

# Valor ECONÔMICO

## O pódio dos fundos

Luciana Seabra | De São Paulo

**Os 20 mais**  
Fundos multimercados e de ações de maior retorno no primeiro semestre\*

Fundo	Gestora	Retorno	Patrimônio líquido (em R\$ milhões)	Número de Cotistas	Categoria
Geração FIA Propriedade	Geração Futuro Gestão de Recursos	16,76	461	27078	Ações IBOVESPA Ativo
Geração FIA	Geração Futuro Gestão de Recursos	16,70	112	187	Ações IBOVESPA Ativo
Brasil Plural Fc FIA	Brasil Plural Gestão de Recursos	14,35	99	171	Ações IBOVESPA Ativo
Geração Futuro Seleção FIA	J&F Futuro Gestão de Recursos	12,34	60	619	Ações Livre
Brasil Plural LS Plus FIC FIA	FPlural Gestão de Recursos	11,36	67	119	Ações Livre
Win American Equities FICFI Mult	e CRISAM	11,30	66	544	Multimercados Estratégia Específica
Polo Norte   FICFI Mult	Polo Gestor Gestão de Recursos	10,92	297	371	Multimercados Multimercado
Opportunity Equity Hedge FICFI Mult	Opportunity Asset Management	10,92	87	247	Long And Short - Direcional
STG Fictual	STG Fictual	10,87	1.530	670	Multimercados Multimercado
CDHG SAP 100 Long Term ARFI Mult	Credit Suisse Hedging Griffs	10,08	67	191	Multimercados Multimercado
STG Fictual Absoluto FIC FIA	STG Fictual	9,56	739	776	Ações Livre
Kp Long Short FI Mult	XP Gestão de Recursos	8,33	452	6.310	Long And Short - Neutro
Ativo Excessivo 30 FIC de FI Mult	Ativo Investimentos	8,24	11	111	Multimercados Multimercado
STG Fictual Absoluto LS FIC FIA	STG Fictual	7,85	263	262	Ações Livre
Brasil Plural Equity Hedge Fc FI Mult	Brasil Plural Gestão de Recursos	7,50	265	694	Multimercados Multimercado
Brasil Plural Equity Hedge 30 Fc FI Mult	Brasil Plural Gestão de Recursos	7,24	756	1.675	Multimercados Multimercado
Manager PI Cap Ety Hed 30 Fc FI Mult	J Safra Asset Management	7,21	60	130	Multimercados Multimercado
CDHG Ciel Pro Sigma J R FICFI Mult LP	Credit Suisse Hedging Griffs	6,89	179	384	Multimercados Multimercado
Maple Investidor FI Mult	Maple Divers SA	6,86	68	201	Multimercados Multimercado
Duda MultiHedge22 FI Mult Ciel Pro	Quarta Gestão de Recursos	6,64	19	142	Multimercados Estratégia Específica

\*Fonte: Estudo feito pelo economista Marcelo d'Agosto com base no Economática. \*Considera carteiras potencialmente acessíveis a qualquer investidor, com pelo menos 100 cotistas e patrimônio líquido superior a R\$ 50 milhões

Uma fonte principal de ganhos une a maior parte dos fundos com gestão ativa mais rentáveis no primeiro semestre: a renda variável. Enquanto o Ibovespa entregava meros 3,22%, as 20 carteiras multimercados e de ações de maiores retornos no período rendiam entre 6,64% e 16,76%, peneirando oportunidades principalmente na bolsa de valores. Esses gestores fizeram uma seleção de ações, com destaque para os setores financeiro e educacional, ou montaram estratégias "long and short", casando apostas de alta em alguns papéis e de baixa em outros ou no próprio índice. Posições em câmbio e juros foram secundárias para os fundos de destaque.

O levantamento dos fundos de gestão ativa de maior retorno foi feito pelo consultor financeiro Marcelo d'Agosto com base na Economática. Foram considerados fundos de ações e multimercados, inclusive "long and short", com patrimônio líquido de mais de R\$ 50 milhões, pelo menos 100 cotistas e potencialmente acessíveis ao investidor. De uma amostra de 362 carteiras, 55% superaram o Ibovespa na primeira metade do ano e 24% bateram o Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI), referência para aplicações conservadoras.

O trio Cielo, BB Seguridade e Kroton, todas com ganhos acima de 35% no primeiro semestre, impulsionaram os fundos campeões em rentabilidade da Geração Futuro e do Brasil Plural, no topo do ranking. Enquanto muitos gestores reforçavam o caixa, em uma postura conservadora, os gestores das duas casas, em processo de integração, optaram por fazer um colchão de segurança aumentando a concentração em papéis em que tinha mais convicção. "Aloquei cada vez mais em empresas com certa previsibilidade de lucros e dividendos", afirma Renan Vieira, gestor da Geração Futuro.

Outra decisão foi ficar fora de empresas ligadas a commodities, mesmo correndo o risco de se descolar muito do Ibovespa, com grande peso no segmento. As teses que sustentaram tal escolha foram uma posição negativa com relação à China e a expectativa de excesso de oferta no mercado de minério. Para a segunda metade do ano, Vieira mantém as posições vencedoras do primeiro semestre, mas começa a olhar o segmento de commodities com mais interesse, por considerar que parte das empresas já perdeu valor demais na bolsa.

Nos fundos com posições vendidas, a gestora do Brasil Plural fez poucas modificações para refletir o entendimento de que grande parte do cenário para a China já está expresso nos preços e também a possibilidade do avanço de uma candidatura de oposição. Para as carteiras que vendem o Índice Bovespa, a opção foi neutralizar parte da aposta contrária em Petrobras e Vale, por meio da compra das ações. "Continuamos vendidos, mas com posições menores", conta Carlos Eduardo Rocha, o Duda, sócio responsável pela gestora do Brasil Plural.

Depois de ganhar principalmente com Itaú, Bradesco, BB Seguridade, ALL e Qualicorp, o **Opportunity** reduziu a concentração das posições e aumentou um pouco o caixa para enfrentar o restante do ano. "Temos um desafio muito grande porque algumas dessas posições já se aproximaram do que achamos seu valor justo", diz Philippe Perdigão, gestor da estratégia *long and short* do **Opportunity**, considerando que há ainda a volatilidade esperada para o período eleitoral. Uma posição vendida no índice futuro é usada como proteção à carteira.

O fundo de destaque da XP Gestão também usa posições vendidas como um seguro. Mas em vez de vender o Ibovespa, concentrado em alguns setores, o gestor, Marcos Peixoto, tem na ponta vendida uma cesta de ações montada por ele, ponderada pelos diferentes setores de acordo com a parte comprada do portfólio. A ideia é reduzir a correlação com o mercado. "O modelo ajuda a navegar por esse cenário, que é bem binário para a bolsa", diz Peixoto.

Para a ponta comprada da carteira, a XP busca papéis que tendem a ter um desempenho favorável em qualquer cenário. Aqui também se destacam os setores financeiro e de educação, mantidos para navegar o restante do ano. No primeiro semestre, os ganhos vieram principalmente de Estácio, Anima Educação e Cetip.

A Polo Capital ficou entre os gestores mais rentáveis com um fundo multimercado que investe também em juro e câmbio, mas foi da bolsa que veio a maior parte do resultado. A estratégia da casa com ações é baseada em eventos. A posição mais relevante para os ganhos recentes foi B2W, com impactos do anúncio em janeiro de um aumento de capital e também da inclusão do papel no índice MSCI. O fundo ganhou ainda comprado em Gafisa e Trisul, protegido por posições vendidas em outras ações do setor de construção, com a expectativa de que as duas empresas se destacassem dos pares.

Não há grandes mudanças nas teses da Polo para o restante do ano. Com exceção de B2W, a gestora mantém a posição negativa, e portanto vendida, para empresas do setor de varejo não somente em Brasil, mas em toda a América Latina. Algumas ações já tiveram os preços corrigidos, afirma Mariano Andrade, sócio da Polo Capital.

De forma geral, afirma Andrade, o segmento ainda está caro se considerado o ambiente econômico, com múltiplos próximos de 20 vezes, pelo critério de relação entre preço e lucro (P/L), que dá indicação do prazo para o investidor reaver a alocação. É quase o dobro da bolsa, diz Andrade. "A probabilidade de termos um cenário econômico que possibilite esse tipo de crescimento de lucro é muito pequena", completa.

O cenário de desaceleração econômica deve ser reforçado, na expectativa da Polo, por um ajuste à frente nos preços administrados, que se soma a um endividamento já esticado, afirma o sócio da Polo. "Quando você coloca tudo isso no liquidificador, a probabilidade de ter uma realização do crescimento de lucros que o mercado espera é muito pequena", afirma.

O fundo multimercado da Mapfre ganhou com posições compradas em companhias que se beneficiavam de uma inflação mais alta e vendidas em empresas mais alavancadas, com endividamento excessivo. Juro e câmbio também contribuíram, mas sem grandes posições direcionais. "Tivemos várias estratégias ao longo do semestre, porque foi um período muito volátil. O mercado se moveu muito mais por fatores técnicos e fluxos", diz Eliseo Viciano, vice-presidente da Mapfre Investimentos.

A principal estratégia do primeiro semestre, de arbitragem em ações, foi mantida para o restante do ano. A aposta mais importante da casa agora, entretanto, é em juros. Viciano conta que montou uma posição grande em títulos indexados à inflação de curto prazo, com vencimento até 2018. O cenário é de um crescimento baixo e uma inflação alta, sem que o Banco Central faça elevações expressivas nos juros. A Mapfre também aumentou as posições em mercados externos, com arbitragem entre moedas e apostas em bolsas estrangeiras.

As aplicações no exterior fazem parte da estratégia da maior parte das carteiras de destaque, mas não são mais o trunfo principal como ocorreu no ano passado. Uma exceção é o fundo do Citi, que compra contratos futuros do S&P, índice de ações americano, negociados na bolsa brasileira. "Existia um racional muito forte de recuperação da bolsa americana, com normalização das condições de crédito no país, recuperação do mercado imobiliário e ressurgimento da manufatura", afirma Claudio Sternberg, gestor de fundos do Citi.

O diferencial com relação a outros fundos atrelados ao S&P foi o fato de que a carteira não corre risco cambial. Assim, não foi prejudicada pela desvalorização do dólar.

Em uma frente diferente da maior parte do mercado, a Credit Suisse Hedging Griffo (CSHG) teve destaque com o investimento em títulos de crédito privado de alta qualidade. A carteira foi beneficiada no primeiro semestre pelo fechamento de prêmio em debêntures. "Eram nomes não tão simples em um primeiro momento, a que o mercado não estava acostumado, mas que entendíamos que eram bons projetos, de boas empresas", diz Laurence Mello, gestor de fundos de crédito da CSHG. À medida que o mercado começou a entender as operações, a demanda aumentou e os papéis ganharam valor.

Em um ano de poucas emissões, em termos de setores, Mello tem preferência pelos papéis de infraestrutura. No caso de um cenário mais desafiador do ponto de vista de crescimento, diz, o segmento sofre menos com inadimplência, dada a projeção estável de receita, do que os de consumo ou imobiliário, por exemplo.