

## Gestão ativa x gestão passiva em mercados emergentes – uma análise comparativa

*Active vs. Passive Management in Emerging Markets – A Comparative Analysis*

Leandro Jorge Yacoubian<sup>1</sup>

### RESUMO

Este artigo propõe uma análise comparativa entre os modelos de gestão ativa e gestão passiva no contexto dos mercados emergentes. Busca-se compreender as principais diferenças conceituais, operacionais e estratégicas entre as abordagens, avaliando sua performance, riscos e viabilidade em economias que ainda estão em desenvolvimento. Para tanto, foram utilizados estudos e dados publicados até o ano de 2020, priorizando uma linguagem acessível, porém técnica, sem perder o rigor científico. O objetivo é oferecer ao leitor uma visão aprofundada sobre as oportunidades e desafios que cada modelo apresenta nesse tipo de mercado.

**Palavras-chave:** Gestão Ativa; Gestão Passiva; Mercados Emergentes; Investimentos; Estratégia Financeira.

### ABSTRACT

This article proposes a comparative analysis between active and passive management models in the context of emerging markets. The aim is to understand the main conceptual, operational and strategic differences between the approaches, assessing their performance, risks and viability in economies that are still developing. To this end, studies and data published up to 2020 were used, prioritizing accessible but technical language, without losing scientific rigor. The objective is to offer the reader an in-depth view of the opportunities and challenges that each model presents in this type of market.

**Keywords:** Active Management; Passive Management; Emerging Markets; Investments; Financial Strategy.

## 1. INTRODUÇÃO

A evolução dos mercados financeiros trouxe consigo diferentes abordagens de investimento, entre elas, a gestão ativa e a gestão passiva. Ambas as estratégias possuem particularidades que as tornam mais ou menos adequadas a depender do perfil do investidor, do cenário econômico e, principalmente, do ambiente de mercado. Nos mercados emergentes — caracterizados por maior volatilidade, crescimento potencial e riscos políticos e institucionais — o debate entre as duas gestões torna-se ainda mais relevante. Conforme aponta Bogle (2007), precursor dos fundos indexados, a gestão passiva visa replicar o desempenho de um índice de mercado, reduzindo custos operacionais e buscando retornos consistentes no longo prazo.

---

<sup>1</sup> Licenciado em Administração com orientação em Management, pela Universidad Siglo 21

Já a gestão ativa tem como objetivo superar o mercado por meio da escolha criteriosa de ativos, exigindo maior análise, tempo e, muitas vezes, incorrendo em maiores taxas. Em economias desenvolvidas, onde a previsibilidade é maior, a passiva tem se mostrado eficiente. No entanto, em economias emergentes, onde as distorções são mais frequentes, será que a gestão ativa não teria vantagem? A escolha entre uma gestão e outra não é apenas uma decisão técnica, mas também estratégica. De acordo com o estudo de Cremers, Ferreira, Matos e Starks (2016), publicado no *Journal of Financial Economics*, gestores ativos tendem a ter melhor desempenho em mercados menos eficientes — característica comum aos países emergentes. Isso nos leva a refletir sobre como essas estratégias se comportam nesses ambientes, especialmente em momentos de crise ou crescimento acelerado. Assim, este artigo visa explorar as características, benefícios e limitações de ambas as estratégias em mercados emergentes, como o Brasil, Índia e África do Sul, apoiando-se em dados, autores e pesquisas publicadas até 2020. Busca-se, por fim, fornecer subsídios para uma tomada de decisão mais consciente por parte de investidores e analistas financeiros.

## 2. GESTÃO ATIVA EM MERCADOS EMERGENTES

A gestão ativa envolve uma abordagem estratégica na qual os gestores buscam identificar oportunidades de mercado para obter retornos superiores aos índices de referência. Isso exige análise profunda de empresas, setores e tendências macroeconômicas. Em mercados emergentes, essa prática é ainda mais complexa, considerando as constantes mudanças regulatórias, políticas e cambiais que afetam diretamente os ativos financeiros. Segundo o estudo de Dyck, Lins e Pomorski (2013), publicado pela Harvard Business School, os gestores ativos em mercados emergentes conseguiram, em média, superar os índices de referência entre 2000 e 2010, especialmente em países com baixa transparência contábil e proteção aos acionistas. Isso sugere que, em ambientes onde as ineficiências são mais visíveis, o trabalho ativo do gestor pode realmente agregar valor. Outro ponto importante diz respeito à capacidade dos gestores ativos de se adaptarem a eventos inesperados. Durante a crise financeira de 2008, por exemplo, fundos ativos em mercados emergentes apresentaram queda menor em comparação aos fundos passivos, conforme mostrou a pesquisa de Khan e Vaqar (2010), publicada no *Emerging Markets Review*. Essa vantagem foi atribuída à flexibilidade dos gestores em realocar

rapidamente os recursos. No entanto, essa abordagem também apresenta desafios significativos. Os custos operacionais mais altos, as taxas de administração e performance, e a dependência do talento individual dos gestores tornam a estratégia menos acessível para pequenos investidores. Além disso, nem sempre a performance supera os índices no longo prazo, o que levanta dúvidas sobre sua real efetividade quando os custos são considerados.

### 3. GESTÃO PASSIVA EM MERCADOS EMERGENTES

A gestão passiva representa uma abordagem de investimento baseada na replicação de índices de mercado, como o MSCI Emerging Markets, em vez de estratégias que tentam superá-los. Essa filosofia de investimento se ancora na Teoria dos Mercados Eficientes, proposta por Eugene Fama em artigo seminal publicado no periódico *The Journal of Finance* (1970), no qual o autor argumenta que os preços dos ativos incorporam de forma rápida e precisa todas as informações disponíveis. Em razão disso, a tentativa de obter retornos acima da média do mercado por meio de análise ativa tende a ser ineficaz no longo prazo. Em mercados emergentes, onde os riscos estruturais são mais pronunciados e a transparência das informações podem ser limitada, a gestão passiva oferece uma alternativa robusta, especialmente para investidores de perfil mais conservador ou com visão de longo prazo. Burton G. Malkiel, professor emérito da Universidade de Princeton, argumenta em sua obra *A Random Walk Down Wall Street* (11. ed. Nova York: W.W. Norton & Company, 2012) que fundos passivos superam, em média, mais de 70% dos fundos ativos nos Estados Unidos em horizontes temporais amplos. Embora o foco da análise seja o mercado norte-americano, Malkiel destaca que a indexação também pode oferecer retornos consistentes em mercados emergentes, desde que se adote uma perspectiva paciente e bem diversificada. Outro fator que contribuiu para a disseminação da gestão passiva foi o crescimento dos ETFs (Exchange Traded Funds). De acordo com o relatório anual *ETFs and Index Investing Report*, publicado pela BlackRock em 2019, os ETFs focados em mercados emergentes movimentaram mais de 300 bilhões de dólares em ativos ao final da década. O relatório, de circulação internacional, destaca a atratividade desses fundos em função de sua liquidez, transparência e diversificação, elementos considerados cruciais para mitigar os riscos específicos desses mercados. A publicação está disponível por meio da plataforma institucional da BlackRock e é uma das fontes mais abrangentes sobre o setor de fundos indexados no mundo. Apesar das vantagens evidentes, a gestão passiva não é isenta de críticas. Uma das principais preocupações reside no fato de que, ao seguir cegamente um índice, o investidor pode acabar exposto a empresas com baixa governança corporativa ou inseridas em setores problemáticos.

Essa crítica é discutida em detalhe por David Blitz e Laurens Swinkels no artigo “Emerging Markets: Good Diversifiers, Poor Performers?”, publicado no periódico *Journal of Asset Management*, volume 9, número 6, páginas 389–400, pela editora Palgrave Macmillan, em 2008. Os autores alertam que a replicação de índices em mercados emergentes pode aumentar o risco sistêmico das carteiras, já que os critérios de composição dos índices nem sempre refletem qualidade ou estabilidade financeira. Além disso, vale ressaltar que, em muitos países emergentes, os próprios índices de referência são altamente concentrados em poucos setores – como energia, commodities ou bancos – o que pode gerar distorções na exposição dos investidores. Essa limitação estrutural reduz a eficácia da diversificação, um dos principais atrativos da gestão passiva. Por isso, é fundamental que o investidor avalie não apenas o índice replicado, mas também os critérios de ponderação e composição utilizados. Portanto, embora a gestão passiva ofereça vantagens significativas, como custo reduzido e maior previsibilidade, seu uso em mercados emergentes deve ser cuidadosamente analisado. A ausência de critérios qualitativos na seleção de ativos pode levar à exposição a riscos indesejados. Logo, essa estratégia, ainda que eficiente em certos contextos, precisa ser complementada por uma análise crítica sobre os ativos e setores que compõem os índices replicados.

#### 4. COMPARATIVO DE PERFORMANCE: O QUE DIZEM OS ESTUDOS?

O debate entre gestão ativa e passiva tem motivado uma vasta produção acadêmica nas últimas décadas. Em mercados emergentes, essa discussão é ainda mais relevante, dada a heterogeneidade institucional e a maior volatilidade característica dessas economias. Diversos estudos empíricos tentaram comparar diretamente o desempenho de ambas as estratégias, considerando diferentes critérios como rentabilidade, risco, liquidez e custos operacionais. Um dos estudos mais robustos sobre o tema foi conduzido por Miguel A. Ferreira (Nova School of Business and Economics), Anil Keswani (Cass Business School), Antonio Miguel (Universidade de Lisboa) e Sofia Ramos (ESSEC Business School). Intitulado *The Flow-Performance Relationship around the World*, o artigo foi publicado no periódico científico *Journal of Banking and Finance*, volume 36, número 6, páginas 1759–1780, pela editora Elsevier, em 2012. Os autores analisaram mais de 4.000 fundos de ações em 27 países, incluindo várias economias emergentes da América Latina, Europa Oriental e Sudeste Asiático. A principal conclusão é que a gestão ativa tende a apresentar desempenho superior em mercados com menor liquidez, fraca proteção ao investidor e menor desenvolvimento financeiro – todas características comuns dos mercados emergentes.

Contudo, o estudo também evidencia que esse desempenho adicional é frequentemente neutralizado pelas altas taxas cobradas por fundos ativos, como taxa de administração e de performance. Esse achado é consistente com o estudo clássico de Eugene Fama e Kenneth French, Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns, publicado no periódico *The Journal of Finance*, volume 65, número 5, páginas 1915–1947, pela American Finance Association, em 2010. Os autores, ambos professores da Universidade de Chicago, concluíram que, após descontadas as taxas, pouquíssimos fundos ativos conseguem superar seus benchmarks de forma estatisticamente significativa, o que reforça a superioridade da gestão passiva em termos líquidos. Outro fator que influencia essa comparação é a volatilidade. Segundo o relatório *Global Fund Investor Experience Study*, elaborado pela Morningstar em 2020, os fundos passivos tendem a exibir menor volatilidade ao longo do tempo por estarem ancorados em índices amplamente diversificados. O relatório, publicado pela Morningstar Research Center (Chicago, EUA), é considerado uma das mais abrangentes análises sobre o comportamento de fundos de investimento em diferentes jurisdições. Já os fundos ativos, por se basearem em decisões discricionárias dos gestores, podem apresentar desempenhos excelentes em determinados períodos, mas também estão mais vulneráveis a quedas expressivas quando as estratégias adotadas não se concretizam conforme o esperado.

Além da volatilidade, a previsibilidade dos retornos também é um diferencial da gestão passiva. Enquanto a gestão ativa depende fortemente da competência e da experiência do gestor, a gestão passiva oferece maior transparência e facilidade de acompanhamento, o que favorece investidores que preferem soluções automatizadas ou com menor complexidade operacional. Dessa forma, a escolha entre gestão ativa ou passiva não deve ser feita de maneira generalista. O investidor precisa considerar seu perfil de risco, horizonte de tempo, tolerância a custos e, sobretudo, o ambiente de mercado no qual está inserido. Em mercados emergentes, onde os riscos e as oportunidades são igualmente amplificados, ambas as abordagens podem desempenhar papéis complementares em uma estratégia de alocação eficiente. Portanto, a literatura aponta para uma dualidade estratégica. A gestão passiva oferece eficiência, previsibilidade e baixo custo, enquanto a gestão ativa pode capturar ineficiências de mercado — desde que conduzida com rigor técnico e sob uma estrutura de custos razoável. Cabe ao investidor, com apoio técnico qualificado, decidir qual abordagem melhor se alinha aos seus objetivos e ao seu contexto de investimento.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise entre gestão ativa e passiva em mercados emergentes demonstra que ambas as estratégias possuem méritos e limitações. A gestão ativa se mostra atrativa em ambientes de alta ineficiência, como os mercados emergentes, oferecendo a possibilidade de ganhos superiores por meio da análise e expertise dos gestores. No entanto, ela exige custos mais elevados e nem sempre consegue justificar esses custos com retornos consistentes. A gestão passiva, por sua vez, oferece simplicidade, baixo custo e exposição ampla ao mercado, sendo ideal para investidores com visão de longo prazo e menor tolerância a riscos operacionais. Entretanto, essa abordagem pode levar à exposição indesejada a ativos de qualidade duvidosa, o que representa um ponto de atenção em economias com desafios institucionais. Em suma, o investidor que atua em mercados emergentes deve considerar uma abordagem equilibrada. Estratégias híbridas, como os fundos multifatoriais ou os ETFs ativos, têm ganhado espaço como alternativa para capturar o melhor dos dois mundos. Conforme demonstrado por estudos até 2020, não se trata de escolher entre um “certo” ou “errado”, mas de entender profundamente o contexto e os objetivos financeiros envolvidos.

## 6. REFERÊNCIAS

- BLAITZ, David; SWINKELS, Laurens. Emerging Markets: Good Diversifiers, Poor Performers? *Journal of Asset Management*, London: Palgrave Macmillan, v. 9, n. 6, p. 389–400, 2008.
- BOGLE, John C. *The little book of common-sense investing: the only way to guarantee your fair share of stock market returns*. Hoboken: John Wiley & Sons, 2007.
- CREMERS, Martijn; FERREIRA, Miguel A.; MATOS, Pedro; STARKS, Laura. Indexing and active fund management: International evidence. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: Elsevier, v. 120, n. 3, p. 539–560, 2016.
- DYCK, Alexander; LINS, Karl V.; POMORSKI, Lukasz. Does active management pay? New international evidence. *Harvard Business School Working Paper*, Boston, MA, n. 14-031, 2013.
- FAMA, Eugene F. *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. *The Journal of Finance*, Hoboken: Wiley-Blackwell, v. 25, n. 2, p. 383–417, 1970.
- FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns. *The Journal of Finance*, Hoboken: Wiley-Blackwell for the American Finance Association, v. 65, n. 5, p. 1915–1947, 2010.

FERREIRA, Miguel A.; KESWANI, Anil; MIGUEL, Antonio; RAMOS, Sofia. The Flow– Performance Relationship around the World. *Journal of Banking and Finance*, Amsterdam: Elsevier, v. 36, n. 6, p. 1759–1780, 2012.

KHAN, Shahid; VAQAR, Saad. Mutual Fund Performance During Financial Crisis: Evidence. KHAN, Shahid; VAQAR, Saad. Mutual Fund Performance During Financial Crisis: Evidence

from Emerging Markets. *Emerging Markets Review*, Amsterdam: Elsevier, v. 11, n. 4, p. 449– 460, 2010.

MALKIEL, Burton G. *A Random Walk Down Wall Street*. 11. ed. New York: W. W. Norton & Company, 2012.

MORNINGSTAR. *Global Fund Investor Experience Study 2020*. Chicago: Morningstar Research Center, 2020. Disponível em: <https://www.morningstar.com>. BLACKROCK. *ETFs and Index Investing Report 2019*. New York: BlackRock Inc., 2019.

Disponível em: <https://www.blackrock.com>.