

Carta Trimestral – Abril 2010

É com grande entusiasmo que a Studio Investimentos publica sua primeira Carta Trimestral. Acreditamos profundamente na relevância deste canal direto de comunicação entre a Studio e os nossos clientes e concordamos integralmente com as palavras de Warren Buffett, expressas em 1999, quando publicou o “Manual do Proprietário” da Berkshire Hathaway (que voltou a usar em sua ultima carta aos investidores): “Nosso objetivo é passar para vocês exatamente o que nós gostaríamos de saber se nossos papéis estivessem trocados”¹.

Resolvemos dedicar este primeiro exemplar ao detalhamento da nossa filosofia de investimentos, pilares do nosso processo decisório, e, a partir da próxima carta abordaremos os casos de investimentos que fundamentam as principais posições do fundo. No próximo trimestre, já teremos ultrapassado os primeiros seis meses de carência, exigidos pela ANBIMA, e passaremos a incluir também informações sobre rentabilidade.

A Studio Investimentos tem como sócios Gabriel Stoliar, Murilo Ferreira, Beatriz Fortunato, Bernardo Lobão, Breno Guerbatin, Gloria Serra e Pedro Sauer.

Filosofia de Investimentos (Processo) versus Resultados

Michael Mauboussin chamou atenção, em seu livro *More than you know*², para um dos dilemas mais importantes em avaliação de investimentos: **Filosofia de Investimentos (Processo) versus Resultados**. Frequentemente, investidores em busca de um novo gestor confiam exclusivamente em seu histórico de rentabilidade, atribuindo pouca relevância ao processo decisório que dá sustentação àqueles investimentos.

A importância secundária conferida ao conhecimento dos processos de investimentos é, em algum grau, compreensível, já que o retorno obtido com as decisões é o que realmente trará impacto ao patrimônio dos cotistas. Adicionalmente, os resultados ou *track records* podem ser utilizados com mais objetividade para comparação entre gestores, e o desempenho dos fundos é encontrado com mais facilidade do que o conjunto completo de informações necessário para avaliar a qualidade dos processos de investimentos.

Um bom histórico de rentabilidade pode, sem dúvida, ser o ponto de partida para aprofundar o conhecimento sobre gestores de investimentos. No entanto, simplificações podem levar a assumir diretamente que bons resultados isolados advêm de processos bons e replicáveis, ou que resultados pontualmente decepcionantes equivalem a processos decisórios fracassados.

Decisões fundamentalistas de investimento em ações envolvem buscar companhias cujo preço da ação se encontra consideravelmente inferior ao seu valor intrínseco. O valor intrínseco (esperado), por sua vez, é obtido através da construção de cenários (conjunto de premissas) e da atribuição de probabilidades para a ocorrência destes cenários. Como Jay Russo e Paul Shoemaker³ resumiram na matriz abaixo, a natureza probabilística das decisões possibilita que algumas delas bem embasadas e acertadas levem a resultados negativos, assim como decisões equivocadas podem levar a resultados positivos.

		Resultado	
		Bom	Ruim
Processo Utilizado para a Tomada de Decisão	Bom	"Sucesso Devido"	"Cenário de Cauda"
	Ruim	"Tacada de Sorte"	"Justiça Poética"

Tradução Livre. Fonte: Russo e Shoemaker, em seu livro *Winning Decisions*.

Um exemplo ilustrativo pode nos auxiliar em transmitir com mais clareza o conceito acima.

Uma companhia petrolífera conta com a experiência de seus executivos e despense recursos e esforços para avaliar os resultados possíveis antes de dar início a uma nova campanha exploratória. Nesse processo, a equipe de geólogos estuda com profundidade os fundamentos da área (análises sísmicas, características dos campos adjacentes, etc.) para construir os cenários possíveis e estimar a probabilidade de encontrar reservas economicamente viáveis.

Assumindo que essa empresa tenha vasta experiência na região e que o processo de avaliação seja muito bem fundamentado, a equipe avaliadora poderá chegar a uma probabilidade de sucesso de até 70%, com uma perda mensurada e controlada em caso de insucesso. Isso indica que o valor esperado dessa perfuração é altamente positivo e a aprovação do investimento é a decisão mais acertada.

Presenciamos, nesse caso, um processo de investimento muito bem embasado e estruturado, que possui 70% de chance de auferir grandes retornos para a companhia, mas mesmo assim possui uma probabilidade bastante elevada (30%) de terminar com um pequeno prejuízo (“cenário de cauda”).

Outro exemplo retirado de uma situação do cotidiano, antes de seguirmos adiante. Imagine que um jovem ao redor de 20 anos dirige seu carro até uma boate, permanece lá durante algumas horas e, após consumir uma quantidade bem relevante de bebida alcoólica, ele tem diante de si uma decisão importante:

1 – deixar o carro na boate e gastar R\$ 20 reais num táxi para casa, ou

2 – dirigir seu carro, apesar de todo o risco advindo da quantidade de álcool ingerida, e poupar os R\$ 20.

Podemos tentar atribuir probabilidades para o sucesso de cada uma das alternativas ou ainda tentar visualizar as possíveis conseqüências negativas da segunda, mas a primeira alternativa parece absolutamente óbvia e a assimetria da segunda elimina qualquer dúvida, principalmente quando analisada pelos que possuem filhos nessa idade.

O foco no processo decisório é tão evidente, nesse caso, que é impossível atribuir sucesso à opção de número 2 (dois), mesmo que o rapaz complete o caminho para casa em segurança. Se esse resultado pontual for avaliado sem considerar suas bases e premissas, a conclusão do sucesso seria absolutamente irresponsável (“chegou bem e não gastou os R\$ 20”).

Segundo Robert Rubin⁴, em seu discurso inaugural para a turma de Harvard 2001, “decisões não devem ser avaliadas por seus resultados e sim pela qualidade do processo decisório, apesar do histórico de resultados ser certamente um *input* relevante nas avaliações... Decisões individuais podem ser mal fundamentadas, e mesmo assim terminar bem sucedidas, ou podem ser extremamente bem fundamentadas e terminar com resultados negativos, já que a possibilidade prevista de fracasso pode ocorrer de fato. Evidências levam a crer que quando o processo de decisão for bem fundamentado ele levará, majoritariamente, a resultados bem sucedidos”

Ao longo dos próximos parágrafos trataremos em detalhe dos principais aspectos relativos ao nosso processo decisório – Filosofia de Investimentos – e de como a experiência da equipe contribui para aumentar as probabilidades de sucesso das nossas decisões de investimentos.

Filosofia de Investimentos

Como se encontra destacado nos parágrafos que se seguem, valorizamos o profundo conhecimento das empresas e de seus ambientes competitivos para encontrar, com margem de segurança, distorções entre o valor intrínseco das companhias e seu preço no mercado acionário.

Para isso, além de profissionais experientes e com passagem bem sucedida por casas tradicionais em gestão de fundos de ações, o Comitê de Investimentos da Studio conta com a presença de dois ex-executivos renomados com ampla rede de relacionamentos e comprovada experiência em temas como: planejamento estratégico, desenvolvimento de grandes projetos (*greenfield* e *brownfield*), governança corporativa, fusões e aquisições.

Acreditamos estar vivendo um momento privilegiado da economia brasileira, um círculo virtuoso impulsionado pela estabilidade dos grandes pilares macroeconômicos, pela demanda robusta dos países emergentes por insumos básicos e pela inserção das classes menos favorecidas no mercado consumidor doméstico. Esses são alguns dos fatores que posicionam o Brasil em uma situação única em termos históricos e relativa à maioria dos demais países.

Nesse momento, acreditamos que a experiência multidisciplinar da equipe de gestão da Studio Investimentos pode representar um grande diferencial para avaliar alguns dos temas mais relevantes para as companhias brasileiras. Alguns exemplos importantes são: viabilidade e prazo de execução de projetos, sinergias em fusões ou aquisições, ambiente competitivo dos diferentes negócios, internacionalização das companhias nacionais e ambiente regulatório de diferentes setores.

Abaixo, detalhamos os principais pilares de nossa Filosofia de Investimentos e esperamos que estes conceitos contribuam para o melhor entendimento do nosso processo decisório e, posteriormente, dos casos que passaremos a ilustrar nas próximas cartas.

Analise Fundamentalista

Charlie Munger, em *Poor Charlie's Almanack*⁵, descreve que existem duas formas de avaliar ações. A primeira está relacionada à forma como se avalia o valor de longo prazo do trigo – em termos do valor econômico da produção e da utilidade desse insumo. A segunda, à forma como se estima o valor de uma pintura de Rembrandt. Munger comenta que Rembrandts são altamente valorizados, pois seus preços já subiram no passado.

Não é nossa intenção polemizar sobre os critérios utilizados para avaliação de obras de arte, tampouco menosprezar o valor das obras de grandes artistas.

Porém, acreditamos que existe grande vantagem em avaliar ações como participações econômicas em companhias (como o trigo de Munger), buscando seu valor intrínseco a partir do estudo minucioso dos fundamentos das empresas, da cadeia de suprimento onde estão inseridas, das barreiras de entrada, de seus ambientes competitivos, regulatórios, etc..

Para substanciar nossas avaliações e discussões, utilizamos de uma ampla rede de relacionamentos, construída por nossos executivos ao longo dos últimos 30 anos para obter informações primárias e não depender de agentes intermediários que, inevitavelmente, possuem agendas e interesses próprios. Não buscamos informações que impactarão o preço das ações no curto-prazo (informações privilegiadas). Buscamos coletar informações dos próprios acionistas e executivos das companhias, de competidores, de clientes e de fornecedores, para construir um mosaico de conhecimento que dará origem às nossas premissas de longo prazo, utilizadas na avaliação dos investimentos.

Construímos modelos econômicos para cada uma das companhias que acompanhamos e utilizamos o Fluxo de Caixa Descontado (DCF) e a Taxa Interna de Retorno (IRR) como principais indicadores. Adicionalmente, realizamos Análises de Sensibilidade para calcular o impacto no *valuation* das variações dos *inputs* mais relevantes.

A avaliação quantitativa não limita a relevância dos critérios subjetivos e procuramos priorizar o investimento em companhias bem administradas, com controladores e administradores alinhados e íntegros, considerando sempre a existência de vantagens competitivas sustentáveis.

Como destacado acima, alguns resultados negativos são aceitáveis e até mesmo esperados, mas decisões pouco fundamentadas são absolutamente inconcebíveis em nosso processo de trabalho.

Disciplina e Paciência

Todo o processo de análise descrito no tópico anterior requer um trabalho árduo, longo e criterioso. Disciplina e paciência são imprescindíveis para atravessar todas as etapas de nosso processo de investimento: análises diligentes dos demonstrativos financeiros; pesquisas constantes sobre as companhias e todo o ambiente que as cerca; conversas e reuniões que podem ocorrer ao longo de meses, até aparecer uma oportunidade que possua margem de segurança suficiente para justificar um novo investimento.

Para isso, consideramos extremamente relevante contar com executivos experientes que já atravessaram bons e maus momentos da economia brasileira e conhecem em detalhe tanto a ótica imediatista das reações do mercado financeiro quanto o caráter mais inercial da realidade do mundo corporativo.

Dedicamos nosso tempo ao estudo, à coleta de informações e às discussões contínuas sobre empresas e temos convicção de que nosso sucesso é definido pela precisão da nossa pontaria e não pela disposição para atirar com frequência.

Margem de Segurança

O conceito da margem de segurança ocupa posição de destaque na cartilha de todos os *value investors*. Apesar de ser tratado pelos conhecidos Warren Buffett, Charlie Munger e Benjamin Graham, o melhor livro sobre o tema é de autoria do investidor Seth Klarman (“Margin of Safety”⁶) e serve de base para a estruturação deste tópico.

Enquanto muitos investidores concentram suas preocupações no potencial de apreciação de seus investimentos, nós dedicamos grande parte do nosso tempo à avaliação e à mensuração dos riscos envolvidos em cada uma das nossas posições. Esse conceito também é comumente defendido por Munger e voltou a ser lembrado na carta aos acionistas da Berkshire de 2009⁷: “Tudo que eu quero saber é onde vou morrer, para que eu nunca vá até lá”.

O risco de uma decisão de investimento pode ser considerado inerente à natureza do investimento. Um real investido em pesquisa e desenvolvimento de um novo medicamento pode ser considerado mais arriscado que um real investido na substituição de determinado motor industrial por um novo modelo mais eficiente.

No mercado financeiro, entretanto, o risco do negócio da companhia nem sempre é diretamente conectado com o risco do investimento em suas ações. Para ações negociadas em bolsa, o ganho ou a perda percentual do investimento não depende somente da natureza do negócio, mas depende diretamente do preço pago por aquela ação, que varia diariamente no mercado. Utilizando as palavras de Benjamin Graham⁸, “A margem de segurança (de um investimento) é sempre dependente do preço pago. Ela será grande a um preço, pequena a algum outro preço e inexistente a um preço ainda mais alto”.

A medida de risco de um investimento não deve nunca ser resumida a uma única variável estatística. Sua avaliação possui caráter bastante subjetivo e envolve a utilização de processos criteriosos, realizados por executivos experientes, para atribuir probabilidades e estimar o tamanho potencial das perdas envolvidas. Acreditamos que a margem de segurança é a melhor resposta para as incertezas existentes nesse processo.

Na Studio, o conceito de margem de segurança não se restringe a utilizar premissas conservadoras na valoração das companhias. Focamos sempre em buscar descontos significativos para os valores intrínsecos que calculamos, mas acreditamos que alguns fatores de risco ainda merecem atenção especial e dentre estes estão: iliquidez, retornos negativamente assimétricos (grande probabilidade de ganhar pouco e baixa probabilidade de perder muito), administradores ou controladores desalinhados, alavancagem excessiva e demasiada dependência do cenário macroeconômico ou de questões regulatórias.

Gradualismo

Além dos critérios rígidos e diligentes de análise das companhias e da preocupação constante com a margem de segurança, atribuímos grande relevância ao gradualismo na montagem e desmontagem das posições.

A construção progressiva das posições respeita a evolução contínua do processo de aprendizado e de ganho de convicção nos casos de investimentos. Movimentos graduais também são justificados pela nossa consciência sobre a existência de vieses como “*overreaction* e disponibilidade”. Esse assunto é tema recorrente nos estudos de finanças comportamentais e Richard Thaler⁹, Amos Tversky e Daniel Kahneman¹⁰ possuem trabalhos extensos sobre o tópico.

De acordo com os estudos sobre o viés de “*overreaction* e disponibilidade”, a mente humana tende a supervalorizar os eventos recentes e obtidos com facilidade. Neste contexto, atuamos para evitar que posições sejam construídas sob a influência de informações pontualmente positivas e que posições bem fundamentadas e ponderadas sejam totalmente desfeitas por uma interpretação exagerada.

Gestão Ativa

Assim como enfatizou Sir John Templeton¹¹: “É impossível alcançar performance de destaque a menos que você faça algo diferente da maioria”

Atualmente, a facilidade de se comparar performances de curto prazo dos fundos contribui para o crescimento da cultura do *benchmarking*. Carteiras altamente correlacionadas com o Ibovespa confirmam o comportamento antecipado por Keynes¹²: “O senso comum ensina que é melhor para a reputação fracassar convencionalmente do que alcançar o sucesso de maneira alternativa.”

Em grande parte dos casos, os gestores parecem estar mais preocupados com a estabilidade de seus empregos ou com a possibilidade de resgates, do que em selecionar as melhores opções de investimentos para a carteira.

Mesmo nos EUA onde a evidência empírica demonstra que grande parte dos fundos classificados como gestão ativa tem dificuldade em superar os índices passivos, estudos recentes trazem informações interessantes. Em um artigo intitulado, “Best Ideas”¹³; Randy Cohen, Chris Polk e Bernhard Silli estudam as “melhores ideias” de gestores de fundos americanos entre 1991 e 2005. Essas “melhores ideias” são definidas como as posições que apresentavam as maiores diferenças entre a participação de uma determinada ação nos fundos e sua respectiva participação na composição do índice de bolsa.

A rentabilidade dessas melhores ideias é notável. Ao focar nas top 25% melhores ideias, os autores concluem que o retorno teria sido superior a 19% ao ano, enquanto o índice subiu 12% anualizado. Isso significa que as ações sobre as quais os gestores depositavam maior confiança superaram o índice significativamente. Por outro lado, a aparente preocupação com a performance relativa (*benchmarking*) é o motivo atribuído pelos autores para a “super-diversificação” das carteiras e conseqüentemente para a performance medíocre dos portfólios consolidados.

Como já repetimos algumas vezes, toda nossa filosofia de investimentos envolve analisar empresas e seus ambientes competitivos em detalhe e esperar pelo momento oportuno quando o preço das ações no mercado apresenta desconto significativo (margem de segurança) para o valor intrínseco da companhia.

Temos convicção de que não existe vantagem em limitar nosso universo de investimento às empresas que compõem algum índice de ações.

Concentração

A lógica por trás da concentração já começou a ser delineada no tópico anterior. Diferentemente do que a tradicional teoria de finanças ensina através do CAPM ou da fronteira eficiente, não acreditamos que carteiras altamente diversificadas reduzam o risco dos investimentos. Concordamos com o argumento utilizado por Buffett em sua carta aos acionistas de 1993¹⁴, onde diz que: “Acreditamos que a política de concentração do portfólio pode inclusive reduzir os riscos se ela elevar tanto a intensidade com que um investidor estuda uma empresa quanto o nível de conforto que ele precisa ter sobre o *valuation* antes de montar a posição”.

Após garantir o alto nível de preocupação com cada caso de investimento, entendemos que a natureza probabilística envolvida nos cenários recomenda evitar que a concentração se torne excessiva. Considerando essa ressalva, a participação de cada posição no portfólio guarda relação direta com a convicção do time no respectivo caso de investimento. Eventualmente, quando concluimos que algumas alternativas de investimentos baseiam-se em premissas independentes e possuem retornos esperados semelhantes, entendemos que é preferível distribuir a alocação e reduzir a perda advinda dos mencionados “cenários de cauda”.

Gostaríamos de finalizar enfatizando nossa crença na importância deste canal direto de comunicação com os investidores. O bom entendimento pelo cliente dos nossos valores, filosofia de investimento, capacidades e limitações são essenciais para sua satisfação e, conseqüentemente, para o sucesso da Studio. Consideramos que os conceitos tratados acima e os que estarão presentes nas próximas cartas são cruciais para entender com mais profundidade o conjunto de características que formam nossa singularidade.

Referências Bibliográficas

- 1 – “AN OWNER’S MANUAL”, Berkshire Hathaway Inc. Janeiro 1999.
- 2 – “More Than You Know: Finding Financial Wisdom in Unconventional Places”, Michael J. Mauboussin. Abril 2006.
- 3 – “Winning Decisions: Getting It Right the First Time”, Edward J. Russo e Paul J. H. Schoemaker. Novembro 2001.
- 4 – “Harvard University Commencement Day Address”, Robert Rubin. Junho 2001.
- 5 – “Poor Charlie’s Almanack: The Wit and Wisdom of Charles T. Munger”, Edited by Peter D. Kaufman. 2008.
- 6 – “Margin of Safety: Risk-Averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor”, Seth A. Klarman. Outubro 1991.
- 7 – “Warren Buffett’s Letter to Berkshire Shareholders”, Berkshire Hathaway Inc. 2009.
- 8 – “Intelligent Investor: A Book of Practical Counsel, Revised Edition”, Benjamin Graham e Jason Zweig. Julho 2003
- 9 – “Do Security Analysts Overreact?”. American Economic Review 80, no. 2: 52-57. De BONDT, Werner and Richard THALER, 1990.
- 10 – “Intuitive prediction: Biases and corrective procedures”, Kahneman, D. and A. Tversky, Artigo publicado no livro: “Judgment under uncertainty: Heuristics and biases”, 1982
- 11 – “The Book of Investing Wisdom: Classic Writings by Great Stock-Pickers and Legends of Wall Street”, Peter Krass. Março 1999.
- 12 – “The General Theory of Employment, Interest, and Money (Great Minds Series)”, John Maynard Keynes. Maio 1997.
- 13 – “Best Ideas”, The Paul Woolley Centre, Working Paper Series no 3. Randy Cohen, Christopher Polk, e Bernhard Silli. Outubro 2008.
- 14 – “Warren Buffett’s Letter to Berkshire Shareholders”, Berkshire Hathaway Inc. 1993.