

## Para pensar

### Edição 4: Investidores = (Cotistas+Gestores)?

Se fossem eficientes como prevê a teoria, os mercados seriam compostos por investidores racionais, bem informados e capazes de estimar o retorno esperado de cada ativo. Preocupados unicamente em maximizar sua relação risco-retorno, estes investidores agiriam independentemente uns dos outros, comprando o que ficou “barato” sem motivo fundamental e vendendo o que ficou “caro”. Desta forma, funcionariam como um amortecedor de movimentos “injustificáveis”, reduzindo a volatilidade dos ativos. Mas, como sabemos, não é esta a realidade. Onde falhou a teoria?

Uma das pistas pode estar na real composição dos mercados. A gestão de recursos demanda muita tecnologia e conhecimento, o que traz a necessidade de escala e acaba se traduzindo numa grande especialização. Com isso, ao invés de termos milhões de investidores tomando suas próprias decisões de investimento, temos um número muito menor de agentes, os gestores de recursos, que prestam serviço para seus clientes. Tomando apenas o exemplo dos fundos, temos, ao invés de milhões de “investidores”, milhões de “cotistas” que delegam as decisões de investimento para milhares de “gestores”.

Na prática há então uma separação entre os detentores dos recursos (os cotistas) e os detentores da informação e da tecnologia necessários para a análise da relação risco x retorno (os gestores). E isso tem implicações suficientes para causar ao menos parte das ineficiências dos mercados.

Imaginemos um investidor típico, que escolhe seus gestores apenas pelo resultado do passado recente, sem saber como os retornos foram obtidos. Esse investidor aplica quando um fundo vai bem e resgata quando o fundo vai mal, seja qual for o motivo da performance recente. No longo prazo teria que ser assim mesmo, os melhores captam mais. Mas no curto prazo, isso amplifica movimentos e aumenta a volatilidade dos ativos, além de prejudicar as estratégias implementadas pelos gestores. Vejamos o exemplo de um fundo de ações cuja carteira perdeu valor em um período curto de tempo em função da queda do mercado. O gestor sabe que a queda representa uma oportunidade de compra com expectativa de retorno ainda maior para o mesmo risco. Mas o cotista só vê a cota e não sabe de onde vem o resultado. Ao invés de tomar partido da oportunidade e aplicar mais no fundo, faz o oposto: resgata, realiza um prejuízo que talvez fosse recuperável e ainda amplifica o movimento “irracional” dos preços. Ineficiente, não?<sup>1</sup>

Isto é ruim para todos os envolvidos: cotistas perdem dinheiro; gestores ficam com passivos instáveis e acabam tendo que vender ativos (para honrar os resgates) mesmo sabendo que deveriam comprar

---

<sup>1</sup> Os economistas Andrei Shleifer e Robert Vishny chamaram isto de *Performance Based Arbitrage*, num *paper* de 1997 publicado no *The Journal of Finance*.

mais, as companhias emissoras de ações vêm seus títulos com volatilidade maior do que deveriam apresentar.

O problema seria reduzido se, ao invés de olhar apenas a performance recente, os cotistas selecionassem seus gestores através de um processo profundo de análise (filosofia de investimentos, equipe, gestão de risco, etc.) e acompanhassem suas decisões ao longo do tempo. Se, além disso, o cotista soubesse calibrar sua carteira para ter posições de tamanhos adequados a seu perfil, o risco de um resgate fora de hora - ao primeiro sinal de queda do fundo - se reduziria bastante.

Para isto acontecer, os melhores gestores tem feito a sua parte em pelo menos duas frentes: 1) seleção do passivo via regras de liquidez (por exemplo, criando fundos D+30 para abrigar estratégias de maturação mais longa) e explicação inicial mais detalhada dos riscos envolvidos, para tentar evitar que o investidor entre num fundo que não é adequado para sua política de investimentos e 2) transparência sobre suas operações, com relatórios e *calls* detalhando o que é feito no fundo. Tudo para que o cotista possa entender de onde vem os retornos e confiar o máximo possível no gestor. Estes têm conseguido captar de um universo de investidores que ficam no longo prazo, facilitando a gestão, que assim gera ainda melhores retornos para os cotistas.

Os órgãos reguladores também fazem sua parte ao criar regras que facilitam a adequação dos investimentos (*suitability*), tornam a informação mais facilmente disponível (exigindo *disclosure* de riscos e posições) e, principalmente, criando um arcabouço que praticamente garante que um gestor siga a todo o tempo, o regulamento do fundo – obrigar os cotistas a ler o regulamento, ninguém ainda conseguiu. Mas vamos dando um passo de cada vez...

Se o cotista tiver pensado muito bem antes de tomar suas decisões de alocações de ativos e tiver a certeza de que cada gestor está tomando todas as melhores decisões para cumprir seu respectivo mandato, ele precisará fazer poucas movimentações ao longo do tempo e se aproximará mais do investidor racional modelado na hipótese de mercados eficientes.

O problema é que a maioria dos cotistas, mesmo sabendo que deveria, não tem o tempo, o conhecimento e o acesso às informações necessários para fazer esta lição de casa.

Para estes existe ainda a possibilidade de contar com consultores, gestores de patrimônio e *advisors* independentes que, pagos pelos próprios clientes e com interesses/objetivos alinhados com eles, fazem a parte dura: constroem políticas de investimentos adequadas, selecionam gestores da forma mencionada acima e acompanham suas posições ao longo do tempo.

O benefício para os gestores é claro. Cotistas esclarecidos, com alocações bem dimensionadas e que sabem o que o fundo está fazendo mantém sua estratégia (e suas aplicações nos fundos) no longo prazo, tornando seu passivo mais estável – o que facilita muito a gestão e beneficia todos os cotistas.

Ao contrário do incauto que resgata e faz seu gestor vender quando deveria comprar, o cotista bem informado pode fazer o inverso: aplicar mais nos momentos em que as oportunidades se

apresentam. Quanto mais informação e transparência existirem nesta relação, mais o comportamento da dupla “cotista+gestor” se aproxima do de um “investidor racional”, o que reduz a distância entre a realidade, e os mercados eficientes da teoria.