

CARTA DO GESTOR

jan-fev-mar 2023

Cristiano Maroja
Rafael Mendes



Caro investidor,

A maioria das gestoras tem, em sua estrutura organizacional, a figura do CIO (*Chief Investment Officer*), aquele que é individualmente responsável pela definição das teses de investimento e pela alocação de capital. Não é a realidade da Kapitalo. Com a proposta de tirar o máximo de proveito da diversificação, Carlos Woelz e João Carlos Pinho, os fundadores da casa, optaram por um modelo que dispensa essa figura.

A decisão foi baseada, dentre outros aspectos, na crença de que construir um processo de investimento vencedor pode demorar anos, e acelerar esse caminho natural pode levar a um modelo fraco e insustentável.

Para um mercado que se vangloria de resultados curtoprazistas e, muitas vezes, não dá o devido valor à construção de longo prazo, pode parecer contraintuitivo admitir que *trading* é um negócio incerto. Apesar de os gestores terem ferramentas e metodologias cada vez mais sofisticadas para alcançar os resultados projetados, não somos infalíveis.

Ser um gestor perfeito é ganhar dinheiro sempre. Mas isso não existe – nem Warren Buffett, um dos maiores investidores do mundo, consegue obter resultados positivos a todo momento. Faz parte.

No mercado financeiro, os resultados de um semestre podem tanto transformar em gênio quem gera excelentes resultados em pouco tempo como ser uma sentença condenatória para o gestor com desempenho insatisfatório. O problema é que estamos inseridos em um tipo de negócio que, além de ter baixa tolerância à falha, força seus *players* a destruir processos de investimentos que, no longo prazo, poderiam trazer retornos satisfatórios se ao menos lhes fosse dada a chance de recuperação.

Gestores não se comportam como ativos

Fazer parte do mundo de *trading* é reconhecer que a incerteza dá o tom do negócio ao qual escolhemos dedicar o nosso tempo. “Performance passada não representa garantia de rentabilidade futura”, como costuma-se dizer e você já deve ter escutado. Estamos sempre lidando com projeções e usando ferramentas sofisticadas para minimizar os riscos inerentes aos mercados.

Uma das teorias econômicas que se propõem a abordar as incertezas é a Teoria Moderna de Portfólio, elaborada pelo economista norte-americano Harry Markowitz¹. Ela é frequentemente usada quando tratamos de alocação de capital, já que fala do processo de seleção de ativos para montar um portfólio de investimentos que combine de forma eficiente rentabilidade e risco.

A seleção de ativos pode ser dividida em duas etapas: a primeira baseia-se em observação e experiência, a fim de construir convicções sobre retornos futuros dos ativos financeiros; a segunda, por sua vez, usa essas convicções para compor um portfólio ajustado a risco.

Markowitz prevê que a diversificação do portfólio é crucial para o investidor se proteger de possíveis perdas. É importante selecionar ativos com baixa correlação entre si para que haja um equilíbrio entre risco e retorno. Apesar da lógica ser bem estruturada, Markowitz sofre na implementação, pois se depara com uma grande dificuldade em obter os parâmetros de retorno e dependência, tendo em vista que o passado não é um bom preditor do futuro.

O conceito desenvolvido pelo economista passou a ser amplamente utilizado para a elaboração de portfólios não só de ativos, mas também de fundos de investimento. Nesse caso, adiciona-se também o problema da suposição de que fundos de gestão ativa – administrados por pessoas – terão comportamentos tão parecidos quanto os de ativos isolados. Pode parecer óbvio, mas ativos são ativos, e gestores são gestores.

1. Markowitz, H.. *Portfolio Selection*. *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1 (Mar., 1952), pp. 77-91.

Gestores não se comportam como ativos

Se uma carteira de ativos não está indo bem, é possível rebalanceá-la radicalmente. No caso de uma carteira de fundos, quando há resgates em massa, que podem afetar a sustentabilidade do negócio, há a interrupção de processos de investimentos e de estratégias. Sem contar que há a possibilidade de perder times inteiros de *trading* ou, no pior dos cenários, fechar o fundo² – e é aí que precisamos prestar atenção.

O mercado financeiro parece ter menos interesse para avaliar, além do retorno, a resiliência com a qual gestores corrigem a rota e aprimoram seus processos. O quanto e em que velocidade são capazes de aprender e evoluir. Processos de investimentos têm tempo de maturação longo e, via de regra, não devem ser destruídos abruptamente.



Processos de investimentos têm tempo de maturação longo e, via de regra, não devem ser destruídos abruptamente.



2. Kmetko, T.. *Multi-Manager Funds: A Toolkit for Evaluation*. Cambridge Associates LLC, 2014.

O risco é o protagonista

A decisão de alocar mais risco em uma classe de ativos do que em outra, ou em um segmento em detrimento do outro, por exemplo, define o perfil do fundo e, em última instância, da gestora em si.

Nas gestoras em que há a figura do CIO, a distribuição de risco tende a ser mais discricionária e, por vezes, concentrada na sua área de *expertise*. Sem contar que é arriscado atribuir apenas a uma pessoa a responsabilidade de saber quem deve correr mais ou menos risco. Estamos todos sujeitos a imprevistos, o tempo todo.

Nesse sentido, acreditamos que apostar em um modelo de gestão descentralizado, com equipes diversificadas, compostas por profissionais especialistas e com excelente *track record* em seus mercados, aliado a um rigoroso controle de risco e incentivos corretos, é mais vantajoso para preservar processos de investimento vencedores e obter retornos consistentes no médio e no longo prazo. Na Kapitalo, os mandatos são definidos de acordo com as características de cada área

e do histórico de performance, sendo reavaliados semestralmente com base no retorno ajustado ao risco de médio prazo. Mais especificamente, para alocar o risco, levamos em conta o seguinte tripé: (1) meritocracia; (2) eficiência; e (3) dependência.

1. Meritocracia

As regras da Kapitalo dão aos gestores oportunidade e tempo para se desenvolverem – eles são penalizados ou premiados conforme o seu desempenho. Gestores não são expulsos automaticamente após um semestre ruim – o risco é ajustado ao longo do tempo.

2. Eficiência

Num ambiente meritocrático, o retorno obtido serve como um guia. Porém, é necessário avaliar a quantidade de risco incorrido para se chegar a esse retorno. O aumento de risco deve ser sempre recompensado adequadamente por um retorno maior – é o que consideramos eficiente em termos de uso de risco. Para crescer na alocação, não basta apenas retorno nominal, é preciso também obter retorno ajustado ao risco.

Nas gestoras em que há a figura do CIO, a distribuição de risco tende a ser mais discricionária e, por vezes, concentrada na sua área de expertise.

O risco é o protagonista

3. Dependência

Com o objetivo de entender em quais áreas devemos alocar mais ou menos risco em determinado contexto, avaliamos como elas se comportam, uma em relação à outra. Em outras palavras, calculamos a sua dependência.

No mercado financeiro, a métrica mais conhecida e utilizada para esse cálculo é a correlação linear. Apesar disso, como mede apenas dependências lineares, em situações de não linearidade, a correlação se torna uma ferramenta limitada. O seu uso pode nos levar a conclusões simples demais – por vezes, até falhas³. Em outras palavras, quanto mais complexo é um processo de investimento, mais informações devem ser reunidas para avaliar e calcular a dependência.

Por isso, para enriquecer o modo como construímos os nossos processos de investimento e buscar outras ferramentas que aprimorem o modelo de gestão descentralizado e diversificado, passamos a usar cópulas e estudar a dependência das mesas em eventos de cauda, isto é, eventos raros, como os ataques terroristas do

11 de setembro, nos Estados Unidos, ou a pandemia de Covid-19, que podem causar um abalo significativo no mercado financeiro, levando a perdas significativas de patrimônio.

Aplicamos cópula para calcular o coeficiente de dependência de cauda – uma métrica que nos auxilia no controle do risco de cauda (*tail risk*). Além de apresentar uma riqueza de detalhes maior do que a correlação no estudo de dependências não lineares, a cópula permite parametrizar situações de cauda sem que tenhamos de passar por esses eventos.

Não estamos afirmando que cópulas devem ser usadas em todas as situações de controle de risco. Quando a dependência é linear, não há necessidade de usar um ferramental tão complexo. Contudo, no contexto de uma gestora global, como o nosso, onde há diversidade significativa de mesas e processos de investimentos, o seu uso é interessante para calcular a dependência e ajustar regularmente o risco alocado para cada área. Não conseguimos evitar que eventos de cauda aconteçam, mas podemos nos preparar para enfrentá-los.

3. Frahm et al., 2005, *Estimating the tail dependence coefficient*. *Insurance: Mathematics and Economics* 37, 80-100.

Nem ganhar, nem perder dinheiro o tempo todo

Para não ser levado pela correnteza do mercado – aquela que pretende tirar de cena os gestores que eventualmente não geram bons resultados no curto prazo –, há dois pilares nos quais gestoras podem investir: 1) distribuição do risco de forma eficiente para o fundo; e 2) incentivo ao desenvolvimento de áreas vencedoras.

O desafio enfrentado pelas gestoras é definir o ritmo e a velocidade adequados para diminuir o risco do gestor que está perdendo dinheiro e aumentar o daquele que está ganhando, de modo que um compense o outro e você, investidor, não sofra oscilações bruscas de patrimônio.

Na Kapitalo, queremos áreas vencedoras que, no médio e no longo prazo, ganhem dinheiro de forma consistente, mas não temos a expectativa de que todas as áreas ganhem dinheiro o tempo todo.

Sem a figura do CIO, formamos um grupo de indivíduos capazes, com diferentes visões e complementares entre si. Todo sistema arrojado precisa de um contrapeso rigoroso para se manter o mais seguro possível e a área de risco dentro da Kapitalo é uma das nossas fortalezas. A equipe responsável pela análise de risco, capitaneada por João Carlos Pinho e Bernardo Feijó, monitora diariamente a exposição das áreas, verificando também o portfólio em busca de potenciais concentrações indevidas.

Na Kapitalo,
queremos
áreas
vencedoras
que, no médio
e no longo
prazo,
ganhem
dinheiro
de forma
consistente.

Nem ganhar, nem perder dinheiro o tempo todo

Caso haja violação de algum dos parâmetros de risco preestabelecidos (limites de perda ou de exposição por classe de ativo) por alguma mesa (ou de forma coletiva), a área guardiã do risco intervirá no processo. Cada divisão tem um limite de perda máxima, que, quando ultrapassado, resulta na execução do processo de *stop loss*.

A nossa experiência com o modelo de negócios da Kapitalo tem confirmado que a diversificação e um rigoroso controle de risco são cruciais para prosperar mesmo em um mercado em que erros são vistos como fatais. Com parcimônia, podemos ir mais longe – vivendo as oscilações do mercado, sobrevivendo a elas e ganhando dinheiro para os nossos cotistas. ■

***Cristiano Maroja
e Rafael Mendes***

Fotos: Nathan Boodle Unsplash; Stian Vesterinen (Contracapa)





 **kapitalo**
investimentos