



Custo Tributário na Decisão de Investimento:

Como avaliar o impacto de mudanças frequentes no resultado de longo prazo de pessoas físicas?

Sumário

O objetivo deste artigo é explorar os possíveis impactos de alterações táticas de curto prazo e rebalanceamentos no desempenho das carteiras de investimentos dos indivíduos.

Existem muitos questionamentos sobre o valor agregado de alocações estáticas ao longo do tempo em função de mudanças nos cenários econômicos e nas premissas utilizadas. Porém, os movimentos táticos a serem realizados devem ser justificados com bons resultados para valerem a pena.

Para tal, o texto faz uma breve análise do dilema com o qual um indivíduo se depara quando variáveis que influenciam sua carteira de investimento sofrem alterações e os impactos tributários sobre o retorno dos portfólios decorrentes de realocações periódicas considerando tais alterações.

Diante da relevância do tema, que motivou a Itaú Asset Management (IAM) a realizar um estudo para estimar tais impactos de custos tributários sobre o resultado de uma carteira de investimento, apresentamos as principais premissas utilizadas no âmbito de regime tributário e metodologia de avaliação.

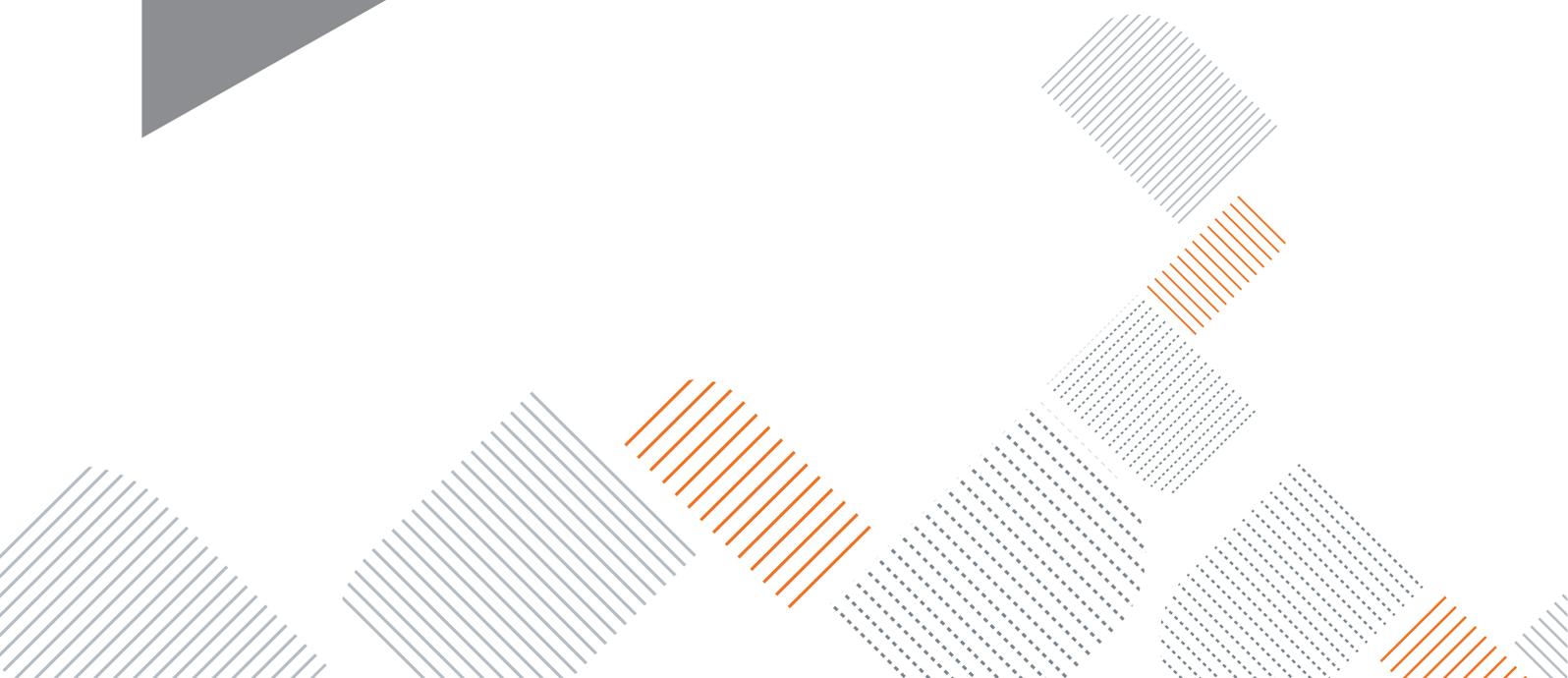
Por fim, são apresentados os resultados do estudo, que mostram o grau de assertividade necessário de uma recomendação de investimento para que o impacto tributário não comprometa o retorno excessivo gerado pela atividade tática.

“Strategy without tactics is the slowest route to victory. Tactics without strategy is the noise before defeat.”

- Sun Tzu (The Art of War)

Índice

Introdução	05
Premissas do Estudo	06
Simulações	09
Análises	10
Conclusão	12
Referências	13



Introdução

Considerada por muitos uma das mais importantes decisões de investimento, a alocação estratégica define *targets* de alocação para diferentes classes de ativos. Em recentes artigos publicados pela Itaú Asset Management (IAM)¹, destacamos diversos modelos de alocação utilizados para construção deste tipo de solução, desde os mais tradicionais, como o trabalho de Markowitz (1952), até as novas abordagens direcionadas ao passivo dos investidores, conhecidas como Alocação Orientada pelo Passivo (LDI – Liability Driven Investment) e de Investimentos Baseados em Metas (GBI – Goal Based Investment). Contudo, independentemente dos processos de alocação utilizados, devemos considerar que as principais variáveis que fundamentam todos eles, tais como as expectativas de risco e retorno dos ativos, os objetivos dos indivíduos e seus respectivos graus de aversão ao risco, estão sujeitas a mudanças a todo o momento.

A frequência com que mudam essas variáveis acaba afetando a tomada de decisão do investidor e criando um espaço para capturar oportunidades de curto prazo, tornando o investimento mais atraente. Logo, quando nos deparamos com tais mudanças e com a enorme quantidade de informações de ordem econômica e política que recebemos diariamente no Brasil e no mundo, uma das primeiras perguntas que nos veem é: o que devo fazer com meus investimentos?

Muito vem sendo discutido sobre a eficiência de alocações táticas e rebalanceamentos de carteira. Eles realmente agregam valor no resultado final para os indivíduos? De fato, diversos trabalhos na academia² corroboram a hipótese de que a alocação estática não seria a melhor opção, justamente devido às constantes mudanças de cenário que alteram as premissas utilizadas. No entanto, tais alterações ao longo da jornada de investimentos geram custos, muitas vezes negligenciados na hora da tomada de decisão. Um desses custos é relacionado à questão tributária, quase sempre deixada de lado nas análises, em decorrência dos diferentes regimes fiscais de cada perfil de investidor.

Para entender melhor o valor agregado de decisões táticas em soluções de investimentos, a IAM desenvolveu um estudo que avalia os impactos dos custos tributários sobre o retorno das carteiras de investimentos de pessoas físicas. Como não se trata de uma avaliação tão simples, pois cada investidor tem uma situação específica de investimento, foram utilizadas algumas premissas importantes para sustentar a análise, que serão apresentadas no próximo capítulo.

¹PLANEJAMENTO Financeiro: A importância da Análise do Balanço Familiar. ResearchPaper, Itaú Asset Management, Novembro 2015 e LDI & GBI: Como tais metodologias podem tornar mais eficiente a alocação de ativos, ResearchPaper, Itaú Asset Management, Outubro 2016.

²Para os leitores que queiram se aprofundar no tema, recomendamos o artigo “Structure Active Portfolio Management: Why does diversifying and rebalancing create alpha?” dos autores Stein, David M., Paul Bouche, Timothy Atwill, Vassilli Nemtchinov, produzido em 2012.

Premissas do Estudo

O Regime Tributário

Cada investidor possui uma realidade específica no que diz respeito aos custos associados a mudanças em suas carteiras de investimento. O investidor institucional, por exemplo, é isento. Grandes investidores individuais têm à sua disposição alguns veículos que permitem a postergação do pagamento de impostos. Para esses casos particulares, em que não há cobrança de impostos quando realizadas movimentações nas carteiras, este estudo não se aplica.

Entretanto, para a maioria dos investidores pessoa física a realidade é outra: tributação de Imposto de Operações Financeiras (IOF)³ para movimentações de curto prazo (inferiores a 30 dias) na renda fixa e imposto de renda (IR) tanto na renda fixa quanto na variável. Uma característica da tributação de ganhos de capital em investimento de renda fixa torna ainda mais sensível o impacto: uma alíquota decrescente de 22,5% a 15% dependendo do prazo, de acordo com a **Figura A**.

Figura A: Aplicações Financeiras - Renda Fixa*



Aplicações Financeiras - Renda Variável

Alíquota única

15,00%

*Válido para fundos classificados como Longo Prazo.

Importante destacar que existem títulos isentos de tributação à disposição dos investidores, como LCIs, LCAs e debêntures de infraestrutura. Conhecidos como “títulos incentivados”, apesar de recentemente terem ganhado importância, em sua grande maioria não possuem liquidez imediata para realização de mudanças na carteira ou são pouco representativos em relação ao total de investimentos de pessoas físicas. Sendo assim, consideramos a tributação da **Figura A** acima no cálculo das estimativas de impacto tributário das alterações táticas. Acreditamos que essa premissa⁴ seja válida para a mensuração, uma vez que mesmo para os clientes que possuem títulos isentos em sua carteira, em geral tendem a realizar mudanças táticas de alocação entre renda variável e renda fixa com ativos tributados, pelos motivos mencionados acima.

³IOF não é considerado na análise.

⁴Outra premissa importante considerada no estudo foi em relação ao pagamento de come-cotas; que recolhe semestralmente (no último dia dos meses de Maio e Novembro) de uma forma antecipada parte do Imposto de Renda (IR) sobre os ganhos auferidos no período em fundos de investimentos abertos. Para o estudo houve a inclusão apenas da classificação renda fixa longo prazo, considerando a primeira cobrança seis meses após o início da análise. Para os fundos classificados como ações não há cobrança de “come-cotas”.



A eficiência da alocação tática

Outra premissa importante diz respeito à estimativa da eficiência das decisões de investimento realizadas ao longo do tempo. Simplificadamente, quanto maior a geração de valor resultante de uma mudança no portfólio, menos relevante será o respectivo custo tributário. Logo, é primordial que seja utilizada uma boa estimativa de geração de valor. Dessa forma, optamos por basear o estudo na estimativa do *break even* entre a geração de valor da alocação tática e seus respectivos custos tributários. Assim, em vez de estimar o grau médio de assertividade das apostas, para calcular qual seria o retorno excessivo líquido, podemos entender qual seria a assertividade mínima que justificaria a operação.

Para tal, selecionamos um modelo desenvolvido por Richard Grinold em 1989, conhecido como a teoria Fundamental da Gestão Ativa de Carteiras⁵. Trata-se de uma das ferramentas mais utilizadas para estimar a habilidade de gestores em adicionar valor às carteiras de investimentos ou *Information Ratio* (IR). O autor sugere ser possível estimar o valor agregado da gestão ativa por meio de duas variáveis-chave, são elas: a habilidade em selecionar os ativos (o coeficiente de informação, ou IC, na sigla em inglês) e o número de decisões de investimento não correlacionadas entre si realizadas no período (N).

Equação 1:

$$IR = (IC) \sqrt{N}$$

O IC mede a assertividade das projeções dos profissionais de investimentos e pode variar entre 0 e 1. Zero representa uma recomendação aleatória, ou seja, que acerta 50% das vezes, enquanto um IC de 1 significa uma recomendação que acerta em 100% das ocasiões. Acreditamos, pela observação empírica

Optamos por basear o estudo na estimativa do *break even* entre a **geração de valor** da alocação tática e seus respectivos custos tributários

⁵GRINOLD, Richard C. 1989. The fundamental law of active management. The Journal of Portfolio Management. Vol. 15, No. 3 (Spring).

da indústria, que, no longo prazo, os valores típicos de IC para a atividade de *advisory* encontram-se entre 0,05 e 0,15.

A segunda variável (N) considera o número de apostas realizadas pelo gestor no período de avaliação, o que não significa necessariamente aumentar o número de ativos dentro da carteira de investimentos, mas uma contagem do número de apostas realizadas com teses de investimento independentes (não correlacionadas) entre si.

Além disso, sabemos que no dia a dia existem alguns limitantes no processo de construção da carteira, como restrições do próprio investidor a certas exposições, limitações de regulamentação e até de mercado, que acabam afetando a eficiência entre transformar as teses de investimento em posicionamentos táticos. Nesse sentido, foi incluída no cálculo uma variável que representa o ajuste a ser feito, conhecida como Coeficiente de Transferência (TC)⁶. Valores de TC próximos a 1 indicam total ausência de restrições à implementação do mandato, ou seja, a estratégia pode ser implementada sem qualquer tipo ou quantidade de restrição imposta, como podemos observar na equação abaixo.

Equação 2:

$$IR = (IC \cdot TC) \sqrt{N}$$

Acreditamos que esta ferramenta nos forneça uma perspectiva importante sobre onde e como os gestores estão agregando valor. Por ser um instrumento flexível – e que ao longo dos últimos anos tem se tornado cada vez mais realista e aplicável –, nos permite avaliar o desempenho influenciado pelas decisões estratégicas e táticas.

⁶CLARKE, Roger; SILVA, Harindra de; THORLEY, Steven. 2002. Portfolio Constraints and the Fundamental Law of Active Management. *Financial Analysts Journal*, Vol. 58, No. 5.

Limitações de regulamentação e até de mercado, acabam afetando a eficiência entre transformar as teses de investimento em **posicionamentos táticos.**





Simulações

De posse das premissas discutidas no capítulo anterior, o estudo utilizou o método de simulação de Monte Carlo⁷ para avaliar as variações táticas sobre uma alocação estratégica típica de investidores individuais no Brasil. A carteira-base foi formada pelas principais classes de ativos financeiros disponíveis: Juros Pós-fixados, Índice de Preços e Renda Variável local. Como representantes dessas classes, foram utilizados os desempenhos do CDI e dos índices IMA-B e IBX.

O impacto tributário foi avaliado a partir da comparação entre alterações na carteira, incluindo alocações táticas e rebalanceamentos, em diferentes periodicidades ao longo de um horizonte de dois anos. Foram considerados diferentes graus de sucesso das decisões, com o simulador gerando cenários de IC variando entre 0 e 0,5 com intervalos de 0,05. Por fim, a simulação também incluiu o tamanho das movimentações, para que fosse possível avaliar o impacto das respectivas proporções no resultado final. Na Tabela A abaixo consolidamos todas essas considerações:

Tabela A: Simulações

Frequência de Realocação	Coefficiente de Informação (IC)	Tamanho das Realocações
Mensal	0	2.50%
Trimestral	0.05	5.00%
Semestral	0.1	7.50%
Anual	0.15	10.00%
	0.2	12.50%
	0.25	15.00%
	0.3	
	0.4	
	0.5	

Fonte: Itaú Asset Management. Março de 2017

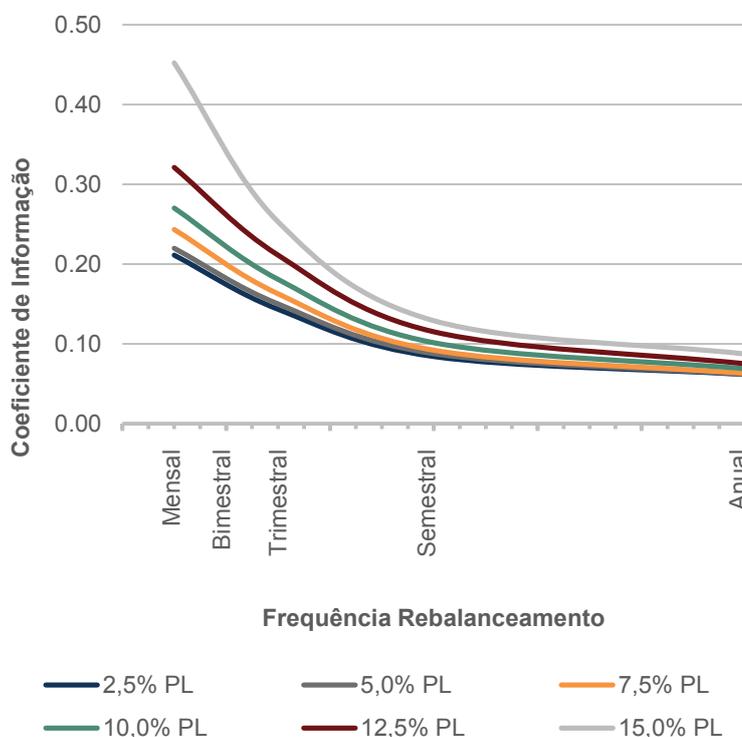
⁷A simulação de Monte Carlo consiste em algoritmos computacionais que se baseiam em amostragens aleatórias, repetidas exaustivamente para obter resultados numéricos e, conseqüentemente, requer certo poder de processamento computacional para a sua realização.

Análises

Como mencionado anteriormente, o estudo foi desenvolvido de forma a identificar um IC mínimo necessário em que alocações táticas e rebalanceamentos não destruam o valor para o cliente quando levados em conta os impactos tributários. Dessa forma, podemos entender os resultados como o requisito mínimo de qualidade da alocação tática para que haja geração de valor líquida para o investidor.

No Gráfico 1 abaixo podemos ver os resultados obtidos. O eixo x representa a frequência na qual acontecem mudanças na carteira e na vertical temos o coeficiente de informação (IC). A linha representa o equilíbrio (*break even*) entre a frequência de movimentações e o IC, ou seja, o ponto em que o custo fiscal de uma mudança no patrimônio seja equivalente a todo o retorno excessivo gerado por ela mesma.

Gráfico 1: Breakeven entre IC e Frequência de Realocação



Fonte: Itaú Asset Management. Março de 2017

Primeiramente, identificamos os ICs necessários para diferentes volumes de movimentações para uma frequência bimestral. Para movimentações relativamente baixas em relação ao patrimônio total (ex: 2,5% PL), os cálculos indicam que um indivíduo deveria alcançar um IC de aproximadamente 0,20 (já acima do que consideramos razoável no longo prazo), para que não haja destruição do valor gerado considerando os tributos a serem pagos. Para movimentações maiores, como um volume de 15% do patrimônio, o IC requisitado alcançaria valor próximo de 0,40, patamar ainda menos provável de ser atingido.

Quando reduzimos a frequência das movimentações, considerando, por exemplo, semestralmente, os valores requisitados de assertividade (IC) são mais próximos para diferentes volumes. No exercício realizado pela IAM, os ICs variam entre 0,08 e 0,13 para movimentações de 2,5% do PL até 15% do PL. Por fim, para que o indivíduo não prejudique o resultado de suas movimentações realizadas anualmente, o estudo sugere o alcance de um IC entre 0,06 e 0,08 para os mesmos volumes do exemplo anterior.

Logo, uma pessoa física que seguisse recomendações táticas com esse patamar de desempenho, mas em uma frequência de mudanças na carteira maior do que a anual, provavelmente destruiria valor. Importante ressaltar que o objetivo do estudo não é indicar um nível de IC ótimo para cada indivíduo, mas chamar atenção para o impacto negativo da alta frequência de movimentações táticas no desempenho das carteiras de investimento.

Sendo assim, retomando a equação da teoria Fundamental de Gestão Ativas de Carteiras, existe uma dificuldade em atingir altos valores de IR em função da alta assertividade necessária para maiores frequências de rebalanceamentos. Dessa forma, fica claro que um processo de recomendação de investimento sólido e que gere valor para o cliente de maneira sustentável deve, antes de mais nada, focar nas grandes mudanças estruturais, de maneira a evitar alterações de curto prazo que se mostrem inviáveis quando considerados os custos fiscais. Para clientes que tenham o interesse em alocações táticas de horizontes de investimentos mais curtos, recomendamos a contratação de gestores de investimentos profissionais⁸.

Para movimentações maiores, como um volume de **15%** do patrimônio, o IC requisitado alcançaria valor próximo de **0,40**, patamar ainda menos provável de ser atingido.

⁸Mudanças de posicionamento tomadas por gestores dentro de fundos de investimento não acarretam custos fiscais adicionais uma vez que a tributação incide sob a rentabilidade total auferida na cota.

Conclusão

Diante de um cenário como o atual, com tantas incertezas políticas e econômicas, as expectativas de risco e retorno dos ativos, os objetivos e os graus de aversão ao risco dos indivíduos estão sujeitos a mudanças a todo o momento. Esse contexto acaba gerando um grande desafio para o investidor implementar ou não alterações táticas para capturar oportunidades no mercado no curto prazo, considerando suas situações e tributações específicas.

Com base na literatura acadêmica disponível sobre metodologia de avaliação de decisões de investimento, podemos dizer que os indivíduos devem considerar, além das características específicas de tributação do seu respectivo portfólio, a frequência com que realizam mudanças e rebalanceamentos em suas carteiras.

Como demonstrado pelo estudo realizado pela Itaú Asset Management, observamos que quanto menor a frequência de movimentações pelo indivíduo ao longo do tempo, menor o nível de coeficiente de informação necessário para que o custo tributário não consuma todo o retorno excedente gerado pela alocação tática. A interpretação dos exercícios realizados chama atenção não para o nível de IC ótimo, mas para o cuidado em relação à periodicidade de movimentações e rebalanceamentos nas carteiras de investimentos dos indivíduos que podem ter diferentes resultados dependendo do volume executado e o custo fiscal que lhe é atribuído. Adicionalmente, destacamos que se existe o interesse pelo retorno por meio de movimentações de curto prazo, o melhor instrumento a ser utilizado é a gestão realizada por fundos de investimentos com gestores profissionais.

Dessa forma, acreditamos que um processo de recomendação de investimentos adequado e que gere valor para o cliente de maneira sustentável deve focar nas grandes mudanças estruturais e evitar alterações de curto prazo que se mostrem inviáveis do ponto de vista fiscal.

Referências

BOUCHEY, Paul; NEMTCHINOV, Vassilii; PAULSEN, Alex; STEIN, David. 2012. *Volatility Harvesting: Why does diversifying and Rebalancing create Portfolio Growth?* The Journal of Wealth Management. Vol. 15, No. 2.

CLARKE, Roger; SILVA, Harindra de; THORLEY, Steven. 2002. Portfolio Constraints and the Fundamental Law of Active Management. Financial Analysts Journal, Vol. 58, No. 5.

CLARKE, Roger; SILVA, Harindra de; THORLEY, Steven. 2002. The Fundamental Law of Active Management. Financial Analysts Journal, Vol. 4, No. 3.

DING, Zhuanxin. 2010. The fundamental law of active management. Time Series Dynamics and Cross-Sectional Properties.

GRINOLD, Richard C. 1989. The fundamental law of active management. The Journal of Portfolio Management. Vol. 15, No. 3 (Spring).

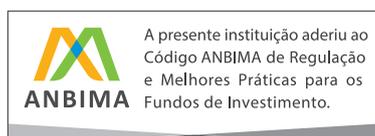
LDI & GBI: Como tais metodologias podem tornar mais eficiente a alocação de ativos. ResearchPaper, Itaú Asset Management, Outubro 2016.

PLANEJAMENTO Financeiro: A Importância da Análise do Balanço Familiar. ResearchPaper, Itaú Asset Management, Novembro 2015.

RECEITA FEDERAL DO BRASIL. Aplicações Financeiras – Renda Fixa e Renda Variável. Mercado de Capitais.

Disclaimer

A Itaú Asset Management é o segmento do Itaú Unibanco especializado em gestão de recursos de clientes. Leia o Prospecto, o Formulário de Informações Complementares, Lâmina de Informações Essenciais e o Regulamento antes de investir. Este material foi desenvolvido pela Itaú Asset, com base em análises e estudos desenvolvidos para auxiliar as decisões de gestão da Itaú Asset, e tem como objetivo único fornecer informações. O Itaú Unibanco não se responsabiliza por qualquer decisão de investimento que venha a ser tomada com base nas informações aqui mencionadas. Dúvidas, reclamações e sugestões utilize o SAC Itaú 0800 728 0728, todos os dias, 24h, ou o Fale Conosco (www.itaubrasil.com.br). Se desejar a reavaliação da solução apresentada após utilizar esses canais, recorra à Ouvidoria Corporativa Itaú 0800 570 0011, dias úteis, das 9 às 18h, Caixa Postal nº 67.600, CEP 03162-971. Deficientes auditivos ou de fala, 24 horas 0800 722 1722.



ItaúAssetManagement

