

Carta Warren Asset

2ª Edição



“I wondered how my research into the mathematical theory of a game might change my life. In the abstract, life is a mixture of chance and choice. Chance can be thought of as the cards you are dealt in life. Choice is how you play them.”

“Eu me perguntava como minha pesquisa sobre a teoria matemática de um jogo poderia mudar minha vida. No abstrato, a vida é uma mistura de acaso e escolha. O acaso pode ser considerado as cartas que você recebe na vida. A escolha é como você as joga.”

Edward O. Thorp, A Man for All Markets: Beating the Odds, from Las Vegas to Wall Street

Prefácio

Caro(a) investidor(a),

O filme *Moneyball: The Art of Winning an Unfair Game* conta a história de Billy Beane, gerente do Oakland Athletics, um dos times de menor orçamento da grande liga de beisebol norte-americana, em sua luta para conquistar o campeonato.

Em um mundo onde o dinheiro consegue garantir os jogadores mais cobiçados, torna-se bastante difícil avançar com poucos recursos. Mas o Oakland Athletics mudou essa visão. Com uma gestão mais racional de seu patrimônio, o clube foi o pioneiro na combinação de práticas tradicionais de olheiros com as análises matemática e estatística dos jogadores para determinar o melhor modo de selecionar atletas ainda não conhecidos e, assim, formar uma equipe “inusitada”.

Que tal transbordarmos essa análise utilizada no mundo esportivo para o mercado financeiro? Lidando com gestão de patrimônio, utilizamos uma infinidade de dados e métricas. Separa teu café e vem conhecer como a Warren Asset se inspira em histórias reais para criar estratégias e portfólios de investimentos para que nossos clientes atinjam seus objetivos.

Uma abordagem de investimento humana e fundamentada pela história dos dados.



Factor Investing

Se realizássemos uma pesquisa perguntando qual o maior investidor de todos os tempos, provavelmente um nome apareceria com grande frequência: Warren Buffett. Todo mundo deseja administrar os seus investimentos tão bem quanto o Oráculo de Omaha administra a Berkshire Hathaway - uma empresa que teve início na indústria têxtil e se tornou um dos maiores conglomerados do mundo.

Se pudéssemos identificar como Buffett seleciona seus ativos e os compra no mercado, poderíamos investir como ele - é claro que também supondo que tivéssemos sua capacidade de ignorar o ruído do mercado e evitar as vendas em períodos de pânico.

E se eu lhe dissesse que hoje já é possível isolar as características de um determinado investimento e buscar a melhor combinação do mercado?

Essa é a abordagem de gestão de investimentos conhecida como *Factor Investing*, ou investimento por fatores.

A abordagem parte do princípio que é possível encontrar poucos fatores bases que são, de fato, geradores de retorno, alterando a famosa abordagem de stock picking, na qual o gestor busca selecionar as melhores empresas, para a abordagem *factor picking*, que busca os melhores fatores.

Nos últimos anos, as abordagens de investimento baseadas em fatores têm ganhado atenção significativa.

No entanto, os conceitos que orientam essas abordagens já existem há muito tempo e remontam à década de 1950.

Em seu nível mais básico, os investimentos baseados em fatores consistem simplesmente em definir e seguir, sistematicamente, um conjunto de regras que produzem carteiras bem diversificadas.

Imagine se você sempre optasse por possuir uma carteira diversificada de ações com alguma característica bem definida e evitasse vender ou, até mesmo, comprar uma carteira diversificada com características opostas.

Embora Buffett seja considerado por muitos um selecionador de ações incomparável, nas próximas páginas discutiremos sobre como o sucesso da gestão de portfólio do guru de Omaha não se deve exclusivamente às suas habilidades de seleção de empresas, mas também em seu diferencial em selecionar fatores.

Em outras palavras, se você soubesse quais características procurar, você poderia replicar seu histórico de seleção de ações tendo uma carteira tão robusta e rentável quanto a do próprio Oráculo de Omaha.

No clássico artigo *Buffett's Alpha*, Andrea Frazzini, David Kabiller e Lasse Heje Pedersen decompõem os retornos realizados por Buffett ao longo da existência de sua empresa, a Berkshire Hathaway, e mostram que, quando controlados para alguns fatores, o alfa gerado pelo megainvestidor é baixo.

Vale dizer que isso, de maneira alguma, diminui o que Buffett realizou em seus longos anos de investimentos. Pelo contrário, isso nos mostra que, na verdade, ele não apenas selecionou as melhores ações, como também descobriu ótimos fatores décadas antes dos acadêmicos. Muitas vezes, os acadêmicos descobrem características importantes das ações estudando o desempenho dos investidores que superaram o mercado.

Nosso objetivo é mostrar que o sucesso desses investidores pode ter sido o resultado da exposição a um ou mais fatores comuns, e não, como muitas pessoas pensam, a um resultado da seleção de ações e habilidade de “*timing*” de mercado.

Nossa jornada o levará pela terra da pesquisa acadêmica com uma extensa revisão bibliográfica, da busca de mais de 50 anos para descobrir o segredo da gestão de investimentos de sucesso.

Por que investir em Fatores?

Todo mundo já viu tabelas nutricionais com as necessidades diárias de consumo de um ser humano, tais como água, fibras e macronutrientes (proteínas, gorduras, carboidratos).

Os carboidratos podem ser obtidos a partir de alimentos feitos de cereais e grãos. A proteína, da carne e produtos lácteos. A fibra está disponível na salada e no feijão. Podemos consumir gordura de animais, mas também de certos alimentos vegetais, como o amendoim. Cada tipo de alimento é um “pacote” de nutrientes, ou melhor, cada ativo é um “pacote” de fatores geradores de retorno.

Em uma analogia bastante prática, Andrew Ang, em seu livro *Asset Management: A Systematic Approach to Factor Investing*, nos mostra que os nutrientes estão para os alimentos assim como os fatores estão para os investimentos.

Além disso, diferentes indivíduos, homens ou mulheres, jovens ou velhos, têm diferentes necessidades de macronutrientes. O mesmo vale para diferentes alocações e seleção de ativos para os diferentes perfis de investimento do mercado.

O que essa analogia quer dizer é que os fatores de risco são a força motriz por trás dos prêmios de risco dos ativos e das rentabilidades superiores à renda fixa que uma série de investimentos pode oferecer.

De modo mais geral, se o preço de um ativo tende a ser alto em tempos difíceis (de muita volatilidade), então esse é um ativo “defensivo” a ser mantido em sua carteira. Portanto, seu prêmio de risco é baixo, gerando uma rentabilidade menor.

No entanto, se o retorno de um ativo tende a ser baixo em momentos de aversão ao risco, então este é um ativo “arriscado” e seu prêmio de risco deve ser alto. Ou seja, seu retorno tende a ser maior com a normalização do ambiente, como costuma ser o caso das ações.

Na teoria dos fatores, a rentabilidade dos investimentos é determinada por fatores de risco, que oferecem prêmios para compensar os investidores por assumirem a possibilidade de perdas pelos mais variados motivos.

Fatores podem ser macro-fundamentados, como inflação e crescimento econômico, ou baseado em estilo, como valor e tamanho. No primeiro caso, os ativos rentabilizam pela sua associação com os períodos de alta ou baixa inflação ou durante as recessões e expansões econômicas. No segundo caso, referem-se a uma característica específica do ativo, como ações de baixa capitalização que são ligadas ao fator tamanho.

De modo geral, devemos tirar ao menos 3 lições daqui:

A primeira é que os **fatores importam, não os ativos**.

Se um indivíduo pudesse obter nutrientes feitos em laboratório, ela satisfaria confortavelmente suas necessidades de nutrientes e levaria uma vida saudável. Não é o ativo que importa, mas quais fatores que o movem.

A segunda é que os **ativos são conjuntos de fatores**.

Os alimentos contêm várias combinações de nutrientes. Certos alimentos são nutrientes em si - como a água - ou quase contêm apenas um tipo de nutriente, como no caso do arroz, o carboidrato. Mas geralmente os alimentos contêm muitos nutrientes. Portanto, um ativo pode estar exposto a diversos fatores.

A terceira é que **diferentes investidores precisam de diferentes fatores de risco**.

Assim como diferentes pessoas têm diferentes necessidades de nutrientes, diferentes investidores têm diferentes exposições ótimas a diferentes conjuntos de fatores de risco.

Fatores de Mercado

A história do investimento ativo remonta a milhares de anos e pode ser resumida como a busca por uma "vantagem" na gestão de investimentos, indo atrás sempre um retorno maior com menor exposição a riscos.

O uso da abordagem de fatores na gestão ativa de fundos de investimento iniciou-se na década de 1970, quando os acadêmicos mostraram pela primeira vez que as ações dos EUA com menor risco gravavam retornos mais elevados do que o esperado pelo seu nível de risco. Uma anomalia de mercado que punha em xeque a hipótese de mercado eficiente. Desde então, muitos fatores, como valor, qualidade, baixa volatilidade, *momentum* e tamanho foram propostos.

Nos últimos 50 anos de investimento em fatores, testemunhamos uma série de ciclos de amor e medo pelo uso de fatores para selecionar ações para carteiras, mas uma verdade que temos é que eles vieram para ficar.

Mercado (Beta)

Esse fator representa o retorno que você obtém ao investir no mercado (ações), em vez de um ativo sem risco, como títulos do tesouro. Acontece que a mistura de Beta para ativos sem risco (ou seja, proporção de ações e títulos) determina cerca de 70% do retorno de seu portfólio. Os acadêmicos sabem disso há muito, muito tempo e aqueles que investem sabem que maior risco geralmente se correlaciona com maior retorno de longo prazo.

Valor (Value)

Historicamente, as ações de valor superaram as ações de crescimento. Ações de valor possuem preços baixos em relação ao seu patrimônio líquido, que pode ser medido pelo valor contábil. Já as ações de crescimento são relativamente caras em comparação, novamente utilizando o valor contábil.

Uma explicação para essa persistência é que as empresas baratas tendem a apresentar ganhos menos estáveis e níveis de endividamento mais elevados, pelos quais os investidores exigem compensação na forma de retornos mais elevados. Outra explicação é que os investidores tendem a evitar ações com desempenho inferior no passado.

Estadística Descritiva dos Fatores para o mercado dos EUA de 1927 a 2015.

Fator	Retorno Médio	Desvio Padrão	Sharpe
Mercado	8.3%	20.6%	0.40
Tamanho	3.3%	13.9%	0.24
Valor	4.8%	14.1%	0.34
Momento	9.6%	15.7%	0.61
Lucratividade	3.1%	9.3%	0.33
Qualidade	3.8%	10.0%	0.38

Fonte: *Your Complete Guide to Factor-Based Investing* - Andrew L. Berkin, Larry E. Swedroe

Tamanho (Size)

O fator tamanho refere-se ao fenômeno, empiricamente verificado, no qual as ações de média e pequena capitalização - entre US\$ 2 bilhões e US\$ 10 bilhões e menos de US\$ 2 bilhões respectivamente - geralmente superam as ações de grande capitalização, que têm total maior que US\$ 10 bilhões.

Embora a fonte dos prêmios de tamanho seja contestada, muitos acreditam que está relacionada à ideia de que os investidores recebem uma compensação por assumirem o maior risco de comprar ações que podem ser menos líquidas do que as grandes capitalizações ou, alternativamente, mais suscetíveis às mudanças nos ciclos de negócios, inadimplência e volatilidade. As ações de baixa capitalização também podem apresentar desempenho superior porque é mais fácil para elas exibirem um crescimento desproporcional.

Momento (Momentum)

O *momentum* refere-se à tendência, verificada empiricamente, no qual ativos que performaram no passado tendem a seguir subindo e os títulos que estão em queda tendem a continuar a trajetória de queda. No longo prazo, os títulos com exposição mais alta ao fator *momentum* geralmente superam o desempenho do mercado, o chamado prêmio de *momentum*.

O investimento em *momentum* tenta capitalizar a continuidade das tendências existentes no mercado, assumindo uma posição comprada em um ativo com tendência de alta ou uma posição vendida em um título que está caindo.

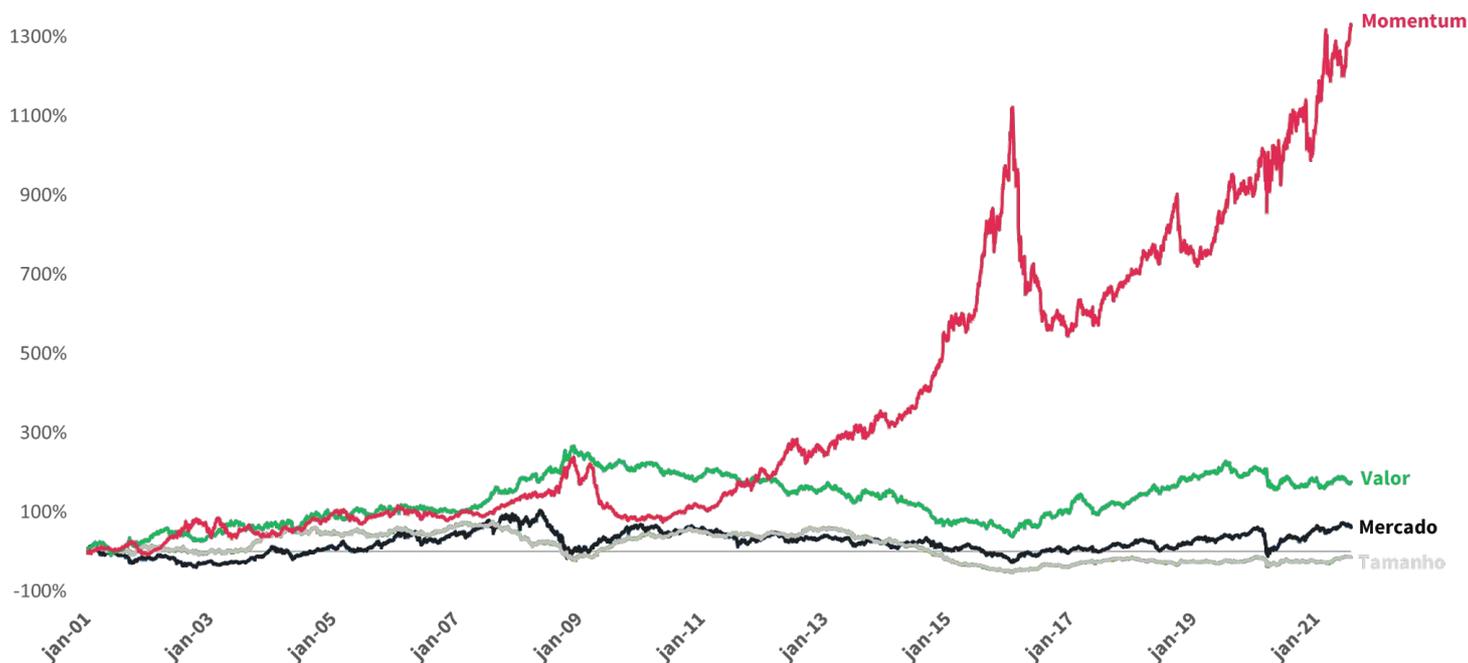
Como as tendências de preços são temporárias e tendem a reverter à média ao longo do tempo, a maioria das estratégias de *momentum* se concentra em um horizonte de 6 a 12 meses. O *momentum* pode ser vulnerável a períodos de volatilidade e altos custos de giro e transação, o que pode afetar o retorno.

Ao contrário do prêmio de tamanho, que diminuiu desde que foi identificado pela primeira vez, o fator *momentum* teve um desempenho consistente ao longo do tempo e permaneceu lucrativo nos últimos 40 anos. Muitos atribuem à tendência comportamental dos investidores de reagir de forma exagerada às notícias.

Qualidade (Quality)

O fator de qualidade refere-se à tendência de ações de alta qualidade, com ganhos tipicamente mais estáveis, balanços patrimoniais mais fortes e margens mais altas, terem retornos superiores aos de ações com qualidade menor.

Retornos dos Fatores no Mercado Brasileiro de 2001 a 2021



O melhor desempenho de ações de alta qualidade em relação às ações de baixa qualidade está bem documentado na literatura financeira, embora a medida real de “qualidade” seja contestada. Métricas como o lucro de uma empresa, pagamentos de dividendos e níveis de dívida demonstraram ter tanto poder explicativo em relação ao desempenho de uma ação quanto o fator de valor.

Estratégias baseadas em qualidade tentam capturar o prêmio associado a estoques de alta qualidade *versus* estoques de baixa qualidade. No entanto, de todos os fatores de risco, este talvez seja o mais difícil de definir, pois os investidores estão divididos sobre a melhor forma de medir a qualidade.

Independentemente da métrica, as estratégias que tentam atingir a qualidade geralmente superam o mercado, pois estão mais bem equipadas para enfrentar condições econômicas adversas.

Lucratividade (Profitability)

O fator qualidade continua sendo um enigma para investidores e acadêmicos, uma vez que ações de maior qualidade intuitivamente deveriam vir com preços mais altos. O fato de a qualidade não estar totalmente internalizada no preço das ações, talvez devido a modelos de risco inadequados ou vieses comportamentais, pode explicar a existência dos prêmios.

Dependendo do gestor de investimentos, qualidade pode estar associado a outro fator, o da lucratividade. Retorno sobre o capital investido, crescimento, estabilidade de

ganhos e altas taxas de pagamento também são associados à lucratividade.

Ainda está em discussão se lucratividade é um fator extrínseco à qualidade ou não. O fato é que também vem sendo bastante utilizado pelos *players* de mercado.

Baixa Volatilidade (Low Vol)

O fator de baixa volatilidade fornece um mecanismo para os investidores controlarem o risco enquanto geram retornos de investimento semelhantes, quando não superiores, em relação ao retorno do fator beta no longo prazo.

Assim como qualidade, baixa volatilidade é um fator defensivo que protege os investidores de pesadas perdas em mercados de baixa, ao mesmo tempo que captura a maior parte dos ganhos durante as recuperações do mercado.

Os preços das ações que se enquadram no perfil de baixa volatilidade tendem a flutuar menos que o mercado - ou seja, tais ações têm baixa exposição ao beta.

Embora a teoria financeira tradicional sugira que os retornos excedentes são uma função de assumir riscos extras, o fator de baixa volatilidade contradiz esse sentimento. Os analistas costumam citar vieses comportamentais para explicar essa anomalia.

O ESG é um Fator?

Nos últimos 10 anos, as considerações sobre os aspectos ESG têm se tornado cada vez mais integradas no gerenciamento de portfólio convencional. Um grande número de instituições, como fundos de pensão, fundos soberanos, seguradoras, *endowments* (Fundos Patrimoniais) e fundações assinaram os Princípios das Nações Unidas para o Investimento Responsável, se comprometendo a adicioná-los na forma de gerir seus investimentos.

Os fatores sociais e de governança nas decisões de investimento tornaram-se ainda mais intensos com o coronavírus. A questão que ficou foi: o ESG pode ser considerado um fator?

Quando falamos de investimento em fatores, geralmente

discutimos também a geração de alfa. Na verdade, o investimento em fatores faz a diferença entre o desempenho financeiro proveniente de fatores sistemáticos e o desempenho financeiro proveniente de fatores específicos. Em outras palavras, ele se diferencia de geração em geração de retorno de mercado, beta, e geração de retorno específicos, alfa.

Os fatores sistemáticos correspondem aos fatores de risco comuns que explicam uma parte significativa do corte transversal dos retornos das ações. Como o ESG muda o cenário de gerenciamento de ativos, podemos nos perguntar se o ESG se tornou um novo fator de risco e deve ser integrado a uma estrutura de investimento de fator ou se continua sendo uma estratégia de alfa.



Fatores de investimento - como valor, momentum, qualidade, tamanho e baixa volatilidade - satisfazem quatro critérios:

1. Cada um tem uma fundamentação acadêmica sólida para a existência de um prêmio de retorno.
2. Existem décadas de evidências empíricas que apoiam o prêmio.
3. Seus padrões de retorno agregam valor aos índices de capitalização de mercado e exibem baixas correlações com outros fatores.
4. Eles podem ser implementados em grande escala.

Algumas, mas nem todas as características ESG se enquadram nesses quatro critérios, como, por exemplo, o critério 1. Portanto, ESG por si só não é um fator de estilo de investimento amplo e persistente. Dito isso, os dados ESG que atendem a esses critérios podem ser incorpora-

dos em sinais junto com dados financeiros mais tradicionais para criar carteiras que buscam capturar os prêmios de fator, mas que também são mais amigáveis ao ESG.

Investimento por fatores e ESG podem ser integrados de várias maneiras. A estratégia que mais temos visto no mercado e usamos na nossa gestão de investimento e na criação de portfólios multifatoriais são compatíveis com os aspectos ESG. Isto é, dados os ativos elegíveis pelos aspectos ESG, fazemos a definição da alocação final e definimos tamanhos de posição baseados no investimento em fatores.

Isso permite criarmos uma alocação bem diversificada, expostas a múltiplos fatores geradores de retorno, e integradas aos aspectos ESG.

Fundos da Warren Asset



A Warren Asset possui uma grade completa de produtos, investindo nas mais variadas classes de ativos para os diversos perfis de risco. Somos uma casa quantitativa, pois acreditamos que com tecnologia e muitos dados temos maior transparência e consistência nos retornos de médio e longo prazo.

Conheça!

Renda Fixa

› Warren Tesouro Selic

› Warren Cash Clash

› Warren Crédito Privado

› Warren Vênus

› Warren Ísis

› Warren IPCA Curto

Multimercado

› Warren Omaha

› Warren Cripto

› Warren Dólar

Renda Variável

› Warren Brasil

› Warren USA

› Warren Green

› Warren Equals

› Warren Global Factors

› Warren Fatores Brasil

Previdência

› Warren Prev Gestão Ativa

› Warren Artemis



warren

warren.com.br

Esta publicação possui natureza informativa, não devendo ser entendido como recomendação de qualquer investimento ou sugestão de alocação por parte dos destinatários. Os ativos financeiros e/ou as carteiras de investimentos discutidas neste material podem não ser adequadas para todos os investidores, tendo em vista que os objetivos de investimento, situação financeira e necessidades de cada investidor podem variar. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Crédito – FGC. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Leia o prospecto, o formulário de informações complementares, lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir.