

Estratégias sistemáticas: Benjamin Graham, muito mais que um 'Investidor Inteligente'

O professor Benjamin Graham, da Columbia University em Nova York, é famoso por seu livro “O investidor inteligente”, mas outra obra de sua autoria - muito mais notável - ainda é a base de um sistema altamente eficiente de alocação, mesmo 80 anos depois de seu lançamento.

Em 1934, Benjamin Graham publicou um livro intitulado *Security Analysis*, que se tornaria a pedra angular de todo o vasto edifício que constitui hoje a moderna teoria das finanças. Nele, o autor formulou os seguintes conceitos:

- que qualquer título financeiro tem um “valor intrínseco”;
- que esse valor pode ser estimado racionalmente por um analista, com base nos direitos econômicos presentes e futuros que tal título confere a seu detentor.

Graham ficou conhecido como o pai do *value investing*, um dos estilos de investimento mais celebrados da história. Graham-Newman Corporation, sua firma de investimentos, atingiu notável sucesso. Dela emergiu toda uma geração de investidores excepcionais - entre eles, um talentoso ex-aluno de Graham na Columbia, Warren Buffett.

De forma simplificada, Graham descobriu que era possível obter retornos excepcionais adotando uma estratégia de investimentos que consiste em comprar ações consideradas baratas por certas métricas.

A moderna teoria de finanças comprova que a estratégia formulada por Graham permanece tão válida hoje quanto há quase cem anos. Fosse vivo, talvez se surpreendesse em descobrir que sua estratégia se mostra eficaz em mercados não somente nos EUA, mas em todo o mundo.

Há uma discussão acadêmica, profunda e por enquanto inconclusiva, sobre as razões pelas quais o *value investing* se mostra tão duradouro.

A questão é desconcertante: afinal, se todos os investidores sabem que comprar ações baratas gera retornos superiores, por que tal oportunidade não atrai cada vez mais capital, até a oportunidade desaparecer?

Nas últimas décadas, tal desconcerto só cresceu. Com o advento da computação moderna e o desenvolvimento de métodos matemáticos empregados às finanças, passou a ser possível estudar uma quantidade teoricamente infinita de estratégias.

Em 1992, o professor Eugene Fama, da Universidade de Chicago, publicou, com Kenneth French, um artigo que abriria uma verdadeira caixa de Pandora no mundo das finanças.

Nele, Fama comprovou, de forma rigorosa, que ações baratas de fato geram retornos superiores ao mercado, em contradição à Teoria dos Mercados Eficientes, que ele mesmo formulara décadas antes e que lhe renderia um Prêmio Nobel. Além disso, o artigo mostrava que comprar ações de empresas de pequena capitalização também era capaz de gerar retornos superiores no médio e longo prazo.

Alguns anos depois, outros pesquisadores identificaram que características como rentabilidade e momentum (tendência de preços) também geravam retornos excepcionais em diversos mercados e em muitas classes de ativos.

Essas descobertas mostraram que o que Graham identificara há quase cem anos, de forma empírica, era apenas uma num conjunto maior de anomalias no funcionamento dos mercados que podiam ser exploradas para buscar retornos superiores.

Entre os pesquisadores que desenvolveram os conceitos que hoje chamamos de *factor investing* estão verdadeiros gênios do pensamento econômico, como Eugene Fama, David Booth e Cliff Asness. Mas, como disse Isaac Newton, se puderam ver mais longe, foi porque se ergueram sobre os ombros de um gigante: Benjamim Graham.

Chamamos de fator de risco a cada uma das anomalias que foram identificadas ao longo do tempo, das quais Valor foi a primeira.

Factor investing no Brasil

A partir do artigo original de Eugene Fama e Kenneth French, de 1992, o conceito de fatores de risco se difundiu rapidamente no mundo de investimentos, tanto na academia quanto entre praticantes.

Grandes investidores institucionais perceberam os benefícios do emprego desses conceitos, não só para a busca de retornos, mas para a gestão de riscos e busca de consistência.

Instituições emblemáticas como o *Canada Pension Plan Investment Board*, o fundo soberano da Noruega e o APG da Holanda passaram a fazer uso de estratégias sistemáticas baseadas em fatores, dando grande impulso ao conceito ao redor do mundo.

Gestoras de investimento foram fundadas com o propósito exclusivo de explorar o conceito de fatores. Entre elas estão gigantes do mundo financeiro atual como *AQR*, *Dimensional Financial Advisors* e *Acadian*, nos EUA, e *CFM* na França, que hoje administram recursos da ordem de centenas de bilhões de dólares.

Firmas mais tradicionais passaram a se dedicar ao conceito, como a *BlackRock* nos EUA e *Robeco* na Holanda. Bancos de investimento passaram a ter equipes inteiras de pesquisadores voltados a estratégias sistemáticas, como se verifica hoje no *J.P. Morgan*, *Morgan Stanley*, *Goldman Sachs*, *Deutsche Bank*, entre outros.

De forma surpreendente, o conceito de fatores demorou em chegar ao Brasil.

A Constância Investimentos tem o orgulho de ser uma das pioneiras na introdução destes conceitos ao contexto brasileiro, empregando-os na gestão de seus fundos desde o início de 2015.

Suor e continhas

A metodologia de investimento que utilizamos não é um algoritmo “caixa preta”, nem envolve uma modelagem exótica do ponto de vista matemático. O emprego de fatores de risco exige computação, suor e continhas bem feitas.

As “continhas” são muitas, calculadas simultaneamente para as centenas de ações disponíveis no mercado brasileiro, abrangendo 15 anos de dados históricos organizados numa base de dados proprietária.

O processamento, produção, organização e agrupamento dessa enorme quantidade de informação é feita diariamente na Constância Investimentos graças a um significativo esforço computacional e de tecnologia da informação - o “suor”.

A construção das carteiras de fatores de risco

Começamos nosso processo com o cálculo de indicadores. De forma simples, um indicador é uma característica quantificável que pode explicar o desempenho de uma ação ao longo do tempo: por exemplo, a relação preço/lucro de uma ação ou o retorno patrimonial de uma empresa. O primeiro indicador é uma medida de valor e o segundo de rentabilidade.

É intuitivo que investidores dêem preferência a ações que possuam valores satisfatórios para esses dois indicadores, ou seja, ações baratas em relação ao lucro e ações de empresas mais rentáveis. Quanto melhor for o valor desses indicadores, mais atraente é uma ação quando comparada às demais ações disponíveis.

Na Constância Investimentos, calculamos diariamente mais de 60 indicadores para as centenas de ações disponíveis no mercado brasileiro. Esses indicadores são agregados em cinco famílias que chamamos de fatores de risco: Valor, Qualidade, Técnico, Baixo Risco e Crescimento.

Como são construídas as carteiras sistemáticas

Para cada um dos mais de 60 indicadores que temos em produção, criamos uma carteira teórica, composta da seguinte forma: uma parte “comprada” com as ações de melhor pontuação no indicador e uma parte vendida com as ações com pior pontuação.

O valor financeiro das partes comprada e vendida são iguais – um *long/short* neutro chamado portfólio-indicador.

Os portfólios-indicador são estudados com base em seus resultados históricos simulados, produzidos a partir da informação disponível em nossos bancos de dados. Para tal, a carteira teórica é atualizada para cada período passado, utilizando-se as informações que estariam disponíveis no período a que se refere o cálculo.

Os portfólios-indicador são estudados isoladamente e em combinação com outros. Aqueles selecionados são agregados em portfólios-fator, que por sua vez são agregados no portfólio sistemático final.

Esse processo de agregação gera um portfólio altamente diversificado, com pesos distintos por ação.

Como os portfólio-indicador são *long/short* em sua base, as ações têm seu peso final aumentado pelos fatores em que pontuam positivamente e seu peso diminuído, ou mesmo anulado, por pontuações negativas em outros fatores. Para as ações de melhor pontuação final, esse processo de construção costuma atribuir pesos entre 3% e 4% na carteira sistemática final.

A carteira sistemática resultante é altamente diversificada em termos de emissor e tem uma exposição equilibrada a cada fator de risco.

Em simulações históricas, a carteira sistemática produz resultados consistentemente superiores ao Ibovespa, com métricas de risco e consistência mais favoráveis que o índice.

O peso final atribuído pelo processo a cada ação na carteira sistemática final é a espinha dorsal do processo de alocação da Constância Investimentos.

As vantagens de utilizar uma abordagem sistemática

A metodologia sistemática permite o acompanhamento constante de um grande número de ações, o que seria possível somente com uma equipe grande de analistas.

Abrangência e consistência

Podemos analisar a origem dos retornos de qualquer estratégia de investimentos decompondo-a entre seu índice de acerto e a abrangência da estratégia. O índice de acerto reflete a frequência com que a estratégia encontra sucesso em suas “apostas” e a abrangência reflete o número de apostas realizadas.

Imagine, por um instante, que queiramos analisar o desempenho de um jogador de basquete. Podemos estudar o número de arremessos realizados e o índice de conversão de arremessos em cestas. A metodologia sistemática busca permitir que as estratégias de investimento arremessem mais e com melhor índice de conversão em cestas.

O processo de gestão fundamentalista típico de ações no Brasil envolve a construção de uma carteira razoavelmente concentrada, composta de 10 a 20 posições. Êxito nesse modelo de gestão exige, em geral, que se obtenham, ao menos, um ou dois grandes acertos por ano. Dois riscos são corridos: o primeiro é o de as apostas realizadas não irem suficientemente bem. O segundo é o de ficar de fora de posições vencedoras.

Em contraste, a metodologia de investimento sistemática permite uma solução distinta à questão da construção da carteira.

Partindo de uma construção bem mais diversificada (a carteira do Constância Fundamento FIA, por exemplo, tem mais de 100 ações), os retornos são explicados por um número grande de acertos menores. Ao invés de tentar matar o proverbial leão a cada ano, a construção sistemática procura identificar onde jogar uma rede com melhor chance de pescar um número grande de peixes.

Frequentemente, ações que passam por eventos corporativos positivos (aquisições, fusões, etc.) e experimentam um aumento significativo e repentino de preço, figuram no portfólio sistemático com pesos relevantes.

Afinal, se uma empresa está barata, tem qualidade, crescimento e baixo risco, ela é uma séria candidata a aquisição do controle por uma terceira parte que conhece o setor e está disposta a pagar um prêmio por isso.

Há benefícios também de consistência e risco. O processo de geração de retornos diversificados é replicável ao longo do tempo. O nível de diversificação é muito maior que as construções tradicionais, reduzindo o número e a importância de acidentes de percurso com ações individuais.

Agilidade

Estamos conectados com o sistema RAD (recebimento automático de documentos) da CVM. Sempre que um balanço é publicado, no dia seguinte nossos indicadores refletirão os novos dados disponíveis. O ranking dessa empresa será imediatamente reavaliado. Frequentemente, há novas informações de proventos e eventos corporativos. A cada dia há novas informações de preço. Tais dados são incorporados em nosso processo de forma quase imediata.

Diariamente, são calculados todos os indicadores, os fatores de risco e a carteira sistemática, com base na totalidade das centenas de ações incluídas no processo. Qualquer mudança brusca no ranking sistemático pode ser imediatamente percebida e analisada por nossa equipe de gestão.

Em contraste, o acompanhamento de grandes números de ações representa um desafio relevante a qualquer processo não sistemático. Em primeiro lugar, são necessários muitos analistas para acompanhar centenas de ações. Em seguida, é necessário um processo para incorporar toda a informação gerada pelos analistas ao processo de gestão. Não surpreende que a opção por gerir carteiras concentradas seja comum, pois respeita limitações humanas à capacidade de acompanhar responsabilmente muitas situações de investimento.

Disciplina

Outra vantagem, talvez menos óbvia, mas não mesmo importante, é o fato de o processo sistemático reduzir subjetividades, egos e paixões inevitavelmente envolvidos no processo decisório de investimentos.

Não é raro que excelentes analistas e gestores demorem para reconhecer problemas numa tese de investimentos cujos fundamentos começam a se deteriorar.

Isso pode ocorrer por muitas razões. O analista pode ter empenhado muito de sua reputação na tese e temer as consequências de seu insucesso, ter se envolvido emocionalmente no processo (a maioria de nós não gosta de admitir, para si ou para outros, que estava errado), ter desenvolvido relações pessoais com os dirigentes da empresa, temer tornar-se menos relevante enquanto as empresas que cobre não figurem alto da lista de compra, ou porque a especialização pode levar a enxergar a árvore, mas não a floresta onde há melhores oportunidades.

Por ser pré-definido e repetitivo, o processo sistemático tende a ser mais disciplinado e atuar no sentido de limitar o impacto dessas limitações comportamentais humanas.

Os indicadores reduzem o ranking de uma empresa cujos fundamentos começam a declinar no dia seguinte à publicação do seu balanço, sem angústia de carreira. Uma diminuição significativa no ranking indica que devem existir oportunidades melhores para empregar capital. Um processo sistemático não privilegia nenhuma empresa ou grupo de administradores por ligações pessoais.

Nossos gestores e analistas precisam contrastar suas visões e posicionamentos à luz desse processo sistemático, pois o modelo multifatorial é a espinha dorsal do processo decisório adotado na Constância Investimentos. Para manter em nossos fundos uma exposição significativa a uma ação que não esteja mais bem situada no ranking sistemático, é preciso conseguir explicar muito bem que informações não estão adequadamente refletidas pelo processo sistemático.

Disclaimer

A Constância Investimentos distribui **somente cotas** de fundos de investimentos **geridos por ela**. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente **informativo**, não devem ser consideradas uma oferta para aquisição de cotas de fundos de investimento e não constitui prospecto previsto na instrução **CVM 555** ou no **Código de Auto-Regulação** da ANBIMA.

Este material é de caráter **meramente informativo** e nenhuma informação aqui apresentada deve ser interpretada como uma recomendação de investimento. É recomendada a **leitura cuidadosa** dos prospectos, formulários de informações complementares, lâminas de informações essenciais e regulamentos dos fundos de investimentos pelo investidor antes de investir seus recursos.

A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. **Nossos fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC.**