

Desafios

"Parei de acreditar em Papai Noel quando tinha seis anos. Fui a um shopping e ele me pediu um autógrafa." – Shirley Temple¹

Inevitável. A inocência da infância um dia acaba, e aquele menino que, com brilho nos olhos, corria sorrindo para o colo do Papai Noel, para de acreditar na magia do Natal. Tudo que é bom dura pouco e a triste realidade nos domina por algum tempo, até voltarmos nossa atenção a outros sonhos. E assim é a vida. Inexorável.

Apesar da nova instrução da CVM que rege fundos e investidores que saiu em meados de dezembro (inclusive mudando o conceito de investidor qualificado de R\$ 300 mil para R\$ 1 milhão), **a grande mudança no mundo dos investimentos em 2015 será a alteração na tributação de alguns ativos.** Por todo lado ouvimos boatos (muito críveis, diga-se de passagem) que algumas das mudanças que serão promovidas pelo Ministro da Fazenda Joaquim Levy para salvar as contas públicas (dado que cortar gastos será de difícil aprovação pela presidente Dilma) serão **a retirada da isenção de imposto de renda sobre o lucro de algumas aplicações. E o alvo principal pode ser as LCIs e LCAs, investimentos tão mágicos quanto o Papai Noel.**

Aliás, esses ativos incentivados, que incluem também algumas debêntures e CRIs, criaram sérias dificuldades para os fundos de renda fixa e multimercados para investidores de alta renda. Isso, aliado aos altos juros reais brasileiros e à ineficácia atual da bolsa foi praticamente uma tentativa de assassinato à indústria de fundos.

Exemplifico com números. Um cliente "private" consegue facilmente 90% do CDI em LCIs ou LCAs com liquidez diária em grandes bancos com baixíssimo risco de crédito. Se o cliente não precisar de liquidez, ele consegue mais ainda. Isso equivale a um fundo rendendo 106% do CDI, o que é bem difícil obter com pouco risco.

Fundos de renda fixa selecionados ("recomendáveis") renderam 103,3% do CDI em 2013 e fecharam 2014 perto dos 104,2% CDI. **Os fundos multimercados, apesar de venderem inteligência e agilidade, entregaram apenas mediocridade. Apenas 24% dos fundos multimercados monitorados renderam acima de 106% CDI em 2014.**

A pergunta é: **Por que correr riscos desnecessários para tentar garimpar um fundo quando você tem uma alternativa fácil, rentável e de baixo risco?** Qualquer pessoa bem assessorada poderia deixar o dinheiro em LCAs e muito provavelmente performaria melhor que os fundos, com muito menos risco. **Mas isso não é de interesse dos bancos e gestores, pois vender fundos é muito mais rentável.**

As desculpas pela má performance são as mesmas (mercado ou governo ou imprevisto ou azar, etc.) e vêm junto com a "promessa" que no próximo ano será diferente. E acertar aquele fundo específico que performará bem no futuro é muito difícil (o melhor fundo aberto do estilo Long/Short que monitoramos rendeu 163% do CDI e o de estilo Macro rendeu 143% - nada espetacular, dado o risco que estes fundos tomam).



Mas e estes fundos que renderam bem neste ano, não serão bons em 2015 também? **A rentabilidade passada tem uma utilidade bem limitada.** Estudos² famosos na gigante indústria de fundos dos Estados Unidos mostram que a persistência de performance de um fundo de um ano para outro é muito pequena, isto é, poucos fundos repetem a boa performance. Além disso, os melhores do ano seguinte muitas vezes foram os piores do ano anterior. De fato, não dá para saber. Um dos estudos mostra que em um período de 15 anos, apenas 41,6% dos fundos que bateram o benchmark em um determinado ano conseguiram bater no ano seguinte. E apenas 9,7% do grupo bateu o benchmark por 3 anos seguidos. Existe até uma piada nos EUA que fala sobre uma maldição da BusinessWeek. A BusinessWeek é uma revista que apresenta o melhor fundo de cada ano que, sob a "maldição", performa mal no ano seguinte.

Selecionar fundos é complicado. São vários fatores que tem que ser levados em consideração e várias armadilhas que tem que ser evitadas.

Por exemplo, quando um gestor mostra que todos seus fundos são bons, ele: (1) não mostra seus fundos ruins, ou mostra apenas as rentabilidades dos

períodos que os fundos performaram bem (chamado de *framing*); ou (2) ele fechou ou incorporou os fundos com rentabilidade ruim, pois não captavam mais recursos de clientes (chamado de *survivorship bias*). **São tantas dificuldades que existem defensores de fazer apenas investimentos passivos, isto é, investir em algo que está indexado e não tentar sobreperformar,** sendo John Bogle o mais famoso destes defensores³.

E aquele gestor que já performa bem há muitos e muitos anos, passando por todos os ciclos econômicos, governos, tipos de mercado e novos ativos? Sim, tenho que dar o braço a torcer. Esse sim é a agulha no palheiro. 1 em 1000. Infelizmente seus fundos provavelmente estão fechados para captação, portanto é difícil investir com ele. E não se iluda: a mágica um dia acabará com ele também. Da mesma maneira que Peter Lynch e Bill Miller⁴ tiveram seus fins, terminando a carreira com péssima performance. E será Bill Gross a próxima bola da vez, a morrer abraçado em sua teoria de "New Neutral"?

De qualquer maneira, se a isenção das LCAs for retirada pelo governo, o que fazer? Devemos continuar estudando e procurando as melhores formas de alocar capital, principalmente em ativos que gerem renda (como juros e dividendos). **No final será feito um ajuste na rentabilidade esperada ou será necessário um incremento de risco, mas as decisões serão feitas caso a caso de acordo com o perfil do cliente.** Não utilizaremos fundos multimercados genéricos, mas podemos usar fundos com propósitos específicos como os fundos de ações ou fundos indexados. **O mais importante é que se tivermos de tomar risco, tomaremos o risco certo.**

Chegamos em 2015 esperando um ano com mudanças. **Se Papai Noel com suas isenções mágicas deixar de existir, estaremos prontos a enfrentar os desafios como sempre: ativamente, com inteligência, independência e ética.** Enquanto isso não acontecer nos aproveitaremos, como sempre, das oportunidades que nos são dadas.

1 Shirley Temple foi uma atriz mirim de grande fama nos anos 30.

2 Standard & Poor's, Barclays, Greycourt, RW Baird e outros.

3 John Bogle, fundador da Vanguard, é o maior e mais famoso defensor de investimentos passivos, tendo criado o maior fundo do mundo, que passivamente segue o S&P 500 há 40 anos.

4 Peter Lynch foi gestor do Fidelity Magellan, batendo o S&P por 10 anos consecutivos. Bill Miller foi gestor do Legg Mason Value, batendo o S&P por 15 anos consecutivos.