



O poder da gestão ativa para obtenção de retornos superiores no longo prazo no mercado brasileiro de fundos de ações

Este estudo analisa a capacidade da gestão ativa¹ em renda variável para gerar retornos superiores no longo prazo quando comparada à gestão passiva.² Apesar de alguns estudos em mercados mais maduros e desenvolvidos encontrarem resultados pouco conclusivos sobre o poder da gestão ativa, no caso da indústria brasileira de fundos de ações, encontramos resultados bastante animadores.

Isto porque o mercado nacional apresenta uma reduzida disponibilidade de veículos passivos (por segmento, classes e estratégias) e os índices indicam critérios de composição com limitada representatividade da economia real.

Já no mercado americano, por exemplo, a ampla variedade e liquidez de veículos passivos de investimento (ETFs³ que abrangem diversos segmentos e classes), a disseminação das informações e o modelo de custos da indústria de fundos ativos, sugerem de forma empírica, que não há superioridade na performance dos gestores ativos quando comparados aos passivos. Estudos neste mercado, sugerem que com o aumento da gestão passiva, a eficiência da precificação diminui tornando os ativos mais voláteis e com liquidez reduzida.

4

Mercados eficientes estão entre os pilares das economias desenvolvidas e neles, os preços negociados refletem, em média, o valor dos ativos subjacentes. Os ativos sub ou sobre valorizados tendem a se mover em direção ao seu valor justo rapidamente. Este movimento amplifica a participação dos investidores, torna os ativos mais líquidos e ainda facilita a diversificação de riscos ao incentivar a formação de capital.

Dessa forma, podemos entender a gestão ativa como o motor propulsor da eficiência do mercado. Gestores ativos realizam extensas pesquisas, analisam os ativos subjacentes e atribuem valores aos ativos

¹ Estilo de gestão que considera que os preços dos ativos de mercado não refletem toda a informação disponível, portanto, seria possível apresentar retornos superiores aos índices de referência de forma consistente. O gestor apresenta flexibilidade na escolha de ativos, buscando alternativas de investimento que julgue mais interessantes, não necessitando apresentar uma carteira aderente a nenhum índice de referência.

² Estilo de gestão onde se replica uma posição em índices de referência de mercado (*benchmark*). Desta forma seu desempenho está diretamente atrelado ao desempenho do índice selecionado. É uma estratégia que assume que os mercados são, de certa forma, eficientes e bem precificados.

³ [ETF \(Exchange Traded Funds\): fundos comercializados como ações que replicam as carteiras de determinados índices de referência.](#)

⁴ [Butler, Grullon, and Weston \(2003\), Wurgler \(1999\)](#)



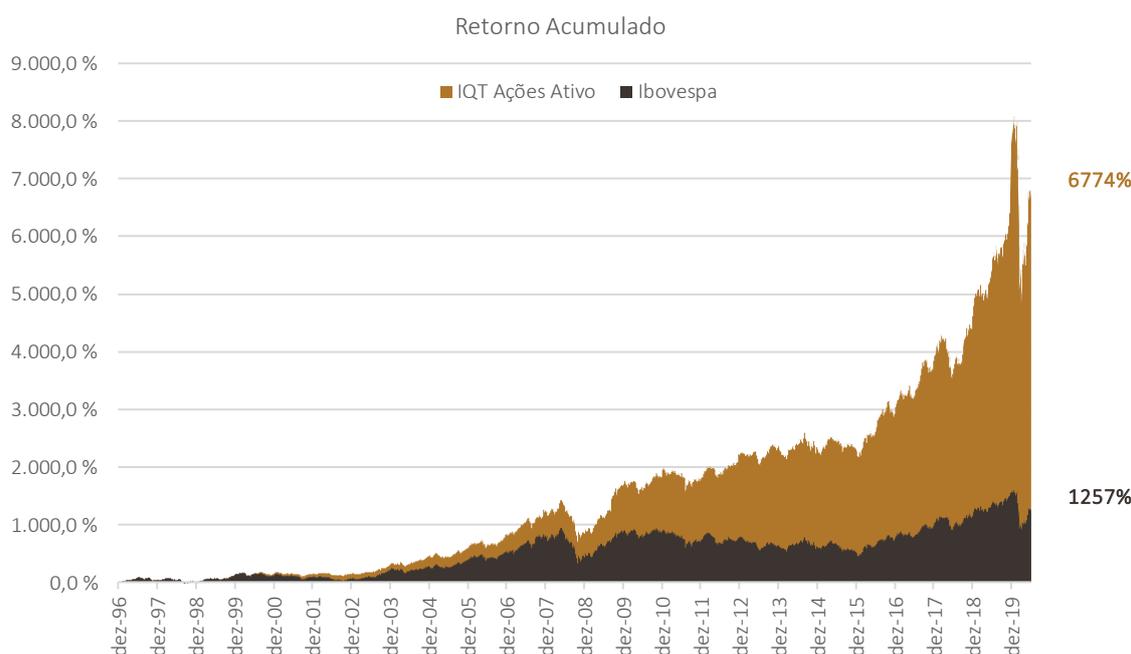
transacionados através do processo de compra e venda fazendo contraponto aos gestores passivos, que são geralmente os "tomadores de preço".

Análise de resultados

Consideramos aqui dados históricos de retornos do Ibovespa (como *proxy* de gestão passiva no Brasil) e do índice de gestão ativa IQT Ações Ativo⁵ (como *proxy* de gestão ativa no Brasil) no período de janeiro de 1997 a junho de 2020.

Como podemos observar na Figura 1, o retorno do IQT Ações Ativo foi 5,4 vezes superior ao retorno do Ibovespa no mesmo período. Os valores de desempenho ajustado ao risco também foram superiores. O retorno anualizado do IQT Ações Ativo foi de 19,8% vs 11,8% do Ibovespa (Figura 2), com uma volatilidade substancialmente inferior (22,7% a.a. vs 32,4% a.a.).

Figura 1 – Gráfico de Retorno Acumulado – Gestão Ativa vs Gestão Passiva



⁵ O Índice Quantum Tipo (IQT) Ações Ativo é composto de Fundos de Investimento em Ações (FIAs) denominados como gestão ativa. Seu cálculo considera os retornos de cada fundo ponderados pelo respectivo patrimônio líquido do fundo, conforme fórmula a seguir:

$$IQT(t) = IQT(t-1) \{ 1 + [r_1(t) (PL_1(t)/PL_{total}(t)) + r_2(t) (PL_2(t)/PL_{total}(t)) + \dots + r_n(t) (PL_n(t)/PL_{total}(t))] \}$$

Em que, r_i é o retorno do fundo i . $i = 1, 2, \dots, n$.

PL_i o patrimônio líquido do fundo i . $i = 1, 2, \dots, n$.

PL_{total} somatório do patrimônio líquido do tipo.



Figura 2 – Gráfico de Retorno x Volatilidade (% ao ano) – Gestão Ativa vs Gestão Passiva

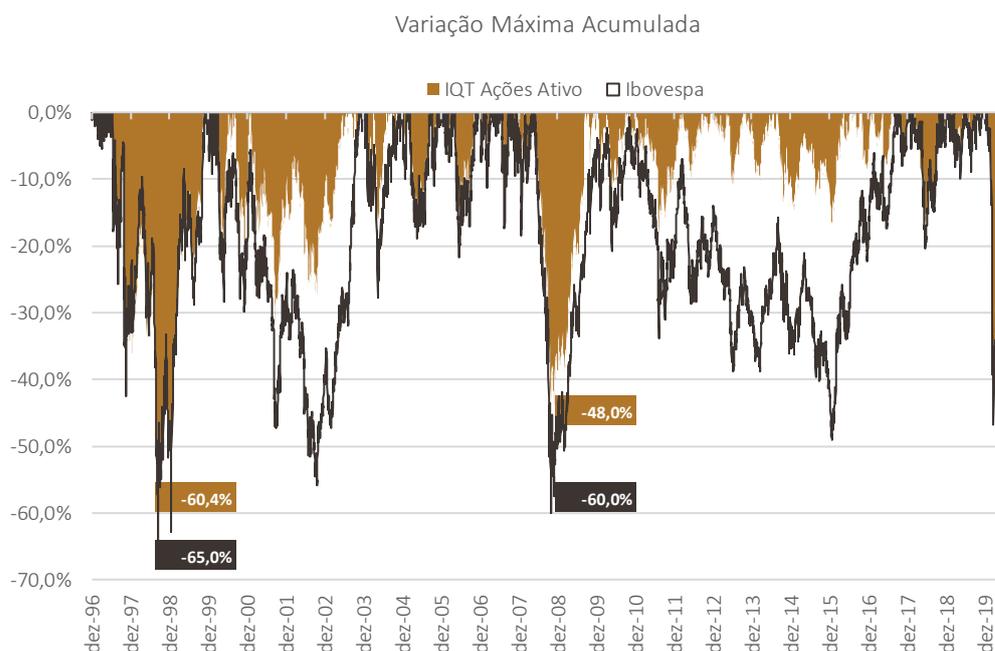


Adicionalmente, temos na Figura 3 a evolução da variação máxima acumulada⁶ dos diferentes estilos de gestão. Podemos observar novamente uma superioridade da gestão ativa sobre a gestão passiva. Em períodos de crise a gestão ativa exibe menores variações máximas (em magnitude) e uma maior velocidade de recuperação. Neste ponto é importante notar que há uma assimetria matemática na composição de perdas e ganhos: para recuperar uma perda de 10% por exemplo, um ativo deve subir 11%; já para recuperar uma perda de 50% o ativo deve subir 100%). Por isso, evitar grandes perdas gera um impacto relevante nos retornos de longo prazo.

⁶ Medida conhecida na literatura como *maximum drawdown*, que calcula a variação máxima acumulada entre pico e vale de um gráfico de retorno acumulado de uma variável.

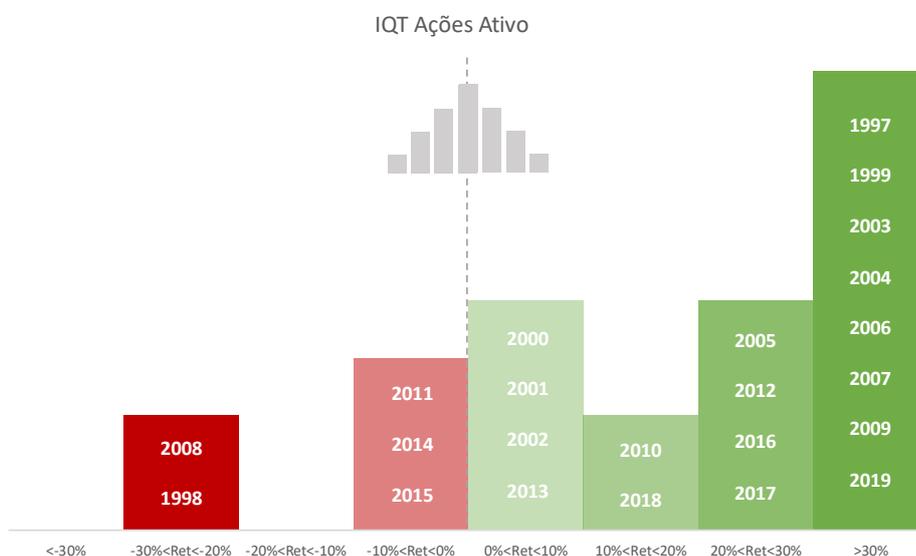


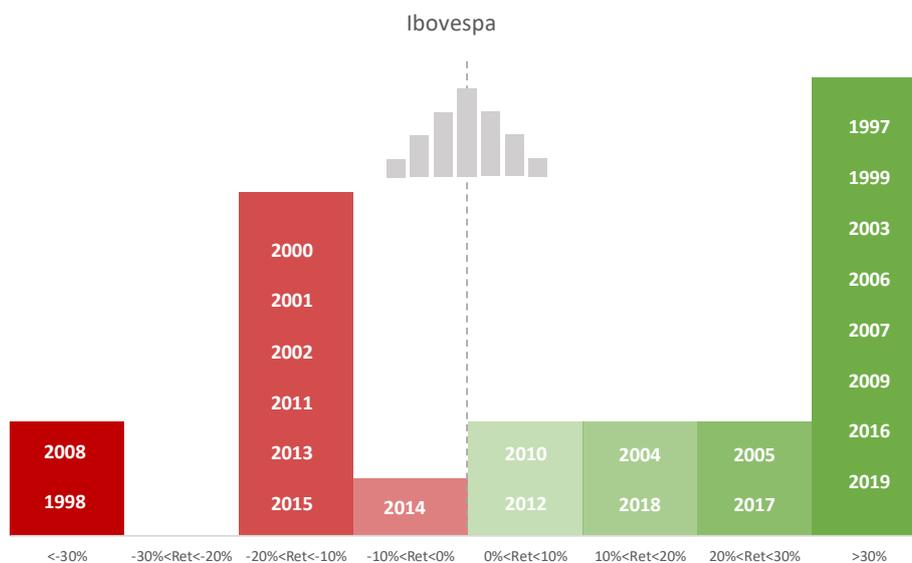
Figura 3 – Gráfico de Variação Máxima Acumulada – Gestão Ativa vs Gestão Passiva



Sob uma abordagem complementar, analisando o histograma dos retornos anuais, percebemos uma importante assimetria positiva nos retornos do IQT Ações Ativo quando comparado ao Ibovespa (Figuras 4 e 5) e ainda uma maior incidência de retornos anuais positivos para o IQT Ações Ativo (em 18 de 23 anos: 78% da amostra) vs Ibovespa (em 14 de 23 anos: 61% da amostra).

Figura 4 e 5 – Histogramas dos retornos anuais – Gestão Ativa vs Gestão Passiva





Ainda assim, é importante pontuarmos que a gestão passiva possui características atraentes, tais como custos potencialmente reduzidos, abordagem altamente transparente e aplicabilidade em larga escala, já que os ativos são predominantemente líquidos. Por outro lado, investimentos passivos podem conter vieses indesejados e riscos ocultos de concentração, aumentando a exposição dos investidores aos riscos sistêmicos.

De todo modo, vale ressaltar que para existir uma verdadeira gestão passiva (ancorada na hipótese mercado eficiente) precisamos garantir a existência de grande número de investidores ativos que acreditam na sua ineficiência - paradoxo dos mercados eficientes (Lorie e Hamilton (1973)).

Buscamos neste estudo dividir com o leitor nosso entendimento sobre a avaliação de risco e retorno da indústria brasileira de fundos de ações. Os resultados encontrados demonstram a eficiência da gestão ativa na alocação de capital, apresentando retornos superiores e um menor risco incorrido.

Referências

- Butler, A., Grullon, G., Weston J., Stock Market Liquidity and the Cost of Issuing Equity, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40, No. 2, pp. 331-348, 2005
- Lorie, J., Hamilton, M., *The Stock Market, Theories and Evidence*. Richard D. Irwin, Homewood, 1973
- Qin, N., Singal, V., Indexing and Stock Price Efficiency, *Financial Management*, Vol. 44, 4, 875-904, 2015
- Wurgler, J., *Financial Markets And The Allocation Of Capital*, Yale School of Management, WP, 2001