

Carta Mensal

Nesta 6ª Carta Mensal, comentamos os acontecimentos de Março e também apresentamos uma seção “...out of the box” com algumas citações de Warren Buffett extraídas do Relatório Anual da Berkshire Hathaway Inc. referente a 2013. Para aqueles pouco familiarizados, Buffett é considerado o investidor mais bem sucedido da atualidade e é um dos mais fiéis seguidores da filosofia de *Value Investing* introduzida por Ben Graham nos livros *Security Analysis* (1934) e *The Intelligent Investor* (1949) e Phil Fisher no livro *Common Stocks and Uncommon Profits* (1958).

I. Avaliação Mensal

Depois de presenciarmos a saída de recursos de investidores estrangeiros do mercado de ações brasileiro durante os últimos meses, em março começamos a presenciar um ensaio de volta destes recursos. No entanto, boa parte deste movimento foi especialmente motivada pela deterioração da avaliação do governo Dilma Rousseff refletida em pesquisa realizada recentemente (CNI/Ibope divulgada em 27/março) e de uma percepção de aumento da probabilidade de uma eventual vitória da oposição.

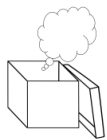
Assim, as ações que mais se beneficiaram deste “otimismo eleitoral” foram justamente as que mais vinham sofrendo com as intervenções do atual governo: as estatais. Vimos retornos da ordem de 16% para Petrobras PN e 32% para Eletrobras ON no mês de março, por exemplo. Movimentos de súbita (e questionável) euforia distorceram totalmente o índice Ibovespa, que subiu 7,05% no mês.

Muitas outras ações acabaram indo a reboque do índice e tiveram boa performance também. No entanto, nos perguntamos se esta alta será sustentável, dado que Dilma Rousseff ainda mantém uma boa vantagem sobre todos os demais candidatos. Se a oposição não avançar de forma substancial nas próximas pesquisas eleitorais, consideramos bastante provável que esta euforia com as estatais logo se reverta.

A questão é: o que acontecerá com as demais ações que até subiram, mas não acompanharam o desempenho das estatais e acabaram ficando mais para trás? No momento de uma eventual queda do mercado em geral e das estatais em particular motivada por uma provável decepção eleitoral, esperamos que as ações de empresas “boas” - ou seja, que vem exibindo bons resultados e/ou têm boas perspectivas de crescimento do lucro líquido para frente – acabem descolando favoravelmente.

O tempo já terá passado e os resultados trimestrais destas empresas “boas” continuarão vindo em linha ou mesmo acima do esperado – e isso fatalmente revelará ao mercado que os múltiplos de *valuation* destas empresas (como P/E e EV/EBITDA, por ex.) já estariam, de fato, razoavelmente comprimidos. E o que muitos enxergavam como “caro” se revelará então “barato”. Esta é a beleza de se estar posicionado em empresas de qualidade e que realmente entregam até mais do que se espera delas. E esta é a forma que julgamos sustentável e responsável de dar retorno de médio/longo prazo para os investidores.

II. ...Out of the Box



Nesta seção “...out of the box”, comentamos alguns trechos selecionados do Relatório Anual da Berkshire Hathaway Inc. referente a 2013. Os relatórios de Warren Buffett são sempre fontes de aprendizado, pois descrevem de maneira muito clara e direta sua forma de pensar investimentos.

“Se você se concentrar na variação de preço futura de uma compra (...), você estará especulando. Não há nada de errado com isso. Sei, porém, que eu sou incapaz de especular com sucesso e eu sou cético em relação àqueles que afirmam sucesso sustentável em fazê-lo. Metade das pessoas que jogarem cara-ou-coroa vão ganhar na primeira rodada; nenhum destes vencedores terá uma expectativa de lucro se eles continuarem a jogar. E o fato de que um dado ativo tenha se valorizado no passado recente nunca deve ser uma razão para comprá-lo”. (WB)

Comentário: Muitos acreditam que poderão aproveitar movimentos de curto prazo nas ações para comprar um pouco mais barato e vender logo em seguida um pouco mais caro, “se dando bem” em cima da contraparte. Isto pode funcionar algumas vezes, mas não consistentemente. Afinal, se cada um se acha sistematicamente mais esperto do que os demais no mercado, onde estão os perdedores? Livros como o “*Thinking, Fast and Slow*” de Daniel Kahneman mostram que há 2 tipos de pensamento: (i) o instintivo e rápido, e (ii) o elaborado e demorado. **O pensamento instintivo é uniforme. Todos os seres humanos estão sujeitos aos mesmos tipos de viés de comportamento em nível instintivo.** Afinal, somos todos programados para sentir medo aos primeiros sinais de perigo para, assim, sermos capazes, por ex., de fugir de leões nas savanas africanas. Mas **estes “primeiros impulsos” que levam frações de segundo para serem processados e executados não nos diferenciam - de fato, nos igualam. O que nos diferencia de forma sistemática é a capacidade de pensamento elaborado, resiliência, controle emocional e consciência de nossos vieses e limitações. O pensamento elaborado pode sim levar a resultados bons,**

consistentes e diferenciados de médio/longo prazo. O pensamento instintivo não. [Nota: Instinto x Intuição: a intuição é, de certa forma, mais “nobre” do que o simples instinto, pois pode ser reflexo de pensamentos elaborados armazenados ao longo de anos de experiência, como descrito por Malcolm Gladwell em *Blink: The Power of Thinking Without Thinking*.]

“Partidas são ganhas por aqueles jogadores que mantém o foco no campo de jogo - não por aqueles cujos olhos estão colados ao placar. Se você pode desfrutar de sábados e domingos sem olhar para os preços das ações, experimente durante a semana”. (WB)

Comentário: Se o investidor avalia e julga que uma empresa seja um bom investimento, flutuações adversas de curto prazo no preço de mercado de suas ações não deveriam importar se não tiverem um motivo baseado em fundamento. Por mais difícil que seja para alguns, nestes casos **a melhor estratégia é dar tempo para um dado investimento “deslanchar”**. **No Brasil, esta ansiedade por resultados é ainda mais grave.** Dado o histórico de hiperinflação do país, está entranhada em nossa cultura resquícios de um tempo em que era necessário se proteger a cada mês - ou melhor, a cada dia - da inflação. Ainda hoje, bater o CDI todo o mês é uma “obrigação” para muitos gestores de fundos ativos, pois poucos investidores admitem perdas de curto prazo visando ganhos maiores ao longo do tempo. E mudar esta cultura de acompanhar resultados diariamente ou até mensalmente é um desafio grande. Mas o que acontece com gestores que “sucumbem” a esta demanda de superar *benchmarks* no curto prazo? Eles, provavelmente, conseguirão oferecer rentabilidades apenas medianas ao longo do tempo. Já aqueles que não desviam seus olhos do jogo terão maiores chances de superar os demais no longo prazo.

“Detentores de ações (...) frequentemente se deixam influenciar pelo comportamento impulsivo e muitas vezes irracional dos demais detentores destas ações e acabam – eles mesmos – agindo desta mesma forma também. Como há muita discussão sobre mercados, economia, taxas de juros, comportamento dos preços das ações, etc., alguns investidores acreditam ser importante ouvir especialistas – e, pior ainda, agir de acordo com seus comentários”. (WB)

Comentário: Um dos mais graves problemas de escutar e agir conforme a opinião dos outros é justamente engajar no que chamamos de **“herd behavior”** ou “comportamento de manada”. Em condições “normais”, esse parece ser um comportamento “seguro” e “lógico”. Entre os animais, por ex., tal comportamento se justifica como uma forma de proteção contra predadores. Um membro do grupo que está sendo perseguido por um predador reduz substancialmente sua chance de ser atacado ao se unir a manada. O problema

acontece em caso de quebra dessa simetria (o que acontece com frequência), uma vez que o padrão simétrico da manada emerge, de fato, de um comportamento não-coordenado de indivíduos que perseguem seus próprios interesses. **Essa quebra de simetria, em geral, é deflagrada por momentos de pânico.** Na sociedade humana, exemplos de tal comportamento vão desde tentativas de fuga de locais lotados por grandes multidões como estádios de futebol até tentativas de sair de papéis de forma desordenada, o que desencadeia o estouro de bolhas financeiras. **Qual é a única maneira de se preservar destes desastres? É simplesmente não engajar em comportamento de manada.** É não comprar os papéis que todos estão comprando porque você seguramente não foi o primeiro a comprar e muito provavelmente não será o primeiro a vender – e, quando você tentar vender, poderá ser “tarde demais”. É se manter fiel às suas análises e julgamentos, o que não significa que você não possa se questionar a todo momento sobre a validade de suas conclusões. **Ao não engajar em comportamento de manada, você poderá ficar mais exposto no curto prazo, mas no médio e longo prazo a sua chance de se preservar e descolar substancialmente e favoravelmente da média aumenta.**

“Formar opiniões macro ou ouvir as previsões macro ou de mercado dos outros é uma perda de tempo. Na verdade, é até perigoso, pois pode desfocar a sua visão dos fatos que são verdadeiramente importantes.” (WB)

Comentário: Buffett e seu sócio, Charlie Munger, já declararam inúmeras vezes que **costumam selecionar empresas capazes de avançar mesmo nadando contra a corrente.** Uma correnteza a favor é sempre ótimo, mas esta não é uma condição para uma decisão de compra. Assim, o fato de a economia estar favorável ou desfavorável não é relevante para eles. **O importante é que uma determinada empresa tenha moats**, i.e., é necessário que a empresa tenha um modelo de negócios redondo, esteja inserida em um ambiente competitivo favorável e tenha, de preferência, um *management* competente o bastante para executar os planos de crescimento (do lucro líquido) da Cia. É necessário fazer um parêntese e qualificar o que significa a frase “avançar mesmo nadando contra a corrente” colocada acima. **Uma empresa pode avançar sem que isso se reflita imediatamente no preço de mercado de suas ações.** Um ambiente de aversão exacerbada ao risco pode fazer com que os investidores se distanciem de determinados papéis, mesmo que as empresas continuem apresentando bons resultados e até superando as expectativas do mercado. No entanto, **chega um momento em que não se pode mais ignorar bons resultados. E é neste momento – muitas vezes difícil de prever – que a convergência preço-valor se inicia.**

“(...) nós compraremos uma ação (ou empresa) caso ela esteja sendo vendida a um preço razoável em relação ao limite inferior de nossa estimativa. Se, no entanto, não tivermos a capacidade de estimar os resultados futuros de uma Cia - o que geralmente é o caso - nós simplesmente seguiremos em frente em busca de outras oportunidades. Nos 54 anos em que trabalhamos juntos, nós [ndt: Warren Buffett e Charles Munger] nunca deixamos passar uma oportunidade de compra atrativa em virtude do ambiente macro ou político, ou por conta da visão de outras pessoas. De fato, estes fatores nunca são considerados quando tomamos nossas decisões”. (WB)

Comentário: Note que Buffett se refere à sua capacidade de projetar os resultados de uma Cia como um determinante na sua decisão de comprar uma empresa. Por capacidade lê-se a possibilidade de se projetar tais resultados **com um mínimo de segurança. Isso nos remete ao conceito de “círculo de competência”**. Note que, teoricamente, é possível projetar qualquer negócio para frente. Basta montar um modelo DCF. É um processo mecânico. Mas a questão é: quão confiáveis são os números que estão na planilha – os *inputs* e, por consequência, o *output*? **Quanto maior o entendimento e previsibilidade do negócio, mais precisos e confiáveis serão estes números**. Por isso, tipicamente, Buffett evita investir em setores “pouco previsíveis” (como empresas de tecnologia) ou muito expostos a variações exógenas (como empresas produtoras de commodities). Obviamente, ele mesmo admite que, ainda assim, não há como manter-se imune a erros. **Mesmo uma empresa com moats pode ter resultados futuros insatisfatórios. Muitas vezes, isso se deve a falta de capacidade do management em conduzir a empresa para frente**, o que nos remete a Carta Mensal de Jan/14, quando discutimos a pesquisa de Jim Collins. É interessante notar, ainda, a independência de opinião de Buffett e Munger em relação ao mercado e a capacidade que eles têm de se manterem fiéis às suas análises e julgamentos, características que foram certamente essenciais para o sucesso sustentável da dupla ao longo do tempo.

“Pessoas que conseguem permanecer tranquilas por décadas em relação a uma fazenda ou imóvel que elas possuem frequentemente se tornam frenéticas quando expostas a um fluxo de cotações de ações e comentaristas especializados que implicitamente transmitem a mensagem ‘não fique parado, faça alguma coisa’. Para estes investidores, a liquidez – que era para ser um benefício - torna-se uma maldição”. (WB)

Comentário: Neste trecho, Buffett compara o investimento em ações ao investimento em qualquer outro ativo real como uma fazenda, por ex. A única distinção apontada por ele é a diferença de liquidez nos mercados de ações e imobiliário. No caso da fazenda, as pessoas são capazes de simplesmente comprar e segurar o ativo por um longo período. Não há cotação diária no mercado imobiliário. No caso das ações, os movimentos frenéticos das cotações “compelem” o investidor a “agir”. E essa liquidez toda das ações – que deveria ser

vista como um benefício – acaba sendo um malefício. **Como disse Blaise Pascal, “toda infelicidade humana vem de um simples fato: não saber ficar quieto no lugar”.**

“Se ‘investidores’ freneticamente comprassem e vendessem fazendas uns para os outros, nem os yields e nem os preços das safras aumentariam. A única consequência de tal comportamento seria uma queda nos lucros totais realizados pelos proprietários das fazendas por conta dos custos substanciais que eles iriam incorrer à medida que (...) trocassem de propriedade entre si. (...) Então, ignorem as recomendações, mantenham seus custos mínimos e invistam em ações da mesma forma que vocês investiriam em uma fazenda”. (WB)

Comentário: No exemplo da fazenda utilizado por Buffett, fica explícita a noção de que os únicos *players* que ganham, de fato, com a negociação frenética de ativos são os corretores - de imóveis ou de ações. Os “investidores” - ou melhor, os especuladores – acabam incorrendo em custos de transação que podem se revelar substanciais quando somados ao longo do tempo. E o benefício de médio/longo prazo desta ciranda de compra/venda de ativos para um dado “investidor” não é claro. Pode-se sair disso com algum lucro ou pode-se sair com prejuízo. É um jogo, não uma estratégia sustentável de investimento de longo prazo. **Assim, é bom aplicar um conceito empresarial também no universo de gestão de recursos: mantenha seus custos mínimos. Como as receitas não estão totalmente sob nosso controle em termos de magnitude e *timing*, atue nas linhas que estão, ou seja, controle seus custos.**

“Quando se está investindo, um ambiente de medo é seu amigo; um mundo em estado de euforia é seu inimigo”. (WB)

Comentário: Um mercado em queda é benéfico para o verdadeiro investidor se ele tiver recursos. Nestas ocasiões é possível encontrar ativos a preços de mercado bem abaixo de seus valores intrínsecos. Se o investidor já estiver alocado e não tiver mais espaço para novas compras, ele também não deve realizar perdas. Afinal, como Buffett mesmo disse sobre a sua decisão de não se desfazer de seus investimentos durante a crise de 2008, **“Se eu tivesse 100% de uma empresa sólida com boas perspectivas de longo prazo, seria uma besteira da minha parte sequer considerar vendê-la. Então por que eu deveria vender minhas ações que nada mais são do que pequenas participações em negócios maravilhosos?”.** Já um mundo em estado de euforia é perigoso. Sucumbir à tentação de comprar ativos nestes momentos pode se revelar uma estratégia equivocada, especialmente se os ativos exibirem características de formação de bolhas especulativas. Assim, **o ideal é**



sempre analisar os fundamentos das empresas, efetuar as compras, se possível, nos momentos de maior aversão ao risco do mercado e ter resiliência para esperar a reprecificação adequada dos ativos adquiridos.

“Antes de ler o livro de Ben [ndt: Ben Graham], eu circulei muito pelos diferentes estilos de investimento, devorando tudo que era escrito sobre o tema. A maior parte do que eu li me fascinou: eu tentei usar análise técnica e dados de mercado para prever movimentos nas ações. Eu sentei em escritórios de corretoras para observar fitas passando com cotações das ações e eu dei atenção a recomendações de especialistas. Tudo isso foi divertido, mas eu não pude fugir a sensação de que eu não estava chegando a lugar algum”. (WB)

Atenciosamente,

Equipe da Sabra Capital