

Novembro de 2011

“Ter ótimos clientes é a verdadeira chave para o sucesso nos investimentos. É provavelmente mais importante que qualquer outro fator que permite ao gestor assumir um horizonte de longo-prazo enquanto o mundo coloca tanta pressão pelos resultados de curto-prazo.”

Seth Klarman, presidente do Baupost Group e autor do livro “Margin of Safety”.

Visão de Risco

“...o nosso negócio não é simplesmente correr risco para obter retorno. Isto não é negócio, é uma alternativa disponível para qualquer um.”

Risco de uma empresa

É com imenso prazer que escrevemos a primeira **Carta Trimestral do Opportunity Selection FIC FIA** (“Selection”). O Selection é o novo fundo de ações da família de produtos do Opportunity. Dada a sua gestão diferenciada dos outros produtos de renda variável da casa, entendemos como necessária uma apresentação específica desse novo fundo.

Acreditamos que as cartas trimestrais serão um importante canal para dar maior clareza aos investidores sobre a atuação do fundo, detalhando alguns casos de investimentos e ilustrando nosso processo decisório. Nessa carta inaugural, vamos nos concentrar na filosofia de investimentos que norteia a gestão do Selection. É fundamental construirmos um relacionamento transparente e duradouro com nossos investidores e isto só ocorrerá caso haja um completo entendimento e alinhamento com nossos conceitos e valores.

Filosofia de Investimentos

As considerações sobre a natureza probabilística dos resultados de investimentos em ações e o risco envolvido no processo servem de espinha dorsal para nosso processo de avaliação.

Primeiramente, o nosso negócio não é simplesmente correr risco para obter retorno. Isto não é negócio, é uma alternativa disponível para qualquer um. **Buscamos encontrar oportunidades onde as relações entre retorno e risco sejam superiores às usuais.** Nos mercados em que investimos, quando há distorções de preço, é possível encontrar maiores retornos sem aumentar tanto o risco, assim como é comum encontrar investimentos de baixo retorno e alto risco.

Ao falarmos de risco é necessário fazer a distinção entre três conceitos:

- risco de uma empresa;
- risco do investimento em ações dessa empresa e;
- a volatilidade de suas ações.

O primeiro deles trata das incertezas que existem sobre o crescimento e a rentabilidade de determinada empresa. Para isso, deve-se levar em conta os riscos de competição, macroeconômicos, regulatórios, capacidade gerencial, governança corporativa e sucessão, entre outros. Esses elementos determinarão em última instância o valor intrínseco da empresa.

Risco do investimento em ações de uma empresa

No entanto, estes fatores não determinam isoladamente o risco do investimento na ação de uma empresa. O preço da ação é uma variável fundamental para esse risco. Um investimento em uma empresa com enormes vantagens competitivas no seu setor, baixos riscos regulatórios e uma diretoria formada por excelentes executivos pode ainda assim ser arriscado se o preço da ação estiver tão alto que seu preço só seja justificável sob premissas de condições ideais que podem se mostrar otimistas demais. Por outro lado, uma empresa que esteja enfrentando uma maior concorrência pode ter suas ações negociadas a um preço tão baixo que o investimento seja rentável mesmo que a companhia apresente crescimento baixo e margem de lucro menor. Quanto maior for a diferença do valor justo que estimamos para companhia e o preço pelo qual a ação é negociada no mercado, maior é o colchão que existe para absorver as incertezas inerentes ao investimento. Essa diferença é conhecida como margem de segurança e é um dos pilares da nossa gestão. Procuramos minimizar o risco em nossos investimentos não só ao estudar profundamente os riscos de negócio da empresa, mas também ao utilizar premissas conservadoras em nossas projeções e exigir uma margem de segurança para investir em determinado ativo.

Risco X Volatilidade

Em relação à volatilidade, apesar da frequente utilização desta palavra como indicador de risco em livros, artigos e na própria indústria de fundos de investimento, enxergamos os conceitos de volatilidade e risco de forma bem diferente. Uma aparente estabilidade de preço de determinado ativo pode mascarar riscos subjacentes significativos e a história está repleta de exemplos nesse sentido. Da mesma forma, oscilações frequentes de preço não refletem necessariamente um risco maior do investimento. Não nos importamos em conviver com uma maior volatilidade caso a proposição do investimento continue favorável e o risco nos pareça adequado.

“...o resultado final de um evento representa apenas um dos cenários vistos como possíveis anteriormente.”

Apesar de todo o empenho na tarefa de buscar relações risco e retorno favoráveis, o retorno de um investimento só será determinado quando este tiver sido concluído. Além disso, o risco não será mais quantificável no final do investimento do que era no seu início. Se o preço de uma ação despencar no mercado, o investimento anterior nesta ação é normalmente tido como arriscado. Se um banco concede um empréstimo a uma empresa que se torna inadimplente ou se um investimento na exploração de um poço de petróleo tem resultado negativo, tais aplicações são comumente taxadas como arriscadas. Mas e se a ação apresentasse uma valorização expressiva, o crédito fosse pago sem atrasos e o poço de petróleo fosse um sucesso? Poderíamos concluir que não havia risco no investimento? Obviamente que não. Devemos sempre lembrar que o resultado final de um evento representa apenas um dos cenários vistos como possíveis anteriormente. **Sua concretização não implica que não existiam outras possibilidades.**

Qualidade das Decisões X Resultado

Mas por que estamos falando sobre isso? Porque entendemos que o resultado de um investimento não determina necessariamente a qualidade do processo decisório que o gerou. Apesar de bons resultados serem nosso objetivo final, esses só serão consistentes e replicáveis se forem embasados em um processo de decisão bem fundamentado. Um ponto de extrema importância para nossa gestão é a compreensão de que a qualidade do processo está muito mais ligada ao que ocorre antes da tomada de decisão do que ao que ocorre depois. Mesmo decisões bem fundamentadas podem apresentar resultados ruins. No entanto, melhores processos aumentam significativamente a chance de bons resultados, já que fatores aleatórios favoráveis e desfavoráveis tendem a se cancelar ao longo do tempo. Quanto maior for o período de avaliação, mais forte será a relação entre o resultado e a qualidade do processo decisório.

Avaliação de Investimentos

Nossas decisões de investimento são pautadas em uma profunda análise fundamentalista, na qual buscamos encontrar distorções entre o preço de mercado das companhias e o seu valor intrínseco. Nosso processo de avaliação é sustentado por um exaustivo trabalho junto não só à própria empresa, mas também com seus concorrentes, clientes e fornecedores, além de consultores e órgãos reguladores do seu setor, entre outras fontes.

Acreditamos que os maiores retornos do fundo virão das divergências entre nossa avaliação e o consenso de mercado sobre as perspectivas para a capacidade de crescimento e para a rentabilidade sustentável das empresas ao invés de diferenças sobre impactos pontuais. Para isso, é de extrema importância o entendimento claro da estrutura concorrencial do setor no qual a companhia está inserida e como este quadro pode se alterar em função dos vetores de crescimento e das vantagens competitivas existentes.

Também consideramos fundamental refletir sobre os diferentes cenários que podem se materializar para as empresas, estudando não só as chances de cada um deles como também suas implicações para as companhias. Na nossa visão, utilizar esse tipo de avaliação ao invés de nos concentrarmos apenas no cenário mais provável, ou “caso-base” como muitos chamam, é indispensável para melhor compreensão do valor intrínseco da companhia.

Dimensionamento das posições

Concentração

“Uma carteira concentrada em poucos ativos pode inclusive representar menos riscos do que uma carteira diversificada...”

Outro tópico bastante importante para nossa gestão é o dimensionamento das posições do fundo. O fundo concentrará seus investimentos nos ativos de maior atratividade, ajustando o tamanho das posições de acordo com o grau de confiança e risco do investimento. No entanto, sempre tomaremos cuidado para que não haja uma concentração excessiva que exponha o fundo a perdas substanciais caso um cenário de baixa probabilidade se materialize. Em contrapartida, uma diversificação excessiva, por sua vez, pode proteger de perdas significativas, mas também evita ganhos expressivos, tornando os retornos medíocres. Uma carteira concentrada em poucos ativos pode inclusive representar menos riscos do que uma carteira diversificada, se quanto maior for a posição maior for o nível de convicção, intensidade de estudo e margem de segurança necessários para tal exposição. **Assim, o Selection deve ser um fundo concentrado em relação à média da indústria.**

Carteira do Selection X Composição do Ibovespa

O tamanho das posições do Selection não leva em consideração a composição do índice Ibovespa nem de qualquer outro índice de mercado. Julgamos que tentar tornar o fundo aderente ao índice vai contra a noção de gestão ativa, reduzindo o espaço para retornos superiores ao engessar a gestão. Dessa forma, não é nosso objetivo ter um tracking error baixo (medida dos desvios dos retornos do fundo em relação aos retornos do seu benchmark – o índice Ibovespa). Dada a característica de concentrar nas nossas melhores idéias, o fundo deve apresentar uma baixa aderência ao índice Ibovespa.

“Algumas poucas oportunidades extraordinárias, claramente identificáveis como tais, aparecerão, eventualmente, para aquele que procura continuamente e espera, com uma mente curiosa que adora análises envolvendo múltiplas variáveis. E então, tudo o que é necessário é a disposição de apostar fortemente quando as chances são extremamente favoráveis, utilizando os recursos disponíveis como resultado da prudência e paciência no passado”.

Charlie Munger, sócio de Warren Buffett na empresa Berkshire Hathaway.

“O que não consideramos razoável é perder boas oportunidades de investimento por pretender comprar a preços ainda melhores.”

Além disso, não impomos limite ao tamanho máximo que uma posição pode vir a representar no portfólio.

Para o Selection, um critério importante para a maximização do retorno no longo-prazo é controlar a exposição total do fundo de forma a atravessar períodos de maior turbulência com segurança. Assim, **salvo em raras ocasiões, o fundo não deve utilizar alavancagem e sua exposição líquida a ações não deve ser superior a 100% do seu patrimônio.** Destacamos a expressão “exposição líquida” porque como o fundo tem liberdade para montar posições shorts (vendidas) em ações, poderemos ter posições compradas superiores a 100%, mas ao mesmo tempo manter uma exposição líquida inferior ao patrimônio do fundo em função das posições vendidas.

Montamos posições vendidas com um cuidado ainda maior do que fazemos com nossas posições compradas. Considerando a menor liquidez do mercado short e a diferente distribuição de riscos (a perda no short pode ser ilimitada), utilizamos esta estratégia apenas quando a margem de segurança for ainda maior do que a margem mínima que exigimos nas posições compradas.

Outra característica da nossa gestão decorre do timing dos nossos investimentos. Não temos a capacidade nem a pretensão de acertar a trajetória exata do preço da ação, nem o tempo que os outros decidirão comprar ou vender. Não acertaremos o momento preciso de investir. Mas o fato da ação estar subvalorizada segundo nossa análise já é uma boa indicação de que o momento atual é adequado para realizar o investimento. Caso venham a surgir oportunidades de compra ainda melhores para frente podemos inclusive aumentar a posição, desde que nossa tese de investimento continue válida e o novo tamanho da posição esteja adequado à nossa visão do risco inerente. O que não consideramos razoável é perder boas oportunidades de investimento por pretender comprar a preços ainda melhores.

Para concluir, gostaríamos de reforçar nosso entusiasmo e comprometimento com a gestão do Selection. Nossos esforços serão sempre no sentido de estreitar o relacionamento com nossos clientes, transmitindo nossa filosofia de investimento e nossas decisões da forma mais transparente possível. Acreditamos que os princípios descritos nesta carta formam a base da parceria com nossos investidores e do sucesso do fundo.

Agradecemos a confiança,

Equipe de gestão do Selection.

Mais Informações

Diretoria Comercial

RJ (21) 3804.3434 - SP (11) 3039.1201

Christian Lenz

Assessoria de Investimentos

Felipe Cotrim Pedro Caratori

Julia Junqueira Renata Ferrite