

COLABORADORES

Fei Mei Chan

Director

Index Investment Strategy
feimei.chan@spglobal.com

Craig J. Lazzara, CFA

Managing Director

Index Investment Strategy
craig.lazzara@spglobal.com

Graus de dificuldade: Indicadores de sucesso na gestão ativa

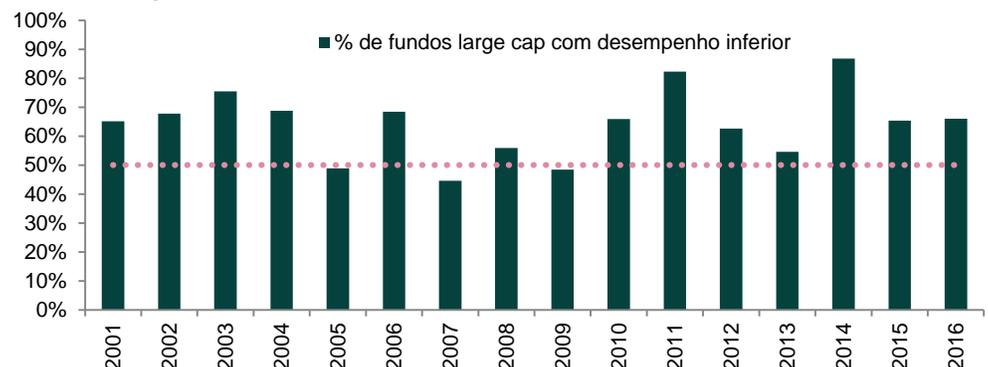
“É melhor ter sorte. Mas eu prefiro fazer as coisas sempre bem. Então, se a sorte me sorrir, estarei preparado”.

- Ernest Hemingway, *O velho e o mar*

RESUMO

- Há argumentos teóricos fortes e uma grande quantidade de dados empíricos que apoiam a ideia de que devemos esperar um desempenho inferior da maioria dos gestores ativos a maior parte do tempo. Contudo, *a maior parte do tempo não é todo o tempo e a maioria dos gestores ativos não são todos os gestores ativos*. Portanto, é razoável se perguntar se o desempenho da gestão ativa tende a subir e baixar como uma gangorra.
- Examinamos o desempenho de fundos em vários ambientes de mercado para ver se certas condições se correlacionam com um melhor desempenho da gestão ativa. Descobrimos que os gestores ativos tiveram maiores dificuldades em períodos de baixa dispersão, preços crescentes e quando o mercado esteve liderado por ações extremamente grandes.
- Os gestores ativos pareceram ter um desempenho não tão ruim em anos em que os fatores valor e momento ganharam do mercado. Isto sugere que os gestores, como grupo, tenderam a incluir valorização barata e rendimento histórico superior na sua seleção de ações.

Figura 1: A maioria dos gestores ativos teve um desempenho inferior a maior parte do tempo



Fonte: Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados do 31 de dezembro de 2016. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos. O desempenho no passado não garante resultados futuros.

INTRODUÇÃO: GESTÃO ATIVA VERSUS PASSIVA

O debate entre o investimento ativo e passivo tem uma longa história, mas nos últimos anos tem se intensificado até se tornar uma das principais preocupações dos investidores. O seguinte é um resumo dos argumentos entregues pelos defensores do investimento passivo:

- A pesquisa de Alfred Cowles de 1932 sobre o poder de predição medíocre dos analistas de mercados de ações¹
- A introdução do Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM) de William Sharpe (1964)² e a hipótese do caminho aleatório do Eugene Fama (1965)³, que fornece uma base teórica em favor de possuir uma carteira do mercado em lugar de depender da seleção ativa de ações
- Pedidos por parte de Burton Malkiel (1973)⁴ e Paul Samuelson (1974)⁵ para que alguém (qualquer companhia!) lançasse um fundo de índices ponderado por capitalização
- O argumento de Charles Ellis (1975) de que a profissionalização do negócio da gestão de investimentos fez com que fosse improvável manter um desempenho superior de maneira consistente⁶
- A demonstração simples de Sharpe em 1991 de que “após os custos, o retorno do dólar médio administrado ativamente será menor do que o do dólar administrado passivamente”.⁷

No entanto, apesar dos gestores ativos não serem capazes *como grupo* de ganhar do mercado, nada diz que os gestores *individuais* não possam fazê-lo (e até de maneira consistente).

Além disso, inúmeros observadores, incluindo a nossa própria companhia, seguiram o exemplo de Cowles na acumulação de dados empíricos sobre o desempenho dos gestores ativos.⁸ **Os resultados confirmam a teoria: a maioria dos gestores ativos tem um desempenho inferior ao mercado a maior parte do tempo.**

No entanto, apesar dos gestores ativos não serem capazes *como grupo* de ganhar do mercado, nada diz que os gestores *individuais* não possam

¹ Alfred Cowles: “[Can Stock Market Forecasters Forecast?](#)”, *Econometrica*, 1933, Vol. 1, terceira edição, p. 309-324. Confira também o artigo de Tim Edwards: “[Eighty-one years later...](#)”, 19 de dezembro de 2013.

² William F. Sharpe: “[Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk](#)”, *Journal of Finance*, setembro de 1964, p. 425-42.

³ Eugene Fama: “[Random Walks in Stock-Market Prices](#)”, *The Journal of Business*, 1965, Vol. 38, No. 1, p. 34-105.

⁴ Burton G. Malkiel: “[A Random Walk Down Wall Street](#)”, primeira edição, 1973, p. 226.

⁵ Paul A. Samuelson: “[Challenge to Judgement](#)”, *Journal of Portfolio Management*, 1974.1.1: p. 17-19.

⁶ Charles D. Ellis: “[The Loser’s Game](#)”, *Financial Analysts Journal*, julho/agosto de 1975.

⁷ William F. Sharpe: “[The Arithmetic of Active Management](#)”, *Financial Analysts Journal*, janeiro/fevereiro de 1991.

⁸ Confira, apenas para citar o exemplo mais recente, Aye M. Soe e Ryan Poirier: “[SPIVA® U.S. Scorecard](#)”, primeiro semestre de 2017.

fazê-lo (e até de maneira consistente). Ainda se esperarmos que mais da metade dos gestores ativos perca para o mercado, a teoria não especifica se a percentagem será 51% ou 81% do total. Portanto, é razoável se perguntar se há condições de mercado relativamente favoráveis (ou, em outras palavras, relativamente menos desfavoráveis) para a gestão ativa.⁹

O Scorecard SPIVA® (S&P Indices Versus Active) da S&P Dow Jones Indices tem sido publicado desde 2002 para o mercado dos EUA.¹⁰ O período de 16 anos para o qual temos dados não foi fácil para os gestores ativos: a maioria dos gestores large cap conseguiu ganhar do [S&P 500®](#) apenas em três dos 16 anos e 64% do grupo geral de gestores perdeu para o benchmark no período estudado. A base de dados SPIVA proporciona um método para avaliar regimes que poderiam apresentar mais ou menos graus de dificuldade para os gestores ativos. Vamos examinar uma grande quantidade de variáveis em duas dimensões:

A base de dados SPIVA fornece um método para avaliar regimes que poderiam apresentar mais ou menos graus de dificuldade para os gestores ativos.

- É mais provável os gestores como grupo ganharem do mercado (ou menos provável que percam para ele)?
- É provável que aumente o spread entre os gestores mais e menos bem-sucedidos?

Todas nossas conclusões devem ser consideradas como indicativas e não como definitivas. É importante destacar que 16 anos de dados não é muito e que devemos ser prudentes na hora de tirar muitas conclusões com base em tão poucas observações.

QUANDO PODERIA MELHORAR A GESTÃO ATIVA?

“A capacidade pouco vale sem oportunidade”.

- Napoleão Bonaparte

Dispersão

A dispersão é uma medida do *spread dos retornos* em um índice. Em um ambiente de dispersão elevada, há um grande spread entre os retornos dos componentes, enquanto em um ambiente de dispersão baixa, o diferencial é mais modesto.¹¹ A dispersão não é apenas de interesse para a área acadêmica. Quando a dispersão é elevada, o valor incremental

⁹ Contudo, na prática, é difícil conseguir um desempenho superior constante. Confira Aye M. Soe e Ryan Poirier: “[Does Past Performance Matter? The Persistence Scorecard](#)”, junho de 2017.

¹⁰ Confira o site: <https://spindices.com/spiva/#/>.

¹¹ Confira os artigos de Tim Edwards e Craig J. Lazzara: “[Dispersion: Measuring Market Opportunity](#)”, dezembro de 2013 e “[The Landscape of Risk](#)”, dezembro de 2014.

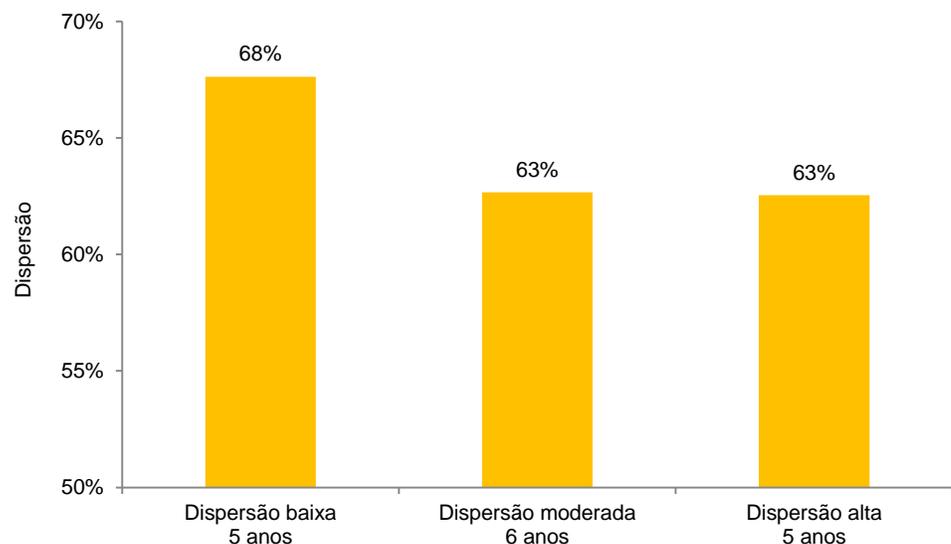
adicionado (ou perdido) por índices de fatores é muito maior do que em ambientes de dispersão reduzida.¹²

A dispersão é pertinente para o nosso estudo, porque os gestores ativos começam em desvantagem. Antes de gerarem valor para os seus clientes, devem arcar com uma série de custos fixos (taxas de administração, gastos de pesquisa, custos de transação, etc.). Depois disso, quaisquer retornos são transformados em valor agregado para o cliente. **Em um ambiente de dispersão baixa é mais difícil cobrir os custos fixos.** Portanto, poderíamos estabelecer duas hipóteses: (1) mais gestores ativos terão um desempenho inferior quando a dispersão for baixa; e (2) o *spread* entre os gestores com melhor e pior desempenho vai aumentar junto com a dispersão.

Uma baixa dispersão coloca desafios específicos para os gestores ativos.

Os dados do Scorecard SPIVA confirmam ambas hipóteses. Dividimos os nossos 16 anos de observações em três categorias: os cinco anos de menor dispersão, os anos com valores médios e os cinco anos com a maior dispersão. A figura 2a confirma a nossa intuição de que uma baixa dispersão coloca desafios específicos para os gestores ativos. Nos anos de dispersão baixa, 68% dos gestores ativos teve um desempenho inferior ao benchmark, versus 63% no caso das categorias de dispersão moderada e elevada.¹³

Figura 2a: Mais gestores tiveram desempenho inferior em ambientes de baixa dispersão



Fonte: Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados do 31 de dezembro de 2000 até 31 de dezembro de 2016. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos.

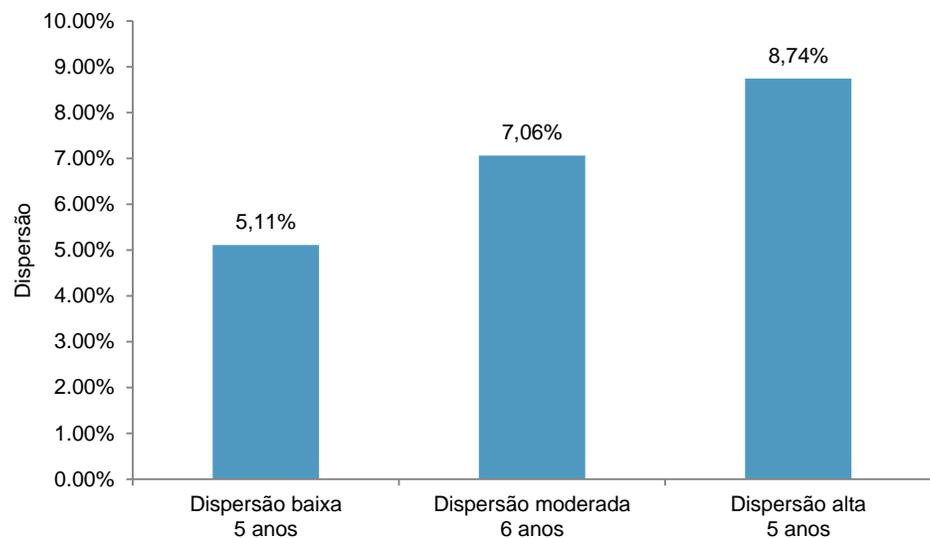
¹² Fei Mei Chan e Craig J. Lazzara: "[Gauging Differential Returns](#)", janeiro de 2014.

¹³ Esta é uma comparação entre elementos equivalentes (ou pelo menos relacionados entre si). Medimos a dispersão usando o S&P 500 para avaliar seu impacto nos gestores large cap ativos dos EUA.

O padrão da figura 2a é consistente com as nossas expectativas. A baixa dispersão aumenta as dificuldades para os gestores ativos, mas uma dispersão elevada não fornece um benefício equivalente. A habilidade de um gestor é o que é, sem importar o grau de dispersão: após arcar com os custos fixos, não há motivos para esperar que um maior número de gestores ganhe do mercado.

Por outro lado, a figura 2b mostra que o fosso de desempenho entre os gestores com melhor e pior performance se aprofunda de maneira monótona à medida que a dispersão aumenta.¹⁴ Isto é o que esperávamos, dado o nosso conhecimento da dispersão.

Figura 2b: Fosso de desempenho entre o primeiro e último quartil se aprofundou à medida que aumentou a dispersão



A correlação (ou o grau em que as ações de um índice se movem juntas) é citada com frequência — e, na nossa opinião, de maneira errada — como fator determinante do sucesso da gestão ativa.

Fonte: Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados do 31 de dezembro de 2000 até 31 de dezembro de 2016. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos.

Correlação

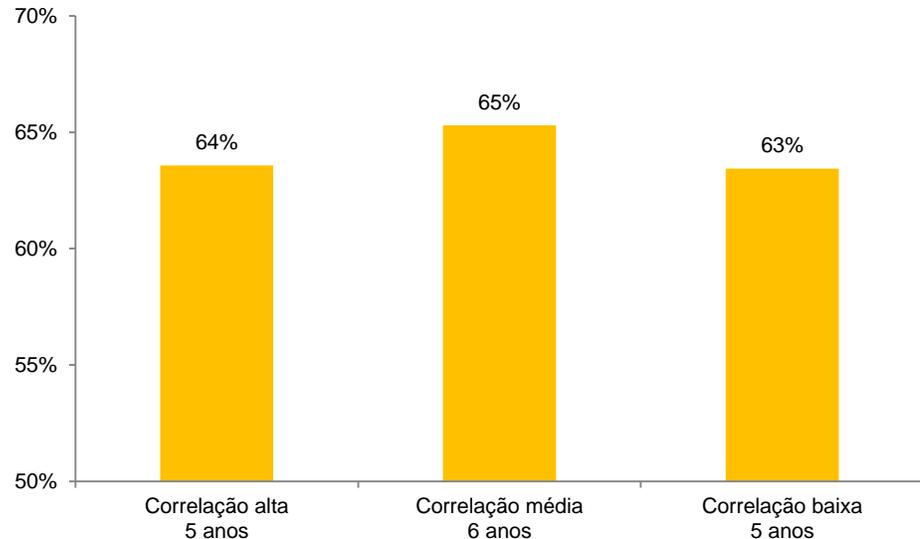
A correlação (ou o grau em que as ações de um índice se movem juntas) é citada com frequência — e, na nossa opinião, de maneira errada — como fator determinante do sucesso da gestão ativa.¹⁵ O argumento é que quando o nível de comovimento é elevado, a seleção de ações torna-se mais difícil, fazendo com que os selecionadores tirem proveito de uma menor correlação.

¹⁴ Especificamente, medimos a diferença no desempenho segundo o intervalo interquartil na nossa base de dados de gestores ativos large cap ou a diferença de distribuição entre os percentis 25 e 75.

¹⁵ Para um exemplo recente, confira a obra de Alap Shah: "[According To One Metric, This Could Be The Best Time For Stock-Picking In A Decade](#)", 11 de julho de 2017.

Há muito tempo defendemos¹⁶ a ideia de que a dispersão é muito melhor indicador do que a correlação e a base de dados SPIVA nos permite comprovar esta afirmação. A figura 3a mostra que a percentagem de gestores que perdem para o S&P 500 varia de maneira mínima com mudanças na correlação, em contraste com o impacto relativamente maior de uma baixa dispersão.

Figura 3a: A correlação não teve um impacto muito importante no desempenho de um gestor



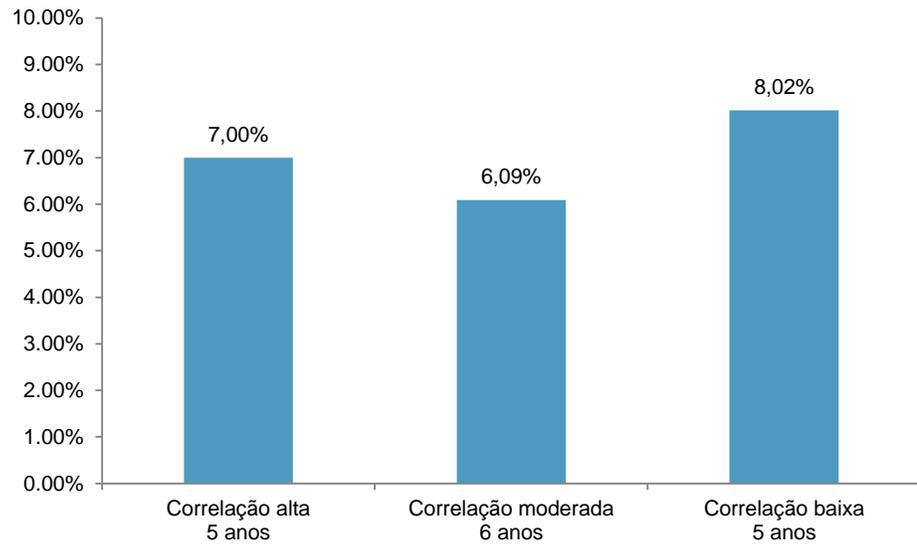
Uma correlação baixa produz um *spread* superior ao que encontramos em períodos de correlação elevada, mas a relação não é tão monótona e portanto é menos convincente.

Fonte: Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados do 31 de dezembro de 2000 até 31 de dezembro de 2016. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos.

Do mesmo modo, a figura 3b mostra uma relação fraca entre correlação e o *spread* entre os gestores nos extremos superior e inferior. Uma correlação baixa produz um *spread* superior ao que encontramos em períodos de correlação elevada, mas a relação não é tão monótona e portanto é menos convincente.

¹⁶ Craig J. Lazzara: "[Dispersion and Correlation: Which is 'Better?'](#)", 30 de janeiro de 2014.

Figura 3b: A correlação apresentou uma relação fraca com a diferença entre gestores dos quartis superior e inferior

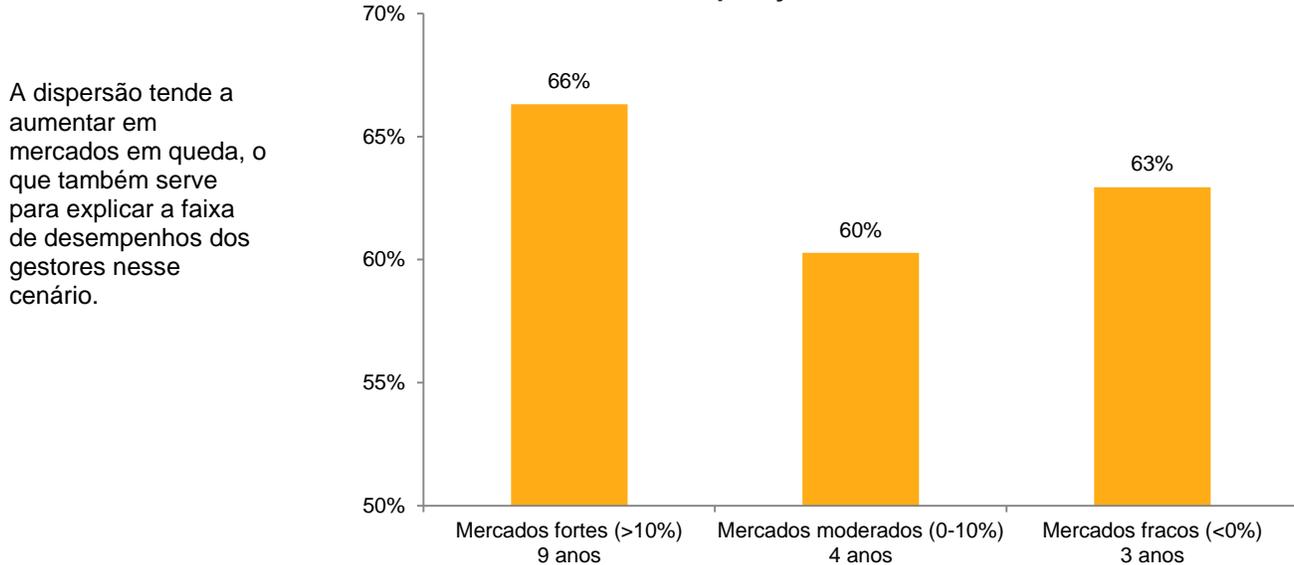


Fonte: Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados do 31 de dezembro de 2000 até 31 de dezembro de 2016. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos.

Direção do mercado

Uma queda no mercado de renda variável poderia melhorar de maneira plausível o desempenho dos gestores ativos. Se o mercado cair, os gestores ativos podem deter efetivo e portanto obter uma vantagem sobre um benchmark com a totalidade de seus fundos investidos. A figura 4a parece refletir isto, porém em um grau menor e possivelmente inconsistente. Menos gestores tiveram um desempenho inferior em mercados em baixa (63%) do que quando em alta (66%). Contudo, o argumento seria mais convincente se a relação entre o desempenho dos gestores e a direção do mercado fosse monótona.

Figura 4a: Menos gestores tiveram um desempenho inferior em mercados moderados/em baixa em comparação com mercados em alta

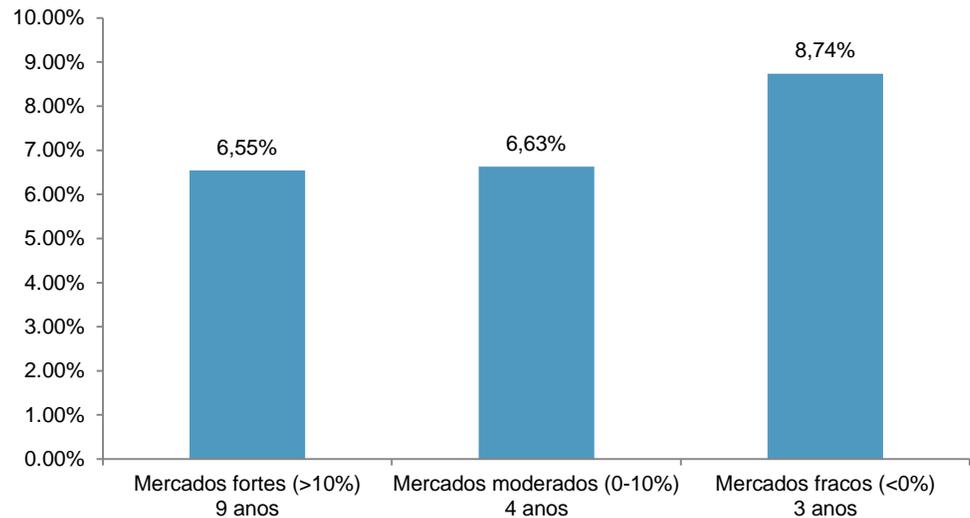


Fonte: Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados do 31 de dezembro de 2000 até 31 de dezembro de 2016. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos.

Os gestores que administram com sucesso seus níveis de efetivo em mercados em baixa poderiam tirar uma maior vantagem sobre seus pares menos hábeis. Essa é uma das possíveis interpretações da figura 4b, que demonstra que o fosso entre os melhores e piores desempenhos foi mais amplo em mercados em baixa. No entanto, é importante destacar que a dispersão tende a aumentar em mercados em queda, o que também serve para explicar a faixa de desempenhos dos gestores neste cenário.¹⁷

¹⁷ Fei Mei Chan e Craig J. Lazzara: [“The Best Offense: When Defensive Strategies Win”](#), março de 2015.

Figura 4b: Fosso entre o primeiro e último quartil foi mais amplo nos mercados com pior desempenho



Fonte: Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados do 31 de dezembro de 2000 até 31 de dezembro de 2016. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos.

Influência das empresas mega cap

A gestão ativa enfrentará maiores dificuldades em períodos em que as empresas de megacapitalização dominem o mercado.

Do mesmo modo que a maioria dos índices ponderados por capitalização de mercado, o S&P 500 está enviesado para seus maiores componentes.¹⁸ Para efeitos desta pesquisa, definimos uma ação mega cap como aquela que representa mais de 1% da ponderação total do S&P 500. Em 30 de setembro de 2017, havia 15 ações que em conjunto somavam 25% da capitalização de mercado do índice, situação bastante típica nos anos em que há dados do Scorecard SPIVA disponíveis.¹⁹

Os fundos de gestão ativa tendem a estar mais próximos da ponderação equitativa do que da ponderação por capitalização na construção de sua carteira de investimento.²⁰ Isto quer dizer que, mantendo as demais condições, **se for detida, uma ação que não é mega cap estará, quase com absoluta certeza, consideravelmente superponderada.** Pelo contrário, no caso de uma empresa mega cap, a superponderação será menor e é completamente possível ela aparecer em uma carteira ativa enquanto estiver sendo subponderada.²¹

¹⁸ Em 30 de setembro de 2017, a capitalização média ponderada dos componentes do S&P 500 foi US\$ 160 bilhões. Apenas 29 ações eram tão grandes.

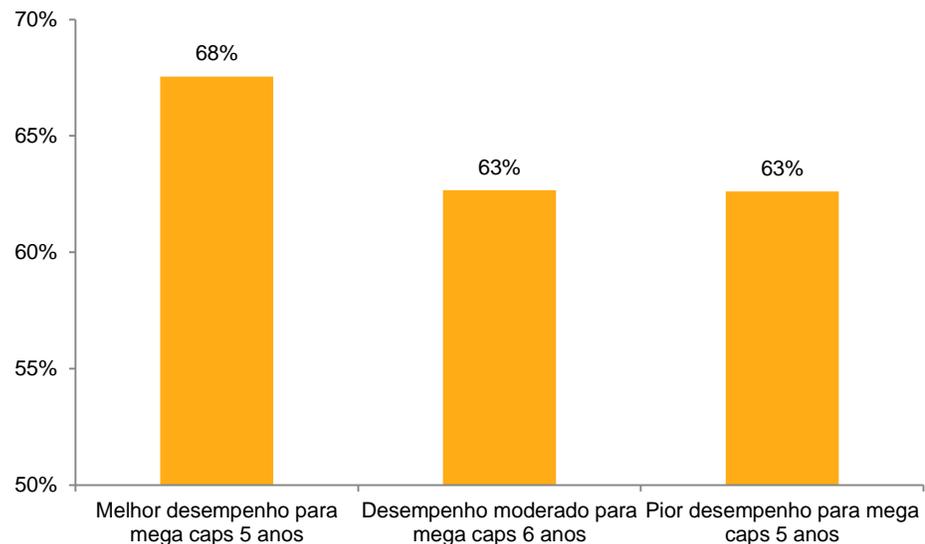
¹⁹ Desde 1991 até 2016, houve, em média, 17 ações de megacapitalização que em conjunto somavam 28% do S&P 500.

²⁰ Anu Ganti: "[Mutual Fund Portfolios: Equal Weight or Cap Weight?](#)", 27 de julho de 2017.

²¹ Um dos autores tem a idade suficiente para lembrar-se da época em que a IBM, sendo o maior componente do S&P 500, representava 6% do valor do índice. A ação fazia parte de muitas carteiras institucionais e praticamente nunca com uma ponderação superior a 6%.

Se as ações menores são altamente propensas a serem subponderadas em carteiras ativas, então é possível deduzir que o desempenho dos gestores ativos poderia melhorar quando estas empresas ganhem das mega caps. A gestão ativa enfrentará maiores dificuldades em períodos em que as empresas de megacapitalização dominem o mercado. A figura 5 confirma esta hipótese: um número maior de gestores teve um desempenho inferior quando as empresas de megacapitalização tiveram um desempenho superior, indicando que, como grupo, os gestores ativos têm uma ponderação inferior nas ações de maior porte.

Figura 5a: Menos gestores ativos têm um desempenho inferior quando as ações mega cap perdem para empresas de menor porte

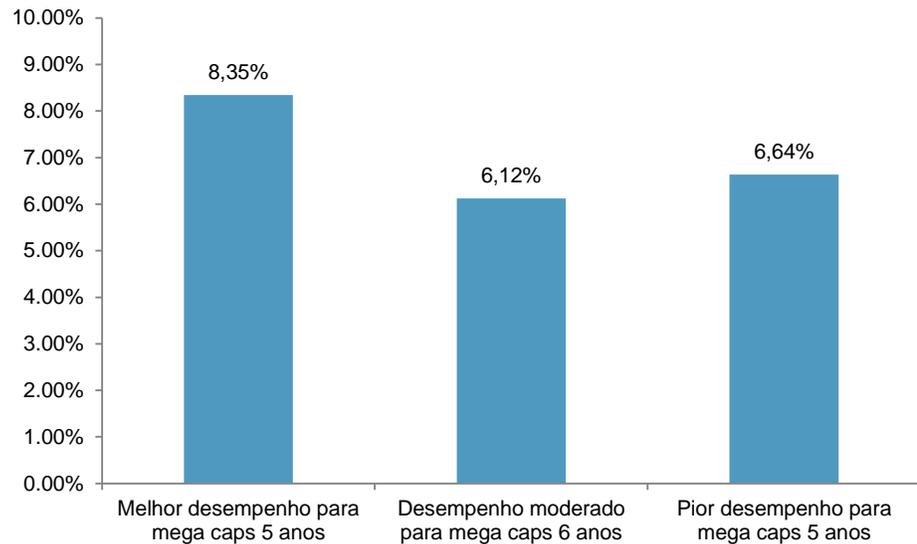


Um número maior de gestores teve um desempenho inferior quando as empresas de megacapitalização tiveram um desempenho superior, indicando que, como grupo, os gestores ativos têm uma ponderação inferior nas ações de maior porte.

Fonte: Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados do 31 de dezembro de 2000 até 31 de dezembro de 2016. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos.

Por outro lado, aqueles gestores que apresentam uma maior ponderação em ações mega cap (a minoria) poderiam se beneficiar de maneira desproporcionada quando estas ações tenham um desempenho superior ao mercado. É possível observar isto na figura 5b: o *spread* entre os gestores do primeiro e último quartil atinge seu pico quando as empresas de maior porte lideram o mercado.

Figura 5b: Fosso entre primeiro e último quartil foi mais amplo quando os componentes com ponderação superior a 1% tiveram bom desempenho



Fonte: Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados do 31 de dezembro de 2000 até 31 de dezembro de 2016. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este quadro é fornecido para efeitos ilustrativos.

Desempenho dos fatores

Também analisamos os resultados dos gestores com base no desempenho dos fatores. Tínhamos interesse na performance de cinco fatores específicos, que capturamos tendo como referência o desempenho relativo de cinco índices.

- **Tamanho.** Quando o [S&P 500 Equal Weight Index](#) supera o S&P 500 (ponderado por capitalização de mercado) é porque as empresas menores estão ganhando das maiores²² (a nossa análise de empresas mega cap é um exemplo específico desta afirmação geral).
- **Valor.** Avaliamos se o fator valor era favorável ou não medindo os retornos relativos do [S&P 500 Enhanced Value Index](#).
- **Baixa volatilidade.** O [S&P 500 Low Volatility Index](#) nos indica se as ações com menos volatilidade estão liderando o mercado.
- **Momento.** O [S&P 500 Momentum Index](#) permite julgar o desempenho do fator momento.
- **Qualidade.** Medimos o desempenho de ações de alta qualidade mediante o [S&P 500 Quality Index](#).

Examinamos o desempenho dos gestores como efeito do desempenho relativo de cada um destes cinco fatores. Alguns dos resultados não foram

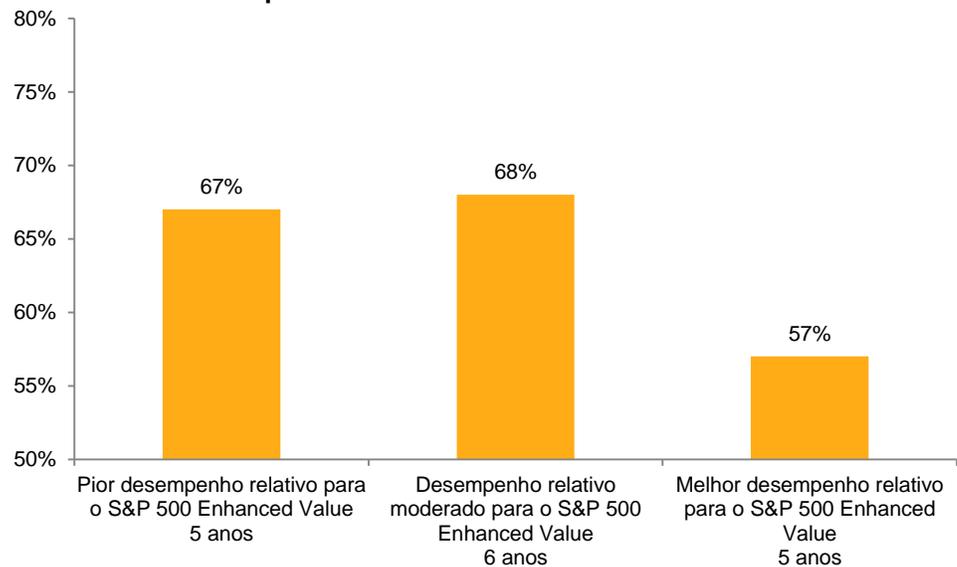
²² Confira Tim Edwards e Craig J. Lazzara: "[Equal-Weight Benchmarking: Raising the Monkey Bars](#)", maio de 2014.

Quando o fator valor se deu bem, apenas 57% dos gestores teve um desempenho inferior ao benchmark, uma diferença de aproximadamente 10 pontos em comparação com os anos em que este fator perdeu para o seu benchmark.

interessantes, o que sugere que os gestores ativos em nossa base de dados SPIVA não apresentaram uma tendência particularmente forte em torno desse fator específico. No entanto, os fatores valor e momentum foram a exceção.

Se os gestores como grupo apresentam um viés em torno do fator valor ou se mais gestores têm uma tendência favorável do que contrária, poderíamos esperar um desempenho inferior quando este fator tiver um desempenho superior e vice-versa. A figura 6 sugere que muitos gestores ativos estão inclinados para ações mais baratas. Quando o fator valor se deu bem, apenas 57% dos gestores teve um desempenho inferior ao benchmark, uma diferença de aproximadamente 10 pontos em comparação com os anos em que este fator perdeu para o seu benchmark.

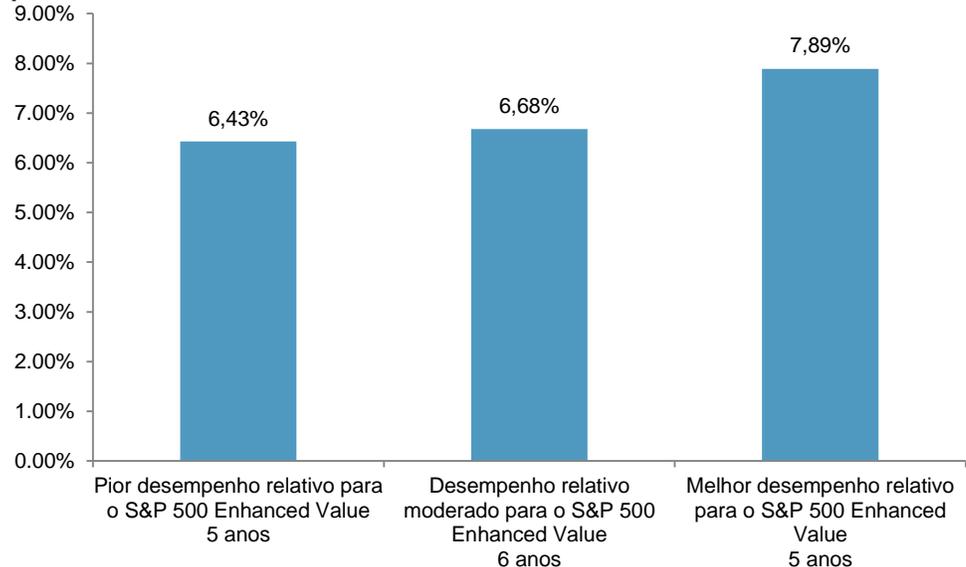
Figura 6a: Menos gestores tiveram desempenho inferior ao benchmark em melhores ambientes para o fator valor



Embora surpreendente, o efeito do fator valor no intervalo interquartil é menor do que o efeito da dispersão ou que o desempenho das mega cap.

Fonte: Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados do 31 de dezembro de 2000 até 31 de dezembro de 2016. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este gráfico é fornecido para efeitos ilustrativos e reflete desempenhos históricos hipotéticos. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais detalhes sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de backtesting.

A diferença entre os gestores do primeiro e último quartil foi significativamente superior em anos em que o S&P 500 Enhanced Value Index teve o seu melhor desempenho relativo (figura 6b). Embora surpreendente, o efeito do fator valor no intervalo interquartil é menor do que o efeito da dispersão ou que o desempenho das mega cap.

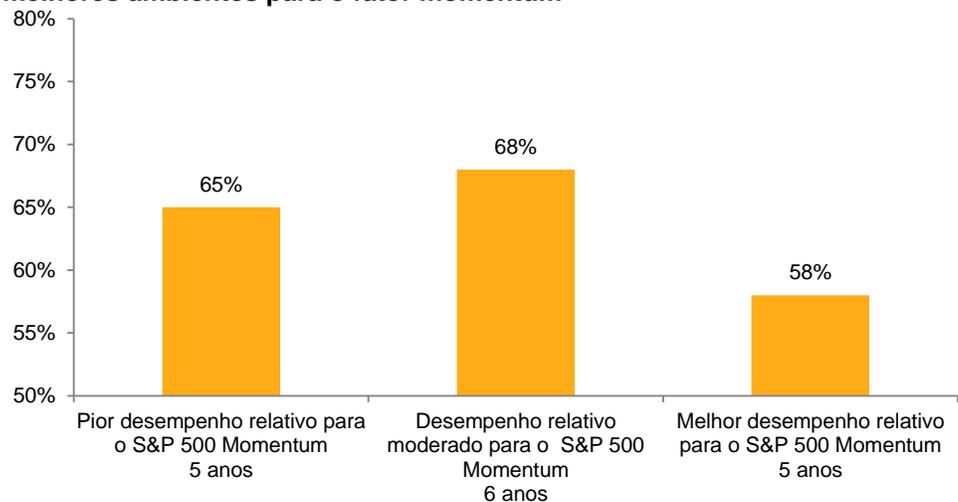
Figura 6b: O desempenho dos gestores melhorou em melhores ambientes para o fator valor

Fonte: Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados do 31 de dezembro de 2000 até 31 de dezembro de 2016. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este gráfico é fornecido para efeitos ilustrativos e reflete desempenhos históricos hipotéticos. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais detalhes sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de backtesting.

Finalmente, percebemos o impacto do fator momentum nos resultados do Scorecard SPIVA. A figura 7a mostra que, nos cinco anos de melhor desempenho do fator, uma média de 58% dos gestores teve um desempenho inferior ao benchmark, versus 65% nos piores anos. Isto sugere que mais gestores tiveram uma tendência a favor do fator momentum do que contrária a ele.

Figura 7a: Menos gestores tiveram desempenho inferior ao benchmark em melhores ambientes para o fator momentum

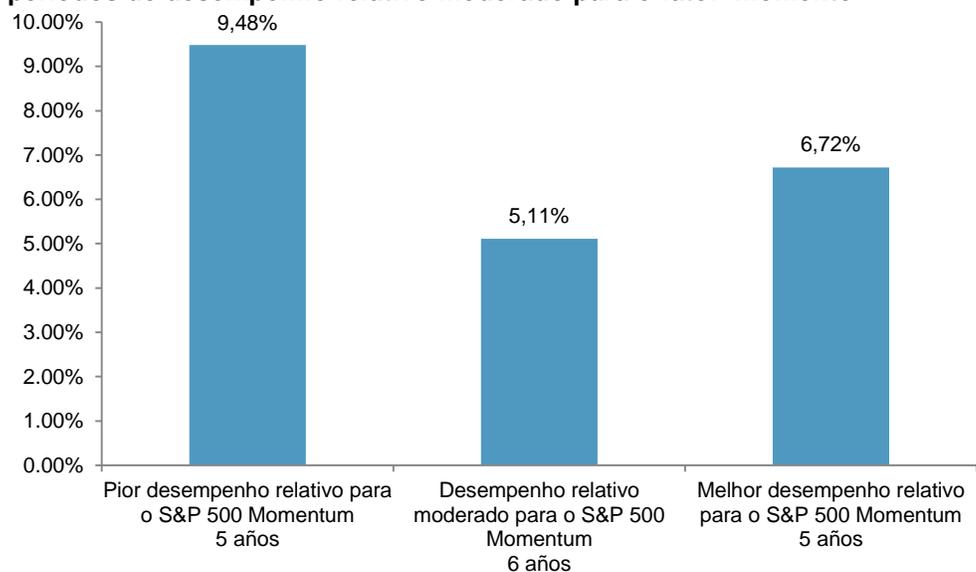
Nos cinco anos de melhor desempenho do fator momentum, uma média de 58% dos gestores teve um desempenho inferior ao benchmark, versus 65% nos piores anos para o fator.



Fonte: Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados do 31 de dezembro de 2000 até 31 de dezembro de 2016. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este gráfico é fornecido para efeitos ilustrativos e reflete desempenhos históricos hipotéticos. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais detalhes sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de backtesting.

Por outro lado, quando o fator momento não teve bons resultados, o *spread* entre os gestores disparou (confira a figura 7b), enquanto a menor diferença entre o primeiro e último quartil ocorreu na janela de desempenho moderado. Isto faz sentido em um nível intuitivo, considerando a natureza das ações de momento. A lacuna poderia ser ainda maior entre aqueles que procuram desempenho e o resto dos gestores, *tanto quando o fator momento tem bons resultados quanto quando a tendência se reverte*. Dessa forma, os gestores situados no primeiro quartil durante períodos de bons resultados para o fator momento se encontrariam no último quartil em períodos de fraco desempenho para o mesmo fator.

Figura 7b: A lacuna de desempenho entre os gestores foi mais estreita em períodos de desempenho relativo moderado para o fator momento



Fonte: Fonte: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Dados do 31 de dezembro de 2000 até 31 de dezembro de 2016. O desempenho no passado não garante resultados futuros. Este gráfico é fornecido para efeitos ilustrativos e reflete desempenhos históricos hipotéticos. Confira a Divulgação de desempenho no final do documento para mais detalhes sobre as limitações inerentes relacionadas ao desempenho gerado a partir de backtesting.

CONCLUSÕES

“Todos deveríamos trabalhar assumindo que não sabemos o que vai acontecer”.

- John Authers, *Financial Times*, 23 de setembro de 2017

Analisar os dados do Scorecard SPIVA do ponto de vista do desempenho dos fatores permitiu ter uma ideia dos possíveis vieses dos gestores.

Apesar do limitado da sua história, os 16 anos de dados do Scorecard SPIVA permitem avaliar o desempenho da gestão ativa através do prisma de vários ambientes de investimento. Foi demonstrado que uma maior dispersão foi mais favorável para o subconjunto de gestores ativos com mais habilidade (ou sorte). Do mesmo modo, os mercados liderados por ações que não estão no topo do espectro de capitalização demonstraram ser promissórios para os fundos de gestão ativa. Analisar os dados do Scorecard SPIVA do ponto de vista do desempenho dos fatores permitiu ter uma ideia dos possíveis vieses dos gestores.

Estas conclusões podem ajudar os participantes do mercado a gerar suas expectativas sobre a gestão ativa. Os anos desde a crise financeira global, por exemplo, têm se caracterizado por uma baixa dispersão, mercados em alta e desempenho inferior do fator valor, situações difíceis para os gestores ativos. Se essas tendências se revertissem no futuro, seria possível os resultados inferiores se tornarem menos frequentes. Talvez seja um pobre consolo para a comunidade de gestão ativa e seus clientes, mas **às vezes esse tipo de consolo é o único disponível.**

COLABORADORES DE PESQUISA S&P DJI		
Charles Mounts	Global Head	charles.mounts@spglobal.com
Jake Vukelic	Business Manager	jake.vukelic@spglobal.com
GLOBAL RESEARCH & DESIGN		
AMÉRICA		
Aye M. Soe, CFA	Americas Head	aye.soe@spglobal.com
Dennis Badlyans	Associate Director	dennis.badlyans@spglobal.com
Phillip Brzenk, CFA	Director	phillip.brzenk@spglobal.com
Smita Chirputkar	Director	smita.chirputkar@spglobal.com
Rachel Du	Senior Analyst	rachel.du@spglobal.com
Bill Hao	Director	wenli.hao@spglobal.com
Qing Li	Director	qing.li@spglobal.com
Berlinda Liu, CFA	Director	berlinda.liu@spglobal.com
Ryan Poirier, FRM	Senior Analyst	ryan.poirier@spglobal.com
María Sánchez	Associate Director	maria.sanchez@spglobal.com
Kelly Tang, CFA	Director	kelly.tang@spglobal.com
Peter Tsui	Director	peter.tsui@spglobal.com
Hong Xie, CFA	Director	hong.xie@spglobal.com
APAC		
Priscilla Luk	APAC Head	priscilla.luk@spglobal.com
Utkarsh Agrawal, CFA	Associate Director	utkarsh.agrawal@spglobal.com
Liyu Zeng, CFA	Director	liyu.zeng@spglobal.com
Akash Jain	Associate Director	akash.jain@spglobal.com
EMEA		
Sunjiv Mainie, CFA, CQF	EMEA Head	sunjiv.mainie@spglobal.com
Leonardo Cabrer, PhD	Senior Analyst	leonardo.cabrer@spglobal.com
Andrew Innes	Associate Director	andrew.innes@spglobal.com
ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTO EM ÍNDICES		
Craig J. Lazzara, CFA	Global Head	craig.lazzara@spglobal.com
Fei Mei Chan	Director	feimei.chan@spglobal.com
Tim Edwards, PhD	Senior Director	tim.edwards@spglobal.com
Anu R. Ganti, CFA	Director	anu.ganti@spglobal.com
Hamish Preston	Senior Associate	hamish.preston@spglobal.com
Howard Silverblatt	Senior Index Analyst	howard.silverblatt@spglobal.com

DIVULGAÇÃO DE DESEMPENHO

O S&P 500 Enhanced Value Index foi lançado no dia 27 de abril de 2015. O S&P 500 Momentum Index foi lançado no dia 18 de novembro de 2014. Todas as informações apresentadas antes da data de lançamento são hipotéticas (obtidas por meio de backtesting), e não correspondem a um desempenho real. Os cálculos de backtesting estão baseados na metodologia que estava em vigor na data de lançamento do índice. As metodologias completas dos índices estão disponíveis em www.spdji.com.

A S&P Dow Jones Indices define várias datas para assistir os seus clientes a fornecer transparência. A Primeira Data de Valorização é o primeiro dia para o qual existe um valor calculado (seja ativo ou obtido pelo processo de backtesting) para um determinado índice. A Data Base é a data na qual o índice é estabelecido, a um valor fixo, para fins de cálculo. A Data de Lançamento designa a data na qual os valores de um índice são considerados ativos pela primeira vez: valores do índice fornecidos para qualquer data ou período de tempo anterior à Data de Lançamento do índice são considerados submetidos a backtesting. A S&P Dow Jones Indices define a Data de Lançamento como a data pela qual os valores de um índice são conhecidos por terem sido liberados ao público, por exemplo, através do site público da empresa ou seu data feed a partes externas. Para índices da marca Dow Jones introduzidos antes de 31 de maio de 2013, a Data de Lançamento (que antes de 31 de maio de 2013 era chamada de "Data de introdução") é estabelecida em uma data na qual não é mais permitido serem feitas quaisquer modificações à metodologia do índice, mas que podem ter sido anteriores à data da liberação pública do índice.

O desempenho de um índice no passado não é uma garantia de resultados no futuro. A aplicação prospectiva da metodologia usada para construir o índice pode não resultar em desempenho comensurável aos rendimentos do backtesting mostrados. O período de back-test não corresponde necessariamente a todo o histórico disponível do índice. Por favor, consulte o documento sobre a metodologia do índice, disponível em www.spdji.com, para obter mais detalhes sobre o índice, inclusive a maneira pela qual ele é rebalanceado, a época de tal rebalanceamento, os critérios para acréscimos e exclusões, assim como todos os cálculos do índice.

Outra limitação do uso das informações obtidas pelo processo de backtesting é que, geralmente, o cálculo com backtesting é preparado com o benefício da visão a posteriori. As informações do backtesting refletem a aplicação da metodologia do índice e a seleção dos componentes do índice retrospectivamente. Nenhum registro hipotético pode ser completamente responsável pelo impacto do risco financeiro em operações reais. Por exemplo, há diversos fatores relacionados aos mercados de ações, rendimento fixo ou commodities em geral, que não podem ser e que não foram contabilizados na preparação das informações do índice apresentado, todos os quais podem afetar o desempenho real.

Os rendimentos do índice demonstrados não representam os resultados de operações reais de ativos/títulos. A S&P Dow Jones Indices LLC mantém o índice, calcula os níveis do índice e o desempenho demonstrado ou analisado, mas não gerencia ativos reais. Os rendimentos do índice não refletem o pagamento de quaisquer encargos ou taxas de vendas que um investidor pode pagar para adquirir os títulos subjacentes no índice ou fundos de investimento que se destinam a acompanhar o desempenho do índice. A imposição destas taxas e encargos faria com que o desempenho real e obtido pelo processo de backtesting dos títulos/fundos fosse inferior ao desempenho do índice mostrado. Como um exemplo simples, se um índice teve rendimentos de 10% sobre um investimento de US\$ 100.000 por um período de 12 meses (ou US\$ 10.000) e uma taxa real baseada no ativo de 1,5% foi fixada no final do período sobre o investimento mais os juros acumulados (ou US\$ 1.650), o rendimento líquido seria de 8,35% (ou US\$ 8.350) para o ano. Durante um período de três anos, uma taxa anual de 1,5% deduzida no final do ano com um rendimento presumido de 10% por ano resultaria em um rendimento bruto de 33,10%, uma taxa total de US\$ 5.375 e um rendimento líquido cumulativo de 27,2% (ou US\$ 27.200).

Este documento foi traduzido para o português apenas para fins de conveniência. Se existirem diferenças entre as versões do documento em inglês e português, a versão em inglês prevalecerá. A versão em inglês está disponível em nosso site www.spdji.com.

AVISO LEGAL

© 2017 S&P Dow Jones Indices LLC, uma divisão da S&P Global. Todos os direitos reservados. Standard & Poor's®, S&P 500® e S&P® são marcas comerciais registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC ("S&P"), uma empresa filial da S&P Global. Dow Jones® é uma marca comercial registrada de Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). Estas marcas comerciais em conjunto com outras foram licenciadas para a S&P Dow Jones Indices LLC. A redistribuição, reprodução e/ou fotocópia total ou parcial é proibida sem consentimento por escrito. Este documento não constitui uma oferta de serviços nas jurisdições onde a S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P ou suas respectivas afiliadas (coletivamente "S&P Dow Jones Indices") não possuem as licenças necessárias. Todas as informações fornecidas pela S&P Dow Jones Indices são impessoais e não adaptadas às necessidades de qualquer pessoa, entidade ou grupo de pessoas. A S&P Dow Jones Indices recebe compensação em conexão com a licença de seus índices a terceiros partes. O desempenho de um índice no passado não é uma garantia de resultados no futuro.

Não é possível investir diretamente em um índice. A exposição a uma classe de ativos representada por um índice está disponível por meio de instrumentos de investimento baseados naquele índice. A S&P Dow Jones Indices não patrocina, endossa, vende, promove ou gerencia nenhum fundo de investimento ou outro veículo de investimento que seja oferecido por terceiros partes e que procure fornecer um rendimento de investimento baseado no desempenho de qualquer índice. A S&P Dow Jones Indices não oferece nenhuma garantia de que os produtos de investimento com base no índice acompanharão de modo preciso o desempenho do índice, ou proporcionarão rendimentos positivos de investimento. A S&P Dow Jones Indices LLC não é uma consultora de investimentos e a S&P Dow Jones Indices não faz declarações com respeito à conveniência de se investir em qualquer fundo de investimento ou outro veículo de investimento. A decisão de investir em um determinado fundo de investimentos ou outro veículo de investimento não deverá ser tomada com base em nenhuma declaração apresentada neste documento. Potenciais investidores são aconselhados a fazerem investimentos em tais fundos ou outro veículo somente após considerarem cuidadosamente os riscos associados a investir em tais fundos, conforme detalhado em um memorando de oferta ou documento similar que seja preparado por ou em nome do emitente do fundo de investimento ou outro veículo. A inclusão de um título em um índice não é uma recomendação da S&P Dow Jones Indices para comprar, vender ou deter tal título, nem deve ser considerado como um aconselhamento de investimento.

Estes materiais foram preparados unicamente com fins informativos baseados nas informações geralmente disponíveis para o público de fontes consideradas como confiáveis. Nenhum conteúdo nestes materiais (incluindo dados de índices, classificações, análises e dados relacionados a crédito, modelos, software ou outros aplicativos ou informações destes) ou qualquer parte deste (Conteúdo) pode ser modificada, submetida à engenharia reversa, reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, por nenhum meio, nem armazenada em bases de dados ou sistema de recuperação, sem o consentimento prévio, por escrito, da S&P Dow Jones Indices. O Conteúdo não deve ser usado para nenhum fim ilegal ou não autorizado. A S&P Dow Jones Indices e seus provedores de dados terceirizados e licenciadores (coletivamente "S&P Dow Jones Indices Parties") não garantem a precisão, integridade, oportunidade ou disponibilidade do Conteúdo. S&P Dow Jones Indices Parties não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões, independentemente da causa, para os resultados obtidos do uso do Conteúdo. O CONTEÚDO É FORNECIDO "NO ESTADO EM QUE SE ENCONTRA". S&P DOW JONES INDICES PARTIES SE ISENTAM DE QUAISQUER E TODAS AS GARANTIAS EXPRESSAS OU IMPLÍCITAS, INCLUINDO MAS NÃO LIMITADAS A, QUALQUER GARANTIA DE COMERCIALIZABILIDADE OU ADEQUAÇÃO A UM FIM OU USO EM PARTICULAR, ISENÇÃO DE BUGS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE A FUNCIONALIDADE DO CONTEÚDO SERÁ ININTERRUPTA OU QUE O CONTEÚDO OPERARÁ COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU DE HARDWARE. Sob nenhuma circunstância, S&P Dow Jones Indices Parties serão responsáveis a qualquer parte, por quaisquer danos diretos, indiretos, incidentais, exemplares, compensatórios, punitivos, especiais ou consequenciais, custos, despesas, custas legais ou perdas (incluindo, sem limitação, perda de rendimentos ou perda de lucros e custos de oportunidades); em conexão com qualquer uso do Conteúdo, mesmo se aconselhado da possibilidade de tais danos.

A S&P Dow Jones Indices mantém algumas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e a objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, algumas unidades de negócios da S&P Dow Jones Indices podem ter informações que não estejam disponíveis a outras unidades de negócios. A S&P Dow Jones Indices estabelece políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de algumas informações não públicas recebidas em conexão com cada processo analítico.

Além disto, a S&P Dow Jones Indices presta uma ampla gama de serviços a, ou relacionados com, muitas empresas, incluindo emissoras de títulos, consultoras de investimentos, corretoras, bancos de investimentos, outras instituições financeiras e intermediários financeiros; e, em conformidade, pode receber taxas ou outros benefícios econômicos dessas empresas, incluindo empresas cujos títulos ou serviços possam recomendar, classificar, incluir em portfólios modelos, avaliar, ou abordar de qualquer outra forma.

Este documento foi traduzido para o português apenas para fins de conveniência. Se existirem diferenças entre as versões do documento em inglês e português, a versão em inglês prevalecerá. A versão em inglês está disponível em nosso site www.spdji.com.