

Sobre Passado, Presente e Futuro

Nesta carta vamos contar um pouco da nossa experiência, falar dos aprendizados e como incorporamos isso tudo ao nosso estilo de gestão.

Boa leitura!

Brevíssima Introdução

Cypriano Feijó, o gestor da DEX, depois de passar por várias áreas diferentes no Pactual (hoje BTG Pactual), teve a oportunidade de ajudar a montar a área de investimentos em *hedge funds* globais ao final do ano de 2000. A área selecionava gestores onde investir, e essa foi a sua principal atividade por cerca de vinte anos, cerca de metade deles já na DEX.

A partir de 2020, a DEX passou a ser a gestora de um fundo de ação, o DEX FIA. Antes investíamos em gestores que escolhiam ações globais, e hoje selecionamos ações diretamente, majoritariamente de empresas brasileiras.

Selecionando Gestores

Os primeiros anos na seleção de *hedge funds* foram de enorme aprendizado ... e os seguintes também! Uma experiência incrível em conversar sobre filosofia de gestão e investimentos individuais com gestores que já eram ou que se tornariam muito bem-sucedidos.

Havia várias estratégias de investimento, muitas delas ainda inexistentes no mercado brasileiro. Havia fundos de *M&A Arbitrage*, *Convertible Arbitrage*, *Special Situations*, *Distressed*, *Credit Arbitrage*, *Credit*, *Multi-strategy*, *Multi-manager*, *Fundamental Commodities*, *CTAs*, *High-frequency Quants*, *Low-frequency Quants*, *Long / Short Equities*, e fundos setoriais para citar alguns exemplos. E havia a diversificação geográfica.

Ao longo do tempo, focamos e nos especializamos na estratégia de *Long / Short Equities*, dedicada à seleção de ações de empresas, com investimentos em fundos de vários tipos, tais como generalistas (vários setores), setoriais (notadamente em tecnologia) e localizados em várias cidades dos EUA, Londres, Hong Kong e Cingapura.

Vários são os motivos que nos levaram a focar em fundos de ação, dentre eles:

- A capacidade, via seleção de ações e construção de portfólio, de se obter rentabilidade muito distinta e superior, numa perspectiva de retorno ajustado a risco, aos tradicionais índices de ações;
- A simplicidade operacional da estratégia;
- Melhor transparência dos riscos envolvidos;
- Nossa capacidade de entender o que o gestor estava fazendo.

Esse último ponto é crítico: além de discutir a filosofia de gestão, seus aspectos qualitativos e a capacidade de implementação da estratégia proposta, discutíamos casos de investimentos concretos. E

muitas vezes desistíamos de investir por discordar das teses de investimento, ou do tamanho da posição. Sempre nos perguntávamos: dado o que sabemos da situação, e o que discutimos com o gestor, a sua confiança nessa posição é justificável?

Como abordamos na carta anterior, prestamos muita atenção a situações assimétricas. Assim, procurávamos identificar essas características nos investimentos individuais dos gestores.

Como ser um Bom Gestor

A lista a seguir é fruto da nossa experiência e informa o que fazemos na DEX. Outras pessoas podem trazer pontos adicionais, ou mesmo discordar da gente. Mas o que julgamos mais relevante está abaixo:

- Entenda o seu estilo de investimento e gestão. É interessante ver como são variadas as estratégias de investimento. Alguns fundos pouco operavam, e outros tinham um trading mais ativo. Alguns rodavam muito alocados, outros pouco. Vários, apesar de mandato amplo, focavam em alguns poucos setores. Os níveis de concentração de posições variavam significativamente entre gestores. Mas o gestor mais bem sucedido segue fiel ao seu estilo, operando numa zona de conforto compatível com a sua personalidade e capacidade da equipe;
- Adapte-se. Os mercados são dinâmicos e é importante adaptar o estilo a novos ambientes, ampliando capacidades. Desnecessário dizer que isso é fácil de falar em teoria, mas difícil de implementar na prática. É importante ser fiel ao estilo, mas não podemos nos agarrar a um barco que naufraga. O que nos traz ao próximo item;
- Tenha um processo de investimento, aprenda com os erros, e ajuste. É muito útil documentar a pesquisa e as decisões de investimento para poder analisar a qualidade das decisões e fazer as modificações necessárias com base em evidências. O aprendizado contínuo leva a um aperfeiçoamento incremental, gerando um processo de investimento mais robusto e mais adaptado às condições correntes de mercado;
- Atenção não só à gestão do portfólio: igualmente importante, atenção à gestão do business. Isso passa por ter uma área operacional compatível com a estratégia, associar-se a prestadores de serviços de excelência e criar uma cultura de transparência e meritocracia.

Aplicando o Aprendizado na DEX

Da nossa experiência, aprendemos a avaliar as condições de sucesso de um gestor, dada a sua escolha de estilo de gestão. Na hora de aplicar isso à DEX, nos deparamos com a questão fundamental: afinal, qual é o nosso estilo? Que tipo de investidores somos nós?

Essa descoberta deu bastante trabalho. Parecia fácil em teoria, mas na prática ... como diria o ditado "Em teoria, não tem diferença entre teoria e prática, mas na prática tem" ("In theory, there is no difference between theory and practice, but in practice there is"; supostamente de Yogi Berra, tradução livre).

Após muita reflexão e situações práticas, definimos o nosso estilo. Podemos ressaltar:

- Foco em situações assimétricas, enfatizando a preservação de capital, como discutido na primeira carta;
- Uma preferência à observação das condições correntes em relação a projeções futuras;

- Envolvimento em situações nas quais o management da empresa tem papel decisivo, ou seja, onde a execução da estratégia prepondera sobre os fatores externos à empresa;
- Um certo conservadorismo ao se pagar por crescimento futuro já embutido nos preços das ações;
- Concentração moderada em posições, com as maiores posições variando de 5 a 8% do portfólio;
- Cerca de 20 a 25 posições no portfólio;
- Horizonte de investimento de longo prazo. As empresas do portfólio não mudam muito, mas os ajustes dos tamanhos de posições são frequentes;
- Processo de investimento detalhado, entendendo o modelo de negócio da empresa, sua perspectiva a longo prazo, principais *drivers*, riscos e percepção variante.

E em relação às características aprendidas sobre uma boa gestão do business:

- O processo de investimento é documentado, acessível a toda a equipe de investimentos, e temos uma ênfase em produtividade e velocidade de decisão, i.e., processos robustos para viabilizar a incorporação rápida de novas informações e tomada de decisão;
- Hoje somos 8 colaboradores na DEX num ambiente transparente, intelectualmente estimulante e desafiador;
- Na parte operacional, contratamos a RRZ Consultoria para revisar todas as nossas políticas requeridas pelos órgãos reguladores e incorporar melhores práticas. Contratamos a Compliasset e a Lote45 como sistemas de compliance e gerenciamento de risco, respectivamente.

Observações Finais

Uma vez entendido o nosso estilo, estamos cuidando da sua própria execução. Já fizemos muito, mas há muito a melhorar. E será sempre assim. Sempre poderemos adicionar uma nova empresa à cobertura, ganhar granularidade nas modelagens, aprofundar a pesquisa numa empresa, expandir o nosso networking, incorporar novos modelos mentais ao processo de investimento, expandir o business, trazer novas pessoas.

E é claro, as condições de mercado irão se modificar e nós iremos adaptar o nosso estilo. Assim, as características acima não são imutáveis e devem ser vistas mais como princípios, uma espécie de âncora. Afinal, como diz a música de Simon and Garfunkel, "Após mudanças e mudanças, nós somos mais ou menos os mesmos" ("After changes upon changes, we are more or less the same"; The Boxer, tradução livre).

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 DE COTAS DOS FUNDOS DA DEX CAPITAL 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.