



Oferta Global: uma solução
fiduciária para uma demanda social

Introdução

Esse é o primeiro artigo de uma série que se propõe a explicar os principais componentes da Oferta Global da Itaú Asset Management.

Acreditamos que há uma demanda social por diversificação global no atual contexto brasileiro, o que pode causar grande impacto na sociedade durante as próximas décadas. Essas necessidades têm, cada vez mais, chamado atenção do governo e órgãos reguladores.

É hora de conversar com investidores, reguladores e a academia para entender melhor o desafio e levantar possíveis soluções, de forma a assumir um papel protagonista no tema e antecipar tendências.

No lado direito constam os temas que a Itaú Asset Management vem trabalhando no momento, para que nossos clientes e a sociedade brasileira, como um todo, possam se beneficiar de nossa contribuição para esse importante desafio.

1. Oferta global: Uma solução fiduciária para uma demanda social

Uma visão geral das Iniciativas de Oferta Global da Itaú Asset Management e a razão pela qual acreditamos que existe uma demanda social.

2. Seleção de Gestoras para Parcerias de Longo Prazo: Ciência e Arte

Descrição de nossa abordagem Qualitativa e Quantitativa para triagem e seleção de gestoras globais e a importância do modelo de parcerias de longo prazo.

3. Diversificação: O único “almoço grátis” em finanças (porém um pesadelo quanto mal executada)

Descrição da estrutura que capta corretamente os benefícios da diversificação, que não se restringem à redução do risco absoluto e da covariância, mas também incluem a minimização do risco de não atingir metas e necessidades futuras.

4. Gestão Passiva, Ativa e Baseada em Fatores: Forma e Função

Descreve o papel de uma gestão ativa, passiva ou baseada em fatores em um portfólio diversificado

5. Renda Variável Global: Forma e Função

Descreve as diferentes maneiras de expor seu portfólio (forma) à renda variável global e apresenta um modelo para definir a alocação ideal (função)

6. Juros e Crédito Global: Forma e Função

Descreve as diferentes maneiras de expor seu portfólio a juros e crédito global (forma) e apresenta um modelo para definir a alocação ideal (função).

7. Investimentos Alternativos Globais: Forma e Função

Descreve as diferentes maneiras de expor seu portfólio a Investimentos Alternativos Globais (forma) e apresenta um modelo para definir a alocação ideal (função).

Índice

- 05 *A Transformação da Indústria de Gestão de Ativos*
- 07 *Alocação de Ativos se transforma em um Provedor de Soluções*
- 09 *Diversificação e Oferta Global: dois conceitos diferentes mas intimamente conectados*
- 12 *Como Investir Globalmente?*
- 13 *Seleção de Gestores: Uma Estrutura para Modelos de Parceria de Longo Prazo*
- 15 *Apêndice I – História da Teoria Financeira: Linha do Tempo*
- 16 *Apêndice II– O Processo de Investimento da Teoria Moderna do Portfólio (MPT)*
- 17 *Apêndice III – Processo de Seleção de Gestoras da Itaú Asset Management*

A Transformação da Indústria de Gestão de Ativos

Na maioria das vezes, quando pensam em investimentos, as pessoas estão em busca de oportunidades que pareçam “milagrosas”: “O que eu deveria comprar agora?” ou “Qual a bola da vez?”

Entretanto, questões importantes que devem ser levadas em consideração são muitas vezes negligenciadas, tais como: “Por que existe uma carteira de investimento?” “Por que a Indústria de Gestão de Ativos existe?”

Os portfólios existem porque as pessoas possuem obrigações futuras e precisam poupar dinheiro para poder honrar seus compromissos quando a hora chegar. Se não fosse por isso, estaríamos todos dispostos a gastar todo nosso patrimônio o mais rápido possível.

Mas aí nasce uma questão que chamaremos de “Problema do Portfólio”: todo indivíduo gostaria de fazer investimentos de forma a atender perfeitamente suas demandas e metas futuras. Compreender esses passivos ou a desconexão temporal entre a riqueza corrente e as necessidades futuras deveria ser um ponto de partida para toda decisão de investimento.

O conceito de Finanças pode ser definido como uma ciência que ajuda os indivíduos e as organizações a compreender a existência e a origem de seus passivos, e como gerenciar seu dinheiro de forma a lidar com a desconexão temporal entre ativos e passivos.

A teoria financeira contemporânea (Apêndice I) tem evoluído substancialmente desde a metade do último século. Diversas contribuições acadêmicas ajudaram no desenvolvimento de teorias que moldaram a indústria nos últimos 60 anos, dentre as quais a Teoria Moderna do Portfólio (MPT), diversas teorias de Precificação de Ativos (CAPM, APT, ICAPM, etc.), a Hipótese dos Mercados Eficientes (EMH) e as mais recentes teorias de Finanças Comportamentais.

De uma forma própria, e mantendo as coisas em perspectiva, a busca pelo “Santo Graal dos Portfólios” pode ser comparada à busca pela existência de Deus na física. Não devemos, portanto, subestimar o

problema do portfólio, como definido acima, e a importância dos mercados financeiros nas sociedades modernas.

Existe uma série de estudos que conectam o crescimento da violência social ao aumento das incertezas e das condições que não podem ser controladas (como mudanças climáticas, escassez de alimentos, doenças e etc.). O desenvolvimento dos mercados financeiros, por sua vez, tem assumido um papel crescente como provedor de soluções para mitigar tais incertezas e contribuir para maiores níveis de segurança, felicidade e paz nas sociedades modernas.

Quando analisamos o ecossistema de Gestão de Ativos, facilmente identificamos quatro partes interessadas muito distintas: os gestores de ativos (operadores), acadêmicos (pesquisadores), clientes e agentes reguladores. O sucesso para solucionar o problema do portfólio, conforme consta no próximo parágrafo, dependerá em grande medida de como cada parte interessada assimila suas deficiências e responsabilidades.

É exatamente por esse motivo que a indústria de Gestão de Ativos está indo na direção de uma das mais profundas transformações de sua história: as gestoras têm que gerar soluções que reduzam a disparidade intertemporal entre ativos e passivos, elevar o nível de educação financeira dos clientes, se integrar eficientemente ao meio acadêmico e promover engajamento com agentes reguladores. Essa é a definição mais ampla do papel de um agente fiduciário para a sociedade em geral, incluindo as gerações que estão por vir.

O desenvolvimento dos mercados financeiros, por sua vez, tem assumido **um papel crescente como provedor de soluções** para mitigar tais incertezas e contribuir para maiores níveis de segurança, felicidade e paz nas sociedades modernas.

É exatamente por esse motivo que a indústria de Gestão de Ativos está **indo na direção de uma das mais profundas transformações de sua história.**

Alocação de Ativos se transforma em um Provedor de Soluções

A Itaú Asset Management tem sido um agente fiduciário para seus clientes desde 1957, quando lançou seu primeiro fundo de renda variável no Brasil.

Desde então, o banco tem oferecido para sua ampla e diversificada base de clientes um conjunto variado de produtos, que vão desde estratégias de gestão ativa (renda fixa e variável) até passiva (ETFs ou Fundos de Índices) e estratégias de retorno absoluto alternativo (Fundos Multimercado).

A essa altura, é importante dizer que não existem muitas gestoras globais de ativos com tamanha experiência em gerir investimentos de forma responsável e que continuem em operação. Existe uma razão específica para a alta taxa de mortalidade de gestoras de ativos: é extremamente difícil ser um agente fiduciário, especialmente quando consideramos a definição ampla do termo fiduciário.

A transformação da indústria de Gestão de Ativos é inevitável e a sobrevivência nesse novo ambiente será cada vez mais desafiadora. As gestoras terão de se reinventar completamente: a estrutura organizacional, o processo de investimento, competências, incentivos e cultura.

A transformação que vivemos na Itaú Asset Management teve início não somente pela demanda de nossos clientes, mas em função da sociedade e de suas demandas futuras. Depois de uma cuidadosa análise no âmbito interno da Itaú Asset Management e de seu ecossistema, formulamos uma longa e exaustiva agenda, sustentada por cinco pilares.

- ▶ **Elevar o nível de educação financeira de nossos clientes:** Investimentos equivocados, impulsionados por fatores racionais e comportamentais, têm um impacto social colossal e poderiam ser reduzidos através de uma educação financeira mais apropriada e de aconselhamento, especialmente para clientes de renda mais alta.

- ▶ **Criar uma ponte entre acadêmicos e financistas:** Acadêmicos e financistas devem trabalhar de forma mais integrada para estimular o desenvolvimento de pesquisas, a fim de impactar significativamente o padrão de vida das pessoas.
- ▶ **Desenvolver Competências para Soluções de Portfólio:** Gestores de ativos precisam desenvolver habilidades que possibilitem um melhor entendimento e auxiliem na construção de melhores soluções para seus clientes.
- ▶ **Estrutura Organizacional:** gestoras de ativos terão que repensar seu desenho organizacional (arquitetura, incentivos, rotinas e cultura) para sobreviverem a uma indústria mais competitiva e a um desafio fiduciário mais amplo e complexo.
- ▶ **Engajamento com Clientes, Reguladores e Outros Agentes Financeiros:** Gestoras de Ativos, cada vez mais, assumirão um papel central na indústria, tendo a responsabilidade de mobilizar outras partes interessadas no objetivo de traduzir os desafios que estão por vir em benefícios de longo prazo para a sociedade.

é **extremamente difícil ser um agente fiduciário**, especialmente quando consideramos a definição ampla do termo.



O que todos precisamos é de um portfólio que gere resultados que casem perfeitamente com nossos objetivos e demandas futuras.

Uma vez que essa meta é atingida, todas as outras questões financeiras existenciais como alfa, beta, estratégia ativa e passiva, smart, fatores, eficiente e comportamento perdem naturalmente a importância. Afinal de contas, quem se importa?

O que nos traz de volta a questões existenciais é o fato de que o meio acadêmico e financistas ainda não encontraram seu portfólio “mágico” ou pelo menos a versão perfeita dele.

Financistas ainda dividem o problema em pequenos pedaços que já são conhecidos na teoria financeira (alfa, beta, estilos, etc), aplicam o processo de investimento descrito na Teoria Moderna do Portfólio e esperam que as estimativas de risco e retorno, combinadas com um modelo de otimização, resultem em um portfólio que, no mínimo, reduza o problema.

Num artigo recente, “O legado da Teoria Moderna do Portfólio”, os autores (Harry Markowitz, Frank Fabozzi e Francis Gupa) chamam atenção para o fato de que a teoria por trás da MPT é um processo de investimento onde o modelo de otimização é somente um dos componentes e não o processo em si, como muitos pensam (Ver apêndice II para uma visão geral sobre o processo de investimento da MPT).

O artigo trata das pesquisas e melhorias relevantes que têm contribuído para a implementação da MPT. A verdade é que, durante as últimas décadas, acadêmicos e financistas deram mais importância a ferramentas quantitativas sofisticadas para implementação da MPT (estimação de risco e retorno,

modelos de otimização, etc.) em detrimento de questões menos tangíveis, mas ainda extremamente relevantes, como as observadas na indústria de Gestão de Ativos.

- ▶ Não existe tal coisa como uma solução ou portfólio único. O “Problema do Portfólio” não pode ser generalizado, pois cada cliente (seja indivíduo ou empresa) possui um conjunto único de necessidades e objetivos intertemporais.
- ▶ Geralmente, os clientes não definem de forma clara suas necessidades e objetivos intertemporais. Pesquisas mostram que, muitas vezes, o baixo nível de educação financeira e aconselhamento financeiro está por trás de decisões equivocadas de investimento, conforme explica a teoria racional e comportamental.
- ▶ Regulação, tributação e conflitos se apresentam como restrições significativas para o desenvolvimento de melhores soluções de portfólio e podem transferir grande parte do risco de descasamento entre ativos e passivos para investidores finais.
- ▶ A inflação permanece como uma variável importante e complexa. “Não é um conceito bem definido ou singular e não pode ser “hedgeada” no sentido clássico. Tudo o que sabemos é que temos medo da inflação e deveríamos tentar fazer alguma coisa em relação a isso.”¹

Soluções de Portfólio ampliam o papel tradicional da alocação de ativos, até então restrito ao desenvolvimento de ferramentas quantitativas para melhorar a implementação da MPT. As Soluções de Portfólio conectam o ecossistema de Gestão de Ativos à MPT e estimulam maiores níveis de educação financeira e um melhor entendimento de passivos individuais dos clientes, conflitos e inflação.

¹Investing for inflation: Lots of questions, some answers and a few case studies, Russell Investments 2014

Diversificação e Oferta Global: dois conceitos diferentes mas intimamente conectados

O viés doméstico tem sido amplamente documentado nos últimos 30 anos. No entanto, não existe uma conclusão definitiva acerca dos reais motivos que fazem com que investidores mantenham uma participação desproporcionalmente maior de sua riqueza alocada em ativos domésticos.

De forma simplificada, o valor de mercado global de ativos de renda variável é composto por 45% de ativos dos Estados Unidos e 55% internacionais. O CAPM recomendaria que investidores dos EUA investissem 55% do seu patrimônio no exterior, enquanto os não americanos deveriam investir 45% de seu patrimônio nos EUA (no exterior, de acordo com seu ponto de vista). No entanto, a maioria dos investidores investe majoritariamente em ativos domésticos. Este fenômeno empírico é conhecido em finanças internacionais como “viés doméstico”

Existem algumas considerações importantes a serem feitas quando aplica-se o CAPM para avaliar ou entender o viés doméstico.

Primeiramente, o CAPM é uma teoria positiva de precificação de ativos. Ele analisa aspectos da teoria do Portfólio Eficiente de Média Variância (MVE) e pergunta: “E se todos se comportassem dessa forma?” Entretanto, essa é uma hipótese imperfeita, dado que existem diversos motivos pelos quais investidores não se comportariam igualmente, por exemplo, devido a diferenças nos passivos, graus de educação financeira diferenciados, divergência na forma de processar informações (viés comportamental) e diferentes restrições tributárias e regulatórias.

Além disso, temos que lembrar que o CAPM e o MVE são modelos centrados na “riqueza absoluta”. Na verdade, a preocupação principal dos investidores deveria ser seus passivos futuros, e não somente aumentar sua riqueza de maneira diversificada. Assim sendo, deve-se ter cuidado ao apontar os benefícios da diversificação sob modelos de riqueza absoluta como o CAPM e MVE.

Para o investidor médio, suas necessidades e objetivos futuros estão de alguma forma conectados com o país em que pretende viver. Afinal, por que um investidor com passivos domésticos deveria diversificar seus investimentos em nível global?

Nesse ponto, é importante mencionar alguns fatos históricos acerca da teoria de investimentos.

Harry Markowitz estava, antes de mais nada, preocupado com a diversificação de ativos de risco. Diferentemente da teoria CAPM, a MPT é uma teoria normativa, uma vez que ela propõe uma norma-padrão para composição de um portfólio.

Em 1958, James Tobin introduziu a ideia de combinar um portfólio de risco ótimo com ativos livres de risco, de acordo com a preferência pelo risco do investidor. Esse processo é conhecido como a Separação em Dois Fundos (separando ativos de risco daqueles livres de risco) e é determinado pelo ponto de tangência entre a curva de preferência pelo risco do investidor e pela Linha de Alocação de Capital (CAL).

Apesar da Separação em Dois Fundos ter sido a primeira tentativa de incluir algum tipo de preferência do investidor à MPT (nesse caso a preferência pelo risco), ela ainda era um modelo centrado na riqueza absoluta.

Foi somente em 1973 que Merton propôs um modelo dinâmico, intertemporal e relativamente centrado que resultou no Modelo de Separação em Três Fundos: portfólio de risco, ativos livres de risco e portfólio de passivos (ou uma aproximação disso, que variasse de acordo com diferentes tipos de investidores).

Desde então, muitos estudos foram desenvolvidos sobre investimentos que casam com o fluxo de passivos (e.g. Leibowitz 1984 e Shatpe-Tint 1990). Acadêmicos e financistas têm usado adaptações do modelo de Separação em Três Fundos, mas ainda voltados para investidores com passivos bem definidos, como fundos de pensão e empresas, por exemplo.

No entanto, a maioria das simplificações aplicadas a passivos de fundos de pensão e corporativos só fazem transferir o risco para os investidores finais. Portanto, isso não configura uma solução final para o problema e pode acarretar em perdas para a sociedade em geral.

A verdade é que a academia e a indústria de Gestão de Ativos ainda estão em fase embrionária para entender como podem criar Soluções de Portfólio que casem investimentos ao fluxo de passivos de indivíduos.

A verdade é que a academia e a indústria de Gestão de Ativos ainda estão em fase embrionária para **entender como podem criar Soluções de Portfólio** que casem investimentos ao fluxo de passivos de indivíduos.

A complexidade do problema envolve alertar os indivíduos acerca de seus passivos específicos, tornando-os capazes de comunica-los aos agentes financeiros de forma a reconciliar o problema com as finanças comportamentais (i.e., Teoria do Prospecto) e definindo um portfólio que se aproxime de seu passivo.

Alguns estudos recentes discorrem acerca de eventuais soluções para investidores individuais. Das et. Al (2010), Janssen-Kramer and Boender (2013) e Merton (2014) são boas referências, porém, infelizmente, ainda não são perfeitas ou definitivas.

Apesar da complexidade dos fatores supracitados, que ainda estão longe de serem resolvidos, há outro elemento crítico nesse problema: como delimitar e “hedgear” o prêmio de inflação que está contido no portfólio de passivos?

A definição de inflação para indivíduos possui a mesma complexidade do portfólio de passivos: difícil de individualizar, dinâmica e intertemporal.

Além disso, a inflação não é um prêmio de risco do qual podemos nos proteger totalmente:

- ▶ Existem diversas causas para a inflação, relacionadas a diferentes ambientes financeiros e econômicos. Por exemplo, a inflação pode originar da oferta ou da demanda, o que muda sua natureza e as eventuais maneiras de se proteger dela.
- ▶ A magnitude e velocidade da inflação dependem de como o governo e autoridade monetária gerenciam o fluxo de capitais, regime cambial e política monetária.
- ▶ A inflação pode variar para investidores e seus respectivos objetivos e demandas futuras, que são dinâmicas, intertemporais e impossíveis de serem totalmente “hedgeadas”
- ▶ O prêmio de inflação difere da maioria dos outros prêmios de risco por ser persistente, muito menos volátil, mas significativo quando acumulado por várias décadas.

A resposta para esse problema pode partir de uma solução mais simples, parcimoniosa e menos sofisticada do ponto de vista quantitativo. Isto significa que a melhor maneira de proteger-se da inflação pode ser um portfólio mais

diversificado em nível global e composto por ativos que respondam melhor a diferentes tipos de inflação, como ações, ativos reais, *commodities*, títulos indexados à inflação, etc.

Devido às diferentes causas de inflação supracitadas, um ativo em específico não deve assumir a função de proteção, pois isso pode ser feito através de um portfólio desenhado para capturar o efeito da inflação de uma forma diversificada.

Fica clara agora a necessidade de diversificação entre vários ativos sensíveis à inflação. Mas por que diversificar globalmente?

Cliff Asness oferece uma boa explicação em seu artigo “Diversificação Internacional Funciona (Eventualmente)”.

“O que leva à diferença entre os benefícios da diversificação no curto e no longo prazo? Uma hipótese é que retrações do mercado no curto prazo são, pelo menos em parte, resultado de pânico e um frenesi de venda. Os resultados de longo prazo, por outro lado, tendem a ser mais relacionados com o desempenho econômico.”

Podemos aprender dois conceitos importantes a partir da citação acima:

- ▶ No curto prazo, os mercados tendem a colapsar juntos, porém a diversificação não ajuda os investidores quando eles realmente precisam. Esta análise é equivocada. Os benefícios da diversificação devem ser avaliados levando em consideração o longo prazo.
- ▶ **Sabendo que a diversificação é uma estratégia de longo prazo e que o desempenho econômico é um fator chave para transformá-la em um “almoço grátis” de fato, diversificar entre várias economias parece intuitivo. O desempenho recente do Brasil e de diversos outros mercados emergentes corrobora a tese de como a diversificação pode mitigar os riscos de ser surpreendido em longos períodos de descasamento entre crescimento econômico, desempenho do mercado financeiro, inflação medida e inflação real.**

Em um futuro artigo, nos aprofundaremos nos aspectos de implementação de modelos centrados na riqueza relativa para diferentes tipos de investidores.

A hand holding a pen writing on a document with a pie chart. The pie chart has several segments in blue, orange, and grey. The hand is positioned at the top left, and the pen is pointing towards the center of the chart. The document is white with some faint text and lines.

Como Investir Globalmente?

A Itaú Asset Management possui uma longa e confiável trajetória em mercados locais. No entanto, ser um especialista global envolve uma significativa responsabilidade fiduciária e o Itaú buscou atingir tal posição através de parcerias de longo prazo com importantes gestoras globais que compartilhassem valores culturais, filosofias de investimento e desenho organizacional parecidos.

A primeira tarefa era definir quais estratégias globais seriam adicionadas em nossos produtos, de forma a efetivamente ajudar nossos clientes a construir e diversificar melhor seus portfólios. Essa decisão foi baseada em duas premissas:

- ▶ **Simplicidade:** Incluir poucas estratégias com funções claras e eficientes em um portfólio diversificado. Existe um benefício marginal decrescente ao adicionar estratégias devido a um efeito positivo e decrescente da correlação e a uma crescente necessidade de compreender e monitorar os diferentes riscos e características contidas em cada estratégia.
- ▶ **Natureza Global:** Uma gestão ativa gera uma exposição a prêmios de risco tradicionais, prêmios de risco alternativos e alfa (excesso de retorno positivo e persistente).

Primeiramente, conforme mencionamos na seção anterior, a diversificação é uma estratégia de longo prazo, onde o desempenho econômico é um fator chave. Portanto, a diversificação global entre diferentes prêmios tradicionais e alternativos e diferentes economias faz bastante sentido (no longo prazo).

Em segundo lugar, existe uma grande vantagem em estar exposto ao alfa em mercados globais devido à amplitude desses mercados. Na verdade, o alfa (retornos superiores e persistentes) depende da persistência de

duas variáveis: habilidade e amplitude. Na terminologia dos velejadores, estratégias globais possuem um “vento de cauda” na corrida para geração de alfa, devido à grande amplitude naturalmente disponível.

As premissas acima nos levam a concluir que existem três estratégias que compõem um portfólio diversificado em nível global: renda variável global, renda fixa global, e investimentos alternativos globais.

Em um futuro artigo nos aprofundaremos na forma e funcionalidade de cada estratégia para um portfólio globalmente diversificado, sempre mantendo a simplicidade e premissas globais.

Seleção de Gestores: Uma Estrutura para Modelos de Parceria de Longo Prazo

A plataforma de oferta global da Itaú Asset Management está baseada em algumas poucas parcerias, porém profundas e sólidas. Trata-se de um modelo diferente focado em relacionamentos de longo prazo.

Processos tradicionais de seleção de gestores geralmente incluem triagem quantitativa e qualitativa, além de diversas diligências e análises (investimento, operacional, risco, conformidade, etc.)

Ao selecionar um número menor de parceiros para um relacionamento de longo prazo, lidamos com uma gama diferente de riscos e benefícios. Isso requer uma análise mais aprofundada sobre aspectos importantes de âmbito interno, que inclui desenho organizacional e estratégia competitiva das duas empresas.

Uma das principais tendências da indústria de gestão de ativos tem sido grandes clientes institucionais, fundos soberanos e gestoras de ativos locais buscarem parcerias gestoras globais experientes e renomadas. O objetivo é não somente acessar boas estratégias globais, mas também compartilhar conhecimentos sobre investimento em mercados globais e alinhamento de estratégias competitivas.

Em suma, possuir a melhor estratégia de investimento, mais talento, melhor gestão de riscos, sistemas e processos de infraestrutura operacional já não é suficiente.

Qualquer que seja a melhor estratégia isolada, ela deve ser sustentável e se ajustar à estratégia de vantagem competitiva de longo prazo da Itaú Asset Management.

Concluimos que a estrutura de seleção de gestores para um modelo de parceria de longo prazo deve considerar um nível adicional de análise que nos ajudaria a entender quão eficiente é o desenho organizacional para viabilizar sua estratégia de vantagem competitiva no longo prazo e como isso se ajusta à visão e estratégia do Itaú.

Esse nível de análise é chamado de modelo ARC (Arquitetura, Rotinas e Cultura). O ARC é um modelo aplicado por consultores e bancos de investimento para analisar o desenho organizacional e vantagem competitiva da empresa, com propósito de reorganização, valoração ou até mesmo para fusões e aquisições.

O ARC é uma importante ferramenta que ajuda a garantir que talentos, estruturas, rotinas (processos) e cultura estejam alinhados de forma a permitir que a empresa alcance sua estratégia de vantagem comparativa, mesmo quando todos da firma já internalizaram totalmente seus objetivos (veja o apêndice III para uma visão geral da estrutura para seleção de gestores do Itaú).

Existem dois aspectos importantes em Gestoras de Ativos que podem ser melhor entendidos através do modelo ARC: coordenação e incentivos.

A **melhor estratégia de investimento, melhor talento, melhor gestão de riscos,** sistemas e infraestrutura operacional já não são suficientes

Cada vez mais clientes buscam **gestoras de ativos com propostas de valor sustentáveis,** além de um sólido e convincente plano de sucessão.

No fim das contas, as empresas são formadas por maneiras de fazer coisas (coordenação) e por recompensas por essas coisas (incentivos).

Um modelo ARC bem implementado permite que haja coordenação e incentivos para um funcionamento eficiente e tem sido cada vez mais relevante, em termos de valor adicionado, na indústria de gestão de ativos.

- ▶ **Problema de Coordenação:** equilibrar os ganhos da especialização versus integração. Geralmente, Gestoras de Ativos contratam profissionais de investimento talentosos e os incentivam a atingir desempenho acima da média (alfa). Entretanto, grande parte do sucesso do negócio também depende de qual informação é compartilhada entre as áreas funcionais e demais mesas de investimento.

A forma como a estrutura organizacional é desenhada afeta sobremaneira como as pessoas e áreas irão adquirir, processar e compartilhar informações.

Muitos anos atrás, a indústria de gestão de ativos era baseada em “gestoras estrela” que por alguma “razão divina” eram capazes de gerar alfa por muitos anos consecutivos. Fontes de alfa, tanto risco, restrição do investidor ou de finanças comportamentais são cada vez mais raras e o modelo de gestão de “informação” é cada vez mais eficiente que o modelo de gestão das “estrelas”

Cada vez mais clientes buscam gestoras de ativos propostas de valor sustentáveis, além de um sólido e convincente plano de sucessão. O modelo de “gestor estrela”, por exemplo, possui claras desvantagens em parcerias de longo prazo.

- ▶ **Problema de Incentivo:** Um dos elementos mais importantes ao definir a estrutura de uma organização é a forma de incentivo às pessoas, como lidar com informações ocultas (ocupantes de cargos superiores não têm acesso a toda informação possuída por aqueles que tomam a decisão) e ações ocultas (quanto esforço foi dispendido e quais ações tomadas pela unidade ou pelas pessoas levaram ao sucesso ou ao fracasso).

Por isso, selecionar parcerias de longo prazo, sem se submeter a uma meticulosa avaliação ARC para entender como as empresas lidam com problemas de coordenação e incentivo, pode ser perigoso. A sustentabilidade de longo prazo de uma gestora de ativos em busca de excelência depende significativamente do modelo de parceria.

A compatibilidade de desenho, visão e metas se apresenta como outro fator crucial de sucesso para um relacionamento estratégico de longo prazo.

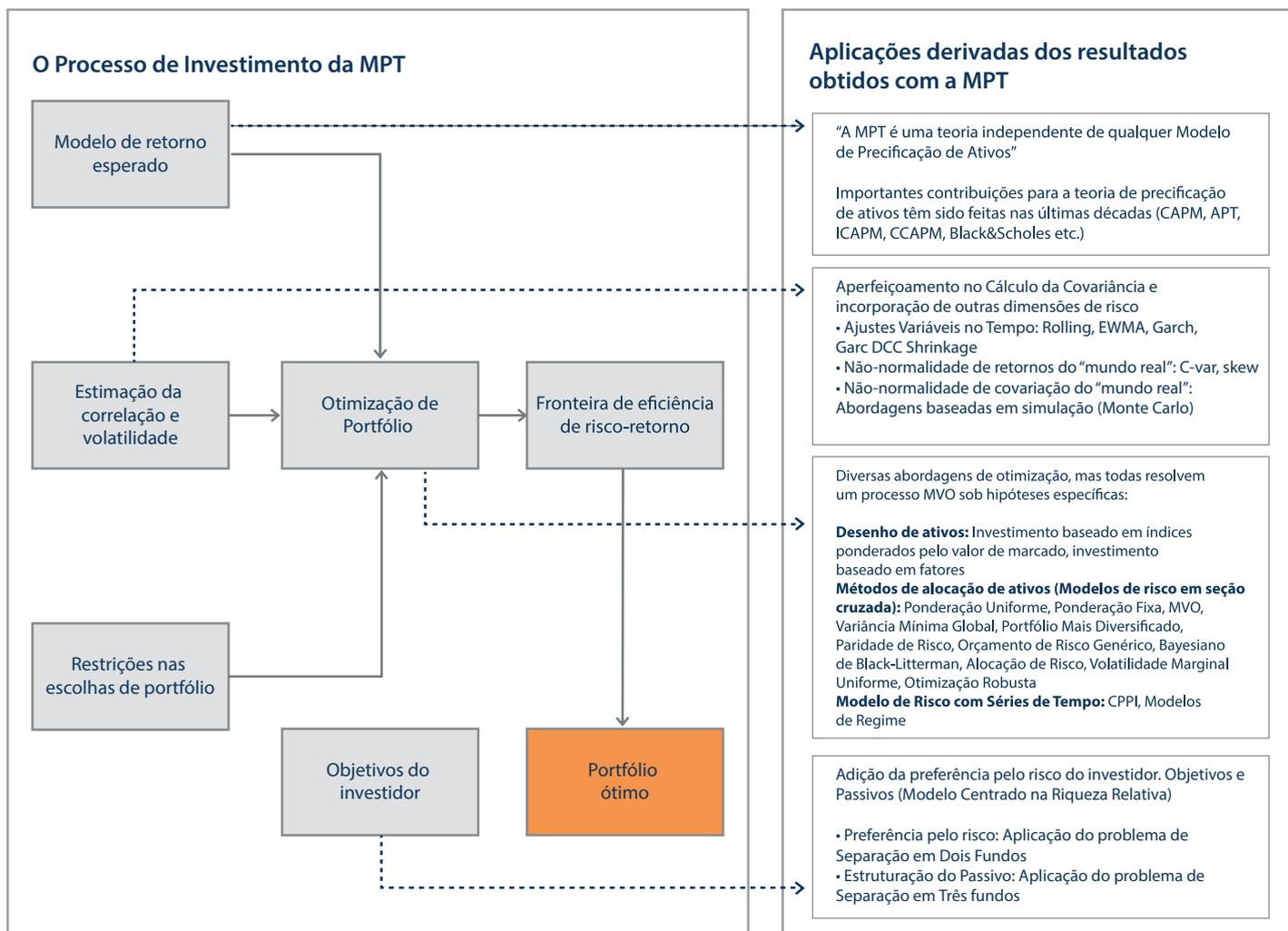
Apêndice I – História da Teoria Financeira: Linha do Tempo

ABORDAGEM NORMATIVA "Como as pessoas deveriam se comportar?"		ABORDAGEM POSITIVA + NORMATIVA "E se todos se comportassem dessa forma?" "As melhores respostas a questões normativas devem ocorrer quando o tomador de decisões alcançou um conjunto de teorias positivas."		
CAMINHADA ALEATÓRIA (SAMUELSON 1965) E EXPECTATIVAS RACIONAIS (MUTH 1961)			SEM CAMINHADA ALEATÓRIA OU EXPECTATIVAS RACIONAIS	
Graham/Dodd (1934)	Markowitz (1952)	Treynor (1961), Sharpe (1964), Lintner (1965)	Fama (1965, 1970)	Kaneman & Tversky (1979), Shiller (1995), Shleifer (1998, 2000)
Análise de Investimentos	Teoria do Portfólio (MPT)	Modelo da Precificação de Ativos de Capital (CAPM)	Hipótese de Mercados Eficientes (EMH)	Finanças Comportamentais
<p>O livro de Graham/Dodd sugere selecionar ações 'vencedoras' a partir da análise dos ativos da empresa, lucros, dividendos e outros aspectos fundamentalistas.</p> <p>A Teoria do Portfólio ainda não existia, de forma que a precificação e outras implicações de equilíbrio nos mercados financeiros foram em grande medida ignoradas.</p> <p>Pouca atenção foi dada a questões do tipo "como ativos de melhor desempenho surgem nos portfólios?" ou "como essa análise pode lograr êxito dada a ampla competição entre investidores por ativos subvalorizados?"¹</p>	<p>Antes de Markowitz (1952, 1959), pouca atenção havia sido dada à seleção do portfólio.</p> <p>A análise de investimentos busca selecionar aqueles ativos que estariam subvalorizados; Um portfólio é geralmente entendido como a acumulação dos títulos contidos nele. Markowitz aponta que, dado que o risco é um atributo indesejável para investidores, a mera acumulação de potenciais "vencedores" consiste em uma seleção inepta de portfólio, pois ela não leva em consideração o efeito da diversificação do portfólio sobre o risco.¹</p> <p>Ele analisa a seguinte questão normativa: como selecionar portfólios que maximizam a utilidade esperada dos investidores sob a condição de que os investidores devem escolher entre portfólios com base no retorno esperado destes e com base no risco mensurado pela média-variância do portfólio?¹</p>	<p>Aplicação da análise normativa de Markowitz para criação de uma teoria positiva de determinação dos preços dos ativos.</p> <p>Sejam as demandas dos investidores por títulos conforme definidas pelo modelo de seleção de portfólio pela média-variância de Markowitz e pressupondo ofertas de ativos fixas. A solução do modelo se dá pelo preço de equilíbrio dos títulos, em um mundo com um único período e sem impostos. Apesar do risco total ser medido pela variância do retorno dos portfólios, Treynor, Sharpe e Lintner demonstram que em equilíbrio, um título é precificado de forma a refletir sua contribuição para o risco total, que por sua vez é medido pela covariância entre o retorno do título e o retorno de um portfólio de mercado contendo todos os ativos (risco sistemático).¹</p>	<p>Fama (1965) introduziu o termo em seu famoso trabalho "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work" (1970), definindo a hipótese da seguinte forma: "Um mercado no qual os preços sempre refletem a totalidade de informações disponíveis é chamado de 'eficiente'".</p> <p>Fama admite que sua definição é tão geral que não possui implicações empíricas testáveis. Para tornar o modelo testável, o processo de formação de preços deve ser especificado em maiores detalhes. Em suma, devemos dar uma definição mais precisa para o termo "refletem a totalidade"</p> <p>Qualquer teste é simultaneamente um teste de eficiência e das hipóteses sobre as características do mercado em equilíbrio.² (modelo de precificação de ativos)</p>	<p>Durante os anos de 1980, Robert Shiller foi além da crítica a modelos de expectativas racionais com taxas de desconto constantes de forma a articular uma visão alternativa de equilíbrio em mercados financeiros. Seu artigo "Preço das Ações e Dinâmicas Sociais" (1984) é um importante passo nessa direção.</p> <p>Shiller (1984) foi uma das primeiras contribuições do que se tornou uma vasta literatura sobre finanças comportamentais. Essa literatura trata de diversas questões importantes sobre equilíbrio com investidores racionais e irracionais. Primeiramente, o que determina a demanda por ativos de investidores irracionais? Segundo, o que impediria que investidores racionais em algum momento arbitrassem sobre o efeito que investidores irracionais geram sobre o preço dos ativos?²</p>

Fonte: ¹ Michael C. Jensen, Clifford W. Smith Jr. *The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview*;

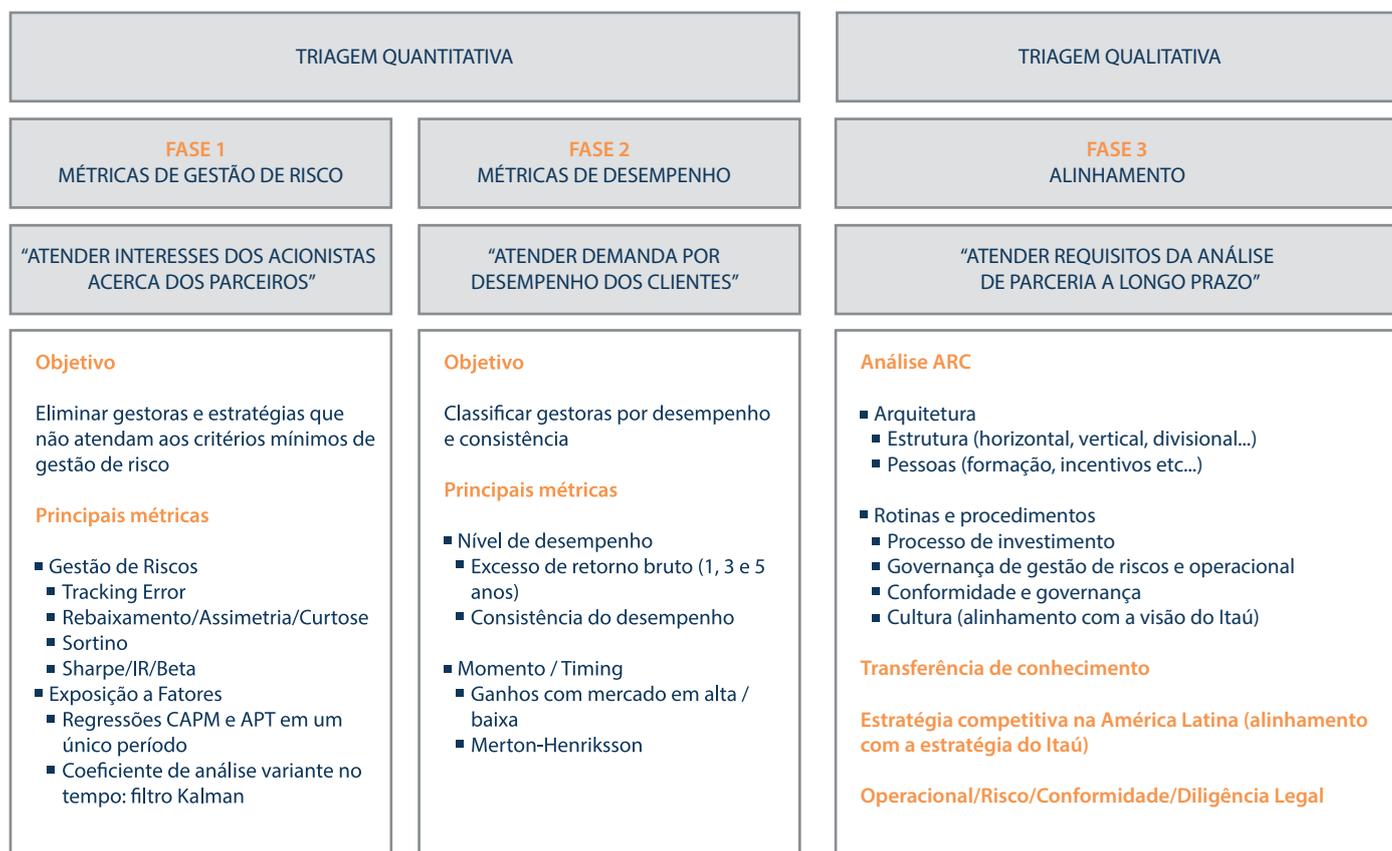
² John Y. Campbell, *Empirical Asset Pricing: Eugene Fama, Lars Peter Hansen and Robert Shiller*

Apêndice II – Processo de Investimento da Teoria Moderna do Portfólio (MPT)



Fonte: Frank Fabozzi, Harry Markowitz, Francis Gupta. The Legacy of Modern Portfolio Theory

Appendix III – Itau Asset Management Manager Selection Process



Fonte: Itaú Asset Management

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.italu.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.

Informação pública - Política de Segurança da Informação



ItaúAssetManagement

