Gestores Brasileiros de Fundos São Bons?

Lockton Brasil Consultoria e Corretora de Seguros

Março/2017

LOCKTON BRASIL

PÁGINA

SUMÁRIO EXECUTIVO	3
INTRODUÇÃO	4
O QUE PROCURAMOS?	4
ONDE ESTÁ O ALFA?	5
ENCONTRAMOS O ALFA	6
PRIMEIRAS CONCLUSÕES	9
O PRÓXIMO PASSO: SEPARAR O JOIO DO TRIGO	10
JÁ CONTAMOS O MILAGRE AGORA VAI O SANTO	11
CONCLUSÃO	13
AVISO	13

SUMÁRIO EXECUTIVO

Este estudo busca identificar se os gestores brasileiros de fundos de renda variável conseguem gerar alfa e se ele é consistente ao longo do tempo.

Alfa é o excesso de retorno de um fundo comparado com o seu índice de referência (*benchmark*). Excesso de retorno pode acontecer tanto em mercado em baixa (o valor da cota do fundo cai menos do que o *benchmark*) ou em mercado em alta (a rentabilidade do fundo é maior do que a do *benchmark*).

Selecionamos, na base de dados da Morningstar Direct, fundos de renda variável ativos, com patrimônio superior a R$15 milhões e com um mínimo de três anos desde o seu lançamento. Chegamos a 469 fundos. Segregamos esses fundos em famílias, conforme seu índice de referência e calculamos o alfa gerado por cada um deles, com base em retornos semanais.

Para identificar alfa e sua consistência, calculamos diversas medidas estatísticas em três janelas de tempo; desde seu lançamento, médias móveis de 6 meses (ou 26 semanas) e de 12 meses (52 semanas). Calculamos, ainda, o retorno no último ano e em dois, três e cinco anos.

Os dados forneceram forte indicio de geração de alfa e com boa consistência. Entretanto, identificamos que alguns fundos não conseguem agregar valor e que a diferença entre os resultados obtidos pelos melhores e piores fundos é muito relevante, chegando a uma média superior a 6% ao ano.

Concluímos que foi possível gerar alfa no mercado brasileiro nos últimos anos e essa geração tem sido relativamente consistente, ao menos para alguns gestores. A escolha do fundo é muito relevante para a obtenção de rentabilidade, pois as diferenças no retorno das cotas dos fundos não foram desprezíveis. De uma forma geral os gestores que geram mais alfa tiveram dificuldade em ganhar do IBOVESPA em 2016, devolvendo alfa. As médias de longo prazo se mantiveram altas.

Finalmente selecionamos os melhores fundos, segundo uma série de indicadores estatísticos e apresentamos os gestores desses fundos ao final desse trabalho.

A seguir a íntegra do estudo.

INTRODUÇÃO

Já se vão vinte anos desde que nos deparamos pela primeira vez com a discussão sobre quem consegue agregar mais valor ao investidor, os gestores passivos ou os ativos e, aparentemente, os ingleses estão colocando um fim a esse debate.

Um importante artigo publicado pelo Financial Times em 18 de novembro de 2016, intitulado: O Regulador Inglês Planeja Sacudir o Setor de Fundos ("*UK regulator plans shake-up of fund sector*") – que passou praticamente desapercebido aqui – noticia a publicação de um estudo do órgão de regulação de mercado de fundos de investimentos inglês, o *Financial Conduct Authority* (FCA), com conclusões bombásticas.

Segundo o artigo do Financial Times o FCA conclui que fundos ativos distribuídos em rede rendem menos do que o índice de mercado, depois de descontados os custos de gestão. Produtos destinados a grandes investidores também não conseguem agregar valor relevante.

Essa discussão tem levado investidores, em diversos países, a optar por fundos passivos, ou ETFs como são também conhecidos.

Sempre nos perguntamos se o mesmo pode acontecer no Brasil. A publicação do estudo do FCA foi o incentivo que faltava para enfrentarmos a grande tarefa de buscar alfa em nossas terras. Decidimos então estudar o nosso segmento de gestão de renda variável e procurar alfa.

O QUE PROCURAMOS?

Antes de entrarmos no estudo propriamente dito, apresentamos o desafio proposto. A Moderna teoria de carteiras nos diz que em mercados eficientes nenhum investidor consegue, no longo prazo, retornos maiores do que a média de todo o mercado. Outras teorias dizem que o investidor que possui capacidades analíticas superiores pode gerar retorno superior a média de mercado.

Seguindo essas teorias, dividimos os investidores (ou gestores de recursos) em dois grandes grupos; os passivos, que não acreditam ser possível agregar valor à média de mercado; e os ativos, que acreditam que podem gerar consistentemente, no longo prazo, resultados acima da média.

Para esse estudo definiremos alfa como sendo o retorno de um fundo acima do retorno de um índice de referência calculado pela BM&FBOVESPA, ou *benchmark*. Esse índice será nossa aproximação para o retorno médio do mercado. Só analisaremos fundos de renda variável ativos.

ONDE ESTÁ O ALFA?

Alfa pode estar, ou não, espalhado em centenas de fundos de ações vendidos aos brasileiros. "Onde está Alfa?" É a pergunta que queremos responder.

Limitamos nossa busca por alfa a fundos que possuem, em dezembro de 2016, as seguintes características:

- Fundos classificados como de renda variável ativo, segundo a ANBIMA;
- Histórico de rentabilidade mínima de três anos;
- Patrimônio líquido mínimo de R$ 15 milhões, em dezembro de 2016;

Excluímos de nossa amostra fundos classificados como "diversos" – fundos que usam um índice de referência de renda fixa (ex.: CDI/Selic, IPCA, etc) – fundos setoriais e de sustentabilidade.
Aplicando esses filtros e consultando o banco de dados da Morningstar Direct, chegamos a pouco mais de 450 fundos.

Para organizar nosso estudo agrupamos esses fundos em famílias, conforme seu *benchmark*. Obtivemos as seguintes famílias: IBOVESPA, IBrX 100, IBrX 50, SMLL (*Small Caps*), IDIV (Dividendos) e Outros. Para a família Outros usamos o IBOVESPA como *benchmark*, por ser o índice mais popular no Brasil.

Para calcular o alfa usamos dados de rentabilidade semanal, calculada com base nas cotações do último dia útil da semana e dividimos pela rentabilidade semanal do respectivo *benchmark*.

Para identificar o alfa e a habilidade do gestor em produzi-lo com consistência e eficiência, desenvolvemos um modelo estatístico que classifica cada fundo quanto a uma série de medidas que são:

- Média, mediana e desvio padrão do alfa gerado;
- *Downside deviation* (desvio padrão dos alfas negativos);

- Retorno ajustado a risco (média de alfa dividida pelo seu desvio padrão);
- Razão de alfas positivos sobre negativos (número de semanas com alfa positivo dividido pelo número de semanas com alfa negativo);

Ainda, calculamos o alfa, e as estatísticas acima, em três janelas específicas:

- Desde sua criação;
- Média móvel de 26 semanas;
- Média móvel de 52 semanas;

Observamos também os retornos absolutos e relativos atingidos no último ano (2016) e em períodos de dois, três e cinco anos. Chegamos ao final dos nossos cálculos com mais de uma dezena de indicadores para cada fundo. Considerando aproximadamente 450 fundos, o total de indicadores calculados foi superior a 5.000.

ENCONTRAMOS O ALFA?

Para nossa surpresa, diferente do que encontrou a autoridade britânica, bastou uma rápida olhada nos dados para identificarmos alfa. Em todas as famílias estudadas encontramos alfa em praticamente a metade dos fundos, indicando que, de alguma forma ou em alguma janela de tempo, o gestor ganhou do índice de referência.

A fim de simplificar a compreensão dos dados e cálculos, apresentaremos apenas os resultados obtidos pelos fundos cujo benchmark foi o IBOVESPA. Entretanto vale ressaltar que a conclusão para as outras famílias não é diferente.

Tabela 1- Retornos obtidos em 1, 2, 3 e 5 anos

Retornos Médios	Fundos	Benchmark	25% Melhores
1 ano	23,08%	38,93%	25,78%
2 anos	13,87%	20,44%	25,22%
3 anos	11,65%	16,93%	30,79%
5 anos	26,07%	6,20%	72,13%

Fonte: Morningstar Direct e Lockton

O primeiro ponto que observamos é a dificuldade dos gestores em gerar alfa no ano de 2016. Mesmo os 25% melhores fundos apresentaram médias de rentabilidade bem abaixo do retorno do IBOVESPA.
Observando o retorno histórico e as estatísticas dos melhores fundos em 2016 podemos inferir que esses fundos desempenham muito bem em mercados mais fracos e pior em mercados mais fortes.

Entretanto, quando analisamos períodos maiores - 2, 3 ou 5 anos - o ganho proporcionado pelos melhores fundos é impressionante. Alguns desses fundos foram capazes de agregar muito valor ao longo dos anos.

Finalmente, temos que nos lembrar que quando trabalhamos com séries temporais de longo prazo (3 e 5 anos) ficamos expostos ao viés de sobrevivência (os melhores fundos sobrevivem e os piores desaparecem). Esse viés causa uma alta nas médias porque não captura, hoje, os fundos ruins da época que simplesmente desapareceram ao longo do tempo.

Tabela 2- Estatística de Alfa Gerado Pelos Fundos Com Benchmark IBOVESPA

	Total Geral
Quantidade de Fundos	350
Desde o Inicio (Semanal) Parte 1	
Média	0,11%
Mediana	0,11%
Desvio Padrão	2,16%
Downside Deviation	0,89%
Proporção Alfas Positivos	1,16
Janela de 26 Semanas Parte 2	
Média	2,94%
Mediana	2,48%
Desv. Padrão	10,87%
Downside Deviation	2,43%
Proporção Alfas Positivos	1,74
Janela de 52 Semanas Parte 3	
Média	6,24%
Mediana	5,51%
Desvio Padrão	15,86%
Downside Deviation	2,29%
Proporção Alfas Positivos	2,26

Fonte: Morningstar Direct e Lockton

A Tabela 2 apresenta uma série de dados dos fundos estudados em três janelas de tempo distintas: desde sua criação, em médias de 6 meses (26 semanas) e médias de um ano (52 semanas).

A coluna "Total geral" apresenta a média obtida por todos os fundos estudados dentro da família IBOVESPA.

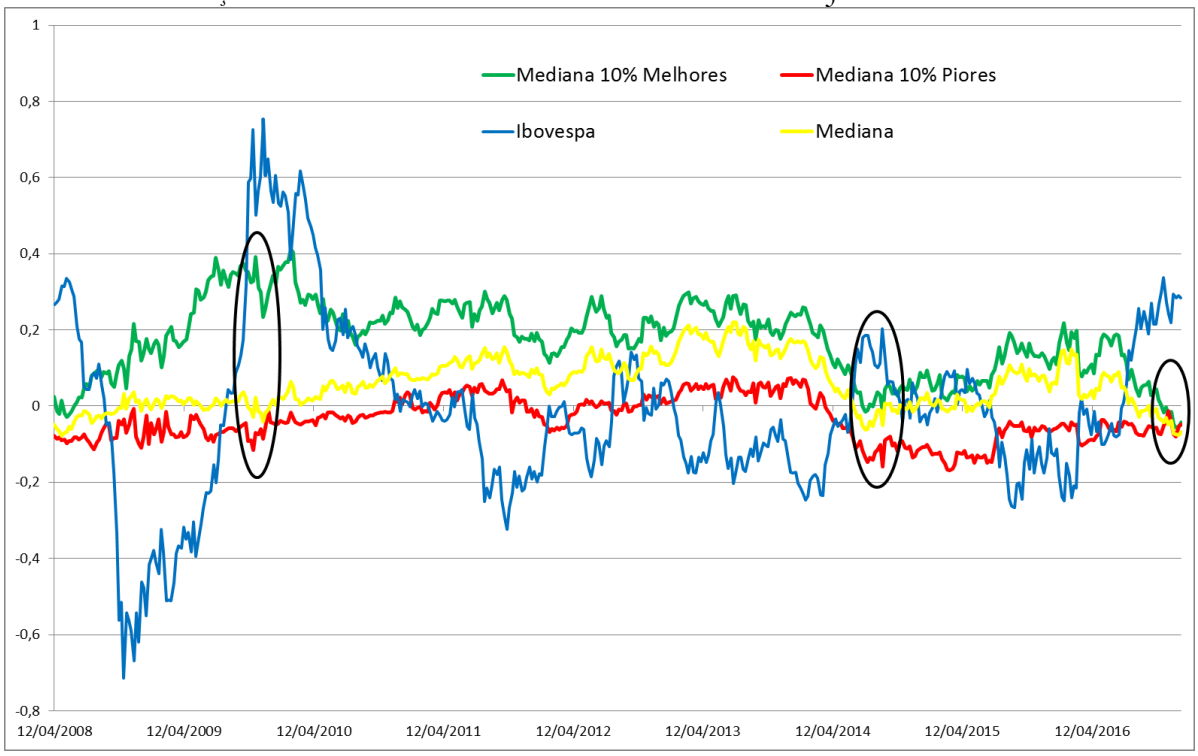
A tabela está dividida em três partes. A primeira parte mostra a média de cada uma das estatísticas calculadas desde a data de início de cada fundo. Podemos facilmente observar que, de uma forma geral, os fundos estão gerando resultado, pois as médias e as medianas são maiores do que zero. A proporção de alfas positivos é maior do que um, mostrando também que existe, na maior parte do tempo, geração de alfa.

Os dados indicam que, no Brasil, há sim alfa de médio e longo prazo a ser obtido com a gestão ativa. Os fundos IBOVESPA apresentaram bom alfa médio em todas as janelas estudadas. Em média os bons gestores agregaram alfa de 4% a 6% ao ano.

Portanto, podemos dizer que há alfa nos fundos de renda variável. Entretanto, ele não está em todos os fundos. Analisamos mais detalhadamente os resultados obtidos com janelas de 52 semanas, que acreditamos privilegiar fundos com alfa mais consistente. Notamos que alguns fundos destroem valor ao longo do tempo.

O Gráfico 1 mostra os resultados obtidos por 10% dos fundos melhor e pior ranqueados.

Gráfico 1- Evolução do Alfa e Rentabilidade do IBOVESPA. Em Janelas de 52 Semanas.



Fonte: Lockton Brasil.

A linha amarela do gráfico abaixo mostra a evolução do alfa, em janelas de 52 semanas (um ano), para a mediana dos 10% dos fundos melhor e pior ranqueados. Quando esta linha está acima do zero, há geração de alfa (positivo) acumulado nos últimos 12 meses. Quando ela está abaixo há destruição de alfa. Notamos que em 2009, 2014 e 2016 o alfa médio gerado foi negativo. De 2009 até meados de 2013 o alfa médio foi positivo, com destaque para 2013. Essa observação é curiosa. Nesse período a rentabilidade da bolsa foi ruim, como mostra a linha azul do gráfico. Cabe perguntar se os gestores assumem posições muito defensivas que são favorecidas por mercado em queda.

De 2014 até o inicio de 2016, com destaque para 2015, a mediana dos fundos mostra algum alfa, mas ele some quando a bolsa inicia sua alta. No final de 2016 os fundos estão destruindo alfa. Esse fato corrobora nossa observação anterior que em mercado de alta os gestores encontram mais dificuldade em agregar valor ao fundo.

A linha vermelha do Gráfico 1 mostra a mediana do alfa gerado por 10% dos fundos pior ranqueados (10º percentil do ranqueamento). Esses são os fundos que queremos evitar a qualquer custo. Já a linha verde mostra o alfa gerado pelo 90º percentil, ou os melhores fundos da família. O importante aqui é notar que alguns fundos conseguem agregar muito alfa ao longo de todo o período considerado, enquanto outros não agregam alfa quase nunca. Devemos observar também que a diferença entre o resultado obtido pelos fundos ruins e bons é bem grande. A escolha de um fundo ruim nos custará caro.

Mais uma vez notamos que até mesmo os melhores fundos tiveram dificuldade em agregar valor em 2016.

PRIMEIRAS CONCLUSÕES

Podemos concluir que há gestores no Brasil que conseguem agregar alfa por gestão ativa. Observamos também que esse valor é relevante. Para os bons fundos o valor agregado é superior a 4% ao ano, em média e que esse valor pode ser muito alto, como foi o caso de 2009 e 2012.

Entretanto, vemos que nem todos os fundos ditos "ativos" agregam valor, na verdade alguns fundos destroem valor ao longo do tempo. Escolher bem em qual fundo investir é importante.

Investir em um fundo que destrói valor nos penaliza duplamente. A primeira penalidade é não obter alfa positivo, a segunda penalidade é não investir em fundos que geram alfa positivo. A distancia entre as linhas verde e vermelha do Gráfico 1 é um bom exemplo. Marcamos no gráfico o ponto extremo dessa diferença, que ocorreu no final de 2009 e inicio de 2010. Imagine quanto dinheiro você perdeu por investir em um fundo que perdeu do benchmark. Agora some a esse valor o quanto você deixou de ganhar por não ter investido em um fundo que conseguiu agregar valor no mesmo período. Você verá que o valor não é pequeno.

Em tempos de mercado "normal" a distancia média entre os resultados dos melhores para os piores resultados é de aproximadamente de 10% ao ano, que é uma diferença muito grande, mesmo no curto prazo. Escolher bem o fundo é muito importante, principalmente para o investidor de longo prazo.

O PRÓXIMO PASSO: SEPARAR O JOIO DO TRIGO

Decidimos ir além e identificar quem são os melhores gestores de mandatos ativos de renda variável.

Definimos um bom gestor como sendo aquele que gera alfa positivo com consistência ao longo do tempo.

Queremos também entender qual é o nível de risco ativo que o gestor assume para ganhar do *benchmark*. Um bom gestor deve agregar valor sem assumir demasiado risco. Gestores muito arriscados podem destruir, rapidamente, o alfa gerado.

Para selecionar os melhores fundos calculamos uma série de indicadores quantitativos tais como: média de geração de alfa, o desvio padrão, o *downside deviation*, proporção de alfas positivos, observados nas três janelas de tempo. Depois atribuímos um peso a cada uma delas, sendo a geração de alfa a mais relevante.

A Tabela 3 compara a media dos indicadores desses fundos com a média de todos os fundos estudados.

Tabela 3 - Estatística Dos Fundos Melhor Ranqueados

	Total Geral	25% Melhores
Quantidade de Fundos	350	84
Desde o Início (Semanal) Parte 1		
Média	0,11%	0,25%
Mediana	0,11%	0,28%
Desvio Padrão	2,16%	1,92%
Downside Deviation	0,89%	0,91%
Proporção Alfas Positivos	1,16	1,35
Janela de 26 Semanas Parte 2		
Média	2,94%	6,67%
Mediana	2,48%	6,27%
Desvio Padrão	10,87%	8,74%
Downside Deviation	2,43%	2,10%
Proporção Alfas Positivos	1,74	3,71

Janela de 52 Semanas Parte 3		
Média	6,24%	13,63%
Mediana	5,51%	12,87%
Desvio Padrão	15,86%	11,93%
Downside Deviation	2,29%	1,09%
Proporção Alfas Positivos	2,26	7,65

Fonte: Morningstar Direct e Lockton

Da Tabela 3 salta aos olhos que os melhores fundos apresentam praticamente todas as medidas melhores do que a média da população estudada. Só as medidas de risco, o desvio padrão e *downside deviation*, é que são piores para a janela de medidas semanais desde o inicio do fundo, mesmo assim as diferenças são pequenas.

O fato mais curioso é que nas janelas de 26 e 52 semanas o risco de geração de alfa calculado para os melhores fundos é menor do que o risco mediano da população, algo que não esperávamos encontrar. Isso nos indica que os bons gestores geram alfa com a mesma consistência (em termos de desvio) do que a média do mercado.

Olhando para a proporção de alfas positivos (numero de períodos com alfas positivos dividido pelo numero de períodos com alfas negativos) vemos que os melhores gestores apresentam um significativo ganho de eficiência. Ou seja, se consideramos uma janela móvel de 52 semanas (12 meses), para cada alfa acumulado negativo o gestor gera mais de 6 alfas acumulamos (em 12 meses) positivo.

Finalmente, como o risco relativo desses fundos está em linha com a média da população, estudamos o seu risco absoluto para saber se a geração de alfa exige maior risco. Usamos o desvio padrão das rentabilidades semanais, desde a criação dos fundos, como a medida desse risco.

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 indicando que os fundos melhor ranqueados não assumiram mais risco para gerar alfa.

JÁ CONTAMOS O MILAGRE AGORA VAI O SANTO

Finalmente ranqueamos quantitativamente os melhores fundos, conforme nossa medida interna que considera todos os dados estatísticos apresentados, nas três janelas de tempo. Em nossa lista identificamos alguns "fundos vértices". Como esses fundos não cobram taxa de gestão e só podem receber investimentos de outros fundos do próprio gestor, decidimos ignorá-los.

Feito esse ajuste recalculamos o nosso ranqueamento e listamos então os dez melhores fundos. A seguir apresentamos, em ordem alfabética, os gestores responsáveis por decidir como e onde o dinheiro do fundo

é investido. Note que apresentamos o nome de seis gestores. Isso é explicado pelo fato de um gestor conseguir ranquear mais de um fundo dentre os 10 melhores.

Gestores dos 10 fundos melhor ranqueados

- Atmos Capital Gestão de Recursos Ltda.;
- BC Gestão de Recursos Ltda.;
- Bogari Gestão de Investimentos Ltda.;
- Dynamo Administração de Recursos Ltda.;
- Pollux Capital Administração de Recursos Ltda.;
- Squadra Investimentos Gestão de Recursos Ltda.;

Fonte: Lockton

Tabela 4 –Rentabilidades dos Gestores melhor ranqueados

Gestor	Retornos			
	1 Ano	2 Anos	3 Anos	5 Anos
Atmos Ações FIC FIA	26,04%	48,09%	65,25%	150,96%
BC Brasil Capital FIC FIA	36,62%	27,67%	30,16%	99,01%
Bogari Value FIC FIA	27,91%	28,16%	30,44%	70,47%
Dynamo São Fernando IV FIA	19,92%	37,27%	46,35%	95,80%
Pollux Ações I FIC FIA	35,54%	40,08%	28,80%	85,18%
Squadra Long Only FIC FIA	32,24%	24,46%	24,56%	54,83%
IBOVESPA	38,93%	20,44%	16,93%	6,12%

Fonte: Lockton e Morningstar Direct

A Tabela 4 apresenta a rentabilidade dos fundos dos gestores melhor ranqueados. O primeiro fato que nos chama atenção é que nenhum deles obteve rentabilidade acima do IBOVESPA em 2016. O destaque negativo é para o fundo da Dynamo que rendeu apenas 20% no ano enquanto o Índice de Bolsa foi de 38,93%. Em cinco anos todos os gestores agregaram um alfa surpreendente. Em todas as outras janelas o gestor gerou muito alfa.

Fica no ar a pergunta: Será que quando a bolsa tem forte alta o processo de investimentos desses gestores especialistas falha em gerar alfa?

CONCLUSÃO

No passado foi possível colher o Alfa com gestão ativa de renda variável no Brasil. As estatísticas calculadas indicam que em todas as famílias de fundos os gestores de recursos conseguem gerar alfa e que em alguns casos esse alfa é consistente.

No ano de 2016, com forte alta na bolsa, a grande maioria dos gestores não conseguiram agregar alfa. Aparentemente em mercados muito fortes a seleção ativa de ações não captura todo o movimento.
Verificamos também que a magnitude do alfa gerado é relevante e que cobre, com folga, as taxas de gestão cobradas. Portanto, selecionar um bom fundo que gere alfa consistentemente, é, sem dúvida, importante e no longo prazo gera retornos acima da média do mercado, independente do seu custo.

Entretanto, encontramos fundos que destroem alfa e identificamos que a diferença do resultado gerado pelos melhores e piores gestores não é desprezível, mais uma evidência de que a boa seleção de fundos agrega muito valor.

AVISO

Este documento combina elementos técnicos e subjetivos, possui finalidade exclusivamente informativa e não oferece qualquer recomendação legal, contábil ou tributária.

A Lockton, seus diretores, funcionários ou técnicos envidaram esforços adequados para realizar as análises aqui apresentadas, entretanto é a eles resguardado o direito de alterar, a qualquer momento e sem prévio aviso, as informações e opiniões aqui apresentadas.

Na ausência de expresso consentimento por escrito, a Lockton Brasil, seus diretores, funcionários e consultores não se sujeitarão a quaisquer responsabilidades decorrentes do uso das informações ou opiniões contidas neste documento, portanto a Lockton, seus diretores, funcionários e consultores não poderão ser cobrados em razão das mesmas.

Performance passada não garante resultados futuros. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismos de seguro ou fundo garantidor de crédito.

O retorno e valor do investimento flutuam ao longo do tempo e o resgate de um fundo pode representar perda financeira. Antes de investir leia o regulamento e prospecto do fundo e considere, cuidadosamente, os fatores de risco inerentes ao tipo de investimento e ao fundo.

Esse material se destina apenas a investidores qualificados conforme definições legais aplicáveis.

Qualquer decisão tomada com base nas informações, opiniões e comentários contidos nesse documento é de total responsabilidade do leitor. Este documento é confidencial é terminantemente proibido sua divulgação por terceiros, em partes ou no todo.

Nossa Missão

Ser o líder mundial em valor
e serviço em corretagem de seguros e gerenciamento de riscos.

Nossa meta

Ser o melhor lugar para se fazer negócios e para trabalhar.

www.lockton.com.br

© 2017 Lockton, Co. Todos os direitos reservados
Imagens © 2017 GettyImages. Todos os direitos reservados.