

**FUCAPE PESQUISA E ENSINO S/A – FUCAPE ES**

**PRISCILA ALVES RODRIGUES RIZZO**

**A INFLUÊNCIA DO GÊNERO SOBRE O RISCO DOS FUNDOS BRASILEIROS**

**VITÓRIA  
2024**

**PRISCILA ALVES RODRIGUES RIZZO**

**A INFLUÊNCIA DO GÊNERO SOBRE O RISCO DOS FUNDOS BRASILEIROS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração, da Fucape Pesquisa e Ensino S/A, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis Administração e – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof.<sup>a</sup> Dra. Silvania Neris Nossa

**VITÓRIA  
2024**

**PRISCILA ALVES RODRIGUES RIZZO**

**A INFLUÊNCIA DO GÊNERO SOBRE O RISCO NA GESTÃO DOS FUNDOS  
BRASILEIROS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da Fucape Pesquisa e Ensino S/A, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis e Administração - Nível Profissionalizante.

Aprovada em 16 de dezembro de 2024.

**BANCA EXAMINADORA**

**Prof.<sup>a</sup> Dra. Silvania Neris Nossa**  
Fucape Pesquisa e Ensino S/A

**Prof. Dr. Sergio Roberto Pinto**  
Fucape Pesquisa e Ensino S/A

**Prof. Dr. Roberto Miranda Pimentel Fully**  
Fucape Pesquisa e Ensino S/A

## **AGRADECIMENTOS**

A Thiago, meu esposo por ser o grande incentivador desse projeto.

Aos colegas e professores do curso de Mestrado da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, pelo convívio e crescimento em algumas calorosas discussões.

A Professora Dra. Silvania Nossa por sua orientação ao longo dessa jornada.

Aos meus filhos, Betina e Benjamim por entenderem a ausência, devido ao tempo dedicado a este projeto.

E ao meu Desejo de romper barreiras sociais, onde somente a educação é a ponte.

“Faz o que deves e está no que fazes”  
(São Josemaria Escrivá)

## RESUMO

Esta pesquisa investiga a influência do gênero do gestor sobre o risco dos fundos de investimento no Brasil, fundamentando-se na teoria comportamental de finanças, por meio de metodologia quantitativa, foi analisada uma amostra abrangente de 4.996 fundos brasileiros, registrados entre 1994 e 2022, nas bases de dados Comdinheiro, Anbima e CVM. Variáveis como taxas, custos de transação, idade dos fundos, tamanho do patrimônio líquido, formação acadêmica e experiência dos gestores foram consideradas na análise. Os resultados revelam que o gênero do gestor, em conjunto com outros fatores, tem o potencial de influenciar significativamente as decisões de investimento e o desempenho dos fundos. Fundos geridos por mulheres mostraram uma tendência a menor rentabilidade, sugerindo que as diferenças de gênero podem impactar a performance financeira. As implicações deste estudo são vastas, destacando a importância da diversidade de gênero na gestão de fundos como um fator potencial para a otimização de desempenho. Além disso, as conclusões reforçam a necessidade de políticas que promovam maior inclusão e igualdade de gênero no setor financeiro.

**Palavras-chave:** teoria de finanças; risco; gênero; comportamento, educação, viés comportamental.

## ABSTRACT

This research examines the influence of manager gender on the risk and profitability of investment funds in Brazil, grounded in behavioral finance theory, particularly Prospect Theory. A quantitative methodology was employed, analyzing a comprehensive sample of 4,996 Brazilian funds recorded from 1994 to 2022 in the Comdinheiro/Anbima/CVM databases. Variables such as fees, transaction costs, fund age, net worth size, and managers' education and experience were included in the analysis. The findings indicate that the manager's gender, alongside other factors, significantly impacts investment decisions and fund performance. Funds managed by women demonstrated a tendency for higher profitability, suggesting that gender differences can meaningfully affect financial performance. The implications of this study are extensive, highlighting the importance of gender diversity in fund management as a potential factor for performance optimization. Moreover, the results emphasize the need for policies that promote greater inclusion and gender equality in the financial sector, underscoring that female managers may offer competitive advantages in investment fund management.

**Keywords:** finance theory; risk; profitability; gender; behavior, education, behavioral bias.

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>8</b>
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>12</b>
2.1 FUNDOS DE INVESTIMENTOS E RISCO .....	12
2.2 RISCO EM FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	13
<b>2.2.1 Viés de Aversão à Perda .....</b>	<b>19</b>
<b>2.2.2 Viés do Excesso de Confiança .....</b>	<b>20</b>
<b>2.2.3 Viés da ancoragem .....</b>	<b>21</b>
<b>2.2.4 Viés de Ilusão de Controle .....</b>	<b>22</b>
<b>2.2.5 Influência do Gênero do Gestor na Decisão de Investimento.....</b>	<b>23</b>
2.3 ESTUDOS ANTERIORES.....	24
<b>3. METODOLOGIA DA PESQUISA .....</b>	<b>26</b>
3.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS .....	27
3.2 VARIÁVEIS DELINEADAS.....	29
<b>3.2.1 Variáveis de Controle .....</b>	<b>30</b>
3.3 MODELO ECONOMÉTRICO PROPOSTO.....	34
3.4 VALIDAÇÃO DOS DADOS E LIMITAÇÕES DO MÉTODO .....	35
<b>4 ANÁLISE DOS DADOS .....</b>	<b>37</b>
4.1 DADOS DESCRITIVOS .....	37
4.2 MATRIZ DE CORRELAÇÃO .....	43
4.3 RESULTADO DO MODELO ECONOMÉTRICO PROPOSTO.....	50
<b>5 CONCLUSÃO .....</b>	<b>55</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>58</b>

## Capítulo 1

### 1 INTRODUÇÃO

Em 1973 Spence criou a Teoria da Sinalização, que foi desenvolvida para ajudar a explicar como os tomadores de decisão interpretam e reagem à situação em que as informações disponíveis são incompletas e assimetricamente distribuídas dentre os agentes de um mercado (Spence, 1973). A Teoria da Sinalização encontra-se na comunicação credível de informações para transmitir informações de atributos organizacionais em situações com informação assimétrica e tem sido aplicada em estudos sobre relações empreendedores x investidores.

A Teoria da Sinalização baseia-se na necessidade de minimizar a assimetria da informação na tomada de decisão. Inicialmente foi utilizada para descrever o processo de contratação, onde os gerentes precisam verificar os sinais para indicar se o indivíduo tem potencial para ser um membro produtivo da empresa (Spence, 1973). Quando aplicado a empresa, os sinais tentam reduzir a incerteza subjetiva, no que diz respeito à produtividade e viabilidade da organização, além disso, esses sinais podem incluir evidências da capacidade de gerir a organização (Zimmermann, 2008).

A Teoria do Prospecto, desenvolvida por Kahneman e Tversky (1979), foi fundamental para o surgimento das Finanças Comportamentais, um campo que desafia a visão tradicional de que os agentes econômicos são racionais. Essa teoria argumenta que as decisões de investimento são frequentemente influenciadas por fatores psicológicos e vieses comportamentais, como a aversão à perda, que exerce influência sobre o comportamento dos tomadores de decisão (Du, 2024; Pimenta et al., 2012).

Apesar de existirem estudos internacionais que abordam a relação entre gênero e performance de fundos, como os de Barber e Odean (2024) os resultados ainda são inconclusivos e limitados em relação ao mercado brasileiro. Embora esses estudos sugiram que o gênero do gestor pode influenciar o comportamento de investimento e a percepção de risco, eles não conseguem capturar completamente as particularidades do mercado financeiro brasileiro.

No Brasil, o cenário financeiro possui características econômicas e culturais únicas, que oferecem uma oportunidade relevante para explorar como as diferenças de gênero podem impactar a gestão de fundos de investimento. A relevância deste estudo se justifica ao considerar a necessidade de preencher lacunas na literatura local e contribuir para a discussão global, oferecendo insights que possam ajudar a reduzir o cenário inconclusivo existente sobre o tema.

As Finanças Comportamentais emergem da convergência entre Psicologia Cognitiva, Economia e Finanças, buscando entender o comportamento humano nos mercados financeiros. Esse campo desafia os modelos econômicos tradicionais que pressupõem racionalidade perfeita e propõe uma análise mais abrangente das decisões financeiras, levando em consideração vieses cognitivos, emoções e fatores sociais (Passos et al., 2012). No entanto, estudos específicos sobre a influência do gênero na gestão de fundos de investimento ainda são escassos.

A escassez de pesquisas pode sugerir que o impacto do gênero na gestão de fundos seja considerado irrelevante ou que não se espera que ele influencie de forma significativa em ambientes profissionais de alto nível e volume de transação. No entanto, essa falta de atenção acadêmica merece ser questionada e explorada, especialmente à luz da crescente valorização da diversidade de gênero em outras áreas. A ausência de estudos pode estar relacionada a uma subestimação do impacto

potencial do gênero, o que este trabalho busca investigar e esclarecer (Hincapié-Salazar & Agudelo, 2020; Passos et al., 2012;).

Os fundos de investimento, conforme a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais [Anbima], 2017), são estruturas que permitem a aplicação coletiva em ativos financeiros para obter retornos. Desde 2017, os fundos brasileiros estão entre os 10 maiores do mundo em termos de ativos sob gestão, com 3% do patrimônio líquido global (Anbima, 2017). O crescimento tem sido impulsionado pela possibilidade de investidores leigos destinarem seus recursos a gestores financeiros que fornecem segurança, liquidez e retornos de longo prazo (Klapper et al., 2004; Silva, 2018). Tal cenário evidencia a importância dos estudos sobre comportamento financeiro (Barberis, 2021; Smith & Veit, 2023).

Os gestores são responsáveis pela escolha dos títulos e definição das estratégias de investimento (Anbima, 2024; Comissão de Valores Mobiliários [CVM], 2024). No entanto, as pesquisas em Finanças Comportamentais indicam que o gênero influencia o comportamento de investimento e a percepção de risco. Mulheres, em geral, apresentam maior aversão ao risco em comparação aos homens, que tendem a assumir mais riscos na busca por retornos elevados (Naya et al. 2024, Raza et al. 2025, Annisa et al., 2021; Benedetto, 2022; Filippin & Crosetto, 2016; Niessen-Ruenzi & Ruenzi, 2019). Apesar disso, poucos estudos examinaram essa relação no contexto brasileiro, especialmente no que diz respeito à gestão de fundos de investimento (Maestri & Malaquias, 2018).

Diante desse cenário, surge a seguinte questão de pesquisa: o **gênero do gestor dos fundos de investimento influencia a performance dos fundos no Brasil?** Este estudo tem como **objetivo** analisar a relação entre o risco, a

rentabilidade e o gênero dos gestores de fundos de investimento no Brasil, à luz da Teoria Comportamental das Finanças. A hipótese central é que os fundos geridos por mulheres apresentam menor risco em comparação aos geridos por homens, especialmente em contextos de maior volatilidade.

A pesquisa baseia-se na análise de uma amostra de 4.996 fundos brasileiros, registrados nas bases Comdinheiro, Anbima e CVM, no período de 1994 a 2022, considerando variáveis como taxas, custos de transação, idade dos fundos, patrimônio líquido, formação e experiência dos gestores. A metodologia empregada é quantitativa, utilizando modelos econométricos para avaliar a relação entre o gênero do gestor e os índices de riscos dos fundos, como os índices Beta, Sharpe e Treynor.

Os resultados esperados visam contribuir tanto para a teoria quanto para a prática, mostrando a relevância do gênero na performance dos fundos de investimento no Brasil, um mercado em crescimento e de importância global. Além disso, as implicações deste estudo reforçam a importância da diversidade de gênero na gestão de fundos e a necessidade de políticas de inclusão e igualdade no setor financeiro.

## Capítulo 2

### 2 REFERENCIAL TEÓRICO

#### 2.1 FUNDOS DE INVESTIMENTOS E RISCO

Um fundo de investimento é um veículo de investimento coletivo que reúne recursos de diversos investidores com o objetivo de aplicar em uma carteira diversificada de ativos financeiros, como ações, títulos de renda fixa, e outros instrumentos financeiros. Internacionalmente, os fundos de investimento são regulados por normativas que visam proteger os investidores e assegurar a transparência nas operações (Damjanović, 2023). No Brasil, a regulamentação dos fundos de investimento é conduzida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), conforme as normas estabelecidas pela Instrução CVM nº 175/2022. A gestão desses fundos é realizada por administradoras especializadas, que buscam proporcionar aos investidores uma rentabilidade alinhada ou superior a um índice de referência específico, como o Ibovespa (CVM, 2023).

Organizações como a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) e a *European Securities and Markets Authority* (ESMA) desempenham papéis fundamentais na regulamentação e supervisão dos mercados financeiros globais, incluindo fundos de investimento. Essas entidades ajudam a definir padrões internacionais que guiam as práticas de gestão de fundos, garantindo transparência e proteção aos investidores (Utkina, 2023).

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM 2022), o gestor de fundo de investimento, pessoa física ou jurídica, é contratado pelos administradores do fundo e autorizado pela CVM a realizar a gestão profissional de carteiras (CVM, 2022). Cabe ao gestor a escolha dos títulos que compõem a carteira, a definição da estratégia do

fundo e a responsabilidade pelo patrimônio líquido, respeitando as disposições do regulamento específico (Anbima, 2022). O gestor deve, antes de iniciar a Gestão de Patrimônio, informar à Anbima e manter os cotistas sempre a par dos resultados.

Os fundos de investimento podem ser diferenciados pela forma de resgate dos recursos: fundos abertos permitem o resgate das cotas a qualquer momento, enquanto fundos fechados permitem apenas no final do período do fundo (CVM, 2022).

## 2.2 RISCO EM FUNDOS DE INVESTIMENTO

Os fundos podem ser agrupados por suas características relativas a estratégias e fatores de risco (Anbima, 2024). Ela é feita em três níveis, a seguir: (1º) classe de ativos; (2º) riscos; e (3º) estratégias de investimentos. Desta forma, inicialmente, investidor escolhe a classe de ativos que considera adequada; na sequência seleciona o tipo de gestão de riscos e por fim, escolhe as estratégias para atingir seus objetivos ou necessidades (Anbima, 2024).

Em novembro de 2024, a CVM e a Anbima lançaram a Cartilha da Nova Classificação de Fundos para aumentar a transparência do mercado e ajudar os investidores a tomarem decisões mais informadas. A cartilha define quatro classes principais de fundos de investimento: Renda Fixa, Ações, Multimercado e Cambial, organizadas em três níveis hierárquicos, conforme Quadro 1, adaptada da Cartilha Anbima (2024).

Quadro 1 - Classes de Fundos de Investimento

<b>NÍVEL 1</b>	<b>NÍVEL 2</b>	<b>NÍVEL 3</b>
<b>Renda fixa</b>	Simple	Renda fixa simples
	Indexado	Índices
	Baixa duração	Soberano
	Alta duração	Grau de investimento

<b>NÍVEL 1</b>	<b>NÍVEL 2</b>	<b>NÍVEL 3</b>
	Livre duração	Crédito livre
	Investimento no exterior	Investimento no exterior
<b>Ações</b>	Indexado	Dívida externa
		Índices
	Ativo	Valor/crescimento
		Dividendos
		Sustentabilidade/governança
		<i>Small caps</i>
		Índice ativo
		Setoriais
	Especificos	Livre
		Fmp-fgts
Fechados de ações		
Investimento no exterior	Mono ações	
<b>Multimercado</b>	Alocação	Investimento no exterior
		Balancedos
	Estratégia	Dinâmicos
		Macro
		<i>Trading</i>
		<i>Long and short neutro</i>
		<i>Long and short direcional</i>
		Juros e moedas
		Livre
	Capital protegido	
Estratégia específica		
Investimento no exterior	Investimento no exterior	
<b>Cambial</b>	Cambial	Cambial

Fonte: Anbima (2024).

Nota: Adaptado pela autora (2024).

Na Renda Fixa, os investimentos são predominantemente realizados em ativos como títulos públicos, debêntures, CDBs e letras de crédito. Já a Renda Variável, os investimentos são realizados majoritariamente em ações e outros ativos de renda variável, são mais voláteis e indicados para investidores dispostos a correr mais riscos em busca de maior rentabilidade (CVM, 2022). Os fundos Multimercado oferecem flexibilidade ao investir em diversas classes de ativos, como renda fixa, renda variável, câmbio e commodities (CVM, 2022). Esses fundos podem adotar estratégias complexas, sendo indicados para investidores com diferentes perfis de risco (CVM, 2022). Fundos Cambiais, por outro lado, são focados em moedas estrangeiras,

utilizando instrumentos como contratos futuros de câmbio e títulos denominados em moedas como o dólar (CVM, 2015; 2024).

Segundo a *European Fund and Asset Management Association* [Efama] (2022), o Brasil é o maior investidor de fundos de investimento entre os países emergentes e o quarto maior mercado de fundos. No primeiro trimestre de 2023, a indústria de fundos no Brasil registrou um volume de investimento de 37,5 trilhões de reais (Anbima, 2023), o que é mais de 27.158 fundos de investimentos (CVM, 2023).

De acordo com o relatório mensal de fundos publicado pela Anbima 2022, em agosto de 2022, os fundos de investimento no Brasil são organizados conforme as diretrizes normativas da CVM e são categorizados em uma das seguintes classes: Fundos de renda fixa: Instrução CVM Nº 555/14; Fundos multimercados: Instrução CVM Nº 555/14; Fundos de ações: Instrução CVM Nº 555/14; Fundos cambiais: Instrução CVM Nº 555/14; Fundos em direitos creditórios (FIDC): Instrução CVM Nº 356/01; Fundos de participações (FIP): Instrução CVM Nº 578/16; Fundos imobiliários (FII): Instrução CVM Nº 472/08; Exchange traded funds (ETF) ou fundos de índice: Instrução CVM Nº 359/02; Fundos de previdência: Instrução CVM Nº 459/07; Fundos offshore (fundos localizados no exterior, mas com gestão no Brasil): não têm Instrução CVM específica.

Na teoria das finanças, se costuma segregar o risco de um ativo em risco sistemático - aquele que afeta todos os componentes de uma carteira - e risco não sistemático - aquele que afeta diretamente um ativo (Schmidt 2023). O comportamento das pessoas frente ao risco é variável, o que é alto para uns é inaceitável para outros. Dessa forma, reações diferentes e posturas variadas em relação ao risco criam terreno fértil para a realização de negócios, associando riscos maiores a maiores probabilidades de retorno (Chen & Handley-Schachler, 2016).

Os indicadores do valor econômico sinalizam se as estratégias adotadas pelo gestor agregar valor, assim como indicam as que destoam, auxiliando na tomada de decisão (Zhongyu, 2023).

Conforme Raza (2025), o Índice de Sharpe é o melhor e mais adequado indicador para análise de performance de risco e retorno, pois quanto maior o índice, melhor a relação de retorno sob o risco. O Índice Sharpe, o Beta e o Índice Treynor são cruciais na avaliação do desempenho e risco de portfólios, oferecendo diferentes perspectivas sobre o retorno ajustado ao risco. O Índice Sharpe, criado por William Sharpe na década de 1960, mede os retornos ajustados ao risco total (Sharpe, 1966). O Beta, componente do Índice Treynor, reflete a sensibilidade dos retornos de um título aos movimentos do mercado, medindo o risco sistemático ou não diversificável (Nguyen et al. 2024). O Índice Treynor, desenvolvido por Jack L. Treynor em 1965, é semelhante ao Índice Sharpe, mas foca na relação entre retorno e risco sistemático, comparando o quanto de retorno é gerado para cada unidade de risco sistemático em relação a uma carteira livre de risco. Ao utilizar essas métricas conjuntamente, gestores de fundos e investidores podem tomar decisões mais informadas para otimizar o equilíbrio entre retorno e risco (Fabozzi & Markowitz, 2011).

Nguyen et al. (2024) apresentam abordagens para analisar a relação entre a estratégia do investidor, a rentabilidade dos fundos e os riscos associados. Uma abordagem envolve a seleção de fundos com base no perfil de risco do investidor, como aumentar a exposição a fundos de renda variável durante o crescimento econômico e reduzir a exposição a fundos de renda fixa em momentos de incerteza. Os autores destacam a importância do rebalanceamento regular para manter a alocação de ativos alinhada com as metas do investidor, além do monitoramento

contínuo do desempenho dos fundos, que pode incluir a substituição de fundos com desempenho inferior ou a realocação para novas oportunidades.

Por fim, a gestão emocional, baseada na capacidade do gestor e investidor de manter gerenciar as decisões de rentabilidade e risco com base nas emoções, fator esse que está diretamente relacionado ao comportamento inerente ao gênero, discutido pela Teoria Comportamental das Finanças na próxima seção (Aiken et al., 2015).

## TEORIA COMPORTAMENTAL DE FINANÇAS E SUAS RELAÇÕES COM O GÊNERO DO GESTOR

Conforme a hipótese principal da Teoria Neoclássica de Finanças, a eficiência do mercado baseia-se na teoria da utilidade esperada e nas expectativas racionais dos participantes. (Fama, 1970). No entanto, a hipótese de mercados eficientes tem se mostrado Estes indivíduos, avessos ao risco, procuram maximizar a utilidade em todas as decisões, processando perfeitamente todas as informações disponíveis, que são uniformemente acessíveis a todos, resultando na eficiência do mercado (Fama, 1970). No entanto, a hipótese de mercados eficientes tem se mostrado insuficiente para explicar vários fenômenos observados em Finanças Comportamentais, que destacam a irracionalidade dos agentes econômicos.

As Finanças Comportamentais surgem como campo de estudo que questiona a premissa de total racionalidade dos agentes econômicos, destacando a racionalidade limitada e a influência de fatores psicológicos e sociais nas decisões de investimento Kahneman e Tversky (1979), Esse campo ganhou destaque no final da década de 1970, com os estudos de Kahneman e Tversky (1979), que introduziram a Teoria do Prospecto, aprofundando o entendimento sobre o comportamento dos agentes econômicos em situações de risco. Os autores demonstraram que as

decisões dos indivíduos variam significativamente conforme a forma como o problema é apresentado, fenômeno conhecido como efeito framing, e que os agentes frequentemente utilizam heurísticas para tomar decisões sob incerteza. Kahneman e Tversky (1979). Também argumentam que a Teoria do Prospecto oferece uma explicação mais precisa sobre como os indivíduos realmente tomam decisões sob risco, desafiando as suposições da Teoria da Utilidade Esperada.

Essas descobertas foram fundamentais para o desenvolvimento das Finanças Comportamentais, que investigam como vieses cognitivos, como o efeito reflexão, o efeito certeza e o efeito isolamento, afetam as escolhas de investimento (Kahneman & Tversky, 1979). Por exemplo, o efeito reflexão revela que indivíduos são avessos ao risco quando se trata de ganhos, mas propensos ao risco quando confrontados com perdas, enquanto o efeito certeza demonstra a preferência por resultados concretos, mesmo que menos prováveis. Thaler et al. (2021), esse efeito isolamento, por sua vez, descreve a tendência de considerar um problema de forma fragmentada, ignorando informações relevantes para uma análise completa. Thaler et al. (2021), um dos principais proponentes das finanças comportamentais, argumenta que esses vieses não são meras anomalias, mas características fundamentais do comportamento humano que precisam ser incorporadas aos modelos econômicos.

Estudos recentes reforçam a importância das Finanças Comportamentais na compreensão dos mercados financeiros. Bhatia et al. (2023) realizaram uma análise de citação e co-citação que mapeia o domínio do conhecimento e as tendências emergentes nas Finanças Comportamentais, destacando a evolução contínua do campo, especialmente com a incorporação de big data e inteligência artificial para entender o comportamento dos investidores. Além disso, Barberis (2021) discute modelos baseados na psicologia que explicam os preços dos ativos e volumes de

negociação, argumentando que esses modelos fornecem uma explicação mais realista das flutuações de mercado em comparação aos modelos tradicionais. Smith e Veit (2023) complementam essa visão ao explorar a evolução e o futuro da tomada de decisão financeira, destacando que as Finanças Comportamentais transformaram significativamente a maneira como as decisões financeiras são compreendidas e aplicadas na prática.

### **2.2.1 Viés de Aversão à Perda**

Jayawardena e Nanayakkara (2025), em seu artigo analisam como a aversão à perda medeia a relação entre traços de personalidade e a eficiência na tomada de decisões de investimento, utilizando a Teoria do Prospecto como base teórica. A pesquisa destaca os cinco grandes traços de personalidade — abertura à experiência, extroversão, amabilidade, conscienciosidade e neuroticismo — como fatores que influenciam o comportamento dos investidores. Dados de 351 investidores da Bolsa de Colombo revelaram que abertura à experiência e amabilidade possuem impacto positivo direto na eficiência das decisões. Por outro lado, a aversão à perda desempenha um papel mediador significativo em relações envolvendo extroversão, conscienciosidade e abertura à experiência.

Barberis e Thaler (2021) destacam que a teoria do portfólio falha ao não considerar adequadamente esse comportamento emocional dos investidores, que pode levar à disposição de vender vencedores cedo demais e manter perdedores por muito tempo. Esses autores argumentam que os investidores, em vez de agir de forma totalmente racional para maximizar a utilidade esperada, muitas vezes tomam decisões baseadas em emoções, o que não é capturado pela teoria tradicional. complementam essa visão ao afirmar que a aversão à perda é um dos vieses mais

robustos documentados nas finanças comportamentais e que ele pode explicar uma série de comportamentos que são inconsistentes com as previsões da teoria do portfólio.

Esse viés também está relacionado ao gênero, uma vez que as mulheres tendem a possuir uma percepção de risco mais elevada do que os homens, resultando em um comportamento mais conservador (Verma et al., 2023). De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2022), esse viés também pode induzir os indivíduos a se arriscarem com mais frequência na tentativa de repor as perdas ocasionais.

### **2.2.2 Viés do Excesso de Confiança**

O viés do excesso de confiança se manifesta na superestimação das próprias habilidades e conhecimentos, levando o indivíduo a acreditar que suas opiniões são sempre as melhores e que seus julgamentos são infalíveis (Verma et al., 2023). Indivíduos sob esse viés tendem a ignorar ou desvalorizar informações que contradizem suas crenças, focando apenas em dados que confirmam suas convicções. Este viés pode levar a uma tomada de decisão precipitada e a um volume excessivo de negociações, resultando em maior exposição ao risco e, frequentemente, em perdas financeiras (Verma et al., 2023).

Shah Jaber (2024) critica a teoria do portfólio ao argumentar que, ao focar apenas em retornos esperados e riscos, ela simplifica demais o processo de tomada de decisão, ignorando como os investidores realmente percebem ganhos e perdas. Em contraste, a teoria do prospecto oferece uma visão mais realista, considerando o impacto de percepções e emoções, como o excesso de confiança, nas decisões dos investidores. Verma et al. 2023 também explora o impacto do excesso de confiança

nas decisões de investimento, destacando como esse viés pode levar a erros sistemáticos que desafiam as previsões da teoria tradicional.

Pesquisas indicam que este viés é mais prevalente entre os homens, que tendem a negociar mais frequentemente e, conseqüentemente, a obter menores retornos em comparação às mulheres (Efrain et al., 2022). Além disso, estudos mostram que o excesso de confiança é dinâmico e pode variar conforme os sucessos e fracassos anteriores, influenciando a percepção de controle e a avaliação de riscos (Verma et al., 2023; Nguyen, 2024).

Os vieses comportamentais têm recebido atenção crescente na literatura sobre elicitación de preferências de risco (Filippin & Crosetto, 2016). No que se refere a influência do gênero nos vieses comportamentais, Walle (2022) efetuaram uma pesquisa sobre o gênero e as preferências por risco. Croson e Gneezy (2009) Os autores expuseram que as mulheres são mais avessas ao risco e optam por situações menos competitivas que os homens, o que pode explicar questões mais amplas, como as diferenças salariais entre ambos. Naya et al. (2024), também analisaram essa temática, buscando desenvolver um instrumento de pesquisa para classificação dos investidores quanto à tolerância ao risco. Confirmaram que os homens são mais propensos ao risco que as mulheres. Diaz et al. (2022) em seu artigo destaca que não apenas os vieses comportamentais individuais, mas também os vieses sociais – como o viés de gênero – desempenham um papel importante na explicação do comportamento dos gestores de fundos.

### **2.2.3 Viés da ancoragem**

O viés cognitivo de ajustamento ou ancoragem é usualmente empregado em previsões numéricas quando um valor relevante está disponível Janssen et al. (2022)

A ancoragem é uma heurística que influencia a forma como as pessoas intuem sobre as probabilidades de ocorrência de um evento.

Janssen et al. (2022) em seu estudo encontrou que o viés de ancoragem afeta negativamente a detecção e formalização de interrupções na produção. Operadores tendem a basear suas interpretações em informações ou crenças prévias, em vez de avaliar objetivamente os eventos observados. Isso leva à subestimação ou interpretação equivocada de interrupções, resultando em registros incompletos ou imprecisos, que comprometem a qualidade dos dados operacionais. Durante entrevistas, foi observado que operadores frequentemente ignoravam causas internas de interrupção, atribuindo os problemas exclusivamente a fatores externos, comportamento alinhado ao viés de ancoragem. Esse viés prejudica o gerenciamento de interrupções ao reduzir a efetividade de ações preventivas e corretivas. O estudo recomenda intervenções, como treinamentos direcionados, para mitigar o impacto desse viés e melhorar a confiabilidade na coleta de dados e na tomada de decisões.

#### **2.2.4 Viés de Ilusão de Controle**

Luna-Cortes (2024) O estudo investiga como a ilusão de controle afeta o otimismo irrealista e a satisfação de estudantes no ensino superior. Resultados mostram que a redução dessa ilusão, através de orientações claras sobre fatores fora do controle dos alunos, diminui discrepâncias entre expectativas e resultados, melhorando a satisfação. Mulheres responderam melhor ao estímulo do que homens. Zhang e Vassolo (2021) exploram em seu estudo o impacto da ilusão de controle sobre o otimismo irrealista e a satisfação de estudantes no ensino superior. Em dois estudos, constatou-se que essa ilusão aumenta expectativas irrealistas, levando à insatisfação quando os resultados não correspondem às expectativas. Um estímulo

para esclarecer fatores fora do controle dos alunos reduziu a ilusão de controle, melhorando a satisfação, especialmente entre mulheres. O estudo destaca a importância de alinhar expectativas e realidade no contexto educacional.

### **2.2.5 Influência do Gênero do Gestor na Decisão de Investimento**

Markowitz (1952) formalizou em seu estudo de Portfólios de investimentos que os indivíduos estão sempre em busca de maximizar os retornos financeiros, diante disso o gênero do gestor não deveria influenciar o processo de tomada de decisões sobre investimentos. No entanto, como visto na Teoria do Prospecto, esse processo decisório é influenciado por fatores emocionais, que diferem entre os gêneros. Estudos indicam que gestores masculinos tendem a assumir riscos excessivos e a negociar com maior frequência, o que pode resultar em uma subestimação dos riscos associados aos investimentos e em uma diminuição nos lucros (Zhang & Vassolo, 2021). Essa análise é complementada pela crítica de Shapira e Rosen-Schwartz (2018), que argumentam que a teoria do portfólio, com sua ênfase na diversificação e otimização matemática, não consegue capturar a dinâmica complexa das decisões estratégicas, onde preferências e percepções podem variar com base em como as alternativas são apresentadas. Verma et al. 2023 acrescenta que as finanças comportamentais oferecem uma visão mais rica e detalhada das decisões de investimento, especialmente ao considerar como fatores como gênero podem influenciar o comportamento dos investidores.

A análise das diferenças de gênero na alocação de ativos é um tema de grande interesse para a academia, com diversas pesquisas buscando compreender os motivos e as implicações dessas disparidades (Bacher, 2022). Evidência consistente com viés de gênero entre os investidores também é apresentada em Bigelow et al.

(2014). Em um estudo experimental, eles mostram que as ofertas públicas iniciais lideradas por fundadoras do sexo feminino foram consideradas como investimentos menos atraentes por um grupo de sujeitos experimentais (Solares et al., 2023).

Naya e Nils (2024) apresentam evidência consistente com viés de gênero entre os investidores em um estudo experimental, eles mostram que as ofertas públicas iniciais lideradas por fundadoras do sexo feminino foram consideradas como investimentos menos atraentes por um grupo de sujeitos experimentais.

### 2.3 ESTUDOS ANTERIORES

Holden e Tilahun (2022) em seu estudo analisa diferenças de gênero no comportamento de investimentos entre jovens empreendedores no norte da Etiópia, combinando dados de 822 indivíduos de 111 grupos empresariais. Utilizando métodos experimentais e variáveis socioeconômicas, identificou-se que mulheres investem significativamente menos que homens. As diferenças são moderadas em magnitude e explicadas parcialmente por maior aversão ao risco e à perda por parte das mulheres, além de desigualdades econômicas e culturais. Ferramentas experimentais como o jogo GP foram utilizadas para elicitare preferências de risco, revelando maior otimismo em mulheres, mas também funções de utilidade mais conservadoras. Apesar disso, normas culturais e discriminação de gênero desempenham papel crucial. Erros de medição foram controlados para aumentar a robustez dos resultados. O estudo conclui que diferenças de gênero em investimentos decorrem não apenas de atitudes de risco, mas também de contextos socioeconômicos, recomendando intervenções para reduzir barreiras e fomentar igualdade no acesso a recursos e oportunidades. Hillesland (2019) analisam as diferenças de gênero nas preferências de risco em países em desenvolvimento, focando na alocação de ativos em Gana.

Utilizando dados do projeto Gender Asset Gap, abrangendo riqueza e propriedade de ativos desagregados por gênero, constatou-se que as mulheres possuem significativamente menos ativos de risco em termos absolutos e proporcionais, mesmo quando as diferenças de riqueza são controladas. Ao contrário de estudos realizados em países desenvolvidos, não foram encontradas preferências de risco sistematicamente diferentes entre homens e mulheres. Isso sugere que as diferenças culturais e socioeconômicas desempenham papel crucial na formação das decisões financeiras. Modelos empíricos indicaram que, à medida que a riqueza aumenta, a aversão ao risco relativo diminui, influenciando a proporção de ativos de risco. O estudo conclui que desigualdades de gênero na posse de ativos e no acesso a recursos financeiros moldam as escolhas econômicas e não apenas as atitudes de risco. Isso destaca a importância de políticas públicas que promovam maior inclusão financeira e equidade no acesso a recursos produtivos para reduzir disparidades de gênero em países em desenvolvimento.

## Capítulo 3

### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Esta seção descreve o percurso metodológico utilizado para avaliar a relação entre o risco dos fundos de investimento ativos, com patrimônio líquido acima de 10 milhões, e o gênero do gestor, sob a perspectiva da Teoria Comportamental das Finanças. Foram considerados todos os fundos catalogados desde sua criação nas bases de dados: Comdinheiro, Anbima e CVM, resultando em uma amostra de 4.996 fundos, no período de 1994 a 2022.

É importante destacar que, para interpretar a relação entre risco e gênero, considera-se a informação atual do gestor disponível na base de dados Anbima (2023). Não se consideram as alterações de gestão ao longo do tempo, pois o objetivo da pesquisa não é monitorar essas mudanças, mas sim analisar a influência do gênero do gestor sobre o risco dos fundos. A inclusão de alterações de gestão ao longo do tempo poderia introduzir variáveis adicionais, complicando a análise e desviando o foco principal. Ao concentrar-se na situação atual, a pesquisa busca fornecer uma visão mais clara e direta da correlação entre o gênero do gestor e o nível de risco dos fundos, sem que os resultados sejam confundidos por outras dinâmicas. Para responder à questão da pesquisa, classifica-se como exploratória e descritiva (Gil, 2008).

A justificativa do método reside na necessidade de explorar uma amostra representativa e robusta, que permita identificar padrões e correlações significativas entre as variáveis, como o gênero do gestor e o risco dos fundos. O enfoque na análise de fundos com patrimônio líquido acima de 10 milhões assegura que os resultados

sejam aplicáveis a um segmento relevante do mercado financeiro, onde as decisões de gestão têm impactos significativos

Quanto ao delineamento amostral, o procedimento técnico utilizado foi o documental. Foram utilizadas fontes primárias dos dados coletados nas bases da Comdinheiro e Anbima e posteriormente tratados para avaliar a correlação entre o gênero e a risco dos fundos, por meio da abordagem quantitativa (Fonseca, 2002, p. 32), onde foram utilizadas análises estatísticas descritivas e analíticas, como o Índice de correlações (ver seção 4).

### 3.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

Para a realização do levantamento amostral deste estudo, inicialmente foi gerada uma função por meio da Comdinheiro (Figura 1), uma base de dados voltada para análises de investimento e consolidação de relatórios financeiros. A coleta dos fundos foi realizada utilizando a plataforma Comdinheiro e, posteriormente, verificada no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), onde constam os dados administrativos obrigatórios dos fundos. Os critérios de inclusão da amostra consideraram apenas os fundos de investimento ativos com mais de 10 milhões de reais (10 MM) de patrimônio líquido, garantindo a relevância e a representatividade dos dados analisados.

Esse critério de inclusão foi adotado para garantir que a análise se concentrasse em fundos de maior relevância no mercado. Fundos com esse nível de patrimônio líquido são menos suscetíveis a flutuações extremas e tendem a ser geridos de forma mais estruturada, o que permite uma avaliação mais robusta da relação entre o risco e o gênero do gestor. Além disso, fundos com patrimônio menor podem ser mais vulneráveis a impactos externos e peculiares que não refletem

necessariamente a eficácia da gestão, mas sim condições de mercado mais voláteis ou específicas. Dessa forma, o recorte de 10 MM assegura uma amostra que representa fundos mais estáveis e menos propensos a riscos não sistêmicos.

Foram considerados todos os fundos de investimento desde a criação da base de dados, sem aplicar critérios de exclusão relacionados ao tempo (Tabela 1). A partir desta função, foi gerada uma tabela com as informações dos fundos que atenderam aos critérios de inclusão (n = 4.996), incluindo: categoria dos fundos, CNPJ, aplicação mínima, patrimônio líquido atualizado, taxa de administração, quantidade de cotistas e data de constituição.

Tabela 1 - Levantamento da amostra

<b>Seleção da amostra</b>	<b>Quantidade de Fundos</b>	<b>Observações totais</b>
Fundos Selecionados	1002	4.995
<i>Missing (-) (a)</i>	128	636
Universo amostral (-)	85	524
<i>Outliers (-)</i>	6	328
Amostra Final	783	3507

Fonte: Elaborada pela autora (2024).

Nota: (a) foram exclusas as observações que apresentaram *missing* nas variáveis aplicação mínima e Número de anos de mercado.

Após a geração da Tabela 1, foram consultados na base de dados da Anbima os dados socio acadêmicos dos gestores referentes a: (i) o gênero, (ii) a formação e (iii) a experiência no mercado do fundo de investimento. Todos os dados foram coletados sob autorização do Código de Administração de Recursos de Terceiros (vide Capítulo 5). Os dados socio acadêmicos referem-se a informações que combinam aspectos sociais e educacionais dos gestores, como seu gênero (masculino ou feminino), nível de escolaridade, cursos e especializações realizadas, bem como a trajetória profissional, incluindo o tempo de atuação no mercado financeiro e as posições anteriores ocupadas.

Com base nesses dados, foi avaliada a relação entre o gênero e o risco dos fundos, utilizando os índices de risco, conforme apresentado na seção de Análise de Dados.

### 3.2 VARIÁVEIS DELINEADAS

Para avaliar como o gênero do gestor influencia os índices de risco dos fundos de investimento (Olsen e Cox, 2001), a variável independente deste estudo foi o sexo, aqui assumido como feminino (=1) e masculino (=0). Estudos como o de Finter et al. (2019), que analisaram o preconceito de gênero no setor de fundos mútuos utilizando modelos econométricos, e Schmidt (2023), que utilizou dados em painel para verificar a influência do gênero no desempenho dos fundos no Reino Unido, reforçam a importância de controlar variáveis socioeconômicas e contextos econômicos variados. Inspirando-se nesses estudos, foram estabelecidas variáveis de controle relacionadas ao gestor, como a formação acadêmica e o tempo de experiência, tanto na instituição quanto no mercado, assumindo-se que tais fatores pessoais e profissionais têm potencial para influenciar o desempenho e as decisões de investimento (Maestri & Malaquias, 2018).

A partir da Comdinheiro, foram coletadas as variáveis dependentes com o intuito de avaliar o risco dos fundos de investimento em relação ao gênero do gestor. Para isso, foram analisadas as variáveis explicativas relacionadas ao risco, tais como: Índice Beta, Sharpe, Treynor e Volatilidade, e, conforme apresentado no Quadro 2.

Quadro 2 - Variáveis delineadas

Característica	Tipo	Código	Descrição	Referência
Gestor	Independente	DGENEROF	Caso o gestor seja mulher, receberá valor 1 (um), nos demais casos (zero)	Olsen e Cox (2001)
	Controle	FORMAÇÃO	Caso o gestor seja da área de negócios (Administração, Contabilidade, Economia)	Silva et al. (2023)

Característica	Tipo	Código	Descrição	Referência
			assume valor 1 (um), caso contrário 0 (zero)	
		ANOINST	Número de anos na instituição	Maestri e Malaquias (2018)
		ANOSMERC	Número de anos de mercado	Maestri e Malaquias (2018)
		BETA	Índice Beta	Brealey et al. (2008)
		SHARPE	Índice Sharpe	Sharpe (1966); Rogers et al. (2005)
		TREYNOR	Índice Treynor	Treynor (1965)
Fundo de Investimento	Controle	COTISTA	Número de cotistas nos Fundos	Ang et al. (1998)
		APLIMIN	Aplicação mínima para investir no Fundo	Gomes (2014)
		TAXAADM	Percentual pago pela gestão e operacionalização do fundo	Grinblatt e Titman (1989)
		CONT	Idade dos Fundos, mensurada pela diferença entre 2024 e a data de constituição do fundo	Chen et al. (2004); Chan e Covrig (2012)
		LNPL	Tamanho do Fundo, composto pelo Logaritmo do Patrimônio Líquido do Fundo	Ippolito e Turner (1987); Chen et al. (2004); Milani e Ceretta (2013)

Fonte: Elaborado pela autora (2024).

### 3.2.1 Variáveis de Controle

Os perfis dos executivos e gestores de fundos de investimento podem ter uma influência significativa no desempenho dos fundos. As decisões tomadas durante o processo de seleção de investimentos, que engloba as etapas de avaliação, decisão e saída, são geralmente realizadas pelos gestores de fundos, também conhecidos como conselheiros. As características desses profissionais, como formação acadêmica e experiência profissional, podem ser fatores relevantes para o desempenho dos fundos, pois podem estar relacionadas à capacidade de estabelecer redes de relacionamento entre gestores de fundos ou entre gestores e CEOs (Aggarwal & Boyson, 2016; Golec, 1996; Maestri & Malaquias 2018; Nadarajah et al., 2005; Naya et al., 2024)

Por um lado, tais fatores podem facilitar o fluxo de informações relevantes na gestão e na rentabilidade dos fundos (Cuthbertson et al., 2016). A experiência de mercado de altos gestores pode exercer um impacto positivo no desempenho operacional das empresas. O acúmulo de anos em atividades de fundos de investimento pode aprimorar as habilidades dos gestores na seleção de projetos de maior qualidade, aumentando as chances de sucesso e contribuindo para o crescimento da empresa (Dittmar & Duchin, 2015; Li et al., 2016; Maestri & Malaquias 2018).

No estudo realizado por Maestri e Malaquias (2018), onde foram avaliados os aspectos relacionados à experiência do gestor de fundos relacionada ao desempenho dos mesmos, os autores concluíram que as características do gestor representam informações relevantes em busca de investimentos que proporcionem melhores retornos ajustados ao risco. Nossa pesquisa identificou um resultado contraintuitivo: gestores com menor experiência apresentaram retorno ajustado ao risco superior em comparação aos mais experientes. Essa relação negativa entre experiência e performance levanta questionamentos sobre os fatores que podem estar por trás dessa dinâmica, tais como idade, comportamento de excesso de confiança, menor aversão ao risco e trajetória profissional ainda em desenvolvimento.

O Índice Beta, conforme definido por Brealey et al. (2008), funciona como um indicador da sensibilidade de um ativo às flutuações do mercado. Essa medida de risco, expressa em relação ao mercado como um todo, auxilia na avaliação da exposição do ativo à volatilidade do mercado, fornecendo informações valiosas para os tomadores de decisão. Com relação ao Índice Sharpe (Sharpe, 1966), este informa o quanto de retorno adicional se tem em uma carteira para cada risco adicional, comparando-se com ativo livre de risco, “medindo desta forma, a remuneração obtida

por unidade de exposição ao risco” (Rogers et al., 2005, p. 61). O Índice de Treynor (1965) avalia o retorno de um portfólio de investimentos em comparação ao seu nível de risco sistemático (não diversificável).

Referente às variáveis controle ligadas ao fundo de investimento, temos os cotistas (número de participantes do fundo). Conforme inicialmente apresentado por Ang et al. (1998), as relações positivas entre cotistas dos Fundos de Investimentos afetam o seu respectivo desempenho, uma vez que as entradas e saídas de cotistas em um fundo tem relação direta com o patrimônio líquido disponível para investimos, influenciando a cota do fundo como um todo. Como destaca a Assembleia Geral de Cotistas (instância de decisões estratégicas relacionadas à gestão de Fundos de Investimentos), é neste espaço onde onde são discutidas questões como a alteração na política de investimentos do fundo; as demonstrações contábeis apresentadas pelos administradores; as alterações no regulamento dos fundos; a substituição do Administrador, o Gestor ou do Custo diante eventual liquidação do fundo; o aumento ou alteração da forma de cálculo das taxas administrativas; as taxas de performance, de entrada e saída (CVM, 2014). Esses aspectos apresentados, a depender de como tratados, podem influenciar a permanência dos cotistas.

Grinblatt e Titman (1989) argumentam que os retornos anormais gerados por gestores de fundos mútuos são, em última análise, diluídos pelas taxas (de administração e de performance) e pelos custos de transação. Segundo o estudo, o desempenho anormal (acima da média) só pode ser observado se forem considerados os retornos brutos, antes da dedução de custos de transação, taxas ou outras despesas. Bessa e Funchal (2012), buscando entender a relação entre as taxas dos fundos e a previsibilidade dos retornos, analisaram a relação entre os retornos

individuais dos fundos e as taxas, controlando por diversas variáveis macroeconômicas.

A idade do Fundo de Investimento, conforme apontado por Silva et al. (2018) e Chan e Covrig (2012), pode ser um fator determinante para o seu retorno superior. Essa relação positiva se explica por dois mecanismos principais: a maturidade da gestão do fundo, que tende a tomar decisões mais experientes e consistentes ao longo do tempo, e a maior experiência do fundo no mercado, que lhe permite identificar e aproveitar melhor as oportunidades de investimento.

Embora não incluam explicitamente essa variável em seu modelo, sugerem que a idade do fundo, definida como o tempo decorrido desde sua criação, pode influenciar positivamente o seu retorno. Essa associação positiva pode estar relacionada ao amadurecimento da experiência da equipe de gestão do fundo e ao acúmulo de conhecimento no mercado ao longo dos anos (Chen et al., 2004). Neste estudo foram considerados fundos de investimentos com data de início em 22/06/1994 até 01/12/2022, compilando e analisando dados desde a criação do fundo e listados na Anbima e no Comdinheiro, desta forma, todas as variáveis tempo, prazo, oscilações políticas, mercado e gestão entre outras, são contempladas na análise.

Chen et al. (2004) revisitam a discussão sobre como o tamanho do patrimônio líquido (PL) dos fundos de investimento pode impactar sua rentabilidade. Eles argumentam que fundos maiores podem se beneficiar de economias de escala ao diminuir custos administrativos e ao dispor de mais capital para investir em pesquisa. No entanto, ao passo que fundos menores podem alocar todos os seus recursos em oportunidades promissoras, fundos maiores enfrentam desafios de liquidez que os obrigam a investir também em oportunidades menos atrativas e a adquirir volumes de ações além da quantidade ideal.

As cotas de um fundo de investimento representam partes ideais de seu patrimônio, são escriturais e nominativas, e garantem direitos e obrigações iguais a todos os cotistas. Sendo o fundo configurado como um condomínio, onde os cotistas são os condôminos, cada cota simboliza uma fração desse fundo.

### 3.3 MODELO ECONOMÉTRICO PROPOSTO

A equação proposta visa testar se o risco dos fundos de investimento geridos por mulheres é estatisticamente diferente do risco dos fundos geridos por homens.

Embora um modelo de painel ofereça benefícios, como capturar variações entre entidades e ao longo do tempo, optou-se por não utilizar essa abordagem. O principal foco deste estudo é analisar a correlação entre o gênero do gestor e o nível de risco dos fundos em um contexto atual. Ao concentrar-se na situação contemporânea dos fundos, a análise busca evitar a complexidade introduzida pelas variações ao longo de quase três décadas. A aplicação de um modelo de painel exigiria a consideração de efeitos temporais e variações históricas, o que não é o objetivo deste trabalho.

Além disso, os dados não permitem uma análise detalhada das transições entre gestores ao longo do tempo e suas implicações no risco dos fundos. Como o estudo se concentra no impacto do gênero do gestor atual, uma análise longitudinal poderia introduzir complexidades adicionais que poderiam confundir a interpretação dos resultados.

Portanto, a metodologia adotada, baseada em um modelo de regressão múltipla, é adequada para testar a hipótese principal de que o gênero do gestor influencia o risco dos fundos. Esta abordagem permite uma análise clara e objetiva,

focando na correlação direta entre as variáveis de interesse, sem a necessidade de considerar efeitos dinâmicos ao longo do tempo.

$$\begin{aligned} \text{Índice de Risco}_{it} \\ = \beta_0 + \beta_1 DGÊNERO_{it} + \beta_x CONTROLES_{GESTOR_{it}} + \beta_z * CONTROLES_{FUNDO_{it}} \\ + \xi_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

Na equação,  $\beta_0$  é o intercepto;  $\beta_1, \beta_x, \beta_z$  são os coeficientes das variáveis independentes (gênero do gestor e controles), e  $\xi_{it}$  é o erro de regressão. Como proxies para o risco do fundo, foram utilizados quatro índices, conforme detalhado no Quadro 2, juntamente com as variáveis independentes e de controle.

No contexto da Hipótese 1, que propõe que o risco dos fundos de investimento geridos por mulheres é menor do que o risco dos fundos geridos por homens, o coeficiente central na equação é  $\beta_1$ . Se este coeficiente for estatisticamente significativo a um determinado nível de significância e apresentar o sinal esperado para cada índice analisado, isso fornecerá evidência estatística em apoio à hipótese 1. Assim, o modelo de regressão busca fornecer uma análise robusta e fundamentar conclusões sólidas em relação à hipótese investigada.

### 3.4 VALIDAÇÃO DOS DADOS E LIMITAÇÕES DO MÉTODO

A fim de garantir a confiabilidade e validade dos resultados, foram adotadas diversas medidas na coleta e análise dos dados. As informações foram obtidas de fontes amplamente reconhecidas, como Comdinheiro e Anbima, em conformidade com as normativas da CVM. A seleção de fundos com patrimônio superior a 10 milhões de reais visou minimizar o impacto de flutuações extremas. Além disso, os dados socioeconômicos foram rigorosamente verificados para assegurar sua precisão. Para lidar com outliers, os indicadores de risco (Beta, Sharpe, Treynor e Volatilidade) foram padronizados por meio do z-score, removendo-se observações

com z-scores superiores a 3 ou inferiores a -3. Em seguida, foi aplicada a winsorização nos percentis de 1% e 99% para reduzir o impacto de valores atípicos.

Foram utilizadas análises estatísticas, como índices de risco financeiro e modelos de regressão, para examinar a relação entre o gênero do gestor e a rentabilidade dos fundos, garantindo uma base quantitativa sólida. No entanto, o foco no gestor atual e a ausência de variáveis não observadas podem introduzir limitações, dificultando inferências causais. Embora o estudo seja de natureza correlacional, os resultados oferecem percepções relevantes sobre a relação entre gênero e risco em fundos de investimento, contribuindo para a literatura de Finanças Comportamentais e diversidade na gestão financeira. Os resultados foram gerados utilizando o software Stata 18.0, que permitiu uma análise precisa e eficiente dos dados. A seguir, são apresentados os resultados da pesquisa.

## Capítulo 4

### 4 ANÁLISE DOS DADOS

#### 4.1 DADOS DESCRITIVOS

A Tabela 2 apresenta a estatística descritiva, que oferece uma visão abrangente das variáveis relevantes para a análise de fundos de investimento e dos gestores responsáveis por esses fundos, juntamente com alguns indicadores associados.

Tabela 2 - Estatística descritiva (n=3.507)

Variável	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Percentil 25	Mediana	Percentil 75	Máximo
TREYNOR	611,54	6597,15	-26925,23	-34,93	7,56	178,30	36608,63
BETA	0,13	0,29	-0,34	0,00	0,00	0,15	1,16
SHARPE	-2,12	9,49	-61,80	-1,53	-0,31	0,78	17,52
VOLAT	4,82	6,85	0,01	0,20	1,45	6,05	28,58
COTISTA	3598,88	22609,53	1,00	1,00	7,00	495,00	458834,00
APLIMIN	5,29	5,85	-4,61	0,00	4,61	10,82	17,73
TAXAADM	0,81	0,79	0,00	0,15	0,50	1,50	4,00
CONT	20,76	3,17	5,00	19,00	21,00	23,00	28,00
LNPL	19,20	1,84	16,12	17,79	18,90	20,35	26,21
SEXO (a)	0,62	0,49	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00
FORMCACAO (a)	0,76	0,43	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00
ANOINST	11,38	7,14	2,00	7,00	7,00	13,00	25,00
ANOSMERC	19,05	4,18	7,00	18,00	18,00	20,00	35,00

Nota Explicativa: BETA - Índice BETA; SHARPE - Índice de Sharpe; TREYNOR - Índice Treynor; VOLAT - Índice Volatilidade; COTISTA - Número de cotistas nos Fundos de Investimentos; APLIMIN - Aplicação mínima; TAXAADM - Taxa administrativa; CONT - Idade dos Fundos de Investimentos, representado pelo ano de sua constituição; LNPL - Log do Patrimônio Líquido; SEXO - Caso o gestor seja homem receberá valor 1 (um), caso contrário 0 (zero); FORMACAO - Caso o gestor seja formado em área de negócios (Administração, Contabilidade Economia) assume valor 1 (um), caso contrário 0 (zero); ANOINST - Número de anos na instituição; e ANOSMERCADO - Número de anos de mercado; (a) são variáveis dummies, sendo a média considerada a proporção.

Fonte: Elaborada pela autora (2024).

Os fundos analisados demonstraram uma baixa sensibilidade às oscilações do mercado, conforme indicado pelo índice BETA, que mede a sensibilidade do fundo em relação ao mercado. Com um desvio padrão de  $0,13 \pm 0,29$ , observa-se uma variação significativa na volatilidade entre os fundos, sugerindo uma dispersão nos níveis de risco assumidos. O índice de Sharpe, com uma média negativa de -2,12, revela que,

em média, os fundos não compensaram adequadamente o risco assumido, com alguns apresentando retornos significativamente abaixo do risco livre, o que indica uma performance ineficiente.

Além disso, ao analisar o índice Treynor, que considera o retorno em relação ao risco sistemático, fica evidente que os fundos, apesar de apresentarem risco moderado, não conseguiram entregar retornos superiores ao que seria esperado pelo mercado. Quando comparados com benchmarks de mercado, como o Ibovespa, que historicamente apresenta uma média de Sharpe positiva, esses fundos demonstram um risco inferior. Essa análise crítica evidencia a necessidade de reavaliar as estratégias de gestão, dado que, na prática, os investidores não foram suficientemente recompensados pelo risco assumido, índice calculado diretamente pela COMDINHEIRO, seguindo a fórmula  $IT = (RA - RF) / \beta$ , IT = Índice de Treynor; RA = retorno do fundo ou ativo analisado; RF = risk free (retorno livre de risco), representado pela taxa Selic;  $\beta$  = coeficiente beta.

Ademais, outros dados relacionados aos fundos, como o número médio de cotistas, aplicação mínima e taxa administrativa, oferecem informações valiosas sobre a acessibilidade e os custos associados aos fundos, que são fatores determinantes na decisão de investimento. Essas métricas são essenciais para entender o perfil dos investidores e as condições operacionais dos fundos. A variável "COTISTA," com uma média de 3.598,88, indica que, em média, os fundos atraem um grande número de cotistas, refletindo um amplo interesse nesses produtos financeiros. A variável "APLIMIN," que representa a aplicação mínima, tem uma média de 5,29, sugerindo que a acessibilidade financeira aos fundos é razoável, o que pode atrair uma base mais ampla de investidores. Além disso, a média da "TAXAADM," relativamente baixa,

com um valor de 0,81, é positiva para os investidores, pois implica em menores custos de administração, tornando os fundos mais atraentes.

É relevante considerar como esses fatores se relacionam com o gênero dos gestores, que é o foco desta pesquisa. A acessibilidade e os custos operacionais podem ser influenciados pelas estratégias de gestão adotadas, e há evidências de que gestores de diferentes gêneros podem adotar abordagens distintas em relação à gestão de custos e à atração de investidores. Gestoras, por exemplo, podem priorizar estratégias que aumentem a acessibilidade e reduzam os custos, refletindo uma abordagem mais conservadora e focada na retenção de investidores. Por outro lado, gestores homens podem adotar estratégias mais agressivas que visam maximizar o retorno, mesmo que isso implique em custos operacionais mais elevados. Assim, a análise dessas variáveis fornece informações importantes sobre como o gênero do gestor pode influenciar as decisões de investimento e a estrutura dos fundos.

Quando comparamos o desempenho dos fundos geridos por homens com os geridos por mulheres, os dados revelam algumas diferenças importantes. A variável "SEXO," que tem uma média de 0,62, indica que a maioria dos gestores na amostra são homens. Analisando os índices de desempenho em função do gênero, observa-se que os fundos geridos por mulheres tendem a ter uma volatilidade ligeiramente menor, com um índice de Sharpe que, embora ainda negativo, é superior ao dos fundos geridos por homens. Em números, os fundos geridos por mulheres apresentaram um índice de Sharpe médio de -1,95, comparado a -2,25 para os fundos geridos por homens. Esse resultado sugere que, apesar de ambos os grupos enfrentarem desafios na compensação do risco, as gestoras têm, em média, uma performance ajustada ao risco marginalmente melhor.

Entretanto o índice Treynor, que mede o retorno em relação ao risco sistemático, mostrou uma grande variação entre os fundos, independentemente do gênero do gestor. No entanto, a comparação direta revela que os fundos geridos por homens tendem a apresentar maior dispersão nos resultados, com alguns fundos mostrando retornos extremamente altos ou baixos, enquanto os fundos geridos por mulheres exibem uma distribuição mais equilibrada dos retornos em relação ao risco.

Essas comparações sugerem que, embora os fundos geridos por mulheres ainda sejam minoria, eles podem oferecer uma abordagem de gestão que resulta em um equilíbrio melhor entre risco e retorno. Isso é particularmente relevante em um mercado onde a performance ajustada ao risco é uma métrica crucial. A análise desses indicadores, incluindo a comparação direta entre os gêneros, é fundamental para entender as dinâmicas de riscos dos fundos e como o gênero dos gestores pode influenciar essas dinâmicas.

Em uma pesquisa realizada no Reino Unido em 2023, foram examinados 1.269 fundos de investimentos de oito diferentes setores entre os anos de 2012 e 2022, a fim de verificar a influência do gênero do gestor do fundo em seu desempenho. Ao analisar os dados dos índices Beta, Sharpe e Treynor, os resultados mostraram que, ao longo dos períodos de 5 e 10 anos, os fundos geridos ao menos por uma mulher produzem retornos ajustados ao risco semelhantes ou melhores do que os fundos geridos exclusivamente por homens, sugerindo que o gênero não é um obstáculo ao desempenho dos gestores de fundos. No entanto, em função de um preconceito infundado, há uma sub-representação das mulheres no setor financeiro. As dificuldades por elas encontradas na captação de ativos foram relacionadas à educação inicial, que não encoraja as mulheres a adentrarem nas carreiras executivas (Schmidt, 2023).

A variável "FORMACAO" sugere que a maioria dos gestores possui formação em áreas de negócios, como Administração, Contabilidade ou Economia, com uma média de 0,76. Além disso, a variável "ANOINST" revela que a média de anos na instituição é de 11,38, enquanto a variável "ANOSMERCADO" demonstra uma média de 19,05 anos de experiência no mercado financeiro.

N estudo explora os fatores que influenciam as decisões de investimento dos gestores de fundos, destacando que risco e retorno são os principais motivadores. No entanto, fatores emocionais e cognitivos, como confiança excessiva ou medo, também têm impacto significativo. Eventos específicos, como festivais, mudanças políticas e crises inesperadas, influenciam emoções e podem causar anomalias no mercado. Aspectos moderadores, como idade, experiência, renda e alfabetização financeira, moldam o comportamento dos investidores, com jovens geralmente assumindo mais riscos. Gestores de fundos desempenham um papel crucial ao moderar as reações emocionais, utilizando narrativas para explicar decisões e construir confiança. Esses insights evidenciam que, além dos fundamentos técnicos, as emoções desempenham um papel central no processo de tomada de decisões financeiras. Em contraponto às preocupações relacionadas à sua inexperiência, gestores de fundos mais jovens também podem apresentar o potencial para um desempenho superior, impulsionados pelo esforço e pela ambição de progredir em suas carreiras. Essa motivação pode se traduzir em pesquisas mais diligentes, estratégias de investimento inovadoras e maior disposição para assumir riscos calculados (Jayawardena & Nanayakkara, 2025; Solares et al., 2022), pois “gestores mais jovens são mais propensos a serem demitidos por um desempenho ruim” (Hong et al., 2014). Por outro lado, um gestor com mais experiência tende a estar bem consolidado em sua carreira. Portanto, ele

pode ter menos motivação para se empenhar tanto no trabalho, em comparação com um gestor que ainda está buscando se firmar no mercado (Naya et al., 2024).

Silva et al. (2023), ao examinarem a relação entre a capacitação profissional do gestor e o desempenho dos fundos de investimento em ações no Brasil, concluíram que gestores mais jovens e com menos tempo na gestão de um determinado fundo tendem a oferecer um desempenho superior. Esse resultado pode sugerir que esses gestores têm maiores incentivos para se esforçar em busca de um desempenho superior. Como destacam Chevalier e Ellison (1999), gestores mais jovens estão mais sujeitos a serem demitidos por desempenho insatisfatório.

Já em relação à formação acadêmica, Silva et al. (2023) constataram diferenças no desempenho dos fundos relacionadas à formação acadêmica em nível de graduação, apresentando melhor desempenho alcançado por profissionais formados na área de Economia do que os formados em Administração; entretanto, nenhuma relação foi observada com a realização de uma pós-graduação pelo gestor. Por fim, os autores não encontraram diferenças de desempenho entre os fundos relacionadas ao gênero.

A experiência de mercado de altos gestores pode influenciar o desempenho operacional de maneira positiva ou negativa. Por um lado, mais anos de atuação em fundos de investimentos podem ajudar os gestores a selecionarem projetos de maior qualidade. Por outro lado, essa mesma experiência pode aumentar os incentivos para o entrincheiramento gerencial, resultando em um efeito negativo no valor da empresa (Dittmar & Duchin, 2015; Li et al., 2016; Maestri & Malaquias 2018).

Do ponto de vista da Finança Comportamental, gestores de fundos menos experientes, caracteristicamente mais jovens, podem apresentar níveis elevados de autoconfiança, decorrentes da incipiente trajetória profissional. Essa confiança, por

vezes excessiva, pode impulsioná-los a assumir riscos mais elevados em suas decisões de investimento, na busca por um desempenho superior que lhes permita se destacar no mercado e consolidar sua carreira (Dittmar & Duchin, 2015; Clare, 2017; Maestri & Malaquias, 2018; Maestri & Malaquias 2018).

## 4.2 MATRIZ DE CORRELAÇÃO

A matriz de correlação apresentada na Tabela 3 permite analisar as relações entre as diversas variáveis coletadas na pesquisa. Conforme Larson (2015), a correlação é uma medida que avalia o grau de associação linear entre duas variáveis e tem o potencial de oferecer informações relevantes sobre como essas variáveis se relacionam entre si. O foco deste estudo foi compreender as relações entre os indicadores de risco dos fundos de investimento (Beta, Sharpe, Treynor, Volatilidade) e diversos fatores, como o número de cotistas, a aplicação mínima, a taxa administrativa, a idade dos fundos, o log do patrimônio líquido, o gênero e a formação dos gestores, bem como o tempo de atuação na instituição e a experiência no mercado.

Conforme observado na Tabela 3, o índice BETA se correlacionou positivamente com a volatilidade ( $r = 0,75$ ) e a taxa administrativa ( $r = 0,27$ ), sugerindo que fundos com maior risco sistêmico também tendem a ser mais voláteis e a ter custos de gestão mais elevados. A correlação negativa entre o BETA e a formação dos gestores ( $r = -0,11$ ) e o tempo de mercado ( $r = -0,10$ ) indica que gestores com maior experiência e formação tendem a reduzir a exposição dos fundos ao risco sistêmico. Isso está em linha com estudos de Santos e Barros (2011), que destacam que gestores mais experientes e com maior conhecimento técnico são mais conservadores na alocação de risco.

Tabela 3 - Matriz de correlação Pearson – variáveis utilizadas no estudo

Variáveis	BETA	SHARPE	TREYNOR	VOLAT	COTISTA	APLIMIN	TAXAADM	CONT	LNP	SEXO	FORMCACAO	ANOINST	ANOSMERCADO
BETA	1,00												
SHARPE	0,11	1,00											
TREYNOR	-0,04	-0,28	1,00										
VOLAT	0,75	0,17	-0,06	1,00									
COTISTA	-0,03	-0,26	0,20	-0,06	1,00								
APLIMIN	-0,05	0,02	0,02	-0,07	-0,02	1,00							
TAXAADM	0,27	-0,19	0,10	0,27	0,11	-0,11	1,00						
CONT	-0,19	-0,03	0,05	-0,16	0,07	0,03	-0,01	1,00					
LNP	-0,17	-0,01	0,03	-0,22	0,23	0,09	-0,26	0,09	1,00				
SEXO	-0,03	-0,10	0,03	-0,07	-0,05	0,06	0,09	0,05	-0,03	1,00			
FORMCACAO	-0,11	-0,06	0,06	-0,10	0,05	-0,07	0,03	0,00	0,10	0,26	1,00		
ANOINST	-0,12	-0,04	0,04	-0,10	0,13	-0,02	-0,10	-0,01	0,27	-0,35	0,20	1,00	
ANOSMERCADO	-0,10	-0,07	0,03	-0,10	0,11	0,00	-0,10	0,06	0,24	-0,23	0,20	0,79	1,00

**Notas:** BETA - Índice BETA; SHARPE - Índice de Sharpe; TREYNOR - Índice Treynor; VOLAT - Índice Volatilidade; COTISTA - Número de cotistas nos Fundos de Investimentos; APLIMIN - Aplicação mínima; TAXAADM - Taxa administrativa; CONT - Idade dos Fundos de Investimentos, representado pelo ano de sua constituição; LNPL - Log do Patrimônio Líquido; SEXO - Caso o gestor seja homem receberá valor 1 (um), caso contrário 0 (zero); FORMACAO - Caso o gestor seja formado em área de negócios (Administração, Contabilidade Economia) assume valor 1 (um), caso contrário 0 (zero); ANOINST - Número de anos na instituição; ANOSMERCADO - Número de anos de mercado; e coeficiente com fundo cinza – significativo ao nível 1%.

Fonte: Elaborada pela autora (2024).

No entanto, é importante entender o que os coeficientes negativos ou positivos realmente representam e como isso pode influenciar as decisões dos investidores e gestores. Um coeficiente negativo, como observado entre o gênero feminino e o índice Sharpe, pode indicar que os fundos geridos por mulheres, em média, apresentam um retorno ajustado ao risco inferior ao dos fundos geridos por homens. Isso pode ocorrer porque gestoras femininas, devido à maior aversão ao risco, tendem a evitar investimentos de alto risco que poderiam proporcionar maiores retornos. Em termos práticos, essa correlação negativa sugere que gestoras femininas podem priorizar a estabilidade e a preservação do capital sobre a busca por retornos agressivos, o que pode ser uma estratégia desejável em mercados voláteis ou para investidores com perfil conservador.

De modo que a correlação positiva observada entre o índice Treynor e o gênero feminino indica que, mesmo assumindo menos risco sistemático, algumas gestoras conseguem obter um retorno razoável. Isso pode refletir uma maior eficiência na alocação de recursos, onde as gestoras conseguem otimizar o retorno em relação ao risco sistemático assumido. Para investidores, essa correlação positiva pode ser interpretada como um indicador de que, embora as gestoras possam adotar estratégias mais conservadoras, elas ainda podem proporcionar retornos competitivos em relação ao risco, especialmente em cenários onde a preservação de capital é prioritária.

Além disso, a volatilidade (VOLAT), que apresentou uma correlação negativa com o gênero feminino ( $r = -0,07$ ), sugere que os fundos geridos por mulheres tendem a ser menos voláteis. Isso é consistente com a maior aversão ao risco observada nas gestoras femininas, que pode resultar em uma carteira mais estável, mas com menor potencial de ganhos explosivos. Para gestores e investidores, compreender essas

nuances é essencial para alinhar suas expectativas de retorno com a realidade das estratégias de investimento adotadas.

Conforme Naik et al. (2024) a qualidade da formação educacional de um gestor pode facilitar o bom desempenho dele. Uma das explicações está no treinamento especializado e na familiarização com as ferramentas necessárias que a formação proporciona para a realização de uma boa gestão de um fundo (Kaur, 2017). Essa visão pode ajudar a entender por que gestores com melhor formação e mais experiência tendem a adotar práticas que resultam em menor risco, conforme indicado pelas correlações negativas nos índices Beta e Volatilidade.

O tempo de experiência de um gestor de fundos no mercado pode servir como um indicador de seu conhecimento aprofundado da indústria, das habilidades analíticas desenvolvidas ao longo da carreira e da motivação para se dedicar com afinco ao trabalho (Kaur, 2017). De acordo com Verma et al. (2023), gestores de fundos com menor experiência profissional podem apresentar maior aversão ao risco em suas decisões de investimento, demonstrando uma tendência a seguir o "comportamento de manada", ou seja, adotar estratégias semelhantes às dos demais gestores do mercado, mesmo que estas não sejam as mais adequadas para o perfil de seus investimentos.

No estudo realizado por Silva (2023), os autores selecionaram quatro variáveis para representar os perfis dos gestores e executivos (Gênero, Formação Acadêmica, Anos na Instituição e Anos de Mercado). Os autores observaram que os fundos de investimento em ações são, em geral, geridos por homens, formados em Administração, Economia ou Engenharia e que existem poucos gestores que possuem a certificação internacional CFA. Por fim, os autores não encontraram diferenças de risco entre os fundos geridos por mulheres e por homens, mas cabe

destacar a baixa representatividade analisada, onde apenas 4 de 130 fundos eram geridos por gestores do sexo feminino.

Os índices Sharpe e Treynor, que avaliam o risco ajustado ao retorno dos fundos, também exibem correlações estatisticamente significativas em relação ao gênero do gestor ( $r = -0,09$  e  $0,03$ , respectivamente). A correlação negativa no índice Sharpe sugere que, para gestoras femininas, o retorno ajustado ao risco tende a ser menor, possivelmente refletindo uma aversão ao risco maior, que pode limitar os retornos potencialmente mais elevados em favor de estratégias mais seguras. Em contraste, a correlação positiva com o índice Treynor indica que, apesar da aversão ao risco, algumas gestoras conseguem ainda assim entregar um retorno razoável em relação ao risco sistemático assumido.

É importante destacar que, embora essas correlações sejam estatisticamente significativas, o significado prático desses resultados também deve ser considerado. A magnitude dos coeficientes, que em alguns casos é relativamente pequena, pode indicar que, na prática, o impacto dessas variáveis nos retornos dos fundos pode não ser tão substancial quanto os números absolutos sugerem. Por exemplo, uma correlação negativa moderada entre o gênero do gestor e o índice Sharpe não necessariamente implica que a presença de uma gestora feminina resultará em um risco significativamente inferior em termos de retorno ajustado ao risco. O impacto real na performance dos fundos pode ser limitado e influenciado por uma série de outros fatores, como o contexto econômico e a estratégia de investimento adotada.

Aggarwal e Boyson (2016) analisaram o risco e o comportamento de tomada de decisão frente ao risco de fundos de retorno absoluto com ao menos uma gestora de carteira do sexo feminino e dos fundos que têm todas as gestoras de carteira do sexo feminino. As autoras concluíram que os fundos geridos apenas por mulheres ou

com equipes de gestão de gênero misto tiveram um risco inferior em relação aos fundos geridos apenas por homens, tanto em base bruta como ajustada ao risco. Esses resultados podem ser explicados pelo comportamento mais conservador das gestoras, como já mencionado, ou por dificuldades adicionais enfrentadas por mulheres na captação de recursos e na obtenção de apoio no setor financeiro.

Partindo da investigação empírica desenvolvida por Kahneman e Tversky (1979) sobre o processo decisório e sua influência do gênero frente a questões relacionadas às perdas e exposição ao risco, Barros e Felipe (2016) investigaram a influência do gênero nas questões relacionadas às perdas e exposição ao risco. Para os autores, as mulheres são mais avessas ao risco que os homens, em determinadas circunstâncias de possibilidades de ganhos, apresentando um perfil mais conservador, preterindo um ganho maior e com menor probabilidade de ocorrência, em função de uma alternativa com menor ganho, mas maior certeza quanto a sua realização.

Já em relação ao gênero do gestor, as variáveis que apresentaram correlações positivas significativas foram a taxa administrativa, aplicação mínima e idade do fundo. Os resultados indicam que, em uma análise bivariada, se o fundo é gerido por mulheres, a taxa administrativa tende a ser superior, assim como a aplicação mínima (APLIMIN) e a idade do fundo (CONT) serem maiores. Isso pode refletir uma maior cautela e rigor na gestão por parte das gestoras, que preferem operar fundos mais maduros e com barreiras de entrada mais altas para investidores. Apesar de Aggarwal e Boyson (2016) não terem encontrado diferenças no risco dos fundos em relação ao gênero, as autoras observaram que os fundos geridos por ao menos uma mulher tem maiores taxas de fracasso, relacionando isso à dificuldade de angariar capital,

investidores e a menor atenção recebida, bem como observado por Schmidt et al. (2023).

Desta forma, podemos observar que as correlações entre o gênero do gestor e o risco dos fundos estão alinhadas com a hipótese 1 de que o gênero do gestor pode influenciar a rentabilidade dos fundos. Essas correlações oferecem informações valiosas para a compreensão das relações entre gênero, risco e outras variáveis em fundos de investimento, como indicado pela significância estatística dos resultados.

Entretanto, é crucial ressaltar que a correlação, por si só, não estabelece relações de causa e efeito (Larson, 2015). Para uma análise mais abrangente da hipótese 1 e para entender os possíveis fatores causais subjacentes às correlações identificadas, é imperativo utilizar um modelo econométrico. Através das estimativas apresentadas na subseção seguinte, será possível avaliar o impacto do gênero do gestor sobre o risco do fundo, controlando outras variáveis que possam exercer influência. Se, após a aplicação do modelo econométrico, o gênero do gestor se revelar uma variável significativa na explicação do risco dos fundos, isso fornecerá uma base mais sólida para a avaliação do impacto do gênero na hipótese 1, considerando os demais fatores relevantes. Contudo, a significância prática, ou seja, o impacto real dessas variáveis no retorno dos fundos, deve ser analisada em conjunto com a significância estatística, uma vez que coeficientes com pequenas magnitudes podem não ter um efeito substancial no retorno final para os investidores.

#### 4.3 RESULTADO DO MODELO ECONOMÉTRICO PROPOSTO

Nesta subseção, foi feita a análise das estimativas dos modelos de regressão que foram desenvolvidos para investigar a relação entre o gênero do gestor e o risco de fundos de investimento, considerando quatro índices diferentes. Para garantir a robustez e a confiabilidade das estimativas, foi utilizado o método de mínimos quadrados robustos. Esse método é uma extensão dos mínimos quadrados ordinários (MQO) e é amplamente adotado em análises de regressão quando os pressupostos do MQO, como a homoscedasticidade e a normalidade dos erros, podem ser violados. O método robusto oferece uma abordagem mais flexível e resistente a valores atípicos, tornando-o apropriado para a análise de dados em que as premissas do MQO podem não ser estritamente atendidas.

A Tabela 4 apresenta as estimativas do modelo de regressão proposto, que visa analisar a relação entre diversas variáveis independentes e os índices de controle de fundos de investimento, nomeadamente Beta, Sharpe, Treynor e Volat, com um foco especial na influência do gênero do gestor.

Tabela 4 - Estimativa do modelo proposto

Variável	Variável Dependente			
	BETA	SHARPE	TREYNOR	VOLAT
SEXO	-0,030**	-2,284***	445,515**	-1,305***
FORMACAO	-0,057***	0,148	497,867**	-1,091***
ANOINST	-0,005***	-0,007	38,107	-0,082***
ANOSMERCADO	0,004**	-0,189***	-28,964	0,043
COTISTA	-0,000***	-0,000***	0,053***	-0,000***
APLIMIN	0,000	0,000	0,000	-0,000***
TAXAADM	0,092***	-1,880***	721,100***	2,171***
CONT	-0,020***	-0,290***	67,785*	-0,414***
LNP	-0,008***	0,143*	-12,989	-0,402***
Constante	0,632***	4,999***	-3262,110**	19,938***
Efeito Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	3507	3507	3507	3507
Estatística F	50,089	20,209	11,777	60,248
P-valor (F)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
R <sup>2</sup> ajustado	15,200%	14,100%	6,700%	14,800%

Variável	Variável Dependente			
	BETA	SHARPE	TREYNOR	VOLAT
VIF Máximo	3,060	3,060	3,060	3,060
Breusch-Pagan	0,000	0,000	0,000	0,000
Shapiro-Francia	0,000	0,000	0,000	0,000
Durbin-Watson	0,498	1,219	1,657	0,630

Notas: BETA - Índice BETA; SHARPE - Índice de Sharpe; TREYNOR - Índice Treynor; VOLAT - Índice Volatilidade; COTISTA - Número de cotistas nos Fundos de Investimentos; APLIMIN - Aplicação mínima; TAXAADM - Taxa administrativa; CONT - Idade dos Fundos de Investimentos, representado pelo ano de sua constituição; LNPL - Log do Patrimônio Líquido; SEXO - Caso o gestor seja homem receberá valor 1 (um), caso contrário 0 (zero); FORMCACAO - Caso o gestor seja formado em área de negócios (Administração, Contabilidade Economia) assume valor 1 (um), caso contrário 0 (zero); ANOINST - Número de anos na instituição; e ANOSMERCADO - Número de anos de mercado; \*, \*\*, \*\*\* significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pela autora (2024).

Essencialmente, é importante notar que os coeficientes de regressão para a variável "Sexo" (representando o gênero do gestor) mostram um impacto significativo nos índices de risco. Os coeficientes negativos em Beta, Sharpe e Volat e o coeficiente positivo em Treynor indicam que o gênero do gestor está associado a diferenças significativas nos resultados dos fundos.

Os coeficientes negativos encontrados em Beta, Sharpe e Volat, juntamente com o coeficiente positivo em Treynor, indicam que o gênero do gestor desempenha um papel importante na explicação das variações desses índices. Especificamente, fundos gerenciados por mulheres tendem a apresentar menor risco sistêmico (BETA), menor risco ajustado ao retorno (SHARPE), melhor risco ajustado ao retorno em relação ao mercado (TREYNOR) e menor volatilidade (VOLAT) em comparação com os fundos gerenciados por homens. Isso reflete uma postura mais conservadora em relação à volatilidade do mercado por parte das gestoras femininas.

A principal funcionalidade do Índice Beta é auxiliar na diferenciação entre os ativos agressivos e os defensivos e, conseqüentemente, avaliar os riscos de cada um frente ao mercado. Desta forma, a escolha da volatilidade da carteira de investimento

como indicador de risco no processo de alocação de portfólios tem como base a Teoria do Portfólio, desenvolvida por Harry Markowitz e publicada em 1952 no estudo "Portfolio Selection". Essa teoria, que ainda hoje serve como fundamento para a maioria dos gestores de ativos na construção de portfólios, propõe que a análise de riscos possibilita a criação de portfólios eficientes, maximizando a expectativa de retorno para um determinado nível de risco. O Índice Beta mede a volatilidade, ou o risco sistêmico de um portfólio em comparação com o mercado de um modo geral.

No estudo realizado por Barber e Odean (2024), em que foi testada a previsão de que investidores excessivamente confiantes negociam excessivamente, analisando os investimentos em ações ordinárias de homens e mulheres, observou-se que os gêneros diferem em relação à volatilidade das suas carteiras e das ações que detêm. Para todas as quatro medidas de risco (volatilidade da carteira, volatilidade das ações individuais, beta e tamanho), os homens investem em posições mais arriscadas do que as mulheres. A análise desse indicador pode ajudar na interpretação do desempenho do mercado em relação a um determinado portfólio e, conseqüentemente, auxiliar na tomada de decisão por parte do investidor, uma vez que carteiras que têm menor volatilidade apresentam menor risco.

O estudo de Harzer et al. (2016) examinou a relação entre gênero, nível educacional, aversão ao risco e aversão à perda. Os autores aplicaram um questionário a 396 estudantes e 31 professores universitários e concluíram que o gênero, e não o nível educacional, influencia na aversão ao risco, mas não na aversão à perda. Em outras palavras, as mulheres demonstraram maior aversão ao risco em decisões de investimento, enquanto não se observaram diferenças significativas na aversão à perda entre homens e mulheres quando confrontados com situações reais de risco ou perda.

Uma explicação para a diferença de risco dos fundos é a aversão ao risco e o comportamento (consequente) conservador do perfil feminino. Segundo Barber e Odean (2024), homens e mulheres diferem tanto no excesso de confiança como na aversão ao risco. Os resultados das regressões analisadas pelos autores mostraram que, se os gestores de ambos os sexos fossem fidedignamente racionais e informados, deveriam melhorar o seu desempenho através da negociação. No entanto, ambos os grupos prejudicaram o seu desempenho através da negociação, sendo que os homens fizeram isso mais do que as mulheres. Este resultado pode ser explicado pelas diferenças no excesso de confiança de homens e mulheres e pelas diferenças na aversão ao risco de homens e mulheres excessivamente confiantes.

Além disso, outras variáveis independentes, como "FORMAÇÃO" (indicando se o gestor possui formação em áreas de negócios) e "TAXADM" (a taxa administrativa cobrada pelo fundo), também mostram correlações significativas com os índices de risco. Isso sugere que a formação acadêmica e as taxas administrativas desempenham papéis importantes na explicação das variações de risco dos fundos.

No estudo feito por Silva et al. (2023), foram analisadas a relação da capacitação profissional do gestor (gênero, formação acadêmica, anos na instituição e anos de mercado) e o desempenho de fundos de investimentos em ações no Brasil. Os autores verificaram que gestores formados em áreas acadêmicas relacionadas aos negócios (ex: Economia) apresentaram melhor desempenho em comparação aos formados nas demais áreas.

Apesar das descobertas, é importante destacar que os valores de  $R^2$  ajustado, que variam de 6,7% a 15,2%, indicam que uma parte significativa da variação nos índices de desempenho não está sendo explicada pelo modelo proposto. Embora o gênero do gestor seja uma variável significativa, essa baixa explicação sugere que

existem outras variáveis não incluídas no modelo que podem influenciar o risco dos fundos. Isso reforça a necessidade de considerar fatores adicionais em futuras análises e de interpretar os resultados com cautela. A inclusão de variáveis adicionais que possam capturar mais nuances no risco dos fundos ou a utilização de outros métodos estatísticos, como modelos de painel dinâmico ou análise de mediação, pode oferecer uma compreensão mais abrangente das relações observadas.

Embora os coeficientes de regressão tenham mostrado associações significativas, não se pode inferir diretamente que o gênero do gestor causa as variações observadas no risco dos fundos. Estudos futuros poderiam utilizar métodos que examinam melhor as relações causais, oferecendo uma análise mais profunda e reduzindo a possibilidade de conclusões equivocadas sobre as relações observadas.

## Capítulo 5

### 5 CONCLUSÃO

Os principais achados deste estudo sugerem que, embora os fundos geridos por mulheres demonstrem uma tendência a apresentar maior estabilidade e rentabilidade ajustada ao risco em comparação com os fundos geridos por homens, as gestoras tendem a adotar estratégias mais conservadoras, resultando em menor volatilidade e um melhor índice de Sharpe. Esses resultados reforçam a hipótese de que as gestoras femininas, por sua maior aversão ao risco, podem trazer uma vantagem competitiva em cenários de alta volatilidade.

Apesar de o gênero do gestor ter mostrado significância estatística em vários dos índices analisados, os valores de  $R^2$  ajustado, relativamente baixos, indicam que existem outras variáveis não capturadas pelo modelo que também influenciam o desempenho dos fundos. Isso aponta para a necessidade de futuros estudos que incluam variáveis adicionais ou explorem métodos estatísticos alternativos, como modelos de painel dinâmico, para oferecer uma compreensão mais abrangente e precisa das dinâmicas em jogo.

Outro ponto relevante discutido ao longo do estudo foi a diferença entre significância estatística e significância prática. Embora o gênero tenha se mostrado uma variável significativa, é importante reconhecer que a magnitude dos coeficientes, em termos práticos, pode não implicar em mudanças substanciais na rentabilidade dos fundos. Portanto, a interpretação dos resultados deve considerar tanto o impacto estatístico quanto o prático, avaliando se as diferenças observadas são suficientemente grandes para serem relevantes no contexto real de tomada de decisões de investimento.

As implicações deste estudo são significativas tanto para a academia quanto para o mercado financeiro. Para os acadêmicos, os resultados reforçam a importância de incluir variáveis de diversidade em análises de desempenho financeiro, destacando que fatores como gênero podem influenciar as decisões de investimento e o comportamento dos gestores. Para o mercado financeiro, os achados sugerem que a promoção de diversidade de gênero na gestão de fundos pode não apenas contribuir para um ambiente mais justo e inclusivo, mas também potencialmente melhorar o desempenho dos fundos. A adoção de políticas de inclusão de gênero pode, portanto, ser uma estratégia não apenas ética, mas também economicamente vantajosa.

Este estudo contribui para a literatura ao destacar a importância da diversidade de gênero na gestão de fundos de investimento. Os resultados sugerem que políticas voltadas para a inclusão e igualdade de gênero podem não apenas promover justiça social, mas também melhorar o desempenho financeiro dos fundos. Além disso, as conclusões aqui apresentadas abrem caminho para futuras investigações que possam explorar de forma mais detalhada as causas das diferenças observadas e como outros fatores, como formação educacional e experiência profissional, interagem com o gênero na determinação do desempenho dos fundos.

Em suma, a pesquisa evidencia que a diversidade de gênero pode ser um elemento chave para a otimização de desempenho em fundos de investimento, e que uma maior inclusão de gestoras femininas pode trazer benefícios significativos tanto para os investidores quanto para o mercado financeiro como um todo.

Uma limitação deste estudo é a consideração apenas da situação atual dos gestores, sem levar em conta possíveis mudanças de gestão ao longo do tempo. Alterações na liderança dos fundos podem resultar em variações na estratégia de investimento e na abordagem ao risco. Ao focar exclusivamente no gestor atual, a

pesquisa adota uma visão estática, que pode não capturar plenamente como essas mudanças poderiam ter influenciado o risco dos fundos ao longo dos anos. Embora essa escolha seja feita para simplificar a análise e manter o foco na correlação direta entre o gênero do gestor e o risco, reconhece-se que uma investigação mais aprofundada sobre as dinâmicas de múltiplas gestões poderia oferecer uma compreensão mais abrangente do impacto do gênero na gestão de riscos dos fundos.

## REFERÊNCIAS

- Aggarwal, R., & Boyson, N. M. (2016). The performance of female hedge fund managers. *Review of Financial Economics*, 29, 23-36. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2016.02.001>
- Aiken, A. L., Clifford, C. P., & Ellis, J. A. (2015). Hedge funds and discretionary liquidity restrictions. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 197-218. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.01.002>
- Ang, J. S., Chen, C. R., & Lin, J. W. (1998). Mutual fund managers' efforts and performance. *The Journal of Investing Winter*, 7(4), 68-75. <https://doi.org/10.3905/joi.1998.4084781>
- Annisa, Hakim, Zamzami. (2021). Investors' trust and risk perception using the investment platform: a gender perspective. *Dinasti International Journal of Education Management And Social Science*, 2(5), 828-841. <https://doi.org/10.31933/DIJEMSS.V2I5.941>
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. (2006). *Manual de fundos de investimento*. Anbima. [https://www.anbima.com.br/data/files/48/05/40/55/FDE08610D0DA2A76A9A80AC2/Codigo%20de%20Fundos\\_02%2006%202014.pdf](https://www.anbima.com.br/data/files/48/05/40/55/FDE08610D0DA2A76A9A80AC2/Codigo%20de%20Fundos_02%2006%202014.pdf)
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. (2014). *Código de Regulação e Melhores Práticas para Fundos de Investimento*. Anbima. <https://www.anbima.com.br/data/files/49/E6/2A/13/B600A510C81C5B9569A80AC2/Codigo-de-Fundos-01072016.pdf>
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. (2015). *Código de regulação e melhores práticas para fundos de investimento em direitos creditórios – FIDC*. Anbima. <https://www.anbima.com.br/data/files/49/E6/2A/13/B600A510C81C5B9569A80AC2/Codigo-de-Fundos-01072016.pdf>
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. (2017). *Relatório de fundos de investimentos. Material de Estudos da Certificação CPA-10*. Anbima. <https://www.anbima.com.br/data/files/A9/07/AD/29/66A568103B6B3568B82BA2A8/CPA-10-Cap5.pdf>
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. (2018). *CPA-10: Capítulo 5 – Produtos de investimento*. Anbima. <https://www.anbima.com.br/data/files/A9/07/AD/29/66A568103B6B3568B82BA2A8/CPA-10-Cap5.pdf>
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. (2022). *Governança corporativa: Relatório Anual 2022*. Anbima. <https://www.anbima.com.br/relatorioanual/2022/governanca-corporativa.html>

- Assumpção Júnior, C. B. S. (2008). *Um estudo do impacto da governança corporativa na rentabilidade e performance do índice Brasil (IBrX)*. [Dissertação de Mestrado, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças - FUCAPE]. Biblioteca da Fucape. [https://fucape.br/?jet\\_download=c51040b75b549acb4299ce16566fd5ada7144029](https://fucape.br/?jet_download=c51040b75b549acb4299ce16566fd5ada7144029)
- Barber, B. M., & Odean, T. (2013). The behavior of individual investors. Em G. M. Constantinides, M. Harris, & R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 2, pp. 1533-1570). Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-0-44-459406-8.00022-6>
- Barber, B. M., & Odean, T. (2024). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292. <https://doi.org/10.1162/003355301556400>
- Barberis, N. C. (2021). Psychology-Based Models of Asset Prices and Trading Volume. *Annual Review of Financial Economics*, 13(1), 189-204. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-011521-082219>
- Barberis, N., & Thaler, R. H. (2003). *A survey of behavioral finance*. In *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 1, pp. 1053-1128). Elsevier. <https://irrationalinvestors.com/wp-content/uploads/2017/10/a-survey-of-behavioral-finance.pdf>
- Barros, T. de S., & Felipe, I. J. dos S. (2015). Teoria do prospecto: evidências aplicadas em finanças comportamentais. *Revista de Administração FACES Journal*, 14(4), 86-105. <https://doi.org/10.21714/1984-6975FACES2015V14N4ART2934>
- Benedetto, Di, Paola. (2022). Investors Behavioural Bias and Trading Behaviour - A Systematic Review. 20(3), 1-36. <https://doi.org/10.12725/ujbm.56.1>
- Bernasek, A., & Shwiff, S. (2001). Gender, risk, and retirement. *Journal of Economic Issues*, 35(2), 345-356. <https://doi.org/10.1080/00213624.2001.11506368>
- Bhatia, S., et al. (2023). The Knowledge Domain and Emerging Trends in Behavioral Finance: A Citation and Co-citation Analysis. *Journal of Behavioral Finance*, 24(2), 147-167. <https://doi.org/10.1080/15427560.2022.2150756>
- Bigelow, L., Lundmark, L., McLean Parks, J., & Wuebker, R. (2014). Skirting the Issues: Experimental Evidence of Gender Bias in IPO Prospectus Evaluations. *Journal of Management*, 40(6), 1732-1759. <https://doi.org/10.1177/0149206312441624>
- Bigelow, L., Lundmark, L., McLean Parks, J., & Wuebker, R. (2014). Skirting the Issues: Experimental Evidence of Gender Bias in IPO Prospectus Evaluations. *Journal of Management*, 40(6), 1732-1759. <https://doi.org/10.1177/0149206312441624>

- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2008). Brealey, Myers, and Allen on real options. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(4), 58-71. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2008.00204.x>
- Bromiley, P. (2010). Looking at Prospect Theory. *Strategic Management Journal*, 31(13), 1357-1370. <https://doi.org/10.1002/smj.842>
- Chan, K., & Covrig, V. (2012). What determines mutual fund trading in foreign stocks?. *Journal of International Money and Finance*, 31(4), 793-817. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2011.06.007>
- Charness, G., & Gneezy, U. (2012). Strong evidence for gender differences in risk taking. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 83(1), 50-58.
- Chen, I. J., & Paulraj, A. (2004). Towards a theory of supply chain management: the constructs and measurements. *Journal of Operations Management*, 22(2), 119-150. <https://doi.org/10.1016/j.jom.2003.12.007>
- Chen, M. C., & Handley-Schachler. (2016). Investigation of variation between risk attitude and investment biases. *International Review of Financial Contributions*, 3, 1-5. <https://doi.org/10.36544/IRFC.2016.1.5>
- Chevalier, J., & Ellison, G. (1999). Career concerns of mutual fund managers. *The Quarterly Journal of Economics*, 114(2), 389-432. <https://doi.org/10.1162/003355399556034>
- Clare, A. (2017). Risk-taking and performance in fund management: The role of experience. *Journal of Financial Studies*, 25(3), 200-215.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2001). *Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001*. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento em direitos creditórios. <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst356.html>
- Comissão de Valores Mobiliários. (2014). *Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014*. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Brasília, DF.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2023). *Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022*. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, e revoga as normas que especifica. <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html>
- Connolly, T. (1982). Judgment and Choice: The Psychology of Decision. *Administrative Science Quarterly*, 27(2), 325-327. <https://doi.org/10.2307/2392308>
- Croson, R., & Gneezy, U. (2009). Gender differences in preferences. *Journal of Economic Literature*, 47(2), 448-474. <https://doi.org/10.1257/jel.47.2.448>

- Cuthbertson, K., Nitzsche, D., & O'Sullivan, N. (2016). A review of behavioural and management effects in mutual fund performance. *International Review of Financial Analysis*, 44, 162-176. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.01.016>
- Damjanovic, I. (2023). *The European Union and international investment law reform: between aspirations and reality*. Cambridge University Press.
- Dittmar, A., & Duchin, R. (2016). Looking in the rearview mirror: The effect of managers' professional experience on corporate financial policy. *The Review of Financial Studies*, 29(3), 565-602. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv051>
- Du, Z. (2024). Advances in Economics. *Management and Political Sciences*, 60, 212-215. <https://doi.org/10.54254/2754-1169/60/20231227>
- Eckel, C. C., & Grossman, P. J. (2002). Sex differences and statistical stereotyping in attitudes toward financial risk. *Evolution and Human Behavior*, 23(4), 281-295. [https://doi.org/10.1016/S1090-5138\(02\)00097-1](https://doi.org/10.1016/S1090-5138(02)00097-1)
- Eckel, C. C., & Grossman, P. J. (2008). Men, women and risk aversion: Experimental evidence. In *Handbook of Experimental Economics Results* (Vol. 1, pp. 1061-1073). Elsevier. [https://doi.org/10.1016/S1574-0722\(07\)00113-8](https://doi.org/10.1016/S1574-0722(07)00113-8)
- Eckel, C. C., & Grossman, P. J. (2008b). Forecasting risk attitudes: An experimental study using actual and forecast gamble choices. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 68(1), 1-17. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2008.04.006>
- European Fund and Asset Management Association. (2022). Annual report 2022. European Fund and Asset Management Association. Efama. <https://www.efama.org/newsroom/news/efama-asset-management-report-2022>
- Fabozzi, F. J., & Markowitz, H. M. (Eds.). (2011). *The theory and practice of investment management: Asset allocation, valuation, portfolio construction, and strategies* (Vol. 198). John Wiley & Sons.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fang, L. H., Kempf, E., & Trapp, M. (2014). Fund manager allocation. *Journal of Financial Economics*, 112(3), 485-511. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.01.004>
- Ferreira, C. F., & Yu, A. S. O. (2003). Todos acima da média: excesso de confiança em profissionais de finanças. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 38(2). <http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/V3802101.pdf>
- Filippin, A., & Crosetto, P. (2016). A reconsideration of gender differences in risk attitudes. *Management Science*, 62(11), 3138-3160. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2015.2294>

- Filippin, A., & Crosetto, P. (2016). A reconsideration of gender differences in risk attitudes. *Management Science*, 62(11), 3138-3160. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2015.2294>
- Finter, P., Niessen-Ruenzi, A., & Ruenzi, S. (2012). The impact of investor sentiment on the German stock market. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 82, 133-163. <https://doi.org/10.1007/s11573-011-0536-x>
- Fu, Y. F., Hsin-Hong, K., & Hai-Ching, L. (2014). Star Funds, Spillover Effect and Fund Advertisements: From the Viewpoint of Individual Funds and Fund Families. *Tai Da Guan Li Lun Cong*, 24(S1), 133. <https://doi.org/10.6226/NTURM2014.OCT.R11021>
- Gava, A. M., & Vieira, K. M. (2008). Risco e gênero: Medindo a tolerância ao risco e as diferenças entre os gêneros. *Revista de Ciências da Administração*, 10(20), 116-140. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2008v10n20p114>
- Gervais, S., & Odean, T. (2001). Learning to be overconfident. *The Review of Financial Studies*, 14(1), 1-27. <https://doi.org/10.1093/rfs/14.1.1>
- Gil, A. H. C. de F., & Gil Filho, S. F. (2008). Geografia do cotidiano: uma leitura da metodologia sócio-interacionista de Erving Goffman. *Ateliê Geográfico*, 2(2), 103-118. <https://doi.org/10.5216/ag.v2i2.4708>
- Golec, J. H. (1996). The effects of mutual fund managers' characteristics on their portfolio performance, risk and fees. *Financial Services Review*, 5(2), 133-147. [https://doi.org/10.1016/S1057-0810\(96\)90006-2](https://doi.org/10.1016/S1057-0810(96)90006-2)
- Grinblatt, M., & Titman, S. (1989). Mutual fund performance: An analysis of quarterly portfolio holdings. *Journal of Business*, 62(3), 393-416. <https://doi.org/10.1086/296468>
- Grossman, P. J., & Eckel, C. C. (2015). Loving the long shot: Risk taking with skewed lotteries. *Journal of Risk and Uncertainty*, 51(3), 195-217. <https://doi.org/10.1007/s11166-015-9228-1>
- Harzer, J. H., Maffezzolli, E. C. F., Souza, A., & da Silva, W. V. (2016). Influência do nível de estudo e do gênero na aversão ao risco e à perda de acordo com a teoria dos prospectos. *Sistemas & Gestão*, 11(4), 355-366. <https://doi.org/10.20985/1980-5160.2016.v11n4.625>
- Hillesland, M. (2019). Gender differences in risk behavior: An analysis of asset allocation decisions in Ghana. *World Development*, 117, 127-137. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2019.01.001>
- Hincapié-Salazar, J., & Agudelo, D. A. (2020). Is the disposition effect in bonds as Strong as in stocks? Evidence from an emerging market. *Global Finance Journal*, 46 (December 2019), 100508. <https://doi.org/10.1016/gfj.2019.100508>
- Holden, S. T., & Tilahun, M. (2022). Are risk preferences explaining gender differences in investment behavior?. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 101, 101949. <https://doi.org/10.1016/j.socec.2022.101949>

- International Organization of Securities Commissions. (2020). *Good Practices for the Termination of Investment Funds*. IOSCO. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD652.pdf>
- Ippolito, R. A., & Turner, J. A. (1987). Turnover, fees and pension plan performance. *Financial Analysts Journal*, 43(6), 16-26. <https://doi.org/10.2469/faj.v43.n6.16>
- Jayawardena, A. M. A., & Nanayakkara, N. S. (2025). How Does Loss Aversion Mediate the Relationship Between Personality Traits and Efficiency of Skills in Investment Decision-Making?. *International Review of Management and Marketing*, 15(1), 293-301. <https://doi.org/10.32479/irmm.17502>
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 263-291. <https://doi.org/10.2307/1914185>
- Kahneman, D., & Tversky, A. (2013). Prospect theory: An analysis of decision under risk. Em M. H. Miller & F. Modigliani (Eds.), *Handbook of the fundamentals of financial decision making: Part I* (pp. 99-127). Elsevier. [https://doi.org/10.1142/9789814417358\\_0006](https://doi.org/10.1142/9789814417358_0006)
- Kaur, R. (2017). The role of specialized training in effective fund management. *Journal of Financial Education*, 12(3), 145-160.
- Keese, M. (2012). Who feels constrained by high debt burdens? Subjective vs. objective measures of household debt. *Journal of Economic Psychology*, 33(1), 125-141. <https://doi.org/10.1016/j.joep.2011.08.002>
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4)
- Langrafe, T. F. (2015). *Desempenho social corporativo em instituições de ensino superior: A percepção dos gestores sobre os stakeholders* [Tese de doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo]. Repositório da USP. <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-25062015-143117/>
- Larson, R. B. (2015). Correlation vs. causation: Understanding the difference. *Journal of Research Methods*, 10(2), 123-130.
- Li, C., Tseng, Y., & Chen, T. K. (2016). Top management team expertise and corporate real earnings management activities. *Advances in Accounting*, 34, 117-132. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2016.07.007>
- Liang, C. J., Wang, S. H., Chen, Y. H., Chang, S. S., Hwang, T. L., Leu, Y. L., ... & Chen, Y. L. (2011). Viscolin reduces VCAM-1 expression in TNF- $\alpha$ -treated endothelial cells via the JNK/NF- $\kappa$ B and ROS pathway. *Free Radical Biology and Medicine*, 51(7), 1337-1346. <https://doi.org/10.1016/j.freeradbiomed.2011.06.023>

- Lu, Y., Naik, N. Y., & Teo, M. (2024). Diverse hedge funds. *The Review of Financial Studies*, 37(2), 639-683. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhad064>
- 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, 82-96. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201804590>
- Markowitz, H. (1952). The utility of wealth. *Journal of political Economy*, 60(2), 151-158. <https://doi.org/10.1086/257177>
- Milani, B., & Ceretta, P. S. (2013). Efeito tamanho nos fundos de investimento brasileiros. *Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria*, 6(1), 119-137. <https://doi.org/10.5902/198346593607>
- Nadarajah, P., Pinnuck, M., & Gallagher, D. R. (2005). Top Management Turnover: An Examination of Portfolio Holdings and Fund Performance. *Australian Journal of Management*, 31(2), 265-292. <https://doi.org/10.1177/031289620603100205>
- Naya, F., & Tuchschnid, N. S. (2024). Gender disparities among financial entrepreneurs: The case of hedge funds. *Journal of the International Council for Small Business*, 1-9 [ahead of print]. <https://doi.org/10.1080/26437015.2024.2399170>
- Nguyen, N. M., & Tran, M. (2024). Simultaneous multi-objective optimization method for trading indicators. *Results in Control and Optimization*, 17, 100501. <https://doi.org/10.1016/j.rico.2024.100501>
- Niessen-Ruenzi, A., & Ruenzi, S. (2019). Sex matters: Gender bias in the mutual fund industry. *Management Science*, 65(7), 3001-3025. <https://doi.org/10.1287/MNSC.2017.2939>
- Olsen, R. A., & Cox, C. M. (2001). The influence of gender on the perception and response to investment risk: The case of professional investors. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 2(1), 29-36. [https://doi.org/10.1207/s15327760jpfm0201\\_3](https://doi.org/10.1207/s15327760jpfm0201_3)
- Passos, J. C., Pereira, V. S., & Martins, V. F. (2012). Contextualizando a pesquisa em finanças comportamentais: uma análise das principais publicações nacionais e internacionais que abrange o período de 1997 a 2010. *RAGC*, 1(1), 38-60. <https://revistas.fucamp.edu.br/index.php/ragc/article/view/279>
- Pimenta, D. P., Borsato, J. M. L. S., & de Sousa Ribeiro, K. C. (2012). Um estudo sobre a influência das características sociodemográficas e do excesso de confiança nas decisões dos investidores, analistas e profissionais de investimento à luz das finanças comportamentais. *REGE-Revista de Gestão*, 19(2), 263-280. <https://doi.org/10.5700/rege462>
- Raza, M. W., & Ye, J. (2025). Beyond Sharpe ratio: comparison of risk-adjusted performance of Shariah-compliant and conventional indices. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 18(1), 184-200. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-01-2024-0013>

- Rogers, P., de Sousa Ribeiro, K. C., & de Sousa, A. F. (2005). Comparações múltiplas das carteiras de bolsa no Brasil: avaliação da performance do índice de governança corporativa. *REGE Revista de Gestão*, 12(4), 55-72. [https://www.researchgate.net/publication/237601014\\_COMPARACOES\\_MULTIPLAS\\_DAS\\_CARTEIRAS\\_DE\\_BOLSA\\_NO\\_BRASIL\\_AVALIACAO\\_DA\\_PERFORMANCE\\_DO\\_INDICE\\_DE\\_GOVERNANCA\\_CORPORATIVA](https://www.researchgate.net/publication/237601014_COMPARACOES_MULTIPLAS_DAS_CARTEIRAS_DE_BOLSA_NO_BRASIL_AVALIACAO_DA_PERFORMANCE_DO_INDICE_DE_GOVERNANCA_CORPORATIVA)
- Santos, C. F., & Barros, R. M. (2011). Diferenças de gênero no comportamento dos investidores: Um estudo heurístico. *Revista de Finanças Comportamentais*, 4(2), 78-92.
- Schmidt, F. (2023). Fund performance and management strategies. *Journal of Portfolio Management*, 19(1), 55-70.
- Shapira, Z., & Rosen-Schwarz, G. (2018). Prospect theory and strategic decision-making. Em M. Augier & D. J. Teece (Eds.), *The Palgrave Encyclopedia of Strategic Management* (pp. 1365-1369). Palgrave Macmillan. [https://doi.org/10.1057/978-1-137-00772-8\\_560](https://doi.org/10.1057/978-1-137-00772-8_560)
- Sharpe, W. F. (1966). Mutual fund performance. *The Journal of business*, 39(1), 119-138. <https://doi.org/10.1086/294846>
- Silva, S. E., Roma, C. M., & Iquiapaza, R. A. (2018). A Taxa de Administração Sinaliza o Desempenho dos Fundos de Investimento em Ações no Brasil?. *Revista De Educação E Pesquisa Em Contabilidade (REPeC)*, 12(3), 286-302. <https://doi.org/10.17524/repec.v12i3.1717>
- Smith, C. A., & Veit, E. T. (2023). Behavioral Finance: The evolution and future of financial decision making. *Journal of Financial Planning*, 36(4), 38-45.
- Solares, E., De-León-Gómez, V., Salas, F. G., & Díaz, R. (2022). A comprehensive decision support system for stock investment decisions. *Expert Systems with Applications*, 210, 118485. <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2022.118485>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. <http://www.jstor.org/stable/1882010?origin=JSTOR-pdf>
- Thaler, R. H., & Sunstein, C. R. (2021). *Nudge: The final edition*. Yale University Press.
- Treynor, J. L. (1965). How to rate mutual fund performance. *Harvard Business Review*, 43, 63-75.
- Utkina, M. (2023). The role of international organisations in the development of the financial monitoring system. *Visegrad Journal on Human Rights*, (2), 162-166. <https://doi.org/10.61345/1339-7915.2023.2.24>
- Verma, S., Rao, P., & Kumar, S. (2023). Is investing inherently emotionally arousing process? Fund manager perspective. *Qualitative Research in Financial Markets*, 16(2), 380-400. <https://doi.org/10.1108/QRFM-09-2022-0153>

- Zhongyu, H. (2023). The impact of financial indicators on different types of investors. *Highlights in Business, Economics and Management*, 21, 14767. <https://doi.org/10.54097/hbem.v21i.14767>
- Zimmermann, F. M. de O. (2008). Sobre o ceticismo acadêmico de Huet, Foucher e Hume. *Cadernos Espinosanos*, (18), 71-88. <https://doi.org/10.11606/issn.2447-9012.espinosa.2008.89334>