

Funcionários aproveitam clima informal da Copa para se aproximar de colegas e gestores **D3**



Investidor em fuga

Multimercados ganham do CDI no longo prazo, mas cotistas não suportam a volatilidade e resgatam diante de prejuízos de curto prazo

Captação líquida
(em R\$ milhões)

27.238,07
2010

22.814,50
2012

-47.441,22
2011

-2.981,89
2013

-17.595,1
2014*

IHFA x CDI

Variações acumuladas no período, em % (base: 2007)

12,38

3,82

54,28

51,24

94,94
IHFA

85,44
CDI

Fonte: Anbima e Cetip. *Até o dia 20/06 **Até o dia 18/06

Estudo com 12 dos fundos mais conceituados do mercado mostra que 7 perderiam para CDI se fossem excluídos os cinco meses mais rentáveis. Por **Luciana Seabra** e **Alessandra Bellotto**, de São Paulo

Multimercados: ame-os ou deixe-os

Os fundos multimercados brasileiros ameaçaram sair do inferno astral em que entraram no pós-crise, com o apoio da queda dos juros, mas, com o cenário de indefinições voltando a desafiar o gestor, ficou claro que a categoria ainda não caiu nas graças do investidor. Somente nos últimos 12 meses, os resgates superaram as entradas em R\$ 26 bilhões. Assim, mais do que anular a captação líquida de R\$ 20 bilhões dos 12 meses anteriores. Com R\$ 490 bilhões, os multimercados respondem por 19,2% do patrimônio investido em fundos — no fim de 2004, representavam 28,5%.

Mesmo que o retorno recente não brilhe aos olhos, os alocadores de recursos apontam os multimercados como classe de ativos obrigatória no portfólio hoje, dado o mandato para operar em diversos mercados, mudar posições rapidamente, aproveitando movimentos de curto prazo, e a possibilidade de preservar capital em cenários de incertezas. Ou seja, o investidor parece estar no sentido errado.

O problema do vai e vem do investidor é que ele dificilmente vai acertar o momento de estar em um multimercado. Um estudo da gestora de patrimônio Consenso com 12 dos fundos mais conceituados no mercado mostra que sete deles não teriam batido o Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI), principal referência para o segmento, se fossem excluídos de seu histórico, de 41 a 92 meses, os cinco meses de maior retorno.

Um investidor inquieto e sem sorte, que estivesse fora dessas carteiras apenas nos meses de maior retorno, trocaria retornos entre 122% e 298% do CDI por ganhos entre 46% e 222% do referencial. “Sempre mantemos alocação em multimercados, mas nunca ficamos entrando e saindo, querendo acertar o market timing”, diz Ronaldo Caselli, que seleciona fundos para os clientes de alto patrimônio da Consenso.

Entre os gestores na amostra analisada pela casa estão BTG, CSHG, SPX, Paineiras e Ibiuna. São carteiras com mais de 5% de volatilidade, que correm risco para ter um retorno relevante em relação ao CDI e que, por isso, diz Caselli, têm sentido no portfólio. “Se o investidor compra um fundo que corre pouco risco, vai pa-

gar metade do retorno excedente em taxas”, afirma. A maioria dos multimercados cobra 2% de taxa de administração mais 20% de performance sobre o retorno que excede o referencial.

Encontrar um fundo que gera retorno acima da média, conhecido como “alfa”, e faz isso de forma consistente, de fato, é tarefa difícil. Eles são apenas 1,2% de uma amostra de 5.655 multimercados com mais de um ano de vida avaliada pela Luz Soluções Financeiras. O referencial usado pela consultoria para a análise foi o Índice de Hedge Funds da Anbima (IHFA), uma cesta de multimercados que exclui carteiras com volatilidade e patrimônio muito abaixo da mediana do mercado. É uma base exigente, já que o índice se comportou melhor do que o CDI no período avaliado, entre 2008 e abril de 2014.

Restaram somente 81 fundos quando a Luz casou o resultado de dois estudos. O primeiro mostrou que 368 fundos da amostra geraram alfa maior do que zero, ou seja, tiveram retorno superior ao IHFA, quando calculada a média dos 13 semestres observados. O segundo apontou que apenas 167 carteiras geraram retorno acima da média de forma consistente, mérito atribuído aos fundos que durante o seu histórico estiveram no terço de maior alfa da amostra em mais de 30% das janelas semestrais.

O que mais chamou a atenção de Paulo Kon, consultor da Luz responsável pelo estudo, foi a concentração dos fundos do lado dos que geram retorno abaixo da média. “Os que se destacam negativamente acabam sendo muito mais numerosos do que os que se destacam positivamente”, diz. Não era o esperado, afirma, já que a referência em questão, o IHFA, é uma média do mercado. Em vez de as carteiras se acumularem em torno da média, elas se concentram do lado negativo, ou seja, do grupo dos que perdem para o referencial.

Não é um convite a desistir dos multimercados, diz Kon. O estudo indica que há gestores com alta capacidade de gerar ganho de capital e, ao mesmo tempo, de preservar o patrimônio do cliente. São poucos, mas com fundos abertos para captação e acessíveis para diferentes perfis de investidores, afirma. A Luz apontou, a partir do estudo,



Caselli, da Consenso: investidor que entra e sai pode perder melhores meses

BBM, BTG Pactual, Claritas, CSHG, Fator, Itaú, Brasil Plural, Polo Capital e XP Investimentos.

Desde a virada de 2008 para 2009, não tem sido fácil para o gestor de multimercados gerar retornos consistentes, diferentemente do período compreendido entre 2003 e 2007, em que a economia brasileira passou a crescer muito e havia estabilidade macroeconômica, diz Marcos Paolozzi, diretor de renda fixa e multimercados da Fator Administração de Recursos (FAR). “Desde 2009, os fundamentos econômicos pioraram muito, o crescimento está menor, a inflação pressionada e há uma questão cambial relevante”, pontua.

E crescimento mais fraco, acrescenta, significa retornos ruins para bolsa, uma classe importante para a geração de alfa. Houve uma mudança grande de cenário e muitos não conseguiram adaptar suas estratégias, o que levou ao vai e vem do investidor, que é naturalmente avesso ao risco, afirma. Paolozzi ressalta que o comportamento do investidor acaba levando o gestor a encurtar o horizonte de investimento, cujo efeito colateral é abrir mão de capturar boa parte das oportunidades de ganhos, uma vez que elas demandam prazos maiores de maturação.

“Hoje boa parte dos gestores acaba sendo refém de ter que trabalhar estratégias em prazo muito curto”, afirma também Patrick O’Grady, diretor da XP Gestão. Para evitar a volatilidade de curto prazo rejeitada pelos cotistas, eles também são forçados a montar posições menores do que gostariam, aponta, sem poder potencializar as oportunidades de investimento. Para deixar no passado o olhar imediatista que O’Grady chama de pecado original do investidor brasileiro, será preciso, considera, um longo período de juro real baixo.

“Houve um amadurecimento do mercado, mas ainda não está 100%”, diz Carlos Ambrósio, diretor-presidente da Claritas Investimentos. Numa indústria de fundos com cota diária e marcação a mercado, continua Ambrósio, os multimercados acabam sendo alvo do entra e sai do investidor. “E volatilidade no fluxo nunca é saudável”, afirma, uma vez que o gestor acaba tendo de trabalhar com posições mais curtas, a despeito de fundamentos corretos.

Neste ano, exemplifica, os multimercados estão em compasso de espera em função das incertezas no campo político e na economia. “Em momento de indefinição, não há muito o que capturar; mas essa é uma das

categorias que mais rapidamente podem reagir”, afirma. Ainda segundo Ambrósio, o investidor deve fazer a alocação em multimercados para um cenário de médio e longo prazo, e não tentar operar o timing.

No atual cenário de taxa de juros alta, diz Ambrósio, os multimercados vêm sofrendo a concorrência de produtos que oferecem retornos atraentes e isenção fiscal, o que tem se traduzido em saques. Ele refere-se às letras de crédito imobiliário e do agronegócio (LCIs e LCAs) — emitidas por instituições financeiras —, que supostamente são mais seguras por oscilarem menos em função de não haver marcação a mercado.

Cabe ao gestor, se quiser ver o cliente satisfeito, ser uma síntese de estratégias para que ele não se sinta impellido a migrar para a renda fixa, diz Carlos Eduardo Rocha, o Duda, sócio responsável pela gestora do Brasil Plural. Até porque provavelmente ele vai fazê-lo no pior momento possível. “Ao final do dia é a consistência que interessa”, diz.

A primeira lição, deixada por 2008, diz o sócio do Brasil Plural, é que é preciso acreditar em crises fortes. Isso envolve ter métricas de risco para diminuir as posições quando a volatilidade aumenta, ser capaz de se adaptar às mudanças macro e buscar ativos mais líquidos. “Recentemente muitos gestores ficaram engessados em posições como NTN-Bs e papéis ilíquidos na bolsa”, afirma.

Foram as ações a principal fonte de alfa nos últimos anos para os multimercados da Brasil Plural. “Se você quer gerar alfa, tem que ir aonde o alfa está”, diz Duda. Para conseguir retorno na bolsa, tem sido essencial garimpar setores transformacionais e suas empresas líderes, com inércia de crescimento. Exemplos, para ele, são Kroton, BB Seguridade e Cielo.

“Para ser consistente, você tem que ganhar dinheiro quando existe uma tendência clara nos ativos, mas também quando não tem, que é o caso agora”, diz Rodrigo Noel, especialista de portfólio da gestora do Itaú. E ainda que haja convicção no mercado sobre uma tendência de longo prazo, como a que existe hoje em relação à desvalorização do real, pode ser necessário montar posi-

ções contrárias no curto prazo. “Por mais que eventualmente a posição possa dar dinheiro no longo prazo, o caminho também importa”, afirma Noel. Neste ano, por exemplo, a gestora do Itaú ganhou com posições vendidas em dólar contra o real.

Na visão de Fernando Ganme, sócio da Capital Investimentos, a análise qualitativa do gestor tem muito mais importância que a quantitativa. O investidor tem de olhar o retorno num período longo, conhecer a capacidade e o estilo de cada gestor, e não dar muita atenção, por exemplo, para a consistência da geração do alfa.

Para Ganme, há muitos fundos que têm um histórico de retorno acumulado alto, mas concentrado em períodos específicos. “Isso faz parte da atividade, não tem a ver necessariamente com a capacidade do gestor, mas com o momento de mercado e a especificidade da estratégia de cada um”, afirma. Ambrósio, da Claritas, recomenda ainda, na hora de avaliar um gestor, comparar o que era o mandato do fundo com o que foi entregue, e o cenário em cada período. Um desempenho que aparentemente foi ruim pode ter sido muito bom se o ano tiver se mostrado difícil, afirma o executivo.

Ganme acrescenta que bons gestores de multimercados tendem a ganhar muito dinheiro em determinados momentos e em outros nem tanto — como neste ano —, porque precisam de convicção para montar posições mais agressivas. “E o investidor precisa de gestor que sabe proteger o capital em cenários de ruptura, não para comprar kit Brasil”, diz, referindo-se aos anos em que bastava apostar a favor do país (na valorização da bolsa e do real, e na queda do juro) para ser bem-sucedido.

Como não dá para antecipar os movimentos do mercado nem prever as estratégias que vão entregar os melhores retornos, Ganme defende montar uma carteira diversificada por classe de ativos, estratégia, e esquecer. “Sempre vai ter gestor entregando alfa”, afirma. O que acontece muitas vezes, lembra, é que o investidor saca os recursos após um período de desempenho ruim e acaba perdendo a recuperação na sequência.

Ver também página D2