



Conversa entre Paulo Tenani e Celso Gondo sobre o livro Armadilhas de Investimentos, de autoria de Paulo Tenani, Roberto Cintra, Ernesto Leme e Caio Weil Villares. Editora M. Books, 160 páginas, ISBN 9788576802563. Conversa ocorreu no Centro de Estudos em Processos de Investimento (GVInvest), da Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, no dia 22 de Maio de 2015.

1) (Celso Gondo) Você acaba de publicar o livro Armadilhas de Investimento com seus coautores Roberto Cintra, Ernesto Leme e Caio Weil Villares. Como surgiu a parceria entre vocês e a iniciativa de escrever um livro sobre Armadilhas dos Investimentos?

(Paulo Tenani) O livro Armadilhas de Investimento, que acabo de publicar com meus coautores Roberto Cintra, Ernesto Leme e Caio Weil Villares pela Editora M.Books, é uma defesa da Teoria Moderna do Portfólio e ilustra o risco – e também a comicidade - por trás de diversas estratégias de investimentos que não seguem a Teoria.

Na verdade, a ideia de escrever um livro sobre Investimentos surgiu em meados de 2009. Na época, já tínhamos mais de uma década de experiência no mercado financeiro, em diferentes países, diferentes instituições e, principalmente, com centenas de clientes com os mais distintos objetivos de investimento e perfis de risco. Além do mais, tínhamos estudado Finanças em Escolas de renome e poderíamos comparar o que era ensinado na Teoria com o que, na realidade, era feito na prática. E isto, às vezes, podia ser muito diferente – implicando, na maior parte das vezes, em riscos consideráveis.

Por fim, em 2014, já no âmbito do Centro de Estudos em Processos de Investimento (GVInvest), da Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (EESP-FGV) e com a ajuda dos alunos da Consultoria Junior de Economia (CJE-FGV) e alguns outros, organizamos os grupos de trabalho que resultariam no livro. O objetivo seria focar no que NÃO é correto fazer ao investir, em luz da Teoria Moderna do Portfólio. Este era um tema que, em nossa opinião, estava faltando na literatura – uma vez que os livros tradicionais de Finanças focam apenas no que é correto fazer ao investir. Portanto, com o livro Armadilhas de Investimento procuraríamos preencher esta lacuna, contribuir com a discussão e, quem sabe, ajudar a diminuir a incidência destas Armadilhas.

Além do mais, o livro seria estruturado na forma de enredos – todos fictícios, porém factíveis - que depois seriam comentados pelos autores em luz de suas experiências profissionais. Afinal, tanto o Roberto, quanto o Ernesto, o Caio e eu, tivemos a oportunidade de trabalhar em diferentes áreas do mercado financeiro - áreas estas que não apenas se complementavam, como também permitiriam que comentássemos as Armadilhas de Investimento das mais diferentes perspectivas.

2) (Celso Gondo) No livro, vocês abordam cinco principais Armadilhas de Investimento. Você poderia detalha-las um pouco?

(Paulo Tenani) O livro é estruturado ao redor de cinco armadilhas principais, todas com potencial de causar enormes prejuízos: Falta de Controles e Riscos Operacionais, Riscos Ocultos, Conflitos de Interesse, Falta de Disciplina de Investimento e Riscos sem Retorno Esperado. Duas destas Armadilhas, inclusive, são destacadas em nosso marcador de página na forma de uma nota de “MENOS cem dólares”. Mas ao longo do livro várias outras Armadilhas são também apontadas e discutidas: concentração excessiva em hedge funds, veículos de fundo de fundos, custos elevados, rebates, janelas de oportunidade, estratégias caixa preta, re-hipotecação de ativos, notas estruturadas, rumores de mercado, diversificação entre gestores ativos, não linearidades, estratégias exóticas, baixa alocação direta em ativos em prol de uma alocação excessiva em gestores, etc...

Quanto ao marcador de página, acabamos por destacar nele apenas duas das Armadilhas de Investimento: Riscos Ocultos e Riscos Sem Retorno Esperado. Pelo lado dos Riscos Ocultos, temos a figura do “Ganhador de Dinheiro” no lugar do Benjamim Franklin e a frase “In Super-heroes we trust” no lugar da frase “In God we trust” da nota de cem dólares verdadeira. Já pelo lado dos Riscos sem Retorno Esperado, colocamos a frase “Diversificação é para quem não sabe nada”. Tanto o termo “Ganhador de Dinheiro”, assim como a frase “Diversificação é para quem não sabe nada”, são dois clichés do mercado financeiro que, muitas vezes, surgem em análises superficiais. Ao coloca-los neste marcador de página, queremos SIM destacar a comicidade por trás destas estratégias de investimento baseadas em clichés e quem sabe ajudar a diminuir sua incidência.

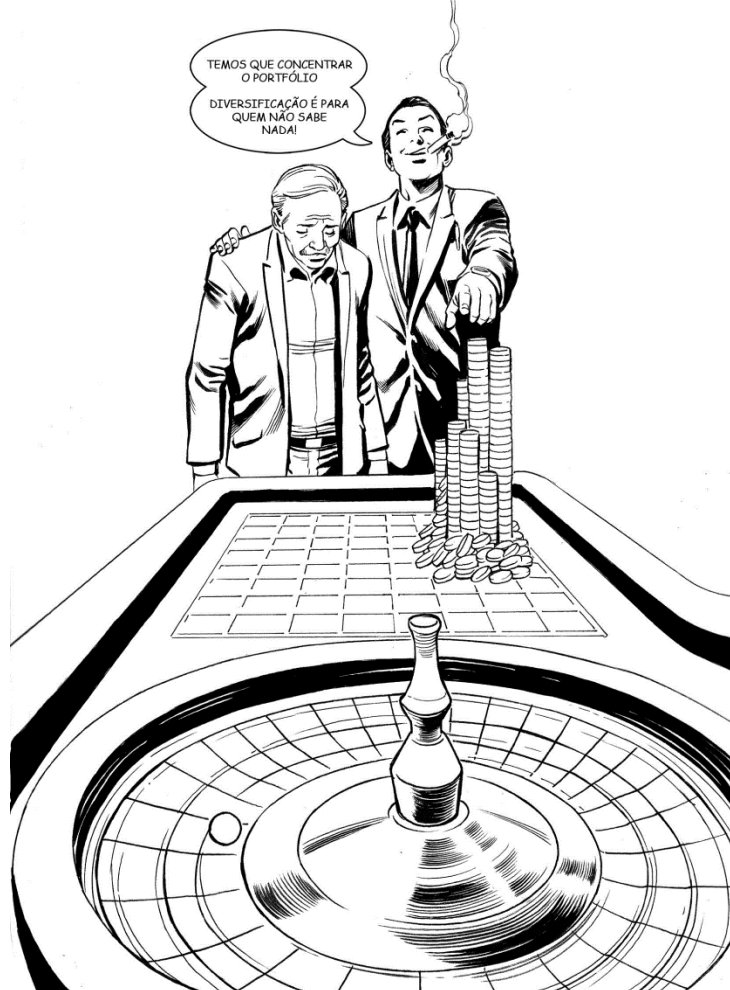
3) (Celso Gondo) Poderia explicar um pouco melhor os Riscos Ocultos e os Riscos sem Retorno Esperado, aquelas duas Armadilhas que vocês destacaram no marcador de página na forma de nota de “MENOS cem dólares”?

Na verdade, Riscos Ocultos são aqueles Riscos que não são refletidos na volatilidade de uma estratégia de investimentos - tais como, por exemplo, o risco de re-hipotecação de ativos, risco de liquidez, risco de crédito, opções, derivativos exóticos, contabilidade maquiada, etc. Estes Riscos Ocultos são, muitas vezes, uma maneira de “turbinar” o retorno de algumas estratégias de investimento; sem ter a contrapartida de uma volatilidade mais alta. No entanto o risco, apesar de oculto, ainda está lá. E pode muito bem se materializar. A crítica que fazemos é que muitos clientes, ao se depararem com uma estratégia de investimentos “turbinada”, interpretam o alto retorno com baixa volatilidade como sendo indicação de que o gestor possui uma habilidade especial: o dom sobre-humano de antever, com consistência, os movimentos

de mercado. E ainda por cima é gentil o suficiente para dividir tal dom com o cliente, ao invés de utilizá-lo apenas em benefício próprio!

No caso de Riscos sem Retorno Esperado e a frase “Diversificação é para quem não sabe nada”, a crítica é direcionada para aquelas estratégias de concentração de portfólios; e para a crença ingênua de que existem pessoas com o dom de descobrir, com consistência, aquela empresa que está muito, mas muito barata mesmo, apesar de ser também muito, muito boa, e que, incrivelmente, ninguém mais no mercado ainda percebeu. E que, além do mais, estas pessoas são gentis o suficiente para dividir tal dom tão especial justamente com o cliente! No livro, comparamos esta maneira de investir como sendo o equivalente a jogar roleta em um casino em Las Vegas. Na verdade, esta é justamente a ilustração que utilizamos para o capítulo “Gestão Exótica”: o cliente e o gestor, na frente de uma mesa de roleta, com o gestor apostando todo o dinheiro do cliente em apenas um número enquanto diz com convicção “Temos que concentrar o portfólio. Diversificação é para quem não sabe nada”.

RISCOS SEM RETORNO ESPERADO



4) (Celso Gondo) As cinco Armadilhas de Investimento que vocês discutem no livro ocorrem com que frequência e em quais tipos de estratégia?

(Paulo Tenani) As Armadilhas descritas no livro são a menor parte das estratégias de investimento. Mas acontecem com mais frequência do que julgamos apropriado. Elas, porém, têm riscos altíssimos, com potencial de dizimar patrimônios acumulados ao longo de gerações. Além do mais, pelo menos na minha experiência, estas Armadilhas acontecem com cada vez mais frequência na medida em que chegamos mais próximo do cliente “pessoa física”. Portanto mais em Family Offices do que em Private Banks, mais em Private Banks do que em Asset Managements, e mais em Asset Managements do que em Bancos de Investimento. E, obviamente, esta é uma afirmação com relação à média e não uma regra geral.

Acho também importante destacar que o objetivo deste livro nunca foi discutir o que é CORRETO fazer ao investir, mas sim o que é ERRADO – em luz da Teoria Moderna do Portfolio. E este é um tema bastante sensível, que procuramos amenizar de várias maneiras: (i) mostrando, por exemplo, a comicidade por trás de algumas estratégias que não seguem a Teoria, (ii) por meio de várias ilustrações que mostram o cliente sempre perdendo dinheiro – sem nem mesmo perceber, (iii) por meio do marcador de página na forma de nota de “MENOS cem dólares”, (iv) dos enredos e personagens, que, apesar de fictícios, são todos factíveis (v) de alguns dos “disclaimers”.

Neste sentido, o livro não dever ser interpretado como uma crítica ao mercado financeiro, ou a alguma instituição ou profissional específico. Não foi este nosso objetivo. Quisemos simplesmente tratar do que é ERRADO fazer ao investir - em luz da Teoria Moderna do Portfólio. Pode ser a menor parte das estratégias de investimento. Porém, em nossa opinião, já estava na hora de alguém escrever sobre isto; com o objetivo alertar sobre estas Armadilhas e, quem sabe, ajudar a diminuir sua incidência.

5) (Celso Gondo) Qual o público alvo que vocês pretendem atingir com este livro? O livro é direcionado a pequenos investidores ou a investidores mais abastados?

(Paulo Tenani) O livro é recomendado a todos aqueles que têm recursos para investir, investem recursos de terceiros e trabalham ou pretendem trabalhar no mercado financeiro. Apesar de tratar de um assunto que poderia ser técnico, o livro aborda as Armadilhas de Investimento de maneira simples e didática, através de uma série de enredos fictícios, porém factíveis, que depois são comentados pelos autores em luz de suas experiências profissionais. Ao estruturar o livro desta maneira, nosso objetivo também foi tornar a leitura agradável e acessível ao maior número possível de pessoas.

Quanto a sua pergunta sobre se as Armadilhas de Investimento são mais comuns entre investidores mais abastados ou pequenos investidores, penso que os pequenos investidores tendem a ser os mais afetados. O livro, no entanto, trata de alguns casos referentes a grandes investidores, pois a dinâmica que acontece aqui é um importante alerta para todos. Por exemplo, muito destes grandes investidores pessoas físicas são totalmente paranoicos com os conflitos de interesse que existem nos Bancos. E não sem motivos. Preferem, portanto, investir seus recursos através dos seus Family Offices. E gastam uma fortuna com isto. O livro, no entanto, ilustra vários casos em que estes clientes, através de seus Family Offices, caem nas Armadilhas de Investimento e terminam em uma situação que é, na realidade, muito pior do que aquela que encontrariam nos Private Banks, mesmo com todos os conflitos de interesse inerentes nestas instituições.

6) (Celso Gondo) Em vista do risco de cair em uma dessas Armadilhas de Investimento, o que o investidor precisa fazer para ter uma assessoria financeira confiável?

(Paulo Tenani) Bem, sua pergunta reflete a preocupação de muitos investidores. Porém, confiável é um conceito que pode ser subjetivo. Portanto, o que eu quero fazer é usar a Teoria para tirar um pouco da subjetividade deste conceito e tentar assim responder sua pergunta. Vamos então começar pelo que NÃO fazer ao investir, que é o tema do livro e, a partir deste ponto, tirar algumas conclusões sobre como avaliar um profissional ou empresa de investimentos.

No livro, as cinco principais Armadilhas de Investimento resultam de estratégias que (i) NÃO tem controles e processos (ii) NÃO atentam para riscos ocultos (iii) NÃO são isentas de conflitos de interesse (iv) NÃO tem disciplina de investimentos (v) NÃO estão expostas a risco de uma maneira eficiente. Mas qual a probabilidade destas Armadilhas incidirem em investimentos feitos, por exemplo, através de um Private Bank, ou um Family Office, ou com a ajuda de uma Consultoria de Investimentos?

Pela minha experiência profissional, ao investir através de um Private Bank o cliente minimiza a probabilidade das Armadilhas (i) e (iv), mas aumenta sobremaneira a probabilidade da Armadilha (iii), Conflitos de Interesse. No entanto, diferentes Private Banks têm diferentes graus de conflitos de interesse. Então, como saber? Segue aqui uma regra de bolso. A meu ver, um conflito de interesses ruim, mas de grau aceitável, seria o Private oferecer aquele produto pouco adequado, que você simplesmente não precisa, mas que sempre representa um ganho disfarçado e robusto para o Banco – tipo um título de capitalização, um PGBL, ou aquela nota estruturada exótica. Por outro lado, um conflito de interesses bem menos aceitável, seria o Private Bank insistir em oferecer produtos do Asset do próprio Banco, ou insistir que você invista justamente naquele Hedge Fund em que o Banco colocou o “seed

money” e que, por causa disso, agora recebe um rebate gigantesco. Por fim, um conflito de interesse inaceitável, que eu definiria como bandeira vermelha, seria o Private Bank oferecer produtos do Asset do próprio Banco, Asset este que, por sua vez, investe justamente naquelas empresas que o Banco de Investimento pretende ou abrir o capital ou fazer algum tipo de operação de M&A.

Por outro lado, pela minha experiência profissional, ao investir através de um Family Office, o cliente minimiza a probabilidade da Armadilha (iii), Conflitos de interesse, mas aumenta sobremaneira a probabilidade das Armadilhas (i) e (ii). Porém, assim como no caso dos Private Banks, os Family offices também são muito diferentes entre si. Existem, por exemplo, ótimos Family Offices, que investem o dinheiro de seus clientes de maneira totalmente adequada. E existem também Family Offices, como aqueles tratados neste livro, que investem os recursos de seus clientes sem nenhum controle ou processo, em produtos caríssimos, com exposição aos mais diferentes riscos ocultos, que sofrem com conflitos de interesse, que não tem disciplina de investimentos, que usam uma ineficiente estrutura de fundo de fundos, que ainda por cima tomam risco de graça e que, quando diversificam, o fazem de maneira ineficaz através de gestores ativos. Portanto, nos casos específicos analisados no livro – que é um livro que trata do que NÃO fazer ao investir - o cliente poderia estar muito melhor ou investindo através de um Private Bank, do que através de seu próprio Family Office.

Por fim a Consultoria de Investimentos. Neste caso, em minha opinião, as probabilidades das Armadilhas (ii) e (v) são minimizadas. Porém, sem o devido cuidado, o risco da Armadilha (iii), Conflitos de Interesse, pode ainda ocorrer. Os rebates, afinal, são uma péssima praxe do mercado e muitas vezes surgem aonde você menos espera. Portanto, é importante ficar atento. Porém, assim como no caso dos Private Banks e Family Offices, existem diferentes consultorias financeiras que devem ser todas analisadas com o devido cuidado.

Para concluir, algumas palavras sobre o que é correto fazer ao investir, em luz da Teoria Moderna do Portfólio. Investir é compreender a aleatoriedade nos preços dos ativos. Investir é balancear risco e retorno em luz de objetivos e perfis de risco. Investir é ter e respeitar controles e processos. Investir é ter disciplina de manter processos mesmo nas circunstâncias mais difíceis. Investir é se importar com custos. E Investir é saber evitar as Armadilhas. Espero que estas linhas sobre o que é certo fazer ao investir, não apenas exemplifiquem a importância de uma educação financeira adequada, mas também sirvam de ajuda na avaliação ou de um profissional ou de uma empresa de investimentos.

7) (Celso Gondo) Tem alguma armadilha que você considere a pior de todas ou a mais preocupante? Por quê?

(Paulo Tenani) Todas as cinco armadilhas que destacamos no livro são preocupantes e podem resultar em prejuízos altíssimos. Na verdade, não são incomuns relatos de grandes prejuízos relacionados à Falta de Controles e Riscos Operacionais, Riscos Ocultos e Conflitos de Interesse – respectivamente as Armadilhas (i), (ii) e (iii). Porém, os prejuízos resultantes da Falta de Disciplina de Investimentos e de se Tomar Risco de Graça, respectivamente as Armadilhas (iv) e (v) – apesar de menos alardeados – são igualmente preocupantes.

8) (Celso Gondo) O livro é bastante didático e vem com várias ilustrações. Poderia explicar algumas das ilustrações que considera mais interessantes?

(Paulo Tenani) De uma maneira geral, as ilustrações do livro mostram o cliente perdendo dinheiro – sem nem ao menos perceber. E isto é bastante destacado na capa, onde temos a figura de um cliente feliz, andando descontraidamente, que não tem a mínima noção de que sua pasta esta aberta e seu dinheiro caindo para fora dela. Algumas outras ilustrações destacam a aleatoriedade no preço dos ativos. Este é o caso, por exemplo, da ilustração do capítulo “DesControle Operacional”, onde dois gestores estão jogando cara ou coroa e um deles deixa a moeda cair. Sobre o marcador de página na forma de nota de “MENOS cem dólares”, penso que já conversamos bastante sobre ele. Por sinal, tanto as ilustrações quanto o marcador de página, foram feitos pelo Quanta Estúdio.

Sobre os elementos gráficos mais interessantes, cada um dos coautores tem sua ilustração preferida. Eu, pelo meu lado, já mudei de ideia algumas vezes, mas gosto bastante da ilustração da terceira Armadilha de Investimento: “Conflitos de Interesse”. Esta Armadilha é analisada no capítulo “Ajuda-me a pagar minhas contas” e, na ilustração do capítulo, destacamos mais um dos clichés do mercado financeiro que é a frase “O gestor investe nos seus próprios produtos. Vai cuidar do meu dinheiro tão bem quanto cuida do dele”. No capítulo, por sinal, exemplificamos que este cliché - em algumas circunstâncias - pode ser simplesmente uma bela estratégia de marketing por parte do gestor. E, às vezes, aparece um cliente suficientemente ingênuo para acreditar nisto. Ou seja, o capítulo faz um importante alerta de que, sem a devida atenção, os clientes podem muito bem estar investindo de acordo com uma estratégia de marketing, ao invés de baseado em seus objetivos e perfis de Risco.

Em minha opinião, este terceiro cliché mereceria também um lugar no nosso marcador de página na forma de nota de “MENOS cem dólares” - junto com o termo “Ganhador de Dinheiro” e a frase “Diversificação é para quem não sabe nada”. Uma pena não que não o colocamos! Mas damos a ele um destaque todo especial na ilustração deste capítulo. Nela, o cliente, entrega seu dinheiro

ao gestor enquanto pensa consigo “Ele investe nos seus próprios produtos. Vai cuidar do meu dinheiro tão bem quanto cuida do dele”. Enquanto isto, o gestor, devido a conflitos de interesse, joga o dinheiro do cliente em um saco furado.

