

# Valor ECONÔMICO

## As bilionárias em bolsa

Entre os gestores de recursos independentes do país, segundo ranking da Anbima, só 13 casas têm mais de R\$ 1 bilhão investidos em ações.

Por Luciana Seabra, de São Paulo



Lenz Cesar, do Opportunity: produtos flexíveis para driblar falta de apetite

Existem no Brasil 13 gestoras de recursos não ligadas a bancos que alocam, cada uma, mais de R\$ 1 bilhão em fundos de ações. É com dificuldade que elas têm feito uma peneira na bolsa para recheiar as carteiras dos últimos investidores fiéis à renda variável. A fatia da indústria de fundos aplicada em carteiras de ações chegou a 4,53% em 2015, o menor nível dos últimos 20 anos. Com saída de recursos e rentabilidade em baixa, o percentual cai ano a ano desde 2009, quando era de 12,05%.

Os fundos de ações são obrigados a ter pelo menos 67% do patrimônio comprado em papéis de empresas brasileiras. Sobre essa parcela, o discurso é de uma nota só: defesa. Têm preferência empresas pouco alavancadas e menos dependentes da atividade econômica doméstica, que se beneficiam do dólar alto por meio da exportação. Dentre as citadas pelos grandes gestores independentes estão Ambev, BB Seguridade, Cielo, Equatorial, Klabin, Lojas Renner, Suzano, Itaú Unibanco e Bradesco.

Com o restante, o chamado caixa, os grandes gestores têm rebolado. Alguns adaptam o regulamento para a estratégia chamada de 'long biased', em que aliviam a exposição ao montar operações vendidas em ações das quais esperam desvalorização; outros compram ações em bolsas estrangeiras; e, mais recentemente, parte deles tem trocado os papéis indexados ao Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI) por títulos indexados à inflação, as NTNBs, ou até mesmo por dólar.

Emblemático é o caso da gestora carioca dedicada a fundos de ações Atmos Capital, que entregou 18,45% no ano passado, 11,58% em 2014 e 15,39% em 2013, três anos negativos para o principal índice da bolsa brasileira, o Ibovespa. Ao liderar rankings de carteiras de ações, a discreta gestora passou a ser comentada no mercado. E tornou-se a quinta maior gestora independente em ações, com R\$ 1,83 bilhão de patrimônio líquido, segundo levantamento da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima).

"A necessidade de fugir de armadilhas, combinado com um mercado anêmico em novas empresas, tem nos empurrado para outras classes de ativos", afirma a equipe da casa em carta aos investidores. No relatório, a Atmos defende que, nesse movimento, não busca retornos extraordinários, mas sim diminuir o risco do portfólio e aproveitar discrepâncias relevantes em relação à "atividade principal de investimentos em ações brasileiras". A diversificação começou por ações de empresas globais, depois partiu para títulos do governo indexados à inflação e, enfim, para os dólares.

"Ter parte do caixa em uma moeda forte e com inflação baixa oferece maior proteção do que manter o caixa em moeda local", escreve a equipe de gestão da Atmos. "Especula quem investe o caixa em reais em nível fora de equilíbrio de longo prazo somente devido aos juros altos, e não quem está disposto a abrir mão do carregamento para proteger o capital", completa.

A defesa apaixonada da tese de investimento pela Atmos tem fundamento em uma falta de consenso do mercado sobre o destino que deve ser dado ao caixa. A Vinci Partners, com R\$ 2,81 bilhões sob gestão em fundos de ações, por exemplo, é mais purista. "Fazemos uso tático do caixa, via de regra em operações compromissadas, para estacionar os recursos temporariamente, como se diz, manter a pólvora seca para investir em um ativo de qualidade no momento correto", diz Olavo Tortelli, sócio da Vinci. Se tivesse que vender uma NTNb às pressas para aproveitar uma oportunidade, afirma, o momento de mercado poderia não ser apropriado.

### Os sobreviventes

Gestores independentes que alocam mais de R\$ 1 bilhão em fundos de ações

| Gestor de recursos               | Patrimônio líquido em ações (R\$ em bilhões) |
|----------------------------------|--|
| Opportunity                      | 6,73   |
| Dynamo Administração de Recursos | 4,59   |
| Vinci Partners                   | 2,81   |
| Geração Futuro                   | 2,77   |
| Atmos Capital                    | 1,83   |
| SPX                              | 1,55   |
| Western Asset                    | 1,52   |
| M Square                         | 1,47   |
| JGP                              | 1,25   |
| IP Capital Partners              | 1,2  |
| Quest Investimentos              | 1,16   |
| Nucleo Capital                   | 1,15   |
| Brasil Plural Gestão de Recursos | 1,11   |

4,53%

é a fatia da indústria de fundos aplicada em carteiras de ações em 2015, menor nível dos últimos 20 anos

Fonte: Anbima. \*Até dezembro

OPPORTUNITY

Para evitar a polêmica, alguns gestores de ações mantiveram a tradicional carteira dedicada a posições compradas em renda variável e criaram novas, que dão mais liberdade ao gestor. "Nossa impressão é que o mais importante é ser bem claro para o cliente sobre qual é o seu mandato, o que você vai fazer ao longo do tempo", diz Luiz Constantino, gestor de renda variável do Opportunity, a maior em fundos de ações, com R\$ 6,73 bilhões sob gestão, uma parcela relevante dos próprios sócios.

As áreas das gestoras dedicadas a lidar com os clientes estão no olho desse furacão. O entendimento é cada vez mais de que mesmo o investidor de bolsa sofisticado não aceita bem um prejuízo de 30%, ainda que o principal índice tenha caído 50%. E, segundo os gestores, o comportamento vale não somente para pessoas físicas como também para grandes investidores, como fundos de pensão e alocadores de grandes fortunas familiares.

"É inegável que a bolsa no Brasil vive um período difícil há quatro, cinco anos. Obviamente as pessoas ficaram muito machucadas e esse é o grande motivo para lançar produtos que tenham flexibilidade", diz Christian LenzCesar, responsável pela área comercial do Opportunity.

A Dynamo, com R\$ 4,59 bilhões sob gestão em fundos de ações, também conseguiu defender para o Cougar um retorno de 12,79% em 2015 por meio não somente de uma seleção de ações na bolsa brasileira que renderam dois dígitos no ano como Braskem, Lojas Renner, Klabin, São Martinho e BM&FBovespa como também com uma fatia investida em dólar. "Nossa estratégia de preservar patrimônio em moeda forte também surtiu efeito e a desvalorização do câmbio acabou sendo responsável por uma contribuição importante no resultado do fundo", afirma a equipe da casa na última carta aos cotistas.

Da mesma forma, a SPX, que administra R\$ 1,55 bilhão em carteiras de ações, tem aplicado parte do caixa em dólares, em NTNBs e até mesmo investido em títulos de dívida das companhias no lugar das ações para reduzir o risco do portfólio quando o mandato permite.

Na IP Capital Partners, a opção foi, ainda em 2012, começar a investir em recibos de ações de companhias estrangeiras negociados no Brasil, os BDRs. Naquele momento, os preços na bolsa brasileira começavam a não compensar o risco, considera o gestor Pedro Cesar de Andrade. "Existia um obaoba excessivo. Não bastava ter 30% em caixa, tínhamos que fazer mais alguma coisa", diz. O plano foi estender ao fundo local o que a casa já fazia em uma carteira global. Foi assim que a IP descolouse do desempenho do Ibovespa, entregando dois dígitos de retorno ano a ano, enquanto o índice brasileiro amargava prejuízos.

Recentemente, a IP voltou a ter um olhar mais positivo sobre a bolsa brasileira. "As boas empresas no Brasil estão começando a reconhecer melhor nos preços das suas ações as dificuldades do mercado interno", diz Andrade. "Dá para pensar em aumentar a exposição no Brasil", emenda. O IP Participações tem hoje somente 25% em ações de empresas brasileiras. E já está um pouco acima do mínimo, perto de 20%.

É por acreditar que as ações ficaram baratas demais e em algum momento a bolsa brasileira vai viver uma grande virada ainda que nenhum dos gestores se arrisque a dizer que ela está próxima que parte dos investidores ainda prefere manter a exposição direcional cheia na bolsa brasileira, conta Lenz Cesar, do Opportunity.

Rentabilidade passada não garante futura, mas o fato é que a história é favorável a alguns desses gestores, com viradas memoráveis. Depois de um prejuízo de 33,06% em 1998, pouco depois de ter sido criado, o fundo Lógica II, do Opportunity, entregou nada menos que 295,66% em 1999. Também depois do prejuízo de 34,14% em 2008, rendeu 84,42% em 2009. Da mesma forma, o investidor do fundo de dividendos da Vinci que resgatou depois da queda de 28,41% em 2008, perdeu a retomada de 51,80% em 2009. O Cougar, tradicional fundo da Dynamo, tem uma história semelhante para contar virou de queda de 12,49% em 1998 para alta de 202,99% em 1999. E repetiu a dose na década seguinte, com prejuízo de 30,25% em 2008 e ganho de 81,55% no ano posterior.