

Carta Inaugural

Sobre Riscos e Oportunidades

É com enorme satisfação que apresentamos a carta inaugural do DEX FIC FIA. O caminho foi longo até chegar a ela, e acreditamos, o melhor está por vir.

Vamos discutir alguns aspectos centrais da nossa filosofia de gestão, como nossa ênfase na preservação de capital, a postura humilde frente às incertezas, o que fazemos para mitigar essas incertezas e a busca por situações com assimetrias favoráveis.

Boa leitura!

Preservação de Capital

A priori, a importância da preservação de capital dispensa comentários. Mas preservar capital é tão importante que aqui seguem as nossas considerações!

O primeiro ponto é que para além da aparente tecnicidade dos números, estão as vidas individuais dos investidores. São as economias – prazeres de curto prazo postergados – que financiarão uma casa nova, a educação dos filhos, um novo negócio, uma aposentadoria tranquila. É com esse senso de responsabilidade que nos propomos a gerir os recursos daqueles que nos confiarem o seu capital.

Um outro ponto é que não há contradição entre bons retornos a longo prazo e preservação de capital. Pelo contrário, para que juros compostos possam fazer sua mágica, o patrimônio tem que ser mantido. O impacto de um único evento de perdas significativas pode carregar consequências indesejáveis por um longo período.

Por exemplo, imaginemos duas situações hipotéticas. Na primeira um investidor consegue 8% de retorno real ao ano por 20 anos. Na segunda, outro investidor obtém 8% real ao ano por 19 anos e perde 30% real em apenas um dos anos. Para uma mesma aplicação inicial de R\$ 10.000, o primeiro investidor terminará com cerca de R\$ 46.600¹ e o segundo com cerca de R\$ 30.200². Por conta de um único ano, o primeiro terá um patrimônio cerca de 50% maior. Se forem 3 anos em 20 com perdas de 30%, o segundo investidor terá cerca de R\$ 12.700³. Ou seja, uma diferença de cerca de 3,7x de patrimônio por conta do que aconteceu em apenas 3 dos 20 anos. Parece injusto, mas é só matemática.

É claro que é possível ter sorte com uma gestão de patrimônio muito agressiva, mas não queremos depender da sorte quanto à tranquilidade do nosso futuro. Cada investidor tem o seu perfil, e aqui apenas estamos explicitando as nossas preferências. É importante que o investidor do DEX FIC FIA concorde com a nossa abordagem para pelo menos uma parte da sua alocação de capital.

¹ $10.000 \times (1+8\%)^{20} = 46.609,57$

² $10.000 \times (1+8\%)^{19} \times (1-30\%) = 30.209,91$

³ $10.000 \times (1+8\%)^{17} \times (1-30\%)^3 = 12.691,06$

Temos algumas observações interessantes relacionadas ao exemplo acima. A primeira é sobre a importância da poupança para o acúmulo de capital, dado que quanto maior a base de recursos maior é o resultado futuro para um mesmo rendimento.

A segunda é que nada falamos sobre quando as perdas de capital do segundo investidor ocorreram; pode ter sido quando a base de capital era pequena nos primeiros anos, ou pode ter sido mais ao final quando ele já tinha mais patrimônio⁴. Assim, não é porque o montante inicial de recursos é pequeno que se deve tomar mais riscos. Os juros compostos não distinguem volumes de capital e seu benefício está disponível a todos, pequenos e grandes investidores.

Como veremos mais à frente, é importante tomar bons riscos, procurando por situações em que as perdas são limitadas e os potenciais ganhos superiores às perdas.

O Futuro é Incerto

Isso é claro, e a incerteza é estrutural. O futuro não é passível de ser conhecido com antecipação. Há várias nuances nessa observação, por exemplo:

- i) Podemos não prever todas os cenários possíveis. Existem as coisas que sabemos que desconhecemos, e aquelas que nem sabemos que desconhecemos. Ou talvez os cenários sejam previsíveis, mas são de tamanha complexidade que na prática não se pode prevêê-los;
- ii) Mesmo que conseguíssemos conhecer os cenários possíveis, podemos não ser capazes de estimar as probabilidades de ocorrência, em especial de eventos raros ou que nunca tenham acontecido;
- iii) E mesmo que pudéssemos saber os cenários e as probabilidades a eles associadas, não é possível prever o que de fato ocorrerá. Mesmo que a vida fosse um dado, com os cenários de números de 1 a 6 com 1/6 de probabilidade cada, não conseguimos saber que número exato sairá. Em média, cada um dos números ocorrerá em um sexto das vezes, mas só se vive uma vez, não temos sucessivas vidas para ter conforto com o resultado médio.

Em breve iremos descrever como lidamos com essa incerteza. Dentre as ferramentas utilizadas estão a construção de cenários mesmo com todas as limitações, a observação atenta ao presente e o aprendizado de lições do passado. Porém, devemos ter em mente a ressalva de que ...

O Passado e o Presente também são Incertos

Este ponto é menos intuitivo e a natureza da incerteza é outra. A incerteza aqui decorre da dúvida sobre se o que de fato foi registrado era representativo das possibilidades de ocorrência. Vejamos:

- i) A memória humana não é um registro fidedigno do que ocorreu, estando sujeita a interpretações que podem ocorrer de maneira inconsciente;
- ii) Os registros são por sua natureza em número muito inferior ao que efetivamente ocorreu e uma enorme quantidade de eventos nunca foi registrada, ou teve seus registros perdidos;

⁴ Por exemplo, se as perdas ocorreram nos três primeiros anos teríamos $10.000 \times (1-30\%)^3 \times (1+8\%)^{17} = 12.691,06$. Se fosse nos três últimos anos teríamos $10.000 \times (1+8\%)^{17} \times (1-30\%)^3 = 12.691,06$. Como os fatores são multiplicativos, tanto faz quando as três ocorrências de perdas de 30% ocorreram.

- iii) Muitas vezes, quem registra não é a mesma pessoa que vivenciou a situação. Em geral, os historiadores não são os soldados e generais das guerras. Ou dito de outra forma, nem todo soldado ou general virou historiador;
- iv) Quem fez o registro é um ser humano sujeito a todos os vieses a que estamos sujeitos: prismas culturais, crenças, ideologias, interesses próprios, limitação de instrumentos de observação, impossibilidade de compreender a complexidade completa das situações. O mapa não é o território;
- v) A mente humana é mestra em criar uma narrativa e uma causalidade, que *a posteriori* fazem todo sentido para explicar uma situação ... que ninguém previu. É fácil prever o que já aconteceu;
- vi) E mesmo que houvesse solução para todos os itens acima (e talvez muitos outros não citados), pode simplesmente ter acontecido uma pequena fração do que poderia ocorrer. Se somente observássemos os números 1,2 e 4 poderíamos inferir que se trata de um dado?

O Que Fazer

Os pontos levantados anteriormente podem parecer pouco encorajadores, mas a compreensão das limitações do nosso conhecimento e das nossas capacidades preditivas é a base para uma boa navegação do futuro.

Aprendendo com o passado

Estudar o passado é fundamental. Podemos não obter todas as ferramentas, mas obtemos muitas. Por exemplo, certos mercados tendem à concentração e a partir do estudo desses mercados podemos identificar algumas características. Onde liquidez é importante – bolsas de valores – o volume negociado tende a se concentrar em poucos mercados de negociação. Mercados cujo valor para os participantes depende do número deles – redes sociais – idem.

Podemos também entender a evolução do ambiente regulatório e as ações passadas das empresas, notadamente da equipe de gestão.

Observando o presente

É muito importante conhecer os pontos fortes e as vulnerabilidades das empresas. Observar aspectos de governança, estrutura de capital, capacidade de inovar e atrair talentos, força da marca, dentre vários. Em geral, o melhor indicador sobre se uma empresa é capaz de fazer alguma coisa é verificar que ela já está fazendo. Observação e verificação ao invés de previsão, quando possível.

Podemos também observar tendências. Por exemplo, a população brasileira está envelhecendo, com implicações relevantes para o segmento de saúde. Também parece inevitável a maior penetração da digitalização na economia. E acreditamos que considerações ASG (Ambiental, Social e Governança) vieram para ficar.

Imaginando cenários

A criação de cenários é uma combinação das lições do passado, dos fatos e tendências correntemente observados, certos princípios e lógica. Os cenários têm que ser consistentes: não podem gerar resultados que contradigam as próprias premissas e os fatos.

Por exemplo, em um cenário de juros baixos, a atividade de fusões e aquisições tende a ser uma via importante no crescimento das empresas. Nesse cenário, as empresas que já possuam essa habilidade de adquirir empresas (que já tenham comprado e integrado empresas com sucesso) e que possuam a capacidade de levantar capital a custos competitivos, deverão prosperar mais que as demais.

Também podemos contar com os consumidores preferindo preços baixos e conveniência. Assim, empresas de varejo que não tiverem uma logística rápida a preços competitivos deverão perder mercado.

Mitigando a Incerteza

Mas é importante ir além dos pontos antes comentados. Dada a orientação de preservação de capital devemos nos perguntar: como um determinado investimento deverá se comportar num cenário adverso, digamos, num momento de crise econômica?

Nossa preferência é por investir em bons negócios: tendência favorável ao produto ou serviço, base de consumidores diversificada, vantagens competitivas estáveis com significativas barreiras à entrada, boa capacidade de repassar custos, substancial geração de caixa, baixa alavancagem, excelente gestão e governança. Em situações de crises, tais negócios podem sofrer a curto prazo, mas a médio prazo tendem a ter sua posição estratégica fortalecida. Por exemplo, podem se financiar a taxas mais baixas, oferecer vantagens a seus consumidores, adquirir concorrentes ou expandir organicamente.

Procuramos evitar negócios menos robustos e em particular evitamos situações que denominamos de bola-de-neve: pode ser difícil de identificar o que gera a pequena bola inicial, mas uma vez iniciado o movimento, rapidamente fica clara a precariedade da situação. Empresas muito alavancadas e com pouca capacidade de repasse de custos são um exemplo.

Cabe ressaltar que até agora falamos da qualidade do negócio, mas há ainda o componente do preço da ação, que torna essa análise consideravelmente mais complexa. Negócios excelentes com preços muito inflados podem ser arriscados, enquanto negócios menos robustos a preços muito descontados podem ser atraentes.

Procuramos nos envolver em situações de compra de empresas onde o preço da ação, ajustado à qualidade do negócio, apresenta um risco de queda bem menor do que o risco de alta, em magnitude e em probabilidade. Chamamos tais situações de apostas assimétricas, no sentido de que há mais a se ganhar do que a se perder, embora não se possa prever com certeza o resultado.

Por exemplo, uma situação ideal seria uma empresa com ótimo negócio principal, com sua ação negociando a um preço baixo, mas com uma série de potencialidades de negócios adicionais que entendemos ser uma percepção variante em relação ao mercado. Mas isso é tema para outra carta.

Colecionando Apostas Assimétricas

As várias apostas assimétricas não são iguais entre si. Pode haver considerável variação nas magnitudes de perdas e ganhos, e nas probabilidades associadas. Podemos ter mais convicção, fruto de melhor pesquisa e experiência, em algumas situações do que em outras. Assim, a construção de

portfólio irá dimensionar cada uma dessas apostas de maneira apropriada, levando em consideração a exposição de risco agregada e a exposição a diferentes fatores de risco.

A discussão de dimensionamento de posições é assunto para ... outra carta. O importante a ressaltar é que queremos que o portfólio como um todo se comporte como uma aposta assimétrica diversificada e calculada. Algumas teses de investimento darão certo, outras não serão bem-sucedidas, e no agregado, esperamos que as perdas sejam menores que os ganhos, com um resultado muito atraente.

Concluindo

A construção de um portfólio de apostas assimétricas é um elemento crítico para nos protegermos de eventos negativos e nos beneficiarmos mais que proporcionalmente dos eventos positivos.

Em essência, dependemos da boa qualidade das apostas individuais. É fundamental revisar nossas premissas, verificar se as lições do passado são aplicáveis no contexto corrente, avaliar se temos evidência de que os nossos cenários estão se desenvolvendo da maneira esperada, e devemos incorporar novas informações à análise.

O escrutínio detalhado da aderência de nosso conhecimento e de nossas projeções à realidade é o melhor remédio contra as incertezas futuras e passadas.

Nessa linha, concluímos nossa carta inaugural com a frase atribuída à Seneca: "Sorte é o que acontece quando o preparo encontra a oportunidade".

Até a próxima!



PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO, É RECOMENDÁVEL A ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES. A DEX CAPITAL NÃO COMERCIALIZA NEM DISTRIBUI COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO OU QUALQUER OUTRO ATIVO FINANCEIRO. AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE MATERIAL SÃO DE CARÁTER EXCLUSIVAMENTE INFORMATIVO E NÃO SE CARACTERIZAM E NEM DEVEM SER ENTENDIDAS COMO UMA PROMESSA OU UM COMPROMISSO DA DEX CAPITAL. A DEX CAPITAL NÃO SE RESPONSABILIZA POR DECISÕES DO INVESTIDOR, NEM POR ATO OU FATO DE PROFISSIONAIS ESPECIALIZADOS POR ELE CONSULTADOS. O INVESTIDOR DEVE SE BASEAR, EXCLUSIVAMENTE, EM SUA OPINIÃO E NA OPINIÃO DE PROFISSIONAIS ESPECIALIZADOS POR ELE CONTRATADOS, PARA OPINAR E DECIDIR. DISTRIBUIDORES POR CONTA E ORDEM PODEM ADOTAR HORÁRIOS DIFERENTES PARA APLICAÇÃO E RESGATE DAS COTAS DE FUNDOS POR ELES INTERMEDIADOS. POR ISSO, RECOMENDAMOS AOS COTISTAS QUE CONFIRMEM O HORÁRIO LIMITE PRATICADO PELO DISTRIBUIDOR DE COTAS POR MEIO DO QUAL O INVESTIMENTO FOI REALIZADO. ESTE FUNDO UTILIZA ESTRATÉGIAS COM DERIVATIVOS COMO PARTE INTEGRANTE DE SUA POLÍTICA DE INVESTIMENTO. TAIS ESTRATÉGIAS, DA FORMA COMO SÃO ADOTADAS, PODEM RESULTAR EM SIGNIFICATIVAS PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS COTISTAS, PODENDO, INCLUSIVE, ACARREJAR PERDAS SUPERIORES AO CAPITAL APLICADO, E A CONSEQUENTE OBRIGAÇÃO DO COTISTA DE APORTAR RECURSOS ADICIONAIS PARA COBRIR O PREJUÍZO DO FUNDO. ESTE FUNDO ESTÁ AUTORIZADO A REALIZAR APLICAÇÕES EM ATIVOS NEGOCIADOS NO EXTERIOR. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR DO FUNDO, DO GESTOR DA CARTEIRA, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS – FGC. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DO REGULAMENTO DO FUNDO DE INVESTIMENTO PELO INVESTIDOR AO APLICAR SEUS RECURSOS. DEMAIS INFORMAÇÕES SOBRE O FUNDO PODEM SER OBTIDAS ATRAVÉS DA LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E NO REGULAMENTO DO FUNDO, DISPONÍVEIS NO SITE DA CVM.