

Por Martha E. Corazza

A capacidade de agregar valor à gestão ativa de renda variável, uma discussão que não é nova mas ganha espaço cada vez maior em todo o mundo, assume uma importância particular para os investidores institucionais brasileiros no momento em que a perspectiva futura de redução do juro poderá criar a necessidade de ampliar carteiras de ações. A questão é saber se os gestores desse tipo de portfólio no Brasil conseguem juntar valor e apresentar alfa (retorno acima dos benchmarks de mercado) e se esse resultado é consistente.

Para investigar o assunto, a consultoria Lockton decidiu fazer um estudo sobre o panorama brasileiro tendo como motivação um trabalho similar feito na Inglaterra. "No mercado inglês descobriu-se que os fundos de gestão ativa não estão agregando qualquer valor, um resultado muito similar ao dos Estados Unidos, onde os fundos de renda variável, a médio prazo, não tem conseguido gerar retorno sequer para cobrir os seus custos", explica o consultor de investimentos da Lockton Brasil, Lauro Araújo.

O estudo local avaliou 420 fundos de renda variável ativa que foram criados há mais de três anos e cujo patrimônio era de no mínimo R\$ 15 milhões em dezembro de 2016. Eles foram segregados em famílias: Ibovespa, IBrX 100, IBrX 50, SMLL (Small Caps), IDIV (Dividendos) e outros.

"A partir desse levantamento, nossa grande surpresa foi termos encontrado fundos que ofereceram alfa, diferentemente dos resultados obtidos na Europa e nos EUA", informa Araújo. Ao longo de seis ou sete anos alguns gestores conseguiram gerar alfa e, o que é ainda mais interessante, o estudo constatou que esse retorno apresentou consistência.

Consistência - "O alfa pode ser gerado por sorte ou por habilidade, então é possível que em alguns momentos um gestor apresente esse retorno por pura sorte, mas o importante é que seu desempenho tenha consistência", avisa o consultor. O estudo do caso brasileiro mostra, a partir de metas estatísticas desenvolvidas especialmente para isso, que existe uma família de fundos que tem gerado alfa com a necessária consistência. Resultado que foi observado pelo menos ao longo dos últimos seis anos.

Mas o levantamento verificou também que existe uma grande diferença de rentabilidade entre os fundos que geraram e os que não produziram alfa. Entre os anos de 2008 e 2014, por exemplo, a diferença média entre a geração de alfa dos 25% melhores fundos e dos 25% piores fundos chegou a superar 20% ao ano. A distância entre os resultados varia ao longo do tempo, explica Araújo. Em 2010, por exemplo, a distância entre o alfa gerado por esses dois grupos de fundos chegou a mais de 40% e no início de 2016 foi pouco menor do que 10%. No final do ano passado ela simplesmente desapareceu.

O estudo também analisou os fundos com taxas de administração muito altas e, a partir desse filtro, foram excluídos os fundos vértice – aqueles com taxas de administração baixas, de até 0,20%. Mesmo assim, considerando apenas os fundos que praticaram taxas elevadas, houve alfa.

No ano de 2016, entretanto, houve uma clara dificuldade dos gestores para gerar alfa, sendo que no final do ano houve na verdade uma destruição de alfa. Mesmo os 25% melhores fundos referenciados em Ibovespa apresentaram médias de rentabilidade bem abaixo do retorno desse benchmark, aponta o consultor. "Observamos uma curiosa dificuldade dos gestores em gerar alfa no ano passado". Olhando para o retorno histórico e para as estatísticas dos melhores fundos no ano passado, a conclusão é de que eles conseguem bons desempenhos em mercados mais fracos e piores resultados em mercados mais fortes.

A situação muda quando são analisados períodos maiores – dois, três ou cinco anos – e nesses

períodos o ganho proporcionado pelos melhores fundos mostra claramente que eles conseguiram agregar valor. No caso dos fundos referenciados em Ibovespa, o estudo constatou que no período de um ano os 25% melhores obtiveram retorno médio de 25,78% contra um benchmark de 38,93%. Já no acumulado de três anos essa relação passou para um retorno de 30,7% contra Ibovespa de 16,93% e, em cinco anos, o retorno foi de 72,13% contra uma variação de apenas 6,20% do indicador.

Para os bons fundos de gestão ativa, o valor agregado é superior a 4% ao ano, em média, e esse valor pode ser muito alto, como foi o caso dos anos de 2009 e 2012. Entretanto, Araújo lembra que nem todos os fundos ditos “ativos” agregam valor, na verdade alguns fundos destruem valor ao longo do tempo. “Escolher bem em qual fundo investir é importante porque investir em um fundo que destrói valor nos penaliza duplamente: em primeiro lugar por não obter alfa positivo e em segundo lugar por ter deixado de aplicar em fundos que geram esse alfa”, avisa o consultor.

Eficiência e risco - Ao analisar a proporção de alfas positivos (número de períodos com alfas positivos dividido pelo número de períodos com alfas negativos) o estudo conclui que os melhores gestores apresentam um significativo ganho de eficiência. Considerando uma janela móvel de 52 semanas (12 meses), para cada alfa acumulado negativo o gestor gera mais de seis alfas acumulados (em 12 meses) positivo.

Outra variável analisada foi o risco relativo desses fundos, que está em linha com a média da população. Foi estudado o seu risco absoluto para saber se a geração de alfa exige maior risco e utilizado o desvio padrão das rentabilidades semanais, desde a criação dos fundos, como a medida desse risco.

A conclusão mostra que o risco médio anualizado da população, com base nos retornos semanais, foi de 21,45%. O risco médio, anualizado o benchmark, foi de 26,40%, muito em linha com o risco da população. Já o risco médio do grupo que representa 25% dos fundos melhor ranqueados foi de 18,50%, abaixo dos anteriores. “Esperávamos ver um risco maior no grupo selecionado, o que não ocorreu e isso indica que os fundos melhor ranqueados não assumiram mais risco para gerar alfa”, sublinha Araújo.

Fonte: [Diário dos Fundos de Pensão](#), em 15.03.2017.