

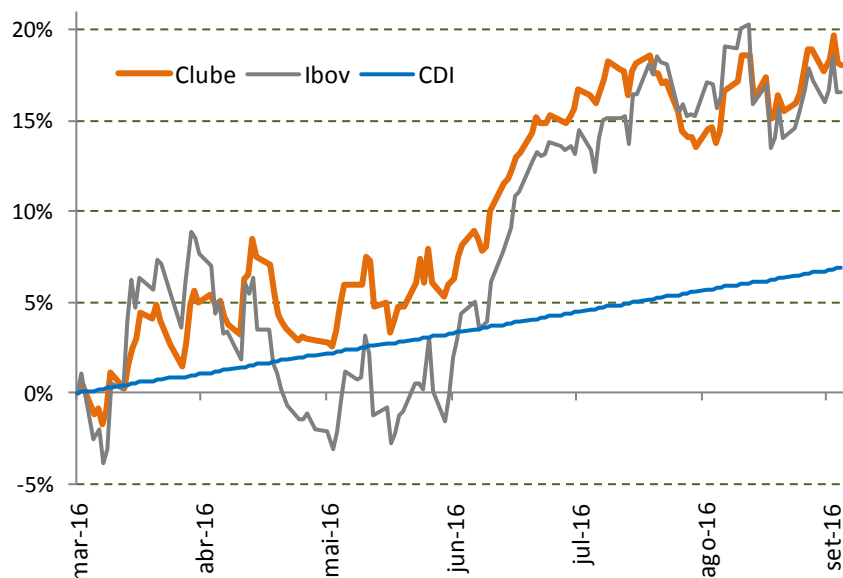
Carta Trimestral

Análise Trimestral

No 3T16, o evento mais marcante foi o afastamento definitivo de Dilma Rousseff pelo Senado, efetivando assim Michel Temer no cargo de Presidente da República em 31/Ago. O mercado espera que agora o tão necessário ajuste fiscal comece a acontecer, pois só assim os agentes poderão retomar a confiança e o país poderá voltar a crescer. As propostas mais urgentes que deverão ser votadas em breve são aquelas referentes ao limite do teto dos gastos públicos e a reforma da previdência social. Além destas propostas que visam limitar ou cortar gastos, para reequilibrar as contas públicas há também planos de aumento de arrecadação através da venda de ativos e concessões. Mesmo com todas estas medidas, o país ainda deverá ter um déficit de R\$ 139 milhões em 2017. De fato, um pequeno superávit só deverá ser alcançado, na melhor das hipóteses, em 2019.

Análise dos Primeiros 6 Meses do Clube

Em Set/16, nosso Clube de Investimentos **completou 6 meses**. Neste período, nosso retorno líquido foi de +18,12% contra +16,61% do Ibovespa e +6,94% do CDI.



Note que, em **momentos de queda** mais acentuada do Ibovespa - como em Mai/16 -, nós **consequimos limitar perdas**. Em Mai/16, o Ibovespa caiu -10,09% enquanto o Clube caiu apenas -2,35%.

De fato, como disse Seth Klarman no livro “Margin of Safety”, “Quando as ações do mercado em geral estão numa trajetória de alta, uma carteira de valor costuma ter um desempenho desfavorável (...). O melhor momento para uma carteira de valor é quando o mercado está em queda. É neste momento que o risco de *downside* importa”.

Mesmo em **momentos de euforia** - como foram os meses de Jun/16 e Jul/16 quando o Ibovespa subiu +6,30% e 11,22%, respectivamente -, nós **consequimos não descolar muito do índice**. Nestes meses, o Clube subiu +4,80% e 8,61%, respectivamente.

Um histórico de 6 meses ainda é pequeno para avaliar o desempenho de um gestor. No entanto, acreditamos que nossa performance até agora já ajude a ilustrar nosso estilo de gestão. De fato, ao fim deste 1º semestre do Clube, julgamos importante não apenas divulgar os resultados do período, mas também **relembrar alguns pontos relevantes acerca da nossa filosofia de investimentos**.

Relembrando Nossa Filosofia de Investimentos

Julgamos que a única estratégia de gestão **sustentável e responsável** é o investimento em empresas com um bom modelo de negócio e inseridas em um ambiente competitivo favorável, que tenham *drivers* claros de crescimento, que tenham à frente um *management* capaz de uma execução eficiente dos planos de crescimento, e cujo preço de mercado de suas ações tenha um desconto razoável em relação ao valor intrínseco da empresa.

Sabemos, no entanto, que convergências do preço de mercado ao valor intrínseco não costumam ser imediatas e, em certas ocasiões, especialmente naquelas onde o grau de aversão ao risco está exacerbado, estas distorções podem até se acentuar. Nestes momentos, ter **paciência e disciplina emocional** é essencial.

Ao mesmo tempo em que consideramos importante termos paciência para que se dê a convergência preço-valor, precisamos, a todo momento, **reavaliar as empresas nas quais estamos investidos** – até mesmo para julgar se a potencial convergência ainda faz sentido. Sabemos da relevância destas reavaliações constantes e das armadilhas que “paixões incondicionais” por empresas podem gerar. Por consequência, a nossa paciência precisa ser sempre “reconquistada” por uma execução consistente por parte do *management* e pela entrega de bons resultados em um horizonte de 2-3 trimestres.

Para superar o *benchmark*, **não recorremos à alavancagem** ou tomamos riscos desnecessários. Também não procuramos sistematicamente rentabilizar o portfólio através de *trading*. 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”.]

De fato, como bem ressaltou Warren Buffett, no médio/longo prazo, os únicos *players* que ganham com a negociação frenética de ativos são os corretores 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*, atuamos nas linhas que estão, ou seja, controlamos nossos custos evitando giros desnecessários do portfólio.

Além disso, costumamos selecionar **empresas capazes de avançar mesmo nadando contra a corrente**, ou seja, mesmo quando o país estiver atravessando períodos difíceis. Uma correnteza a favor é sempre ótimo, mas esta não é uma condição para uma decisão nossa de compra. 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” acima. Uma empresa pode avançar sem que isso se reflita imediatamente no preço 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 ou mesmo que elas superem 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 também restringimos nossos investimentos ao nosso “**círculo de competência**”, ou seja, nós apenas compramos ações de empresas cujo modelo de negócios e ambiente competitivo entendemos e nas quais sentimos confiança de estarmos investidos. 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 a previsibilidade e o entendimento que temos acerca do negócio, mais precisos e confiáveis serão estes números. Por isso, tipicamente, evitamos investir em setores “pouco previsíveis” ou muito expostos a variações exógenas (como empresas produtoras de commodities).

Obviamente, não há como manter-se imune a erros. Mesmo uma empresa que tenha *moats* e que conhecemos bem pode ter resultados futuros insatisfatórios. No entanto, restringir nossos investimentos ao nosso “círculo de competência” tende a minimizar a incidência de erros de avaliação ou projeção. Uma consequência óbvia dessa nossa restrição é a **concentração do nosso portfólio em poucas ações de empresas conhecidas**.

Como disse certa vez John M. Keynes, “à medida que o tempo passa, eu me convenço mais e mais de que a forma certa de investir é colocar somas substanciais em empresas que uma pessoa julga conhecer minimamente e com um *management* no qual se acredita. **É um erro pensar que se limita o risco através da vasta diversificação para empresas que se conheça pouco e que não se tenha motivos para alguma confiança especial**”.

Ainda sobre o “risco” de concentrar o portfólio, Keynes uma vez declarou: “[Minha] teoria de risco é a de que é melhor ter uma posição substancial nos papéis em que se acredita do que ter posições pulverizadas em áreas em que não se têm a mesma certeza. (...) A teoria de diversificar o investimento no máximo de áreas possíveis pode ser o plano mais sensato, assumindo que se tenha uma total ignorância [sobre onde se esteja investindo]”.

Por fim, acreditamos ser possível superar o mercado no longo prazo. Assim como Keynes, não acreditamos que o preço de mercado de uma ação represente necessariamente o valor intrínseco da empresa em um dado momento. Como disse Keynes, “[mercados] são governados por dúvida em vez de convicção, por medo mais do que previsão, por memórias



do último acontecimento e não por pré-ciência do próximo acontecimento. O nível dos preços das ações não significa que os investidores sabem; significa que eles não sabem”.

Como bem disse Mordecai Kurz, professor em Stanford, os agentes precificam as ações não com base nas informações disponíveis sobre elas (*rational expectations*), mas com base na forma com que eles interpretam e entendem tais informações recebidas (*rational beliefs*). Segundo ele, “há apenas uma verdade, mas muitas opiniões acerca de qual seja essa verdade; assim, a maior parte das pessoas está errada a maior parte do tempo”.

Desta forma, os investidores que conhecerem bem os ativos nos quais investem e que tiverem um entendimento mais “correto” das informações divulgadas, certamente, terão uma vantagem sobre os demais. Esse “descolamento de percepção” frente aos demais participantes do mercado é o que permitiria aos *value investors* identificar papéis “baratos”, com margem de segurança e, muitas vezes até, com risco menor do que o mercado (menor beta). Sob o arcabouço de *rational beliefs*, a existência de investidores de sucesso como Graham, Buffett, Schloss, e muitos outros pode ser facilmente explicada. Sob este arcabouço é, sim, possível “bater” o mercado.

Atenciosamente,

Equipe da Sabra Capital