

Os métodos tradicionalmente utilizados para a avaliação de risco de investimentos, assim como de fundos, têm a sua eficiência questionada no Opportunity há bastante tempo. São inúmeros os eventos que mostram claramente as deficiências destes métodos ao longo dos últimos anos, desde a quebra do mais famoso *hedge fund* dos EUA em 1998 até a ruína dos bancos de investimento de Wall Street em 2008, passando por vários casos de perdas irreversíveis – inclusive de fundos brasileiros.

Desde a fundação do Opportunity, em 1994, nós já acreditávamos na necessidade de uma postura mais simples e cuidadosa de análise de risco, estudando em profundidade os fundamentos e não confiando unicamente em modelos matemáticos formais, como as medidas de *value at risk*, por exemplo. De fato, ao longo destes anos, nos diferenciamos de boa parte do mercado financeiro justamente por questionar a suficiência dos modelos normalmente utilizados. O principal cuidado deve estar na observação crítica de suas premissas, principalmente na hipótese da estabilidade do gerador de dados que estes costumam utilizar.

Normalmente, o objetivo da maior parte dos modelos de risco é inferir sobre o futuro com base no passado, encontrando relações matemáticas entre diferentes variáveis. Para tal, usa-se certas premissas que, em teoria, tornariam possível a obtenção de parâmetros de risco confiáveis. Porém, mais do que conhecimento matemático, é necessário que se tenha extremo cuidado para avaliar se tais premissas são razoáveis. Nossa visão é que a maioria dos modelos de risco se baseia firmemente em premissas muito fortes, das quais se destaca a estabilidade no modo de comportamento dos ativos ao longo do tempo. Considerar a imutabilidade nas regras do universo analisado é um erro muito comum no meio financeiro. Não se deve esquecer que mudanças de cenário fazem com que as relações entre as variáveis econômicas também sofram modificações, pondo em dúvida, assim, a estabilidade das leis do universo analisado. Por isto, confiar cegamente nestes modelos – que costumam impressionar pela sua sofisticação – pode ser extremamente perigoso.

Muitas vezes, ganhos podem ocorrer devido a realizações favoráveis de eventos aleatórios. No caso, os modelos de risco podem dar a falsa impressão de que estes ganhos ocorreram devido a posições responsáveis e inteligentes. Na verdade, estas podem ter sido realizações favoráveis de posições insensatas, com grande probabilidade de pequenos ganhos, mas com possibilidade, mesmo que pequena, de grandes perdas.

Em geral, estratégias que buscam minimizar o risco sem sacrificar os ganhos, através de operações de *hedge* com alavancagem, são, em finanças, análogas aos modelos “moto-contínuos” da Física. Enganadoras e pouco úteis, deveriam servir somente como curiosidade ou ilustração. A verdade é que a promessa de alta rentabilidade com pouco risco no curto prazo, infelizmente, não nos parece possível.

É importante ter em mente que o risco é inevitável; o importante, mesmo que seja difícil, é aprender a conviver conscientemente com ele. O que não podemos aceitar, isto sim, é o risco de ruína. Não é raro que o uso excessivo da alavancagem faça com que posições com grande esperança de ganho no longo prazo não resistam às variações do curto prazo. Desta forma, é essencial que sejam evitadas, pois poderiam resultar em significativas perdas patrimoniais não visíveis inicialmente.

Tão importante quanto calcular medidas como o *value at risk* de um investimento é avaliá-lo em situações de adversidade extrema. Os chamados “cenários de estresse” devem ser projetados sempre, por mais improváveis que pareçam. Mudanças radicais e súbitas na conjuntura econômica, tanto no âmbito interno quanto externo, devem ser sempre consideradas até a exaustão. Isto é tudo o que pode, e deve, ser feito.

O que decorre disto tudo é que, ao analisar o retorno passado de um fundo, é essencial ter em mente que uma volatilidade historicamente baixa não implica, de maneira alguma, baixo risco. A baixa volatilidade das cotas de um fundo, assim como a constância de ganhos, pode esconder riscos terríveis, tais como investimentos em ativos duvidosos, operações assimétricas ou até mesmo fraudes inimagináveis, privando o investidor de uma avaliação real do risco de sofrer um grande prejuízo ou até terminar em ruína.

Assim, nosso dever como gestor é evitar a alavancagem excessiva e resistir às tentações de buscar, na complexidade, ganhos aparentemente fáceis. Nossa filosofia de trabalho é o cuidado, mesmo que aparentes oportunidades de ganho fácil passem à nossa frente. Devemos ser pacientes e buscar ganhar, principalmente, em prazos mais longos.