

# CARTA DO GESTOR

*jun-jul-ago 2022*

*Carlos Woelz*



# Caro investidor,

Um conhecido meu comentou certa vez que não gosta de ler algumas cartas de gestor, porque tem sempre a impressão de que os autores não estão sendo francos. Para ele, há uma intenção de convencer sobre um investimento ou um viés que beneficiará seu negócio mais do que o leitor. Como gestor, a crítica me intrigou. E instigou a refletir mais profundamente sobre as cartas.

Há uma vasta literatura no mercado financeiro dedicada a investigar o ponto de vista do investidor. O que deveria motivar seus investimentos, as variações de apetite para risco, os medos, os padrões de comportamento, os produtos que agradam mais ou menos. Estamos sempre olhando pelo seu ângulo, como se isso o ajudasse a prever o resultado dos investimentos no futuro. Mas quem realmente toma as decisões, tanto as de investimento como as de negócio que determinarão o resultado futuro, são, no fim das contas, os gestores. Como eu.

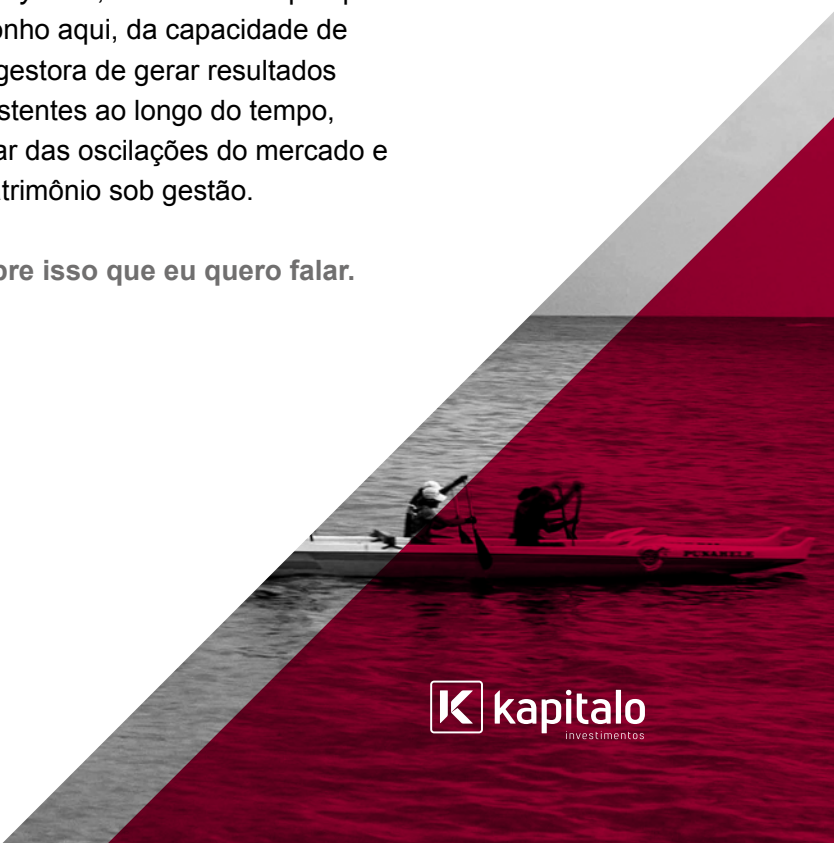
Seriam as cartas – que representam a mentalidade de seus autores – influenciadas pelo conhecimento prévio do que você, investidor, quer ouvir para tomar uma decisão?

O único jeito de responder a essa pergunta é mudar o foco e voltar o seu olhar crítico para nós, gestores. Para de fato beneficiar investidores,

é preciso examinar com lupa o que há por trás das estratégias – não só de investimento, mas de gestão do negócio – que oferecemos com nossos investimentos. Perguntar quais são as boas decisões de um gestor e como se chega a elas. Aí, sim, você saberá como elas afetam sua vida e terá todas as informações que vêm ao caso para fazer escolhas com mais perspicácia.

Quais são as gestoras de sucesso, com base no histórico de resultados, é só o indicador mais fácil de se detectar. Mas o que importa mesmo é o *como*. Você deveria se interessar por *como* uma gestora tem sucesso – e, principalmente, *como* o sucesso dela se manterá no futuro, respondendo aos desafios de crescimento. Não há como responder a essas perguntas sem falar, com profundidade, de *capacity* – ou, no sentido amplo que proponho aqui, da capacidade de uma gestora de gerar resultados consistentes ao longo do tempo, apesar das oscilações do mercado e do patrimônio sob gestão.

É sobre isso que eu quero falar.





# Este jogo não é cartesiano

**H**á exatos 25 anos, em agosto de 1997, a gestora norte-americana Fidelity Investments anunciou que fecharia o seu principal fundo, Magellan Fund, para captação. À época, o fundo havia rendido abaixo do índice da S&P 500 – o mais famoso do mundo, que reúne ações das principais 500 empresas listadas nas Bolsas de Valores dos Estados Unidos, NYSE e Nasdaq – por três anos consecutivos.

O mercado especulava que o fundo havia crescido demasiadamente, a ponto de os gestores enfrentarem dificuldades para geri-lo. E não estava equivocado. Muito provavelmente o fundo ficou grande demais, ou seja, tinha muito mais volume de dinheiro do que oportunidades no mercado para garimpar. Os investidores acreditaram que as estratégias ora eficazes para o Magellan Fund render acima do índice S&P 500 foram se provando inúteis, pois o mercado não comportava

a quantidade de dinheiro que o fundo havia captado (e continuava captando). Então, a gestão dos ativos já não era valorosa para os investidores, já que nem o desempenho médio do mercado de ações norte-americano o fundo conseguia atingir.

Trago a polêmica à tona para tratar de *capacity* – um conceito crucial no dia a dia do mercado financeiro. Muito se fala sobre *capacity* no sentido de espaço de mercado para o gestor fazer boas operações, isto é, que tragam retorno consistente para o cliente. De fato, uma das dimensões da *capacity* é esta: tamanho das operações do fundo em relação ao tamanho do mercado. Mas há outras dimensões que vale trazer para a conversa. O conceito de *capacity* se estende a, pelo menos, cinco elementos: (1) escalação dos times; (2) evolução do processo de investimento; (3) oportunidades disponíveis no mercado; (4) exposição persistente aos mercados; e (5) volume financeiro.

O conceito de *capacity* se estende a, pelo menos, **cinco elementos:** *escalação dos times;* *evolução do processo de investimento;* *oportunidades disponíveis no mercado;* *exposição persistente aos mercados;* e *volume financeiro*

# Dividir para conquistar

**G**estores não têm sede de risco. Essa afirmação pode parecer contraintuitiva, mas o retrato de que gestores adoram risco foi pintado de forma equivocada pelo mercado. Se conseguirmos encontrar uma forma de ganhar dinheiro sem correr riscos, nós, gestores, dormiremos muito melhor e ficaremos muito menos frustrados. Um bom exemplo disso é em operações de arbitragem, que consistem em ganhar o lucro da compra e da venda do mesmo ativo em mercados diferentes. Nesse tipo de operação, ou o gestor corre pouco risco ou o risco é bem próximo de zero, e o retorno é garantido. Por ser difícil de encontrar, e por ter uma grande busca no mercado como um todo, a operação de arbitragem é apenas uma forma limitada de se ganhar dinheiro. Ora, se operações dessa natureza são raras e esporádicas, qual a solução? A solução da Kapitalo é a diversificação – o caminho que entendemos mais adequado e eficaz para aumentar a capacidade de uma gestora ganhar dinheiro. Pode soar lógico, mas há razões para explicar por que esta não é uma escolha corriqueira dos gestores mercado afora.

Diversificar – de verdade – é um dos maiores desafios que qualquer

gestora pode ter. Diversificação consiste em distribuir os recursos entre diferentes classes, produtos, ativos e modalidades de investimentos. A ideia é evitar que o dinheiro fique concentrado em uma ou em poucas alternativas. Escolhendo classes e produtos descorrelacionados, mitigam-se os riscos e aumentam as chances de ganhar dinheiro. Enfim, aumenta a *capacity* de uma gestora – diversificando sua operação, o gestor pode explorar oportunidades em diferentes mercados, aprimorando a equação de risco e retorno para o cliente.

Digo que é um dos maiores desafios porque uma estrutura diversificada requer muito trabalho. Nos fundos Kappa e Zeta, construímos a diversificação escalando os 12 times independentes que alocam risco por meio de várias classes de ativos e países, em um processo transparente e colaborativo, buscando ultrapassar o CDI tanto na alta quanto na queda dos preços dos ativos em cada mercado. É muito mais do que uma diversificação de ativos, é uma diversificação de processos de investimentos. Trata-se, portanto, de explorar o primeiro elemento de *capacity* mencionado acima: a escalação dos times.

É muito mais do que uma diversificação de ativos.

é uma diversificação de processos de investimento.

Trata-se, portanto, de explorar o primeiro elemento de *capacity* mencionado acima: a escalação dos times.

# Dividir para conquistar

Por exemplo, se a sua carteira de investimentos é composta por dois produtos que, individualmente, têm Sharpe 0,5 – medida de retorno ajustada ao risco –, com pesos iguais a 50% cada, há a possibilidade de o Sharpe ser significativamente superior, caso a correlação seja baixa.

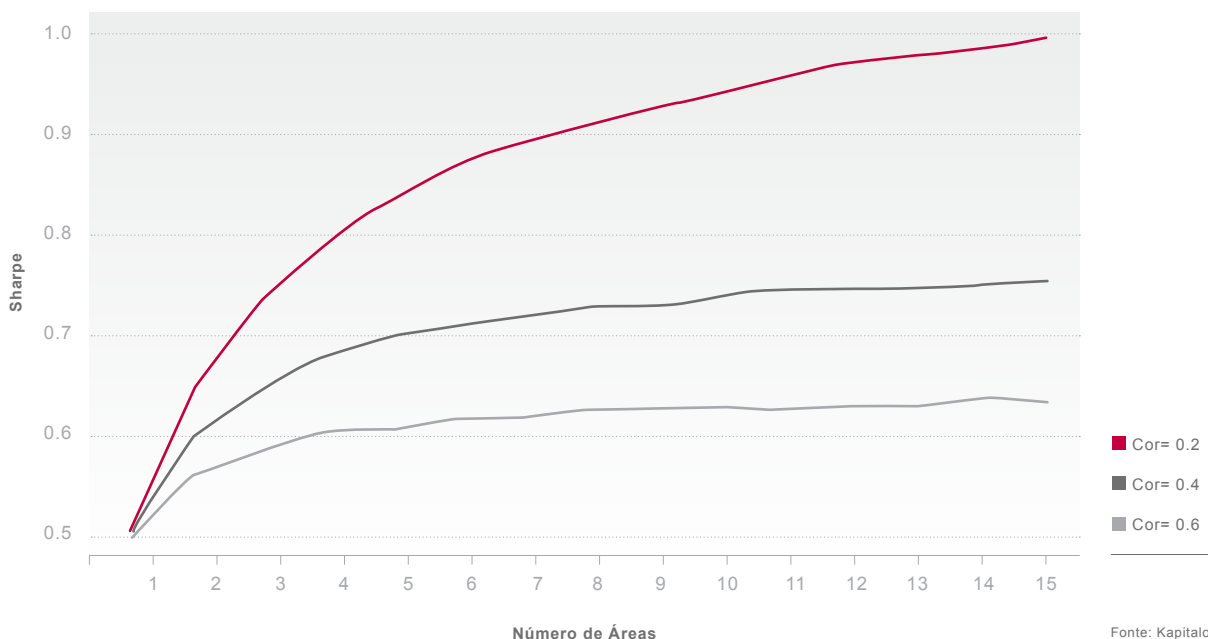
O gráfico abaixo mostra a evolução do Sharpe bruto de um fundo conforme o número de áreas:

Com a proposta de tirar o máximo de proveito da diversificação, descentralizando as decisões da

gestora, ao contrário do padrão do mercado, nunca tivemos a figura de um CIO (*Chief Investment Officer*) tradicional para toda a gestora ou para os fundos multigestor. Desde o início da Kapitalo, nos organizamos a partir de times de gestão independentes, liderados por gestores muito respeitados em suas respectivas áreas, que formaram equipes com tamanho e complexidade suficientes para criar e gerir os próprios fundos como se fossem gestoras autônomas, disputando capital entre elas em condição de igualdade. Em outras palavras, não tem conforto para

Desde o início da Kapitalo, nos organizamos a partir de **times de gestão independentes, liderados por gestores muito respeitados em suas respectivas áreas**

Sharpe do Fundo com Diferentes Correlações Entre as Mesas



# Dividir para conquistar

ninguém – nem para os sócios-fundadores. Atraímos pessoas com diferentes processos de investimento e baixa correlação entre eles; e buscamos ganhar dinheiro em tempos diferentes, de maneira recorrente e balanceada.

Mas tudo isso não é suficiente. O nosso trabalho, além de construir – e manter – uma estrutura robusta de diversificação, aumentando *capacity*, é garantir que estamos sempre inovando na gestão.

Aqui, entra o segundo elemento do conceito de *capacity*: a evolução dos processos de investimentos. De modo geral, existem estratégias de investimentos que funcionam por anos. Mas, de repente, podem não funcionar mais. Operei durante 20 anos o valor do dólar contra o real baseado em uma previsão meticulosa e contínua de todos os itens do fluxo cambial. Nos últimos anos, esse processo parou de funcionar, pois as operações mapeáveis passaram a representar uma fatia menor do mercado total. Demorou um tempo até eu entender que, de fato, a estratégia já não dava mais certo, afinal, por duas décadas, ela serviu muito bem e trouxe retorno consistente. Com os olhos de hoje, percebo que tinha a ver com o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. Essa

experiência reforçou uma das mais relevantes constatações que tive em mais de 30 anos no mercado financeiro: a gestão ativa precisa ser dinâmica para acompanhar um mercado dinâmico. Abandonei o processo, claro, depois de várias tentativas, revendo-o e entendendo o que estava errado no novo cenário. Como este, existem inúmeros outros exemplos de processos de investimentos que precisam ser alterados ou abandonados tendo em vista a mudança de dinâmica, a concorrência acirrada, as regras e o tamanho do mercado.

Mesmo em meio ao imponderável, gestores precisam inovar e investir em pesquisa e informação constantemente. Se há alguma certeza no mercado financeiro é a de que os métodos ficam ultrapassados com a mudança do mundo. Para serem efetivas, as inovações em investimentos e pesquisa precisam acontecer mais rapidamente do que a velocidade de captação e o ritmo de declínio dos processos. A consequência direta de uma gestora não se dedicar à reinvenção contínua de seus processos, de o gestor não ser criativo e de não trabalhar incansavelmente em busca de novas estratégias é a que menos se espera de uma empresa desta natureza: queda da rentabilidade.

**Para serem  
efetivas, as  
inovações em  
investimentos  
e pesquisa  
precisam  
acontecer  
mais  
rapidamente  
do que a  
velocidade  
de captação  
e o ritmo de  
declínio dos  
processos**

# Na corrida entre sorte e habilidade, habilidade sempre ganha

Faz parte do papel do gestor ganhar além do retorno que uma carteira passiva oferece – parece óbvio, mas não é fácil encontrar esforço suficiente no mercado para fazer com que isso aconteça na prática. Porque requer muito trabalho. Constante. É o que chamamos de “alfa” – um conceito atrelado à habilidade do gestor de ganhar além do que a média do mercado pode oferecer. Se uma gestora tem um alfa persistente, sua performance se mantém consistente positivamente ao longo do tempo. Algo bem diferente da “sorte” de uma operação casuística, que deu certo e gerou retorno positivo por questões circunstanciais.

Na década de 1960, o economista norte-americano Eugene Fama desenvolveu e popularizou a Hipótese dos Mercados Eficientes – uma teoria baseada na tese de que os preços dos ativos financeiros refletem todas as informações do mercado e da economia, e os preços dos ativos representam, em qualquer momento, o real valor daquele ativo em face de todas as informações existentes. Segundo a teoria, de nada adiantaria o

investidor comum, como você, ficar *stock picking* (escolhendo ações), com o objetivo de adivinhar qual ação vai ser melhor, pois o mercado é eficiente por si só, e o valor das ações reflete exatamente as informações do mercado. O melhor seria montar um portfólio diversificado de ações para tentar render, ao menos, o que rende um índice (como o S&P 500) – isso é o que chamamos de investimento passivo. Nesse caso, como já constatado por Fama, mesmo que você consiga montar uma carteira diversificada, não há chances de bater o mercado – pelo menos não de forma consistente – no longo prazo.

Mais tarde, em 1992, Fama se juntou a um colega – também economista – da Universidade de Chicago, Kenneth French, para analisar o comportamento da persistência de desempenho dos fundos de investimentos em ações dos Estados Unidos. Anteriormente, eles já tinham desenvolvido um modelo para analisar o desempenho de carteiras passivas, chegando à conclusão de que seria extremamente difícil bater o mercado consistentemente. Os

É o que chamamos de “alfa” – um conceito atrelado à habilidade do gestor de ganhar além do que a média do mercado pode oferecer.

# Na corrida entre sorte e habilidade, habilidade sempre ganha

economistas decidiram, então, usar o mesmo arcabouço teórico-prático – um modelo de precificação de retorno e risco dos ativos – para ver se a realidade era diferente ao analisar o comportamento de gestoras de fundos de ações. Será que haveria alguma vantagem em confiar o seu patrimônio na mão de outras pessoas (gestores) para que elas, com sua expertise, foco e infraestrutura, garimpassem melhores oportunidades no mercado e, assim, superassem o mercado no longo prazo?

A conclusão do estudo foi igual à da primeira hipótese: a gestão ativa não gera retorno consistente. Os rankings de fundos nada mais são do que resultados aleatórios, obtidos por sorte. Os “heróis do mercado” seriam consequência de movimentos tão aleatórios quanto dados sendo lançados sobre uma mesa.

Eu discordo. Ou não dedicaria minha vida à gestão ativa. De fato, a rentabilidade de curto prazo é muito influenciada pelo acaso. Mas os estudos acadêmicos sobre *hedge funds* mostram que, na média, o retorno depois dos custos é bom, e os retornos brutos são

excelentes. Ou seja, gestão ativa gera retorno, principalmente em um fundo bem desenhado (onde o custo é proporcional à capacidade de geração de resultado para o cliente). Taxas altas, por exemplo, podem absorver todos os ganhos de fundos conservadores demais.

Além disso, a história de *hedge funds* é diferente. No nosso caso, os estudos mais atuais encontram persistência, principalmente entre os fundos com melhor rendimento no longo prazo. No curto prazo, fundos ou áreas podem gerar resultados tanto excelentes quanto ruins por competência, sorte e/ou quantidade de oportunidades disponíveis (o terceiro elemento de *capacity*). Eliminar processos de investimentos vencedores em função de resultados negativos de curto prazo pode destruir a vantagem competitiva da gestora, por isso, dentro dos fundos Kappa e Zeta, olhamos para o resultado de longo prazo das áreas, somos diretos na remuneração das equipes e buscamos manter um ambiente excepcional. Tudo para aproveitar melhor as ondas de oportunidades oferecidas em diferentes mercados, mantendo a capacidade de gestão.

**Olhamos para o resultado de longo prazo das áreas, somos diretos na remuneração das equipes e buscamos manter um ambiente excepcional. Tudo para aproveitar melhor as ondas de oportunidades oferecidas em diferentes mercados, mantendo a capacidade de gestão**



# Desafios do crescimento

É comum gestoras crescerem rapidamente em função de seus resultados. Para *mutual funds* (fundos de ações americanas), o caso do Magellan Fund, existe um modelo (Berk and Green, 2004)<sup>1</sup> que acredita que a performance recente atrai capital – e esse capital maior diminui a performance à frente, levando a saques futuros. Em outras palavras, o fluxo de entrada e saída de clientes regularia o retorno dos fundos em direção à mediocridade. Quando o fundo é bom, capta muito, perde capacity e piora. Quando é ruim, aumenta a flexibilidade, normalmente trocando de gestão, e melhora.

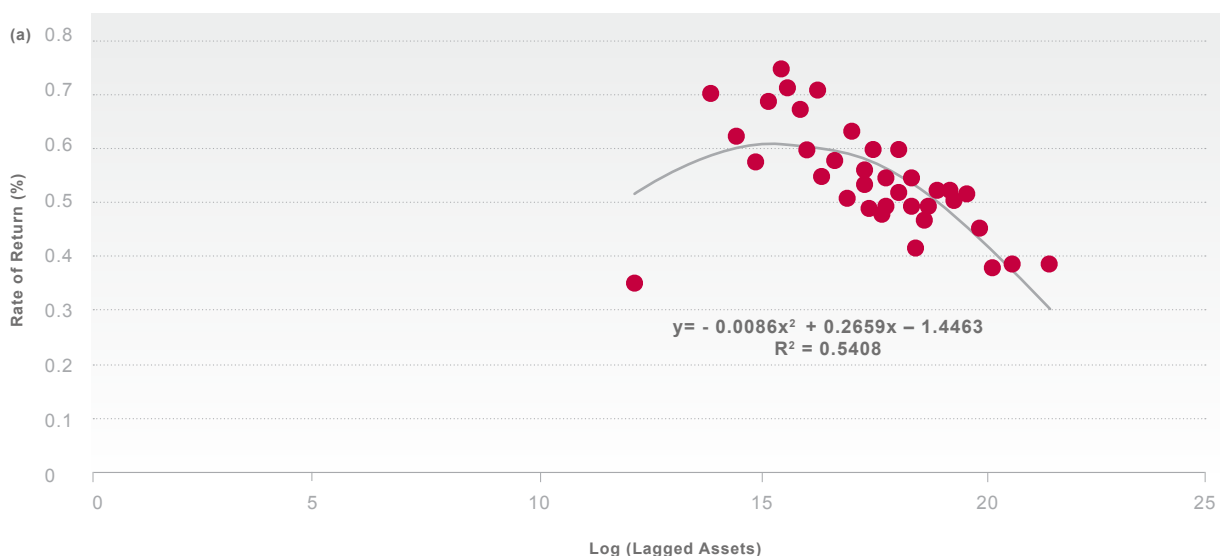
Na verdade, existe outro motivo para os fundos renderem menos depois de captar muito: a própria vontade do gestor. O receio de perder as suas receitas, depois de ter construído

um negócio rentável, devido a uma má performance no curto prazo, leva o gestor a diminuir muito o tamanho médio das exposições. Mas isso também significa diminuir o compromisso de ganho para o cliente. É o mesmo que perder por W.O. Portanto, acreditamos ser fundamental manter os fundos sempre com as mesmas características de risco e exposição aos mercados (o quarto elemento da capacity). É natural que um gestor varie as posições conforme suas convicções e as oportunidades, mas entendemos que desvios persistentes devem ser corrigidos.

Falando sobre o último elemento – volume financeiro –, em *hedge funds* de mandato específico, a performance cai quando, numa estratégia limitada, o gestor coloca mais recursos. Veja na figura abaixo:

Acreditamos ser fundamental manter os fundos sempre com as mesmas características de risco e exposição aos mercados

Figura 1 – Retorno Versus Volume Financeiro Passado Para Hedge Funds Em Geral E Categorias Individuais<sup>2</sup>



1. Berk, Jonathan B., and Richard C. Green. 2004. "Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets." *Journal of Political Economy* 112:6, 1269–1295.

2. Baker, H. Kent, and Greg Filbeck (eds), *Hedge Funds: Structure, Strategies, and Performance*, Financial Markets and Investments (New York, 2017; online edn, Oxford Academic, 24 Aug. 2017), pg. 44.

# Desafios do crescimento

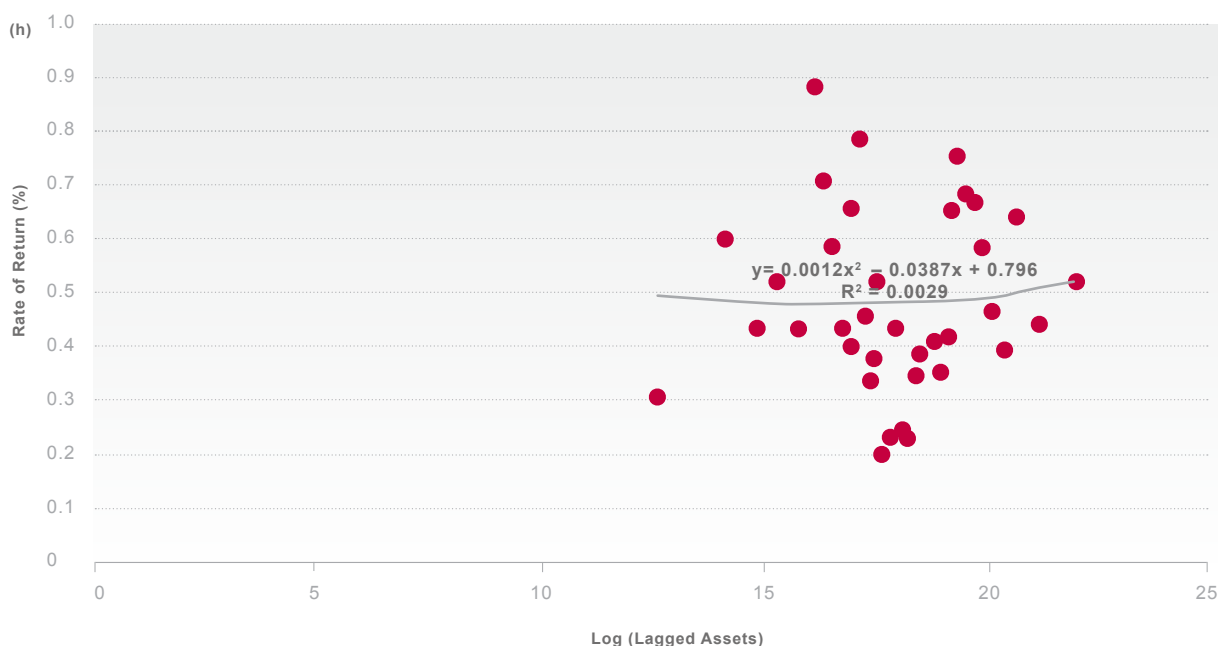
No caso de fundos de multiestratégia, os resultados são melhores, ou seja, não há uma queda clara de rentabilidade com aumento de recursos sob gestão. Muitos conseguem manter ou até aumentar seus resultados à medida que crescem; outros caem. Isso mostra a importância de se tomar boas decisões no momento do crescimento. Observe a Figura 2.

Na Kapitalo, investimos quase 100% dos dividendos gerados pela empresa nos nossos fundos; e temos o compromisso de continuar fazendo isso de maneira pública e transparente pelos próximos

anos. Em respeito à complexidade de se inovar constantemente nos processos e estratégias, decidimos nos alinhar aos clientes hoje e no futuro e crescer a uma velocidade controlada. Isso significa deixar muito dinheiro na mesa no curto prazo, quando a rentabilidade está excepcional. Não é uma decisão fácil, nem parece lógica. Por isso, o desafio do crescimento deve ser encarado com muita responsabilidade. Nós já somos grandes há bastante tempo. A velocidade adequada é aquela em que se consegue verificar os impactos do crescimento na qualidade da gestão.

A **velocidade adequada** é aquela em que se consegue **verificar os impactos do crescimento na qualidade da gestão**

Figura 2 – Multiestratégia: Taxa De Retorno Versus Volume Financeiro Passado <sup>3</sup>



3. Baker, H. Kent, and Greg Filbeck (eds), *Hedge Funds: Structure, Strategies, and Performance*, Financial Markets and Investments (New York, 2017; online edn, Oxford Academic, 24 Aug. 2017), pg. 44.

# Desafios do crescimento

Para sustentar um desempenho fora da curva no longo prazo, que é a nossa realidade aqui dentro, constantemente testamos, erramos, mudamos a rota e investimos no que deu certo. Construção exige esforço ininterrupto e tempo. O jogo nunca está ganho.

O trabalho do gestor é manter um resultado excepcional, não importa a quantidade de ativos sob gestão. Não vamos acertar sempre, mas devemos sempre melhorar a chance de acertar. Em 13 anos de

existência, acreditamos estar neste caminho. O nosso trabalho é fazer isso sempre. Nunca acaba. O jogo que escolhemos não é o da sorte, nem o da grande tacada.

Por isso, meu conselho para você, investidor, é ir além da análise de resultados na hora de escolher gestoras e fundos. O que vai fazer a diferença na sua construção de patrimônio é entender a real capacidade de gestão de cada um ao longo do tempo e de seu crescimento. ■

**O que vai fazer a diferença na sua construção de patrimônio é entender a real capacidade de gestão de cada um ao longo do tempo e de seu crescimento**



 **kapitalo**  
investimentos