



Carta n°3
DEX FIC FIA
Dezembro 2021

Gestão de Riscos: Stress, Antifragilidade e Liquidez

Nesta carta abordaremos alguns aspectos da gestão de risco de portfólio do DEX FIC FIA.

Como o leitor poderá perceber, não há uma periodicidade fixa para as cartas. Embora desejemos ter um canal frequente de comunicação, entendemos que o tempo é a maior restrição para todos. Assim, tentamos produzir uma carta que seja interessante, relevante e, se possível, que dure no tempo.

Sem mais demoras, boa leitura!

**

Como discutido em cartas anteriores, buscamos investir em situações assimétricas e o entendimento e monitoramento detalhados de cada posição é o caminho para entendermos a evolução dos riscos e oportunidades de cada situação.

No entanto, o conhecimento de cada árvore não necessariamente conduz à compreensão da floresta. É importante monitorar propriedades emergentes do portfólio como um todo, e em especial, identificar e mitigar riscos indesejados, tanto correntes como potenciais.

Cálculo de Stress do Portfólio

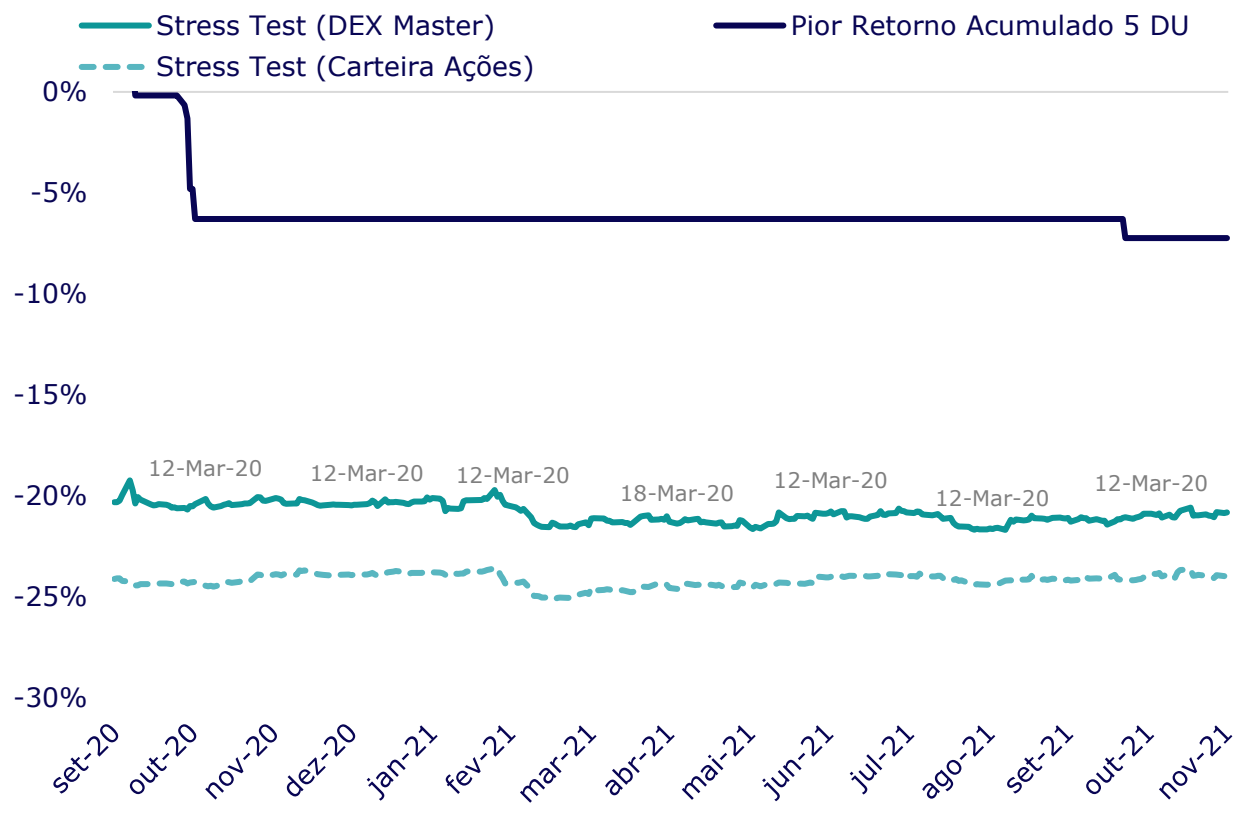
No gráfico a seguir, a linha preta é o pior retorno ocorrido para o DEX Master (fundo onde o DEX FIC FIA investe a quase totalidade de seus ativos) num período de 5 dias úteis, desde o seu início até as várias datas mostradas no gráfico. Por exemplo, em 30/11/2021 esse valor foi de cerca de -7.2%.

Mas note que o DEX FIC FIA começou ao final de setembro de 2020, uma data posterior aos momentos de maiores perdas para a bolsa durante a crise do Covid-19. Como o fundo teria se comportado nesse período?

Essa é a pergunta que procuramos responder através do Stress Test de 5 dias. No caso, escolhemos o período de 24 meses. Assim, na linha verde contínua, mostramos o pior retorno em 5 dias que a carteira de uma data específica teria tido nos últimos 24 meses anteriores a essa data. Note no gráfico que em muitas vezes, o pior período teria sido aquele terminado em 12/3/2020. Para o DEX Master, o valor de *stress* foi um pouco abaixo de -20%, enquanto a linha tracejada mostra a perda da carteira de ações, próxima a 25%. A título de referência, a queda do Ibovespa no período foi de cerca de 29%.

Assim, podemos dizer que, caso o DEX Master estivesse 100% investido em ações durante os piores momentos da Covid-19, o fundo poderia ter caído cerca de 25% em 5 dias úteis.

Stress Test 5 dias (24 meses) - DEX Master



Fonte: DEX Capital e Lote45

Algumas considerações:

- Os valores de *stress* mencionados devem ser vistos como uma indicação. Afinal, não temos como afirmar, dadas as condições de mercado em março de 2020, que teríamos tido há época um portfólio semelhante ao que efetivamente tivemos a partir de setembro de 2020;
- Achamos importante que os investidores entendam os potenciais riscos, embora esses riscos não tenham se materializado na vida do fundo;
- Podem acontecer eventos mais difíceis que os da Covid-19, de maneira que os valores citados não devem ser interpretados como as piores perdas possíveis;
- Nós selecionamos as ações e a composição da carteira, sem ter em mente um valor de *stress* em si. Esse valor é uma propriedade emergente da gestão do portfólio.

Embora não tenhamos um objetivo, ou limite para *stress*, gostamos de acompanhar o número para termos uma melhor ideia se essa métrica está aumentando ou diminuindo na medida que alteramos o portfólio. Caso esteja aumentando, podemos nos questionar se o aumento é justificável, dada a relação risco-retorno do portfólio. Ou, pode ser que algumas ações tenham se tornado mais resilientes, de maneira que os valores de *stress* tenham se tornado menos representativos.

O ponto é que somente podemos ter uma discussão sobre *stress* se o mensurarmos. E cabe perguntarmos: o que podemos fazer para mitigar essa perda potencial?

Há que se considerar o horizonte do investimento. No curto prazo, acreditamos que há pouco a se fazer: simplesmente há eventos fora do nosso controle e não há como prever a intensidade de uma situação adversa, embora tenhamos a intenção de avaliar o uso de instrumentos de seguro de portfólio.

Mas podemos estruturar o portfólio de maneira que a perda de curto prazo potencialmente não se materialize numa perda permanente, e que, preferencialmente, a própria crise de curto prazo propicie condições para melhores retornos a médio prazo do que seria o caso na ausência da crise.

Se não há como evitar crises, é melhor estruturar um portfólio capaz de enfrentá-las. Em um dos livros de Amyr Klink, quando descreve a sua travessia solo do Atlântico num barco a remo, é contado que inicialmente se tentou construir um barco que não virasse. Depois de muitas tentativas infrutíferas, ocorreu o *insight* que era melhor ter um barco que virasse, mas que desvirasse rapidamente. Achamos essa analogia muito pertinente para um portfólio navegar mares turbulentos.

Em essência, achamos que há quatro principais elementos na construção de um portfólio que preserve capital, evitando que perdas temporárias se transformem em perdas permanentes:

- Ausência de alavancagem ou venda de volatilidade relevantes ao nível do portfólio agregado: o fundo não pode estar sujeito à venda forçada ou de emergência das suas posições em momentos adversos;
- Procura por antifragilidade no portfólio, através do envolvimento com ótimas empresas, de boa estrutura de capital e modelos de negócios resilientes, conforme o conceito criado por Nassim Taleb. Embora possam sofrer a curto prazo, tais empresas podem se beneficiar de crises na medida que concorrentes menos sólidos enfrentem problemas ou não consigam se expandir;
- Uma diversificação adequada para que o comportamento do portfólio não seja dominado por eventos específicos a poucas ações;
- O portfólio tem que ser líquido o suficiente para podermos efetuar ajustes e fazer face a eventuais resgates de investidores.

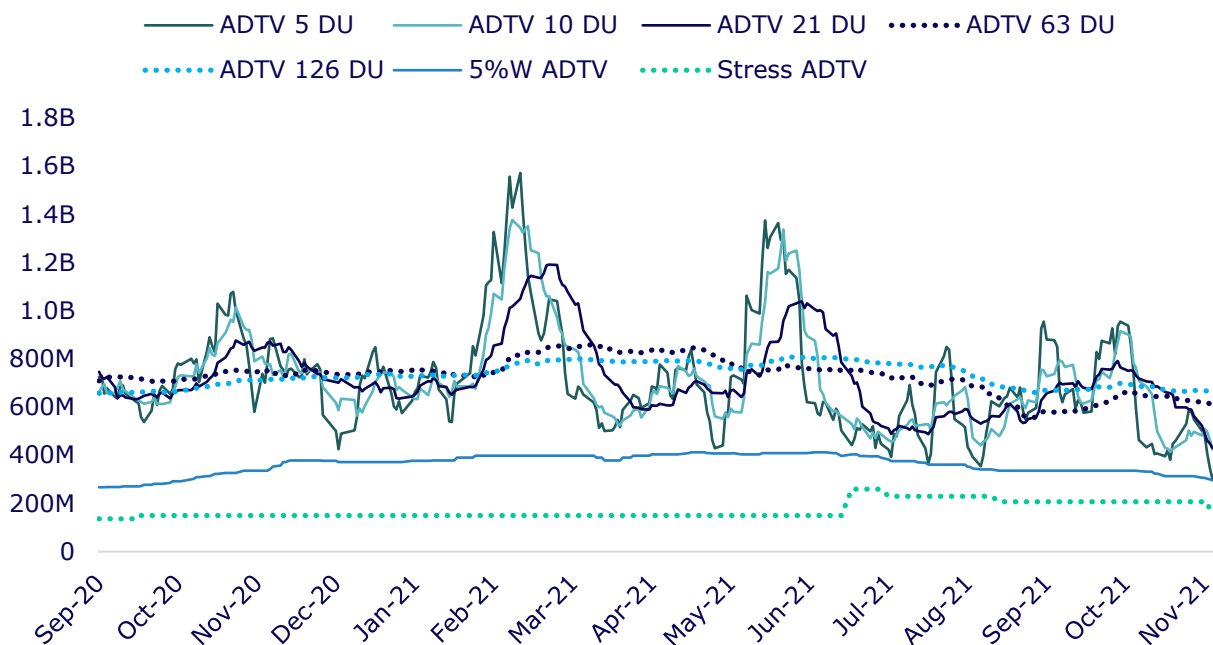
Dada a relevância do último ponto, vamos discuti-lo em mais detalhes.

Avaliando o Risco de Liquidez

Acreditamos, informados por nossa experiência, que é muito difícil estimar a magnitude de uma crise e o comportamento dos cotistas nessa situação. É claro que, como estamos fazendo nessas cartas e em outras interações, pode-se procurar informar os investidores sobre a filosofia de gestão do fundo, mas o comportamento da base de clientes somente se revelará no momento da ocorrência de um evento adverso.

Complicando a situação, a liquidez dos mercados pode se contrair de maneira relevante durante crises e mesmo em tempos "normais" a liquidez de uma ação pode variar de maneira considerável. O gráfico a seguir, com o ADTV (valor negociado médio diário) de B3SA3 para diversos prazos ilustra o ponto:

ADTV - B3SA3



Fonte: DEX Capital e Bloomberg.

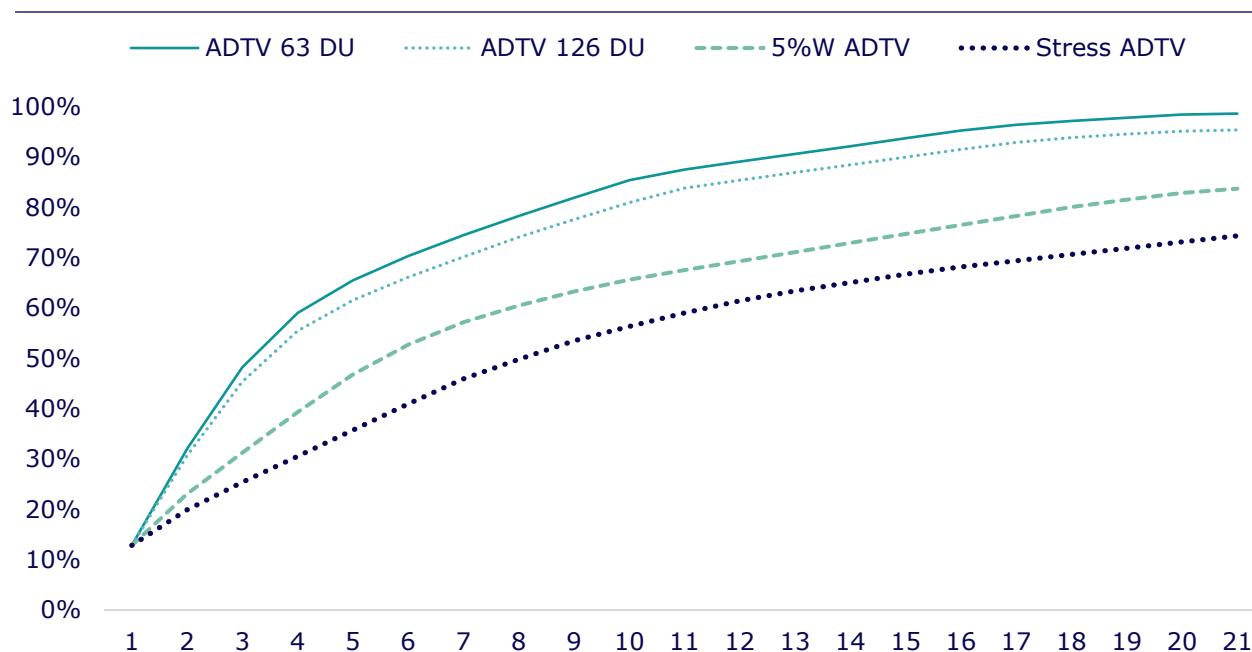
No gráfico, "ADTV 5 DU" é o valor negociado médio diário em 5 dias úteis findos na data, e de maneira análoga para os outros prazos. "5%W ADTV" é o valor negociado a partir do qual tem-se os 5% menores valores negociados em 252 dias úteis. "Stress ADTV" é o menor valor negociado em 252 dias úteis.

Note, por exemplo, como em julho e agosto de 2021, o ADTV em 21 dias úteis foi significativamente menor que o valor em 126 dias úteis.

Nós temos uma preferência por empresas de maior liquidez e levamos isso em consideração no dimensionamento de posições. Mesmo para volumes sob gestão substancialmente maiores que os atuais, continuamos a manter uma excelente capacidade de liquidar as posições do portfólio.

O gráfico a seguir ilustra a curva de liquidação dos ativos do DEX Master ao final de novembro de 2021, para um patrimônio líquido hipotético de R\$ 5 bilhões, investido na carteira do fundo vigente na data. Utilizamos, para cada ativo do fundo, os ADTVs em 63 e 126 dias úteis, e os ADTVs nos conceitos 5%W e Stress.

Liquidez Cumulativa em 30-Nov-21 PL = 5.0 bi - Usando 20% ADTV



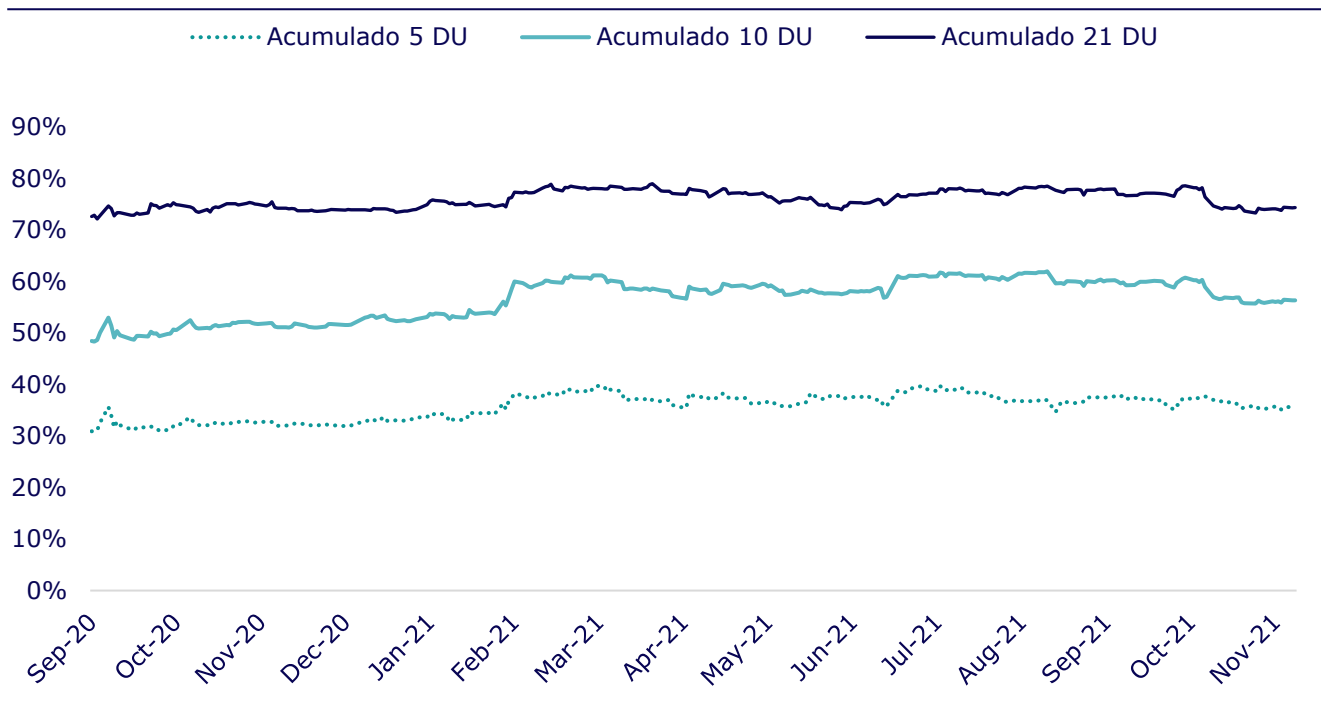
Fonte: DEX Capital e Bloomberg.

Observe que cerca de 80% do portfólio pode se transformar em caixa em até 10 dias úteis utilizando-se 20% do ADTV dos últimos 63 ou 126 dias úteis. E mesmo considerando-se o Stress ADTV, cerca de 55% do portfólio pode ser transformado em caixa em 10 dias úteis e 74% em 21. Como o fundo possui 30 dias corridos de prazo para cotização de resgates, a posição de liquidez do fundo é excelente, permitindo pagar um resgate simultâneo de cerca de 75% do fundo, o que parece muito pouco provável na hipótese do fundo ter R\$ 5 bilhões de patrimônio.

No patrimônio atual do fundo, a carteira pode ser quase toda transformada em caixa em 2 dias úteis, mesmo no Stress ADTV. As exceções são basicamente proventos a receber das empresas do portfólio, tais como dividendos e juros sobre capital próprio.

Por fim, as boas métricas de liquidez ao final de novembro de 2021 são representativas do fundo desde o seu início, como mostrado no próximo gráfico. Nele, utilizando apenas a métrica do Stress ADTV, e assumindo novamente um patrimônio líquido de R\$ 5 bilhões, mostramos para cada dia de vida do DEX Master, quanto de seu patrimônio podia ser transformado em caixa em 5, 10 e 21 dias úteis:

Liquidez Cumulativa para PL = 5.0 bi Usando 20% do Stress ADTV



Fonte: DEX Capital e Bloomberg.

De maneira geral, o fundo poderia gerar caixa em cerca de:

- 30 a 40% de seus ativos em 5 dias úteis;
- 50 a 60% em 10; e
- 70 a 80% em 21 dias úteis.

Não há regras ou limites para tais parâmetros, mas gostamos de acompanhar as suas evoluções, avaliando eventuais alterações no perfil de liquidez do fundo.

Concluindo

Na nossa opinião, crises são quase que inevitáveis e achamos prudente construir um programa de investimento capaz de resistir a períodos adversos, de maneira que as perdas decorrentes de uma crise sejam temporárias. Vale ressaltar que não é possível garantir esse objetivo, mas nos esforçamos para tal e o portfólio apresenta indicadores excelentes de liquidez, mesmo para volumes muito significativos sob gestão.

É importante mensurarmos as métricas de risco e, como exemplificado nesta carta, gostamos de ilustrar a evolução dessas métricas, o que facilita a contextualização dos dados. Afinal, “uma imagem vale por mil palavras” e uma imagem bem escolhida tem a capacidade de condensar muita informação.

No monitoramento de exposições do portfólio também gostamos de visualizar o histórico de várias métricas. Mas isso é assunto para outra carta!

Obrigado pela leitura e até a próxima!



PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO, É RECOMENDÁVEL A ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES. A DEX CAPITAL NÃO COMERCIALIZA NEM DISTRIBUI COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO OU QUALQUER OUTRO ATIVO FINANCEIRO. AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE MATERIAL SÃO DE CARÁTER EXCLUSIVAMENTE INFORMATIVO E NÃO SE CARACTERIZAM E NEM DEVEM SER ENTENDIDAS COMO UMA PROMESSA OU UM COMPROMISSO DA DEX CAPITAL. A DEX CAPITAL NÃO SE RESPONSABILIZA POR DECISÕES DO INVESTIDOR, NEM POR ATO OU FATO DE PROFISSIONAIS ESPECIALIZADOS POR ELE CONSULTADOS. O INVESTIDOR DEVE SE BASEAR, EXCLUSIVAMENTE, EM SUA OPINIÃO E NA OPINIÃO DE PROFISSIONAIS ESPECIALIZADOS POR ELE CONTRATADOS, PARA OPINAR E DECIDIR. DISTRIBUIDORES POR CONTA E ORDEM PODEM ADOTAR HORÁRIOS DIFERENTES PARA APLICAÇÃO E RESGATE DAS COTAS DE FUNDOS POR ELES INTERMEDIADOS. POR ISSO, RECOMENDAMOS AOS COTISTAS QUE CONFIRMEM O HORÁRIO LIMITE PRATICADO PELO DISTRIBUIDOR DE COTAS POR MEIO DO QUAL O INVESTIMENTO FOI REALIZADO. ESTE FUNDO UTILIZA ESTRATÉGIAS COM DERIVATIVOS COMO PARTE INTEGRANTE DE SUA POLÍTICA DE INVESTIMENTO. TAIS ESTRATÉGIAS, DA FORMA COMO SÃO ADOTADAS, PODEM RESULTAR EM SIGNIFICATIVAS PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS COTISTAS, PODENDO, INCLUSIVE, ACARREJAR PERDAS SUPERIORES AO CAPITAL APLICADO, E A CONSEQUENTE OBRIGAÇÃO DO COTISTA DE APORTAR RECURSOS ADICIONAIS PARA COBRIR O PREJUÍZO DO FUNDO. ESTE FUNDO ESTÁ AUTORIZADO A REALIZAR APLICAÇÕES EM ATIVOS NEGOCIADOS NO EXTERIOR. 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. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DO REGULAMENTO DO FUNDO DE INVESTIMENTO PELO INVESTIDOR AO APLICAR SEUS RECURSOS. DEMAIS INFORMAÇÕES SOBRE O FUNDO PODEM SER OBTIDAS ATRAVÉS DA LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E NO REGULAMENTO DO FUNDO, DISPONÍVEIS NO SITE DA CVM. A DEX CAPITAL NÃO SE RESPONSABILIZA POR EVENTUAIS ERROS, OMISSÕES OU IMPRECIÇÕES NAS INFORMAÇÕES DIVULGADAS. OS DADOS CONSTANTES NESSE MATERIAL SÃO CALCULADOS COM BASE EM CERTAS VARIÁVEIS E PODEM SER ALTERADOS A QUALQUER MOMENTO, SEM PRÉVIA COMUNICAÇÃO.