

Carta Mensal

Nesta 2ª Carta Mensal, discutiremos não apenas os acontecimentos do mês de Novembro, mas também apresentaremos uma seção que chamaremos “...out of the box”. Nesta seção, discutiremos temas relacionados à nossa filosofia de investimentos e a cultura da nossa empresa. Os temas serão os mais variados, indo de citações e comentários de livros da área até situações quotidianas que gerem *insights* interessantes. Assim, alternaremos nas Cartas Mensais dos próximos meses seções relacionadas tanto a *investment cases* de empresas que julgamos promissoras como seções “...out of the box”. Na nossa 1ª Carta Mensal de Outubro, escrevemos sobre o *case* de Mills. Nesta Carta de Novembro, discutiremos conceitos interessantes de *value investing* extraídos do livro “Margin of Safety” de Seth Klarman.

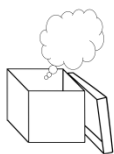
I. Avaliação Mensal

Continuamos cautelosamente otimistas em relação às empresas que temos no nosso portfólio. Isto não significa estar otimista com a economia brasileira em geral. Apenas julgamos que empresas que têm continuamente superado as expectativas de mercado em termos de resultados trimestrais e que apresentam boas perspectivas de crescimento para frente mesmo em um cenário econômico mais desafiador terão, cedo ou tarde, uma boa performance em termos de apreciação do preço de mercado de suas ações.

Sabemos que é difícil prever em que momento exato haverá este movimento de convergência do preço de mercado da ação em direção ao valor intrínseco da empresa. Muito deste movimento depende da percepção de risco por parte dos agentes de mercado. Enquanto persistir a sensação de que o ambiente macroeconômico está incerto, decisões de investimento em ações brasileiras continuarão sendo postergadas, mesmo com alguns *players* internacionais formadores de opinião já começando a dizer que o mercado acionário brasileiro está entre os mais baratos do mundo.

Assim, julgamos que a melhor estratégia é manter nossa forma responsável e consistente de gestão, como apresentamos extensivamente na Carta Mensal de Outubro. Podemos sofrer em determinadas janelas de tempo, mas consideramos isso absolutamente normal. Continuamos confortáveis com as empresas que temos no nosso portfólio e convictos de que, cedo ou tarde, distorções atuais de mercado serão corrigidas.

II. ...Out of the Box



Na estréia da nossa seção “...out of the box”, comentaremos alguns trechos selecionados do livro “Margin of Safety” de Seth Klarman. Este livro é bastante conceituado dentro da literatura de *Value Investing* e é, certamente, uma leitura recomendada a quem quiser se aprofundar mais no entendimento desta filosofia de investimento.

“A maior parte dos investidores está orientado para o retorno, para a quantidade de dinheiro que eles podem ganhar, e assim prestam pouca atenção para o risco, para o quanto eles podem perder”. (SK)

Comentário: Os *value investors* têm como principal objetivo a preservação do capital. Isso significa comprar empresas “boas” a um preço “suficientemente” atraente, ou seja, com margem de segurança.

“O preço dos ativos move para cima ou para baixo por 2 razões: refletir a realidade do negócio (ou a percepção dos investidores acerca desta realidade) ou refletir variações de oferta-demanda de curto prazo”. (SK)

Comentário: Ter conhecimento sobre a empresa em que se está investindo nos permite fazer uma distinção entre as 2 razões acima. Se o preço da ação cai e estamos seguros de que não há nada de “errado” com a empresa, cria-se uma oportunidade de compra. Afinal, comprar uma nota de R\$ 10,00 a R\$ 7,00 é melhor do que comprá-la a R\$ 9,00. Mas é preciso, além de convicção acerca do investimento, manter o controle emocional em momentos onde a distorção preço-valor está se acentuando.

“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”. (SK)

Comentário: Momentos de euforia não são os melhores para uma carteira de valor. Em momentos de euforia do mercado, ações de maior liquidez costumam *outperformar* as demais, mesmo não sendo estas as ações das “melhores” empresas. Mas esses momentos, em geral, não duram muito e, quando o mercado vira (e é difícil prever quando), essas ações que subiram muito em momentos de euforia devolvem boa parte (ou toda) a boa performance recente. Momentos de queda do mercado – obviamente dentro de um ambiente de mínima racionalidade -, são os melhores para uma carteira de valor. Neste contexto, ter ações de empresas de qualidade faz toda a diferença, pois suas ações costumam cair bem menos ou podem até mesmo subir (*flight to quality*). Nestes momentos, a performance de uma carteira de valor costuma descolar das outras e do mercado.

Preservar capital (não perder dinheiro nas “viradas do mercado”) e ir abrindo estes *gaps* de performance é o que faz com que a performance de uma carteira de valor seja superior às demais no longo prazo. **No longo prazo, ganha-se mais dinheiro pela limitação da perda do que pela busca desenfreada pelas “melhores oportunidades do momento”.**

“Uma visão, altamente disseminada entre acadêmicos, é a de que os mercados financeiros são eficientes e de que é inútil tentar superá-los. De acordo com esta visão, ter uma performance igual a do mercado em geral é o melhor que se pode conseguir”. (SK)

Comentário: Na verdade, sabemos que as pessoas são levadas por comportamentos emocionais e que a racionalidade é limitada. Há também fatores técnicos de oferta-demanda (ex.: resgate de um fundo grande) que podem levar a movimentos “atípicos” nas ações. Desta forma, presenciamos diariamente movimentos de preços que não seguem um racional baseado nos fundamentos da empresa. De fato, o mercado não é eficiente por definição e é, sim, possível superá-lo. A melhor forma de superá-lo é tirar proveito de oportunidades de compra/venda criadas por estes movimentos de preço ou simplesmente não cair em “armadilhas” criadas por estes movimentos.

“Em última instância, os investidores precisam escolher um lado. Um caminho – o errado – é aquele que leva ao conforto do consenso. (...) A escolha correta para os investidores é óbvia, mas requer um nível de comprometimento que a maioria não está disposta a assumir. Esta escolha é conhecida como análise fundamentalista – onde as ações são vistas como uma participação societária no negócio que as empresas representam”. (SK)

Atenciosamente,

Equipe da Sabra Capital