

INVESTIMENTOS PASSIVOS: A ERA DOS GRANDES GESTORES ESTÁ CHEGANDO AO FIM?



FERNANDO GOMIDE

Economia
Insper

O conceito de investimento passivo, ou index investing, ganhou força a partir de 1976, nos Estados Unidos, quando o Vanguard Group lançou o primeiro fundo de índice. Desde então, muitos investidores aderiram à prática no mundo todo, particularmente nos últimos anos. Em 2016, nos Estados Unidos, fundos com estratégias passivas atraíram mais de 505 bilhões de dólares, comparados com saídas de capital de 340 bilhões em fundos ativos – sem contar que investidores americanos tiraram dinheiro de fundos ativos por 33 meses consecutivos, de acordo com a Morningstar.

Essa saída de capital se deu principalmente pelo fato de que muitos fundos ativos não conseguiram superar seus respectivos benchmarks nos últimos anos. Porém, antes de entender as implicações das duas formas de investimentos, é preciso compreender o conceito por trás de index investing.

Investimentos passivos tem por objetivo seguir um índice, não o superar, apenas atingi-lo. Como exige menos esforço e possui menos custos de transação, as taxas cobradas por esses fundos são menores (ao redor de 0,6%, levando-se em conta a média dos fundos, de acordo com a Bloomberg Intelligence). Nos Estados Unidos, um dos índices mais usados é o S&P 500, que contém as 500 maiores empresas por valor de mercado. O que a estratégia passiva determina, então, é que o investidor deva replicar esse fundo, de forma que a alocação de capital para cada ativo seja igual à do índice.

Entretanto, há uma série de diferentes benchmarks no mercado. Nos Estados Unidos, por exemplo, há

mais benchmarks do que ações com alto valor de mercado (large-cap stocks). Isso faz com que os investidores que optarem pela estratégia passiva não necessariamente tenham retorno igual ao do mercado, mas próximo ao do seu respectivo índice – o qual, por sua vez, pode ser muito diferente do que a média do mercado.

Além disso, gestores de portfólios passivos tomam decisões “ativas”, se é que existe alguma decisão “passiva”, todos os dias. Alocação de novos capitais, retirada de capitais, rebalanceamento periódico das ações que saíram do índice, seleção de fundos ou ETS, etc. É importante destacar, também, que nem todos os fundos são ponderados por valor de mercado, ou seja, nem todos eles se autorregulam: logo, mais ativo deve ser o gestor.

Um argumento forte em favor da estratégia passiva é que ela exclui a maior parte do risco específico das ações. Esse argumento é válido, mas principalmente em mercados desenvolvidos: o S&P 500 possui apenas 3% de exposição à maior ação do índice e 18% às 10 maiores. O Ibovespa, por outro lado, possui 11% de exposição à maior ação e aproximadamente 50% às 10 maiores. Portanto, os índices de bolsa em mercado muito concentrados, como o do Brasil ou África do Sul, onde a maior ação corresponde à 19% do

índice, não parecem ser adequados para uma estratégia totalmente passiva, uma vez que é fortemente influenciado por um grupo pequeno de ações. Em outras palavras, o risco específico não é totalmente eliminado.

Estratégias ativas e passivas são excludentes? A resposta para essa pergunta é não. Qualquer investidor pode dividir seu portfólio em diferentes ativos, a depender da exposição ao risco que queira ter. Além disso, o aumento de estratégias passivas pode ser um bom sinal para investidores ativos. Além de aumentar a liquidez dos ativos, torna o mercado menos eficiente, abrindo espaço para que os investidores qualificados atinjam retornos superiores ao do mercado.

Por fim, o investidor deve olhar para uma gama de fatores antes de adotar uma estratégia de investimentos, como o horizonte de investimento, perfil de risco, mercado de atuação, tipos de ativos, entre outros. Mesmo assim, independentemente disso, deve-se procurar por fundos com profissionais de qualidade, principalmente para estratégias ativas, e não por aqueles que obtiveram um retorno especular no último ano. Fundos que superam o seu benchmark consistentemente ao longo dos anos sempre existirão, tanto no Brasil, como nos Estados Unidos.



Entrevista com Antonio Bonchristiano



Gabriel Teodoro (POLI-USP), Marcella Casemiro (FEA-USP), Isabella Fonseca (FEA-USP), Ricardo Von Brusky (Insper), Antonio Bonchristiano, Gustavo Tasso (FEA-USP), Fábio Bassan (FEA-USP)

Antonio Bonchristiano é formado em Política, Filosofia e Economia pela Universidade de Oxford, na Inglaterra, onde começou sua carreira no mercado financeiro. Desde que retornou ao Brasil, em 1993, atua na GP Investimentos, companhia da qual hoje é CEO. Influenciado por nomes de peso, como Jorge Paulo Lemann e Beto Sicupira, Antonio é fundador e foi CEO do Submarino, faz parte do conselho administrativo de grandes instituições, como Ambev e Fundação Estudar, e teve papel decisivo em grandes negócios, como a aquisição da CEMAR. Nesta entrevista, Antonio usa de sua vasta experiência para comentar sobre os rumos do mercado financeiro no Brasil e no mundo.

Como foi a experiência de fazer faculdade fora do país, em Oxford? Quais as principais diferenças em relação ao Brasil e como você ingressou no mercado financeiro?

Eu estudava no Colégio Santa Cruz quando ganhei uma bolsa para estudar dois anos do ensino médio fora do Brasil. O que me atraiu a ficar no exterior foi que, em Oxford, tinha um curso muito interessante, no qual eu me formei, que era o de Política, Filosofia e Economia, algo muito difícil de se encontrar. E em relação ao sistema de ensino, é totalmente diferente do Brasil, pois ele é muito independente e individual. Lá, a base do ensino é o trabalho com seu tutor, que te passa semanalmente uma lista de leitura de livros e artigos, junto com exercícios e tópicos, mais uma dissertação. Isso foi muito bom para mim, já que sempre gostei muito de ler e não aprendo muito em classe de aula. Havia palestras como suporte. Em pouco tempo, pude adquirir

muito conhecimento. E por conta de ter feito faculdade na Europa, acabei me inscrevendo para bancos e empresas de consultoria também europeus. Recebi ofertas de ambos, mas acabei entrando em um banco em Londres, o que foi muito positivo. Londres e Nova York, na época, eram grandes centros financeiros, o que me proporcionou a experiência de trabalhar em um local muito sofisticado e desenvolvido comparado a outros bancos de outros lugares do mundo.

Como presidente de um dos maiores fundos de Private Equity do Brasil, quais foram os maiores desafios enfrentados nesse percurso?

Um fator decisivo foi ficar na mesma empresa por 25 anos. Quando voltei para o Brasil, entrei na GP Investimentos logo no seu início e estou aqui até hoje. Apesar de, atualmente, muitos serem a favor de mudanças na carreira, ficar na empresa por 25 anos me deu inúmeras oportunidades,

como adquirir o seu controle após trabalhar aqui por 10 anos. Se eu tivesse saído um ano antes, essa oportunidade não teria surgido. Acredito que a sorte também foi importante nessa trajetória. O trabalho de Private Equity é único, a cada dia estão sendo analisadas empresas novas, setores novos, sempre lidando com pessoas diferentes. Há poucos negócios em que existe esse dinamismo, essa ausência de rotina. Por isso, torna-se um trabalho muito interessante e mais fácil e dinâmico de se trabalhar.

Ao longo da sua trajetória, quais foram as pessoas que mais te inspiraram?

Acredito que os meus fundadores: o Jorge Paulo Lehman, o Marcel Telles e principalmente o Beto Sicupira, visto que ele estava mais presente no dia a dia aqui na GP. São pessoas excepcionais, com as quais eu aprendi o ponto de vista de negócio, como criar cultura, e o modelo de gestão que a gente faz.

Como foi a transição do controle da companhia, no momento em que os fundadores deixaram o controle e você se tornou presidente? E como foi o IPO que ocorreu após essa transição?

O IPO foi muito importante para manter a estratégia da companhia de possuir um capital próprio para realizar as operações. No início, esse capital investido era dos fundadores e quando eles saíram da companhia, o capital a ser investido foi fruto do IPO. Em relação à transição, normalmente é algo muito problemático nas empresas, principalmente em empresas de Private Equity, visto que a maioria são de capital fechado e fundadas por poucas pessoas, que em algum momento, estão mais velhas. No nosso caso, foi um processo muito mais fácil, principalmente por conta dos nossos fundadores, que foram muito generosos. Tinham o objetivo deles de se tornar empresários internacionais e, para poder ter sucesso nessa nova etapa de seus negócios, eles tinham que deixar a GP, que exigia muito esforço e tempo. Foi um processo que demorou 3 anos, ao final do qual o Fersen Lambranco e eu assumimos a gestão da empresa em 2012. Depois compramos o controle e os fundadores continuaram como sócios minoritários.

Durante a sua trajetória, qual foi o movimento mais difícil da tua carreira? E o que isso te ensinou?

Acho que o movimento mais difícil da minha carreira foi no final do ciclo de boom do Brasil, entre 2007 e 2008, antes da crise, que acabou não tendo um efeito muito grande no Brasil, mas afetou os mercados de capitais no mundo inteiro. Além disso, houve, da nossa parte, um exagero na confiança da nossa capacidade de investir e ganhar dinheiro nos investimentos, fruto de um sucesso muito grande que a gente teve no começo do crescimento do Brasil pós-Lula. Então, de 2002 a 2007, fizemos tanta coisa que deu certo que fomos ganhando confiança e chegou em um momento de exagero, quando fizemos vários investimentos muito ruins em um curto espaço de tempo, o que nos gerou uma perda de capital e um esforço muito grande para administrar esses problemas nos anos seguintes. Isso nos forçou a repensar a nossa estratégia de investimento, a nossa

forma de fazer análise. Foi um grande aprendizado.

Você comentou que vocês chegaram a rever como faziam investimento. Como funciona hoje o processo de prospecção de novos investimentos aqui na GP?

Primeiro, passamos por um processo contínuo e periódico de decisão à luz dos movimentos macroeconômicos, do que está acontecendo em diversos setores, do conhecimento que a gente tem de mercado. Escolhemos quais setores focaremos nos próximos seis a doze meses, que são alocados entre os sócios, os executivos mais sêniores da companhia, e dentro de cada um deles, quais empresas monitoraremos, para aproveitar qualquer oportunidade de investimento – comprar uma empresa, ou ser sócio dessa empresa, ou junto com empresa comprar outra ou resolver algum problema, por exemplo.

É um processo muito importante porque é daí que surge nossa decisão de alocação de tempo, pois nosso negócio é alocar capital e tempo. Trata-se de um processo contínuo de decisão de onde alocar seu tempo que, baseado numa avaliação de onde tem oportunidade, aonde você acha que pode sair negócio. Não adianta só ter uma oportunidade, mas não ter nenhuma empresa que você possa investir ou comprar, deve existir uma junção dessas coisas. Você tem que olhar muita coisa para acabar tendo que fazer poucos negócios. Você conversa, discute ou analisa 100 negócios em um ano para fazer um negócio.

Dentro da conjuntura atual, quais setores você acredita que merecem maior atenção dos fundos de Private Equity no Brasil?

O Brasil está passando já há três anos por uma recessão que aparentemente acabou, o que não significa que entraremos num período de crescimento acelerado. Falta crescimento no Brasil. Por isso, acho que é muito difícil fazer uma aposta voltada ao crescimento do consumo, como foi de 2002 até 2010, quando todos os setores ligados ao consumo cresceram muito, graças ao crescimento da classe média, da rno Brasil, do acesso ao financiamento. Não vejo nos próximos cinco anos esse tipo de oportunidade voltando. Você tem, no Brasil, na minha visão, três grupos

de coisas que são interessantes hoje e provavelmente o serão nos próximos dois a três anos.

Uma delas engloba os setores que são anticíclicos, ou seja, aqueles que continuarão crescendo apesar desse ciclo de baixa: saúde e educação – setores mais resilientes que o restante da economia, apesar da ligação deste último com o FIES. Também há outras teses que não estão ligadas ao crescimento do país. Uma é a tese de valor: comprar algo bom a um preço baixo porque o vendedor precisa vender. Há vários grupos e conglomerados no Brasil passando por dificuldades financeiras, principalmente as empresas da Lava-Jato, como a J&F e as várias construtoras que estão por aí na mídia. Todos estão sendo obrigados a vender ativos num momento que não bom, porque a economia está fraca. Isso gera uma oportunidade de investimento. Não é uma tese macroeconômica, é uma coisa oportunista: A terceira oportunidade é que, com a saída da Dilma e a entrada do Temer, mudou a postura do governo em relação às privatizações. Obviamente, nos anos 90 foram várias, mas depois, durante os mandatos Lula e Dilma, parou-se de falar em vender o controle de estatais e começaram a falar de concessões. O problema da concessão é que, em geral, uma concessão nova, que exige um investimento inicial muito grande, tem características financeiras menos atraentes. O grande atrativo da privatização é que 100% das vezes você está comprando um negócio muito mal tocado, seja do governo municipal, estadual, federal, onde existe uma oportunidade de gestão e de criação de valor através de gestão, diminuindo o custo e melhorando a eficiência. Então isso voltou a ser uma oportunidade de investimento.

Aproveitando que você começou a falar um pouco de e-commerce, você considera que o maior case da GP foi a Submarino?

Acho que não é o maior case. O maior investimento que a gente fez na história da GP foi o na Cemar, que hoje é a Equatorial, que não foi um case de crescimento, mas um case de gestão. Uma empresa que era ex-estatal de energia elétrica, um negócio regulado, que tinha pouco crescimento, tinha 60 anos de

vida e nenhum de lucro, foram 60 anos consecutivos de prejuízo. O primeiro ano em que ela lucrou foi quando compramos a empresa. Em três anos quadruplicamos o EBTIDA da companhia, foi de R\$80 a R\$320 milhões.

Existe algum tipo de desafio em operar um fundo de Private Equity com negócios muito regulados, como o investimento que vocês fizeram na ALL e na própria Cemar?

Claro. A maior parte dos fundos não gosta de investir em negócios regulados porque existe o famoso risco político. Há uma série de coisas que você controla e outras que não, que são as mudanças nas regulações. A interação com o regulador muitas vezes não é racional ou previsível. Há setores em que a regulação é melhor que em outros. No de telefonia, a regulação foi muito ruim em geral para os investidores. No setor elétrico, ao contrário, foi muito boa pelo fato de ter sido criada a partir de pessoas experientes. O importante de uma regulação não é ser justa ou injusta: é ser previsível. Você toma uma decisão de investimento hoje assumindo que aquela regulação vai se manter depois de 5 ou 10 anos.

Existem estudos que dizem que a gestão de empresas brasileiras é muito ruim, devido principalmente a aspectos culturais. A partir de todos os aportes que a GP já fez em empresas menores e familiares, você verifica isso?

Essa questão já foi muito forte, mas a gestão no Brasil melhorou muito, as pessoas têm muito mais acesso à informação, conhecimento, inclusive em gestão. Os meus fundadores tiveram um impacto muito grande na gestão do desenvolvimento do Brasil. Primeiro porque eles mostraram como um negócio bem feito pode ser exitoso e inspiraram outras pessoas; segundo porque eles formaram muitas pessoas que saíram da Lojas Americanas e da Ambev, por exemplo, e foram trabalhar em outros lugares e levaram para esses lugares a disciplina e a prática para fazer as coisas acontecerem. A gestão no Brasil evoluiu muito. Mas, generalizando, no setor público a gestão é ainda muito ruim. No setor privado, ela evoluiu muito e tem muito espaço para evoluir. Tivemos um período muito bom de 2002 a 2008 e

desde então foi uma montanha russa. Isso te obriga a pensar ativamente sobre a alocação de capital, sobre a eficiência, sobre a gestão de custos.

Levando em conta a questão da volatilidade, principalmente da política, que anda de mão dada com a economia, como os seus limited partners enxergam isso? Eles dão muita ênfase a essa volatilidade política ou acham que os fundos conseguem contornar essa situação, por serem de longo prazo?

Ser de longo prazo ajuda, mas não é só isso. Neste ano e no ano passado, praticamente nenhum fundo foi levantado com foco no Brasil. Um limited partner global, com um leque de opções gigantesco, dificilmente escolherá um fundo no Brasil, dado o contexto atual. É mais fácil você investir em um único negócio pontual. Ninguém quer colocar dinheiro a longo prazo no Brasil justamente pela conjunção de incertezas políticas e econômicas. E não tão simples quanto saber se é Temer ou Maia. Temos um problema de orçamento serio que precisa ser resolvido e precisamos ter uma visão muito clara de quem será a pessoa a cargo do problema e qual sua estratégia para resolvê-lo. Se for uma pessoa de esquerda, terá uma estratégia, se for mais de outra. Muito depende de 2018, mas por todas as razões que sabemos, até hoje nem se fala de quem será candidato em 2018. Há uma grande incerteza rodeando a agenda política em 2019, quem estará à frente dela e se terá capacidade de passar as reformas de que o Brasil necessita. Sabendo disso, ninguém se dispõe a investir a longo prazo no Brasil.

A partir desse foco na gestão pessoal que vocês atribuem, quais são os maiores desafios que já encontraram até nesse processo de readaptação da cultura das companhias que vocês estão investindo ou pretendem investir? O que de fato determina se a estratégia usada pela GP é de fato eficiente para a companhia escolhida?

Isso passa muito pela liderança que se tem na empresa. O primeiro fato é a nossa capacidade de colocar um time capaz identificar os problemas e soluções, comunicar e motivar as pessoas embaixo.

Passa muito pela figura de liderança, como o CEO, que tem de ser capaz de fazer valer sua estratégia e convencer as outras pessoas da empresa de que aquilo vai dar certo, como um evangelizador. As técnicas e ferramentas dão certo na maioria das empresas. Nós sabemos que eles são eficientes. O que faz a diferença é o poder de liderança e disciplina daquele que foi escolhido para implementar essas ferramentas.

Observamos que a indústria de Private Equity no Brasil é muito recente e pequena em comparação com os Estados Unidos considerando que a economia está se recuperando da maior crise econômica da história, você acredita que a concorrência na indústria irá aumentar?

Bom, o Brasil é um país difícil. Os problemas do país são graves e, na minha visão, irão demorar muito para serem resolvidos. A maior parte dos fundos de Private Equity nos Estados Unidos possuem a vantagem de captar dívida de longo prazo com custo barato e dedutível de imposto e assim, o principal motivo do sucesso dos mesmos é a possibilidade de realização de Leverage Buyouts (LBO). Já no Brasil é diferente, o custo da dívida é muito elevado, a possibilidade de alavancagem é baixa e os negócios são bastante imprevisíveis. Acredito que essa combinação de custo de capital alto e volatilidade dos negócios faz com que poucos investidores estrangeiros de Private Equity se disponham a investir seu capital no país.

Quais são os skills que vocês acham essenciais para o mercado financeiro como um todo?

Primeiro de tudo é importante para o sucesso que a pessoa tenha paixão no que ela faz, independente se é no mercado financeiro, no mercado de cervejas ou no de carne. Isso sobrepõe a formação técnica ao final do dia. Depois disso, a formação de skills é muito básica. É muito importante que a pessoa tenha conhecimento em contabilidade, finanças e direito, que são habilidades que são usadas todos os dias dentro do mercado financeiro.