem a reverter à média ao longo do tempo. No entanto, investigamos o impacto de limitar o universo de seleção dos fundos da carteira ativa aos fundos com o melhor desempenho. Especificamente, testamos 100.000 versões de cada alocação e escolhemos aleatoriamente de um universo mais restrito de **apenas os fundos que se classificaram no quartil superior (quartil 1) em sua categoria durante o período de cinco anos que terminou em 31 de dezembro de 2014**¹⁵. Começando com as misturas 60/40, o quadro 13 ilustra que as carteiras construídas a partir de fundos do quartil 1 geraram um desempenho ligeiramente superior em comparação com as misturas de todos os fundos ativos.

Quadro 13: excesso no desempenho das carteiras ativas 60/40 de todos os fundos e de fundos do quartil 1 contra as misturas de índices



Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados de 31 de dezembro de 2024. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos e reflete um desempenho histórico hipotético. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais informações sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de provas retrospectivas.

¹⁵ Assim, nossa amostra é limitada àqueles fundos que foram criados e estiveram disponíveis (não sendo fusionados ou liquidados) antes do período completo de cinco anos que terminou em 31 de dezembro de 2014, e que também tiveram um desempenho no primeiro quartil entre todos os fundos de sua categoria SPIVA durante o mesmo período.

O quadro 14 revela que as taxas de desempenho inferior aos índices das carteiras ativas de fundos do quartil 1 foram ligeiramente inferiores às das carteiras ativas de todos os fundos, mas permaneceram próximas ou acima de 90%.

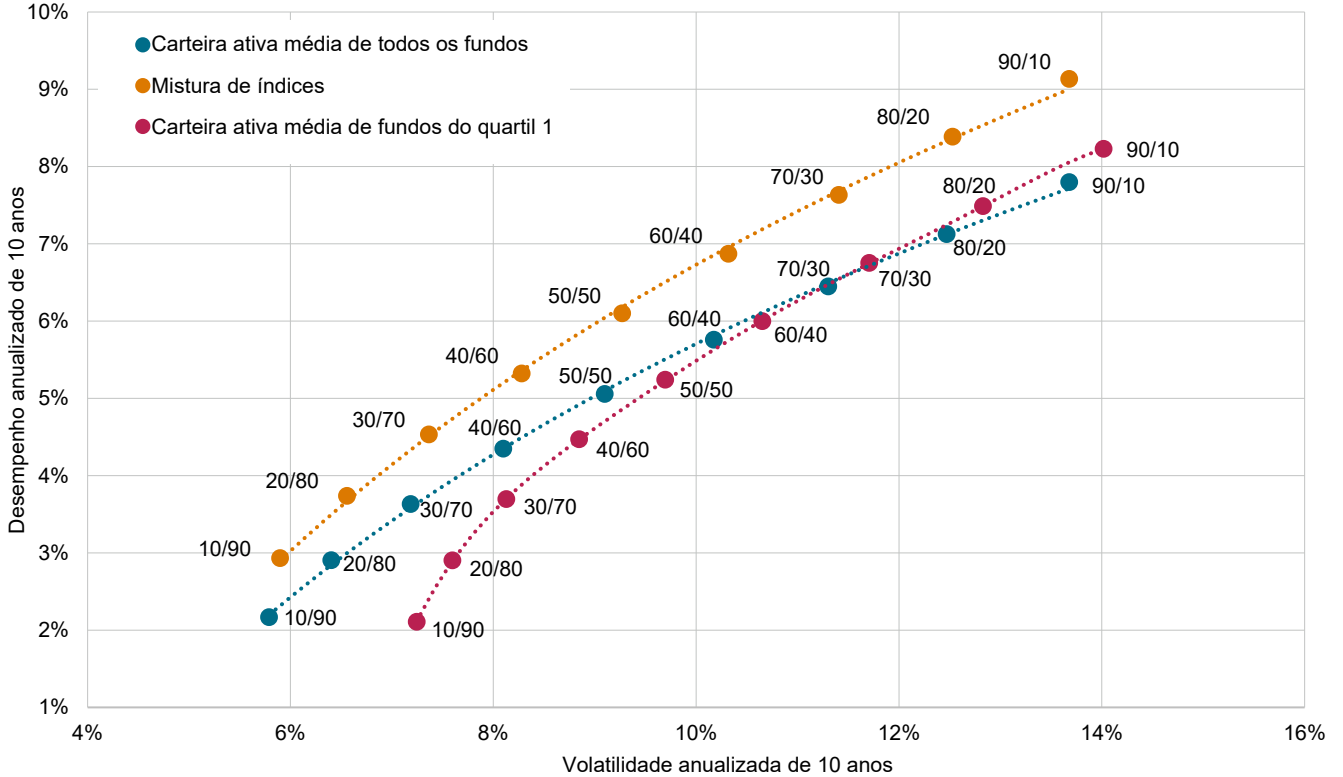
Quadro 14: taxas de desempenho inferior aos índices das carteiras ativas de fundos de todos os fundos e do quartil 1

Categoria	Taxa de desempenho inferior de 10 anos da alocação em renda variável/renda fixa (%)								
	10/90	20/80	30/70	40/60	50/50	60/40	70/30	80/20	90/10
Carteiras ativas de todos os fundos	98,55	98,87	98,65	98,19	97,58	96,89	96,28	95,42	94,64
Carteiras ativas de fundos do quartil 1	97,71	97,68	97,17	96,15	94,94	93,68	91,92	90,16	87,96

Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados de 31 de dezembro de 2024. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Esta tabela é fornecida para efeitos ilustrativos e reflete um desempenho histórico hipotético. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais informações sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de provas retrospectivas.

O quadro 15 mostra o desempenho e a volatilidade anualizados dessas carteiras ativas de fundos do quartil 1, juntamente com as mesmas métricas das carteiras ativas de todos os fundos e as misturas de índices.

Quadro 15: impacto de selecionar apenas a partir dos fundos no quartil 1 nos últimos cinco anos

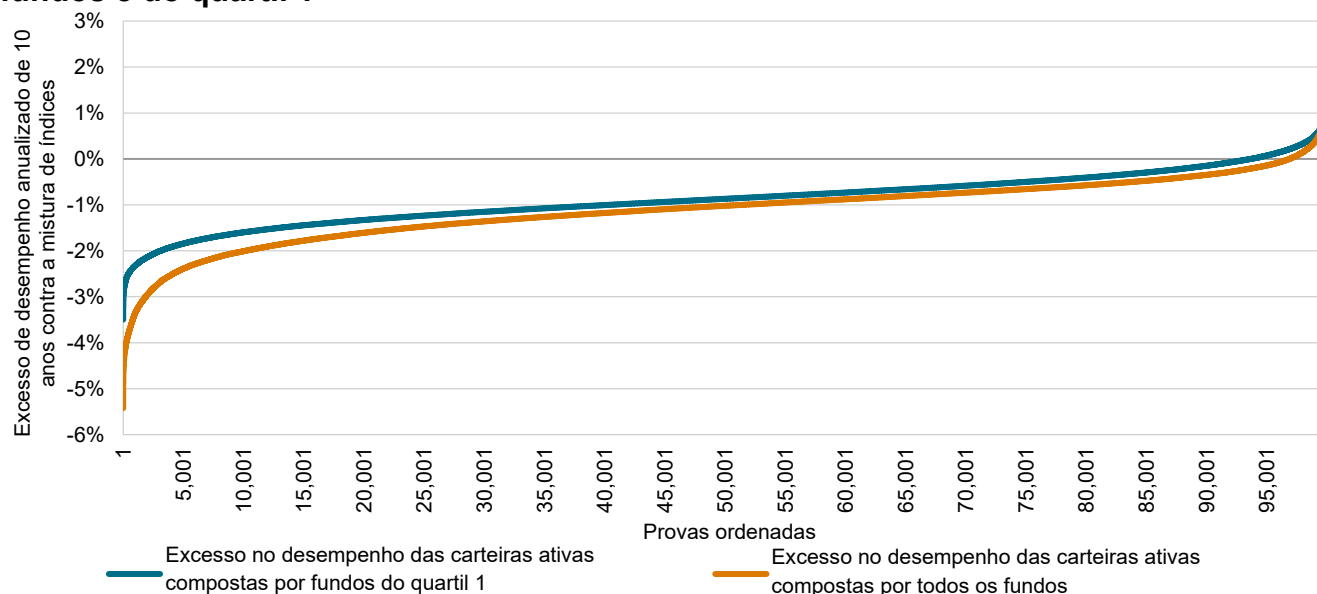


Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados de 31 de dezembro de 2024. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos e reflete um desempenho histórico hipotético. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais informações sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de provas retrospectivas.

Os quadros 14 e 15 mostram que, em todo o leque de alocações, as carteiras ativas médias construídas a partir dos fundos que anteriormente estiveram no quartil 1 adicionaram uma quantidade significativa de volatilidade em relação à baixa melhoria no desempenho que produziram em comparação com as carteiras ativas do universo de todos os fundos. Essa diferença é particularmente observável nas alocações com uma alta concentração em renda fixa, nelas, em média, os **gestores de títulos de dívida que anteriormente estiveram classificados no primeiro quartil posteriormente pareceram ter exibido um perfil de risco mais alto ao tentar conseguir um desempenho superior e geralmente falhar nessa tentativa**. Na alocação 10/90, por exemplo, as carteiras ativas compostas por fundos que antes estiveram no quartil 1 registraram um desempenho anualizado médio mais baixo (2,1%) do que as misturas ativas do universo de todos os fundos (2,2%), mas aumentaram a volatilidade (de 5,8% para 7,2%). No outro extremo, as carteiras ativas com alocações maiores em renda variável se beneficiaram ligeiramente da presença de fundos do quartil 1, mas não a ponto de ganhar das misturas de índices.

Embora as carteiras ativas de fundos do quartil 1 tenham apresentado uma taxa de desempenho inferior aos índices levemente menor do que as carteiras ativas do universo de todos os fundos, **esse resultado teve mais a ver com a exclusão dos fundos com os piores desempenhos do que com a escolha mais frequente dos produtores de alfa**. Conforme ilustrado no quadro 16, que mostra as distribuições ordenadas das carteiras ativas 60/40, as melhores carteiras ativas compostas por fundos do quartil 1 e de todos os fundos ganharam da mistura de índices por 1,9% e 1,7% (anualizado), respectivamente. Em outras palavras, limitar o universo de seleção aos fundos do quartil 1 não teve muito impacto na possível magnitude do desempenho superior aos índices. Em contraste, as carteiras compostas por fundos do quartil 1 e de todos os fundos que tiveram os piores desempenhos perderam para as misturas de índices por 3,5% e 5,4%, respectivamente.

Quadro 16: excesso no desempenho das carteiras ativas 60/40 do universo de todos os fundos e do quartil 1



Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados de 31 de dezembro de 2024. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos e reflete um desempenho histórico hipotético. Confira a Divulgação de desempenho para mais informações sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de provas retrospectivas.

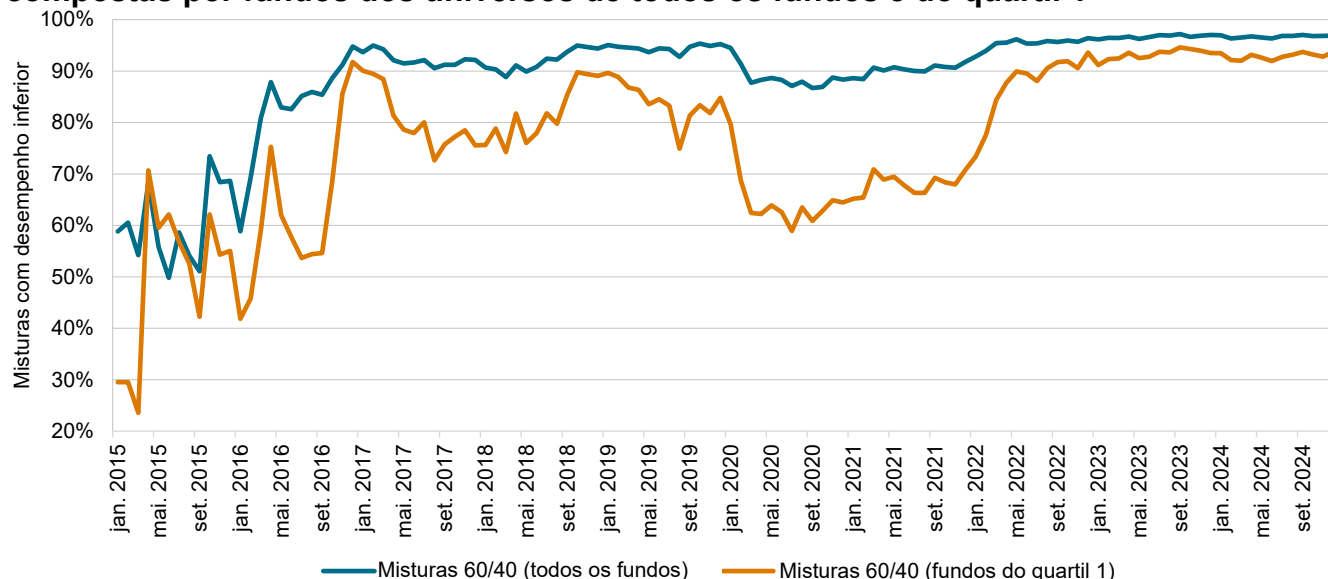
O fato das carteiras com melhor desempenho provenientes de cada universo de fundos (todos os fundos e quartil 1) não serem idênticas pode ser explicado pela condição de que alguns dos fundos com desempenho superior no universo de todos os fundos não estiveram classificados no quartil 1 (ou em alguns casos ainda não tinham sido lançados) nos cinco anos anteriores e vice-versa.

Para os leitores dos Scorecards SPIVA de Persistência, esses resultados podem ser óbvios, uma vez que anos de evidências mostraram que os fundos classificados no quartil superior (o que ainda assim pode significar um desempenho inferior aos índices) tendem a sair dessa classificação com o tempo. Os resultados da nossa abordagem foram coerentes com pesquisas anteriores, pois 18% dos fundos classificados no quartil 1 desde dezembro de 2009 até dezembro de 2014 não conseguiram sobreviver ao seguinte período de 10 anos (e, portanto, não são mostrados), e entre aqueles que resistiram, 78% tiveram um desempenho inferior aos seus benchmarks.

Reverendo nossa análise das taxas de desempenho inferior aos índices total (veja o quadro 9), examinamos o impacto que teria na resiliência da carteira ativa 60/40 um universo de seleção composto pelos fundos do quartil 1 em comparação com um composto por todos os fundos. O quadro 17 ilustra que, embora a grande maioria das carteiras ativas compostas por fundos do quartil 1 finalmente tenha apresentado um desempenho inferior aos índices, houve períodos (como durante a pandemia) em que as diferenças no desempenho em relação às carteiras ativas de todos os fundos se ampliaram drasticamente, o que indica que os fundos que

estiveram no primeiro quartil mantiveram pelo menos parte de seus resultados superiores em relação aos pares, embora superar os benchmarks geralmente seja um desafio difícil demais.

Quadro 17: taxas de desempenho inferior aos índices das carteiras ativas 60/40 compostas por fundos dos universos de todos os fundos e do quartil 1



Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados de 31 de dezembro de 2014 até 31 de dezembro de 2024. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos e reflete um desempenho histórico hipotético. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais informações sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de provas retrospectivas.

Em última instância, em grande parte devido à falta de persistência dos fundos que anteriormente tiveram um alto desempenho, todas as carteiras ativas de fundos dos universos de todos os fundos e do quartil 1 convergiram em taxas de desempenho inferior aos índices que, em média, ultrapassaram 90% no período de 10 anos. Escolher a partir dos fundos que estiveram no quartil superior não foi suficiente para mudar o resultado de longo prazo. Talvez a seleção de fundos precisaria de uma abordagem ainda mais diligente para identificar um pequeno subconjunto de fundos capazes de impulsionar a carteira para um desempenho superior, se é que tais fundos existem.

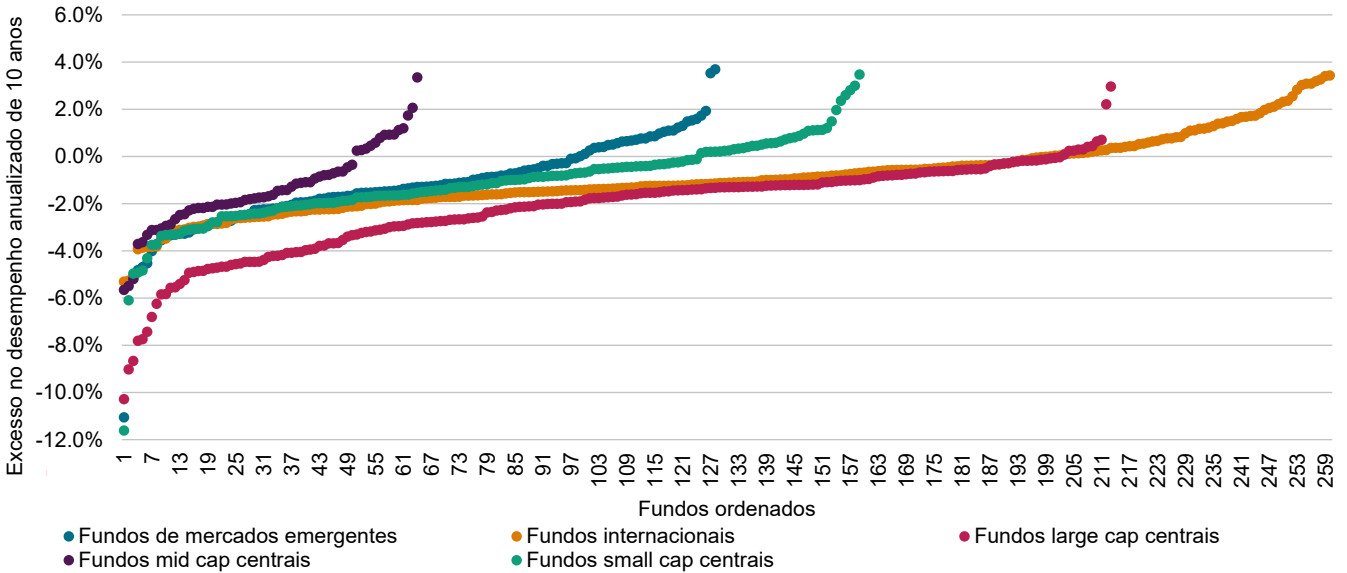
6. Fundos heróis: mito ou realidade?

Descobrir que até mesmo as carteiras compostas exclusivamente por fundos provenientes do primeiro quartil ainda não conseguiram ter uma alta probabilidade de ganhar das misturas de índices nos faz questionar quais características definem a pequena parcela de carteiras vencedoras. É necessário pelo menos um universo de seleção de fundos mais restrito do que os fundos que estiveram no primeiro quartil. E se soubéssemos com antecedência qual seria o conjunto de fundos com resultados superiores em cada categoria, qual categoria recompensaria mais essa previsão? Em outras palavras, devemos questionar quais características definem as carteiras vencedoras, elas são o produto de graus pequenos de

resultados superiores que vão se acumulando nas categorias de fundos ou, talvez, devem-se a um pequeno número de fundos que se destacam e, heroicamente, produzem resultados excepcionais que levam o restante da carteira à vitória?

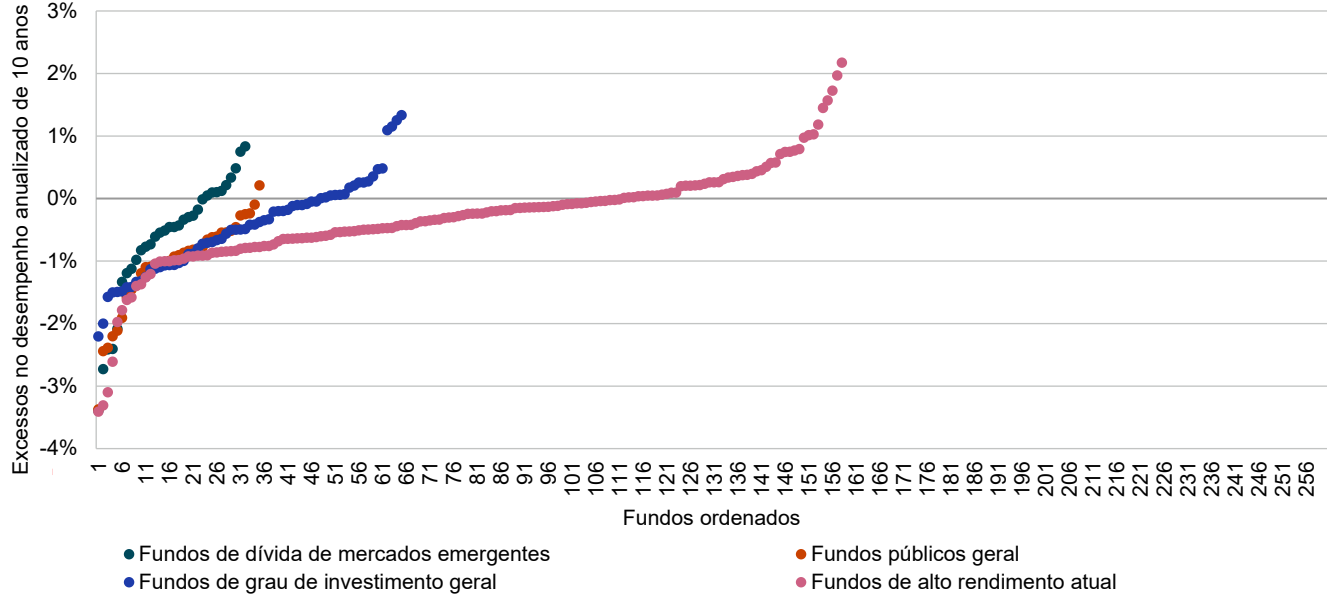
Sabemos intuitivamente que a contribuição de cada fundo com resultados superiores para o desempenho superior da carteira é determinada por uma combinação do peso que esse fundo tem na carteira e da magnitude do desempenho superior desse fundo. As ponderações já são conhecidas, mas para abordar a magnitude, identificamos o pequeno subconjunto de fundos de cada categoria que sobreviveram e tiveram resultados superiores durante o período de 10 anos. Eles aparecem junto com seus pares com desempenho inferior no quadro 18 e 19 no caso das categorias de renda variável e fixa, respectivamente.

Quadro 18: fundos de renda variável que sobreviveram 10 anos ordenados por excesso no desempenho



Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados de 31 de dezembro de 2024. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos e reflete um desempenho histórico hipotético. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais informações sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de provas retrospectivas.

Quadro 19: fundos de renda fixa que sobreviveram 10 anos ordenados por excesso no desempenho

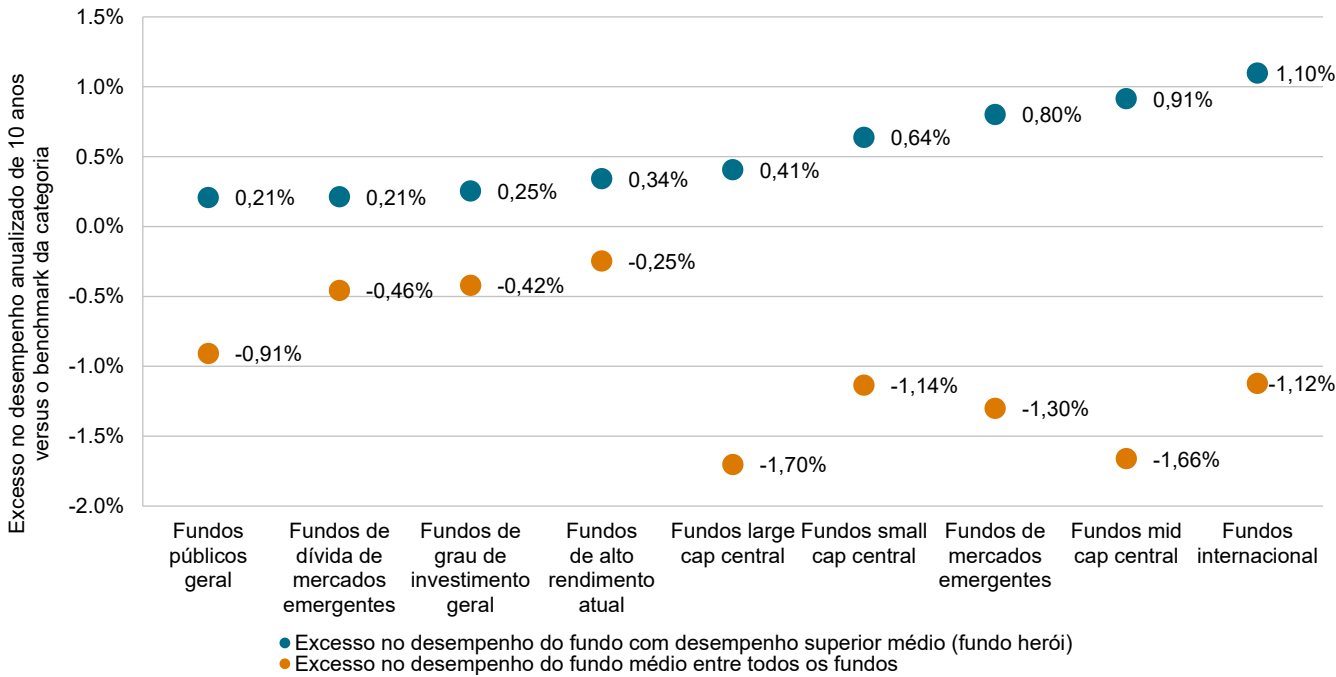


Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados de 31 de dezembro de 2024. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos e reflete um desempenho histórico hipotético. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais informações sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de provas retrospectivas.

As recompensas por identificar os fundos com desempenho superior não estiveram distribuídas de maneira uniforme. Especificamente, a variação dos resultados do desempenho relativo dos fundos individuais (tanto positivos quanto negativos) foi mais ampla nas categorias de renda variável do que nas de renda fixa. Em particular, os fundos que sobreviveram e ganharam nas categorias de renda variável, como internacional, mid cap central e mercados emergentes, geraram excessos nos retornos de 10 anos proporcionalmente maiores do que aqueles nas categorias de renda fixa.

O quadro 20 ilustra esse ponto em detalhes, mostrando a magnitude do desempenho superior entre os fundos que conseguiram os melhores resultados em cada categoria e entre todos os fundos em cada categoria. Esses dados indicam que os fundos escolhidos apenas a partir dos (futuros) vencedores das categorias internacional, mid cap central e mercados emergentes teriam tido as maiores margens de excesso no desempenho e que as medianas dos fundos ganhadores de cada categoria (que chamaremos de “fundos heróis” de agora em diante) superaram seus benchmarks por 1,1%, 0,9% e 0,8%, respectivamente.

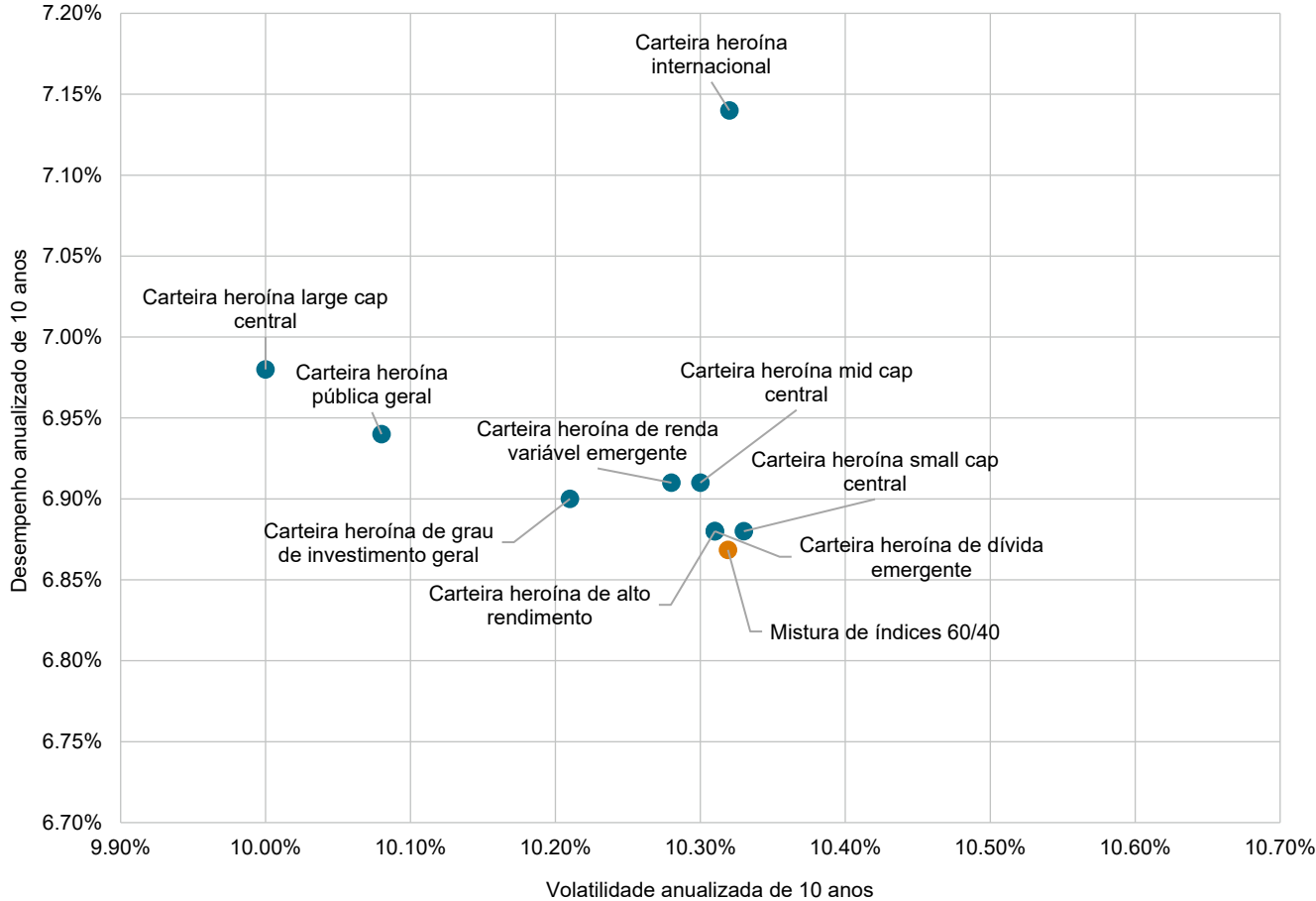
Quadro 20: excesso no desempenho da mediana dos fundos com resultados superiores (fundo herói) e mediana de todos os fundos



Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados de 31 de dezembro de 2024. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos e reflete um desempenho histórico hipotético. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais informações sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de provas retrospectivas.

Avançando para o estudo do impacto dos nossos chamados fundos heróis nas carteiras ativas, realizamos provas adicionais com a carteira ativa 60/40 em um novo contexto e com o benefício de ter um conhecimento retrospectivo perfeito durante o período de 10 anos. Sob cada condição, o fundo herói (mediana dos fundos com resultados superiores) de uma das categorias foi incluído em cada versão da carteira ativa junto com os desempenhos dos índices de cada uma das outras oito categorias. As características de retorno e volatilidade dessas “carteiras heroínas” são mostradas no quadro 21, ali três observações são claras. Primeiro, os resultados de retorno e volatilidade de muitas das combinações estão agrupados de forma estreita, sugerindo que os fundos heróis tiveram pouco impacto sobre o restante da carteira. Em segundo lugar, o impacto de um fundo herói na carteira foi em grande parte uma função da magnitude de seu desempenho total e de seu peso na alocação. Em terceiro lugar, **a categoria de fundos que mais se destacou foi a de internacional, já que nela a seleção de um fundo herói de renda variável internacional acompanhado por índices produziu o melhor desempenho entre todas as carteiras ativas de fundos em matéria absoluta.**

Quadro 21: carteiras heroínas 60/40 contra a mistura de índices



Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados de 31 de dezembro de 2024. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos e reflete um desempenho histórico hipotético. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais informações sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de provas retrospectivas.

7. Conclusão

Por mais de duas décadas, os Scorecards SPIVA da S&P DJI têm fornecido uma perspectiva factual e quantitativa sobre as possibilidades de selecionar fundos ativos que superem o desempenho do índice de referência. Nesta nova análise, estendemos esse esforço de pesquisa ao contexto das carteiras de multiativos utilizando as suposições e metodologias descritas acima. O foco mudou levemente dos desafios enfrentados pelos selecionadores de fundos para a tarefa igualmente difícil enfrentada pelos construtores de carteiras. Vamos concluir com algumas observações de resumo.

1. As carteiras de fundos pertencentes a categorias que já apresentavam altas taxas de desempenho inferior tiveram taxas de desempenho inferior às misturas de índices ainda mais altas.
2. Esses resultados não mudaram significativamente no caso de alocações de renda variável/renda fixa diferentes.
3. Construir carteiras ativas a partir de fundos que estiveram no primeiro quartil não alterou significativamente as taxas de desempenho inferior de longo prazo em relação às misturas de índices.
4. Alguns fundos ativos, particularmente os fundos que ostentavam rendimentos situados no quartil superior nas categorias de renda fixa, podem adicionar um risco desproporcionalmente maior do que o retorno gerado em períodos posteriores.

E finalmente,

5. No caso das carteiras que empregam um processo de seleção habilidoso (ou sortudo) para os fundos ativos de uma categoria e uma abordagem passiva para outras categorias, a identificação de fundos vencedores entre os fundos internacionais ofereceu o maior impacto positivo no nível da carteira.

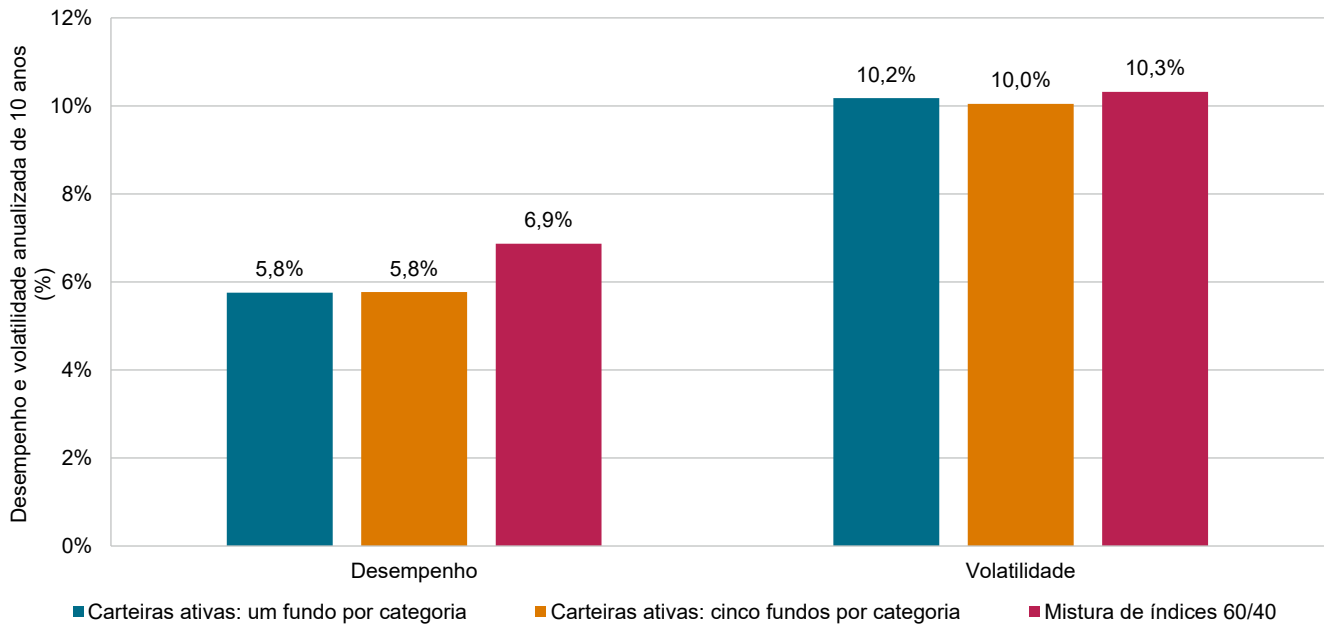
Apêndice

Consideração para a diversificação: número de fundos por categoria

Como mencionado anteriormente, nossa metodologia construiu carteiras ativas selecionando aleatoriamente um fundo por categoria, mas apenas um é suficiente? Será que adicionar mais fundos por categoria ajuda o desempenho por meio da diversificação e talvez mitiga o impacto dos fundos não sobreviventes?¹⁶

Para responder a essa pergunta, criamos e comparamos duas versões da carteira ativa 60/40, uma foi construída conforme descrito anteriormente, selecionando 1 fundo por categoria (até ter um total de 9 fundos na carteira) e outra selecionando 5 fundos por categoria (9 categorias x 5 fundos = 45 fundos na carteira). Novamente, cada abordagem foi repetida 100.000 vezes e o desempenho médio foi comparado. Conforme mostrado no quadro 22, as medidas de retorno e risco de cada método foram praticamente idênticas, o que apoia nossa abordagem de usar um fundo por categoria para o restante de nossas análises.

Quadro 22: mistura de índices 60/40 e carteiras ativas com um fundo ou cinco fundos por categoria



Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados de 31 de dezembro de 2024. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos e reflete um desempenho histórico hipotético. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais informações sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de provas retrospectivas.

¹⁶ Veja, por exemplo, Ferri, Richard e Alex Benke. "A Case for Index Fund Portfolios". 2013.

Resumo dos dados

Quadro 23: carteiras ativas com desempenho inferior às misturas de índices no período de 10 anos (baseado em retorno absoluto)

Carteira ativa	Taxa de desempenho inferior da alocação de renda variável/renda fixa (%)								
	10/90	20/80	30/70	40/60	50/50	60/40	70/30	80/20	90/10
Carteiras ativas de todos os fundos, 1 fundo ativo por categoria	98,55	98,87	98,65	98,19	97,58	96,89	96,28	95,42	94,64
Carteiras ativas compostas por fundos que estiveram no primeiro quartil (quartil 1), 1 fundo ativo por categoria	97,71	97,68	97,17	96,15	94,94	93,68	91,92	90,16	87,96

Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. As performances mensais ausentes de fundos fusionados/liquidados são substituídas pelo desempenho do índice de referência. Dados de 31 de dezembro de 2024. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Esta tabela é fornecida para efeitos ilustrativos e reflete um desempenho histórico hipotético. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais informações sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de provas retrospectivas.

Quadro 24: desempenho anualizado médio das carteiras ativas e misturas de índices (com ponderação equitativa) durante o período de 10 anos

Mistura de índices ou carteira ativa	Desempenho da alocação de renda variável/renda fixa (%)								
	10/90	20/80	30/70	40/60	50/50	60/40	70/30	80/20	90/10
Mistura de índices	2,93	3,74	4,53	5,32	6,10	6,87	7,63	8,39	9,13
Carteiras ativas de todos os fundos, 1 fundo ativo por categoria	2,17	2,90	3,63	4,35	5,05	5,76	6,45	7,12	7,80
Carteiras ativas compostas por fundos que estiveram no primeiro quartil (quartil 1), 1 fundo ativo por categoria	2,11	2,90	3,69	4,47	5,24	6,00	6,75	7,49	8,23

Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. As performances mensais ausentes de fundos fusionados/liquidados são substituídas pelo desempenho do índice de referência. Dados de 31 de dezembro de 2024. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Esta tabela é fornecida para efeitos ilustrativos e reflete um desempenho histórico hipotético. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais informações sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de provas retrospectivas.

Quadro 25: volatilidade anualizada média das carteiras ativas e misturas de índices (com ponderação equitativa) durante o período de 10 anos

Mistura de índices ou carteira ativa	Volatilidade da alocação de renda variável/renda fixa (%)								
	10/90	20/80	30/70	40/60	50/50	60/40	70/30	80/20	90/10
Mistura de índices	5,90	6,56	7,37	8,28	9,27	10,32	11,41	12,53	13,68
Carteiras ativas de todos os fundos, 1 fundo ativo por categoria	5,79	6,40	7,19	8,10	9,10	10,18	11,30	12,47	13,68
Carteiras ativas compostas por fundos que estiveram no primeiro quartil (quartil 1), 1 fundo ativo por categoria	7,25	7,60	8,13	8,85	9,70	10,65	11,71	12,83	14,02

Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. As performances mensais ausentes de fundos fusionados/liquidados são substituídas pelo desempenho do índice de referência. Dados de 31 de dezembro de 2024. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Esta tabela é fornecida para efeitos ilustrativos e reflete um desempenho histórico hipotético. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais informações sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de provas retrospectivas.

Aviso legal

© 2025 S&P Dow Jones Indices. Todos os direitos reservados. S&P, S&P 500, SPX, SPY, The 500, US500, US 30, S&P 100, S&P COMPOSITE 1500, S&P 400, S&P MIDCAP 400, S&P 600, S&P SMALLCAP 600, S&P GIVI, GLOBAL TITANS, DIVIDEND ARISTOCRATS, DIVIDEND MONARCHS, BUYBACK ARISTOCRATS, SELECT SECTOR, S&P MAESTRO, S&P PRISM, S&P STRIDE, GICS, SPIVA, SPDR, INDEXOLOGY, iTraxx, iBoxx, ABX, ADBI, CDX, CMBX, LCDX, MBX, MCDX, PRIMEX, TABX, HHPI, IRXX, I-SYND, SOVX, CRITS, CRITR são marcas comerciais registradas da S&P Global, Inc. ("S&P Global") ou suas associadas. DOW JONES, DJIA, THE DOW e DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE são marcas comerciais da Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). Estas marcas comerciais em conjunto com outras foram licenciadas para a S&P Dow Jones Indices LLC. A redistribuição ou reprodução total ou parcial é proibida sem consentimento por escrito da S&P Dow Jones Indices LLC. Este documento não constitui uma oferta de serviços nas jurisdições onde a S&P Dow Jones Indices LLC, S&P Global, Dow Jones ou suas respectivas associadas (coletivamente "S&P Dow Jones Indices") não possuem as licenças necessárias. Com exceção de alguns serviços personalizados de cálculo de índices, todas as informações fornecidas pela S&P Dow Jones Indices são impessoais e não adaptadas às necessidades de qualquer pessoa, entidade ou grupo de pessoas. A S&P Dow Jones Indices recebe compensação relacionada com o licenciamento de seus índices a terceiros e com os serviços personalizados de cálculo de índices. O desempenho de um índice no passado não é sinal ou garantia de resultados no futuro.

Não é possível investir diretamente em um índice. A exposição a uma classe de ativos representada por um índice pode estar disponível por meio de instrumentos de investimento baseados naquele índice. A S&P Dow Jones Indices não patrocina, endossa, vende, promove ou gerencia nenhum fundo de investimento ou outro veículo de investimento que seja oferecido por terceiros e que procure fornecer um retorno de investimento baseado no desempenho de qualquer índice. A S&P Dow Jones Indices não oferece nenhuma garantia de que os produtos de investimento com base no índice acompanharão de modo preciso o desempenho do índice, ou proporcionarão retornos positivos de investimento. O desempenho do índice não reflete custos de negociação, taxas de administração ou despesas. A S&P Dow Jones Indices não faz declarações com respeito à conveniência de investir em qualquer fundo de investimento ou outro veículo de investimento. A decisão de investir em um determinado fundo de investimentos ou outro veículo de investimento não deverá ser tomada com base em nenhuma declaração apresentada neste documento. A S&P Dow Jones Indices não é uma consultora de investimentos, consultora de negociação de commodities, operadora de fundos comuns de commodities, corretora, agente fiduciário, promotora (como definido na Lei de Empresas de Investimento de 1940 e suas emendas), especialista como enumerado dentro da lei 15 U.S.C. § 77k(a) ou consultora fiscal. A inclusão de um valor, commodity, criptomoeda ou outro ativo em um índice não é uma recomendação da S&P Dow Jones Indices para comprar, vender ou deter tal valor, commodity, criptomoeda ou outro ativo, nem deve ser considerado como um aconselhamento de investimento ou de negociação de commodities. Os preços de fechamento de índices de referência dos EUA da S&P Dow Jones Indices são calculados pela S&P Dow Jones Indices com base no preço de fechamento dos componentes individuais do índice, conforme estabelecido pela sua bolsa de valores principal. Os preços de encerramento são recebidos pela S&P Dow Jones Indices de um de seus fornecedores externos e verificados por comparação com os preços de um fornecedor alternativo. Os fornecedores recebem o preço de encerramento de suas bolsas de valores principais. Os preços em tempo real durante um dia são calculados similarmente sem uma segunda verificação. Estes materiais foram preparados exclusivamente para fins informativos, baseados em informações geralmente disponíveis ao público e a partir de fontes consideradas confiáveis. Nenhum conteúdo nestes materiais (incluindo dados de índices, classificações, análises e dados relacionados a crédito, pesquisa, valorizações, modelos, software ou outros aplicativos ou informações destes) ou qualquer parte deste ("Conteúdo") poderá ser modificado, submetido à engenharia reversa, reproduzido ou distribuído de nenhuma forma, por nenhum meio, nem armazenado em bases de dados ou sistema de recuperação, sem o consentimento prévio por escrito da S&P Dow Jones Indices. O Conteúdo não deve ser usado para nenhum fim ilegal ou não autorizado. A S&P Dow Jones Indices e seus provedores de dados e licenciadores externos (coletivamente "Partes da S&P Dow Jones Indices") não garantem a precisão, integralidade, oportunidade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P Dow Jones Indices não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões, independentemente da causa, nos resultados obtidos pelo uso do Conteúdo. O CONTEÚDO É FORNECIDO "NO ESTADO EM QUE SE ENCONTRA". AS PARTES DA S&P DOW JONES INDICES SE ISENTAM DE QUAISQUER E TODAS AS GARANTIAS EXPRESSAS OU IMPLÍCITAS, INCLUINDO MAS NÃO LIMITADAS A, QUALQUER GARANTIA DE COMERCIALIZABILIDADE OU ADEQUAÇÃO A UM FIM OU USO EM PARTICULAR, ISENÇÃO DE BUGS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE A FUNCIONALIDADE DO CONTEÚDO SERÁ ININTERRUPTA OU QUE O CONTEÚDO OPERARÁ COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU DE HARDWARE. Sob nenhuma circunstância, as Partes da S&P Dow Jones Indices serão responsáveis perante qualquer parte por quaisquer danos diretos, indiretos, incidentais, exemplares, compensatórios, punitivos, especiais ou consequenciais, custos, despesas, custas legais ou perdas (incluindo, sem limitação, perda de retornos ou perda de lucros e custos de oportunidades); em conexão com qualquer uso do Conteúdo, mesmo tendo sido alertado quanto à possibilidade de tais danos. A S&P Global mantém algumas atividades das suas divisões e unidades comerciais separadas umas das outras a fim de preservar a independência e a objetividade de suas respectivas atividades. Em consequência, algumas divisões e unidades comerciais da S&P Global podem ter informações que não estejam disponíveis a outras unidades comerciais. A S&P Global estabelece políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de algumas informações não públicas recebidas em conexão com cada processo analítico. Além disto, a S&P Dow Jones Indices presta uma ampla gama de serviços a, ou relacionados com, muitas empresas, incluindo emissoras de títulos, consultoras de investimentos, corretoras, bancos de investimentos, outras instituições financeiras e intermediários financeiros; e, em conformidade, pode receber taxas ou outros benefícios econômicos dessas empresas, incluindo empresas cujos títulos ou serviços possam recomendar, classificar, incluir em carteiras modelo, avaliar, ou abordar de qualquer outra forma.

O Padrão Global de Classificação Industrial (GICS®) foi desenvolvido por e é de propriedade exclusiva e uma marca comercial da S&P e MSCI. Nem a MSCI, nem a S&P e nem qualquer outra parte envolvida em fazer ou compilar quaisquer classificações do GICS fazem quaisquer garantias ou declarações expressas ou implícitas com relação a tal padrão ou classificação (ou aos resultados a serem obtidos pela sua utilização) e todas as partes, por este instrumento, expressamente se isentam de todas as garantias de originalidade, precisão, integridade, comerciabilidade ou adequação a um fim particular com relação a qualquer padrão ou classificação. Sem limitar o que foi exposto acima, sob nenhuma circunstância, a MSCI, a S&P e nenhuma de suas afiliadas ou terceiro envolvido em fazer ou compilar quaisquer classificações do GICS terá qualquer responsabilidade por quaisquer danos diretos, indiretos, especiais, punitivos, consequenciais ou quaisquer outros (inclusive perda de lucros), mesmo se notificado da possibilidade de tais danos. Este documento foi traduzido para o português apenas para fins de conveniência. Se existirem diferenças entre as versões do documento em inglês e português, a versão em inglês prevalecerá. A versão em inglês está disponível em www.spglobal.com/spdji.

Divulgação de desempenho/Dados gerados mediante provas retrospectivas

Todas as informações apresentadas antes da data de lançamento de um índice são hipotéticas (geradas mediante provas retrospectivas) e não constituem desempenhos reais. Os cálculos de provas retrospectivas estão baseados na metodologia que estava em vigor na data de lançamento do índice. No entanto, na criação do histórico a partir de provas retrospectivas para períodos em que há anomalias do mercado ou outros períodos que não refletem o ambiente geral de mercado, as regras de metodologia do índice podem ser flexibilizadas para capturar um universo suficientemente amplo de títulos a fim de estimular o mercado alvo que o índice procura medir ou a estratégia que o índice procura capturar. Por exemplo, os limiares de capitalização de mercado e liquidez podem ser reduzidos. Os detalhes completos das metodologias dos índices estão disponíveis em www.spglobal.com/spdji. O desempenho passado de um índice não é um sinal de resultados no futuro. O desempenho gerado mediante provas retrospectivas reflete a aplicação da metodologia de um índice e a seleção dos componentes de um índice com o benefício da retrospectiva e o conhecimento de fatores que poderiam ter afetado positivamente o seu desempenho, não pode representar todos os riscos financeiros que podem afetar os resultados e pode-se considerar que reflete o viés decorrente de utilizar informação do futuro e o viés de sobrevivência. Os retornos reais podem ser diferentes e até inferiores aos retornos obtidos por provas retrospectivas. O desempenho no passado não é indicativo ou uma garantia de resultados no futuro. Por favor, confira a metodologia do índice para obter mais detalhes sobre o índice, incluindo a forma pela qual ele é rebalanceado, o momento de tal rebalanceamento, os critérios para adições e exclusões, bem como todos os cálculos do índice. O desempenho gerado mediante provas retrospectivas é somente para uso de investidores institucionais e não para uso de investidores de varejo.

A S&P Dow Jones Indices define várias datas para assistir os seus clientes no fornecimento de transparência. A primeira data de valorização é o primeiro dia para o qual existe um valor calculado (seja ao vivo ou obtido por meio de provas retrospectivas) para um determinado índice. A data base é a data na qual o índice é estabelecido em um valor fixo, para fins de cálculo. A data de lançamento designa a data na qual os valores de um índice são considerados ao vivo pela primeira vez: valores do índice fornecidos para qualquer data ou período anterior à data de lançamento do índice são considerados de provas retrospectivas. A S&P Dow Jones Indices define a data de lançamento como a data pela qual os valores de um índice são conhecidos por terem sido liberados ao público, por exemplo, através do site público da empresa ou sua divulgação de dados a partes externas. Para índices da marca Dow Jones introduzidos antes de 31 de maio de 2013, a data de lançamento (que antes de 31 de maio de 2013 era chamada de "data de introdução") é estabelecida em uma data na qual não é mais permitido serem feitas quaisquer modificações à metodologia do índice, mas que podem ter sido anteriores à data da divulgação pública do índice.

Geralmente, quando a S&P DJI cria dados para os índices mediante provas retrospectivas, a S&P DJI utiliza dados históricos reais do nível dos componentes (por exemplo: preço histórico, capitalização de mercado e dados de eventos corporativos) em seus cálculos. Uma vez que o investimento em ESG ainda está na etapa inicial de desenvolvimento, é possível que alguns pontos de dados utilizados para calcular os índices ESG da S&P DJI não estejam disponíveis para o período completo de histórico de provas retrospectivas desejado. O mesmo problema de disponibilidade de dados pode acontecer para outros índices. Em casos em que os dados reais não estão disponíveis para todos os períodos históricos relevantes, a S&P DJI pode empregar um processo de "assunção de dados retrospectivos" (ou de puxar para trás) de dados ESG para o cálculo do desempenho histórico com provas retrospectivas. A "assunção de dados retrospectivos" é um processo que aplica o ponto de dados ao vivo real mais antigo disponível para um componente do índice a todas as instâncias históricas anteriores no desempenho do índice. Por exemplo, a assunção de dados retrospectivos assume inerentemente que as empresas atualmente não envolvidas em uma atividade comercial específica (também conhecido como "envolvimento em um produto") nunca estiveram envolvidas historicamente e, do mesmo modo, também assume que as empresas atualmente envolvidas em uma atividade comercial específica também estiveram envolvidas historicamente. A assunção de dados retrospectivos permite estender as provas retrospectivas hipotéticas por mais anos históricos do que seria possível utilizando somente dados reais. Para mais informações sobre a "assunção de dados retrospectivos", confira o documento de [Perguntas frequentes](#). A metodologia e os factsheets de qualquer índice que utiliza a assunção retrospectiva no histórico de provas retrospectivas o indicará diretamente. A metodologia incluirá um Apêndice com uma tabela que estabelece os pontos de dados específicos e o período relevante para o qual foram usados os dados projetados retrospectivamente.

Os retornos do índice apresentados não representam os resultados de negociações reais de ativos/valores de investimento. A S&P Dow Jones Indices mantém o índice e calcula os níveis do índice e o desempenho apresentado ou analisado, mas não administra ativos reais. Os retornos do índice não refletem o pagamento de quaisquer comissões de venda ou taxas que um investidor possa pagar para adquirir os valores subjacentes do índice ou fundos de investimento destinados a acompanhar o desempenho do índice. A imposição destas taxas e comissões faria com que o desempenho real e de provas retrospectivas dos valores/fundos fosse inferior ao desempenho do índice mostrado. Como um exemplo simples, se um índice tivesse um retorno de 10% sobre um investimento de US\$ 100.000 por um período de 12 meses (ou US\$ 10.000) e uma taxa real baseada no ativo de 1,5% fosse fixada no final do período sobre o investimento mais os juros acumulados (ou US\$ 1.650), o retorno líquido seria de 8,35% (ou US\$ 8.350) nesse ano. Durante um período de três anos, uma taxa anual de 1,5% deduzida no final do ano com um retorno presumido de 10% por ano geraria um retorno bruto de 33,10%, uma taxa total de US\$ 5.375 e um retorno líquido cumulativo de 27,2% (ou US\$ 27.200).