



Carta nº4
DEX FIC FIA
Abril 2022

Carta - Métricas do Portfólio: Concentração de Posições, Exposição Setorial e outras

Nesta carta iremos discutir várias características do portfólio do DEX FIC FIA.

O fundo chega ao final de março de 2022 com 18 meses de histórico em um período com muitas mudanças de ambiente de negócio, envolvendo os impactos da Covid-19 e os eventos geopolíticos na Europa.

Como mostrado a seguir, o fundo apresentou métricas consistentes de construção de portfólio.

Boa leitura!

Rápida Observação Sobre Complexidade e Propriedades Emergentes

Um portfólio de ativos pode ser visto como um sistema complexo, sujeito a inúmeras influências e formado por muitas decisões individuais, muitas das quais tomadas em função de acontecimentos que eram de difícil previsão. Afinal, quem previu a Covid-19 e quem hoje pode vislumbrar, com convicção, o desfecho do conflito entre Rússia e Ucrânia?

É importante avaliarmos se os componentes individuais da carteira exibem, no agregado, consistência com a nossa visão de mundo. As propriedades do todo não necessariamente podem ser inferidas a partir da observação de suas partes.

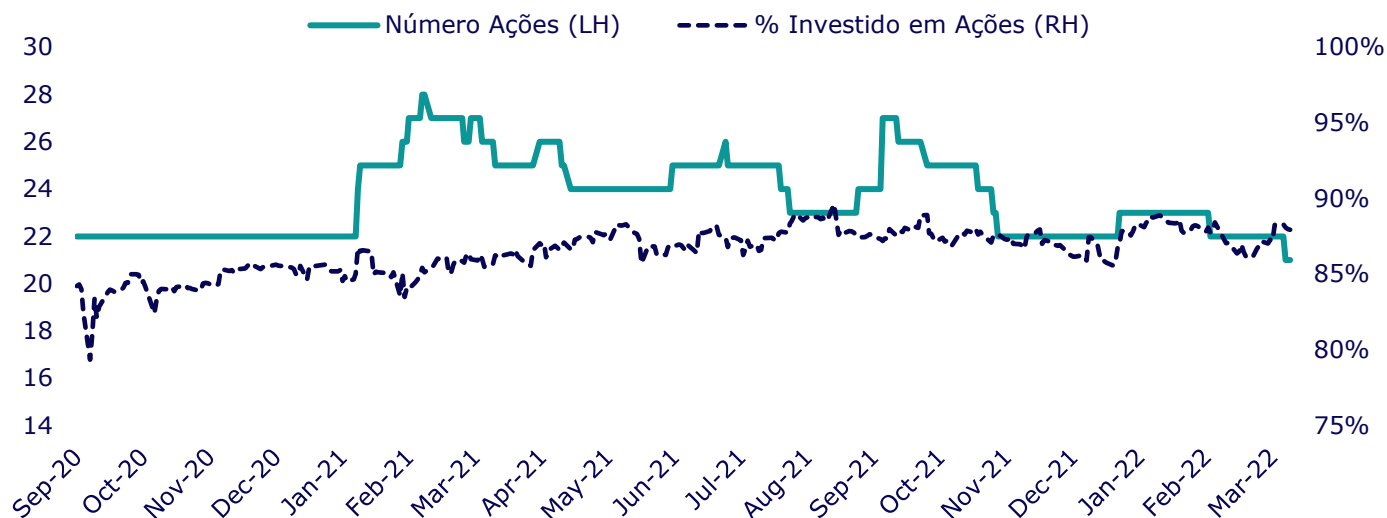
Procuramos gerir o DEX FIC FIA a partir do entendimento detalhado das suas posições individuais, procurando por assimetrias como discutido em outras cartas, mas também avaliando se a nossa coleção de apostas assimétricas apresenta as características desejadas para o conjunto.

Ações no Portfólio e Exposição a Ações

No gráfico a seguir mostramos o número de ações no portfólio (eixo esquerdo) e exposição agregada a ações (eixo direito), numa base diária, desde o início do fundo. Podemos notar que:

- O número de posições variou entre 21 e 28, sendo que 22 a 26 foi a faixa mais frequente;
- A exposição a ações variou, na maior parte do tempo, entre 85 e 90%;
- As mudanças foram, em geral, graduais.

Número Ações Portfólio



Fonte: DEX Capital e LOTE45

Em relação ao número de posições:

- Em geral, as maiores posições são de 5 a 8%, com várias posições em torno de 3,5 a 4%;
- Quando a tese de investimento é muito associada à tese do subsetor, podemos optar por ter exposição a duas ou mais ações no mesmo subsetor, o que reduz as posições individuais;
- Podemos vislumbrar cenários de maior concentração (e menor número de posições individuais), quando situações específicas apresentam assimetrias extraordinárias, ou mesmo de menor concentração (e um número ampliado de posições), por exemplo, quando há uma queda acentuada generalizada por fatores macro num curto espaço de tempo;
- Procuramos manter um portfólio diversificado, aumentando o número e/ou tamanho de posições individuais conforme aprofundamos a nossa pesquisa, e em especial quando identificamos uma situação de percepção variante.

Em relação à exposição a ações:

- A gestão é fundamentalmente baseada na seleção de ações individuais, mas também leva em consideração aspectos macro. Há que se considerar que a retenção de caixa é uma forma de opcionalidade ao se ter recursos para alocar em momentos de estresse do mercado;
- A exposição a ações pode chegar próxima de 100%, na situação em que identificamos oportunidades individuais atraentes e um cenário macro pouco adverso, preferencialmente favorável. Não temos a intenção de operar de maneira alavancada, embora uma alavancagem moderada seja possível;

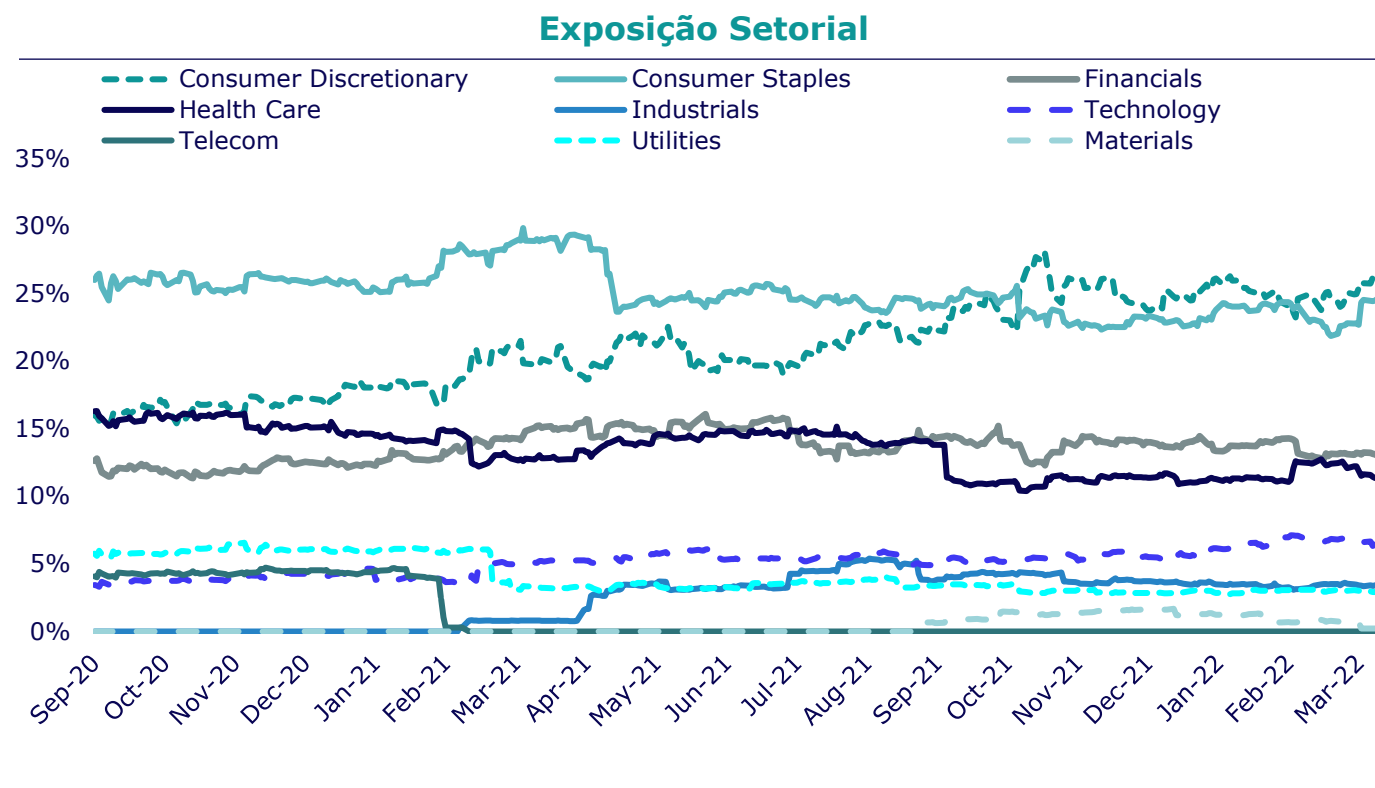
- A exposição também pode ser reduzida de maneira relevante na ausência de situações individuais assimétricas e/ou em situações macro muito adversas, mas imaginamos que a exposição deva ser maior que 70% na maior parte do tempo;
- Como visto, a exposição a ações é uma combinação das oportunidades que encontramos em ações individuais, dado o seu nível de assimetria, e o contexto de mercado em que nos inserimos.

Sobre as mudanças terem sido graduais, isso é fruto do nosso estilo de gestão e também do ambiente econômico. Cada posição individual no fundo é fruto de reflexão e estudo, e tentamos antecipar potenciais cenários, determinando o tamanho da posição com base nessas considerações. Assim, não precisamos, normalmente, fazer ajustes significativos quando um cenário ou outro se materializa, já que essas possibilidades estão embutidas no dimensionamento da posição. Mas se tivermos errado na nossa tese de investimento, podemos alterar as posições de maneira mais significativa.

E se houver uma mudança brusca no ambiente de mercado, em particular não antecipada, podemos agir de acordo.

Exposição Setorial

O gráfico abaixo mostra como as exposições setoriais também se movem de maneira gradual.



Fonte: DEX Capital e LOTE45

Note adicionalmente que:

- As maiores exposições setoriais ficaram em torno de 25 a 30%;
- Apresentamos reduzida exposição a Utilidades Públicas e Materiais / *Commodities*.

Essa última observação requer alguns comentários adicionais.

O primeiro ponto diz respeito ao nosso círculo de competência. Acreditamos que temos um entendimento melhor em outras áreas do portfólio. Embora trabalhem para melhorar o nosso nível de conhecimento em Utilidades Públicas e *Commodities*, sempre temos em mente o comentário popularizado por Warren Buffet: “Se você não sabe quem é o bobo da mesa de poker, então você é o bobo” (em tradução livre). Procuramos ter alguma percepção variante nas situações nas quais nos envolvemos e é difícil ter esse diferencial em segmentos em que não temos ainda um entendimento detalhado.

O segundo ponto é que preferimos situações em que a dinâmica do segmento e a qualidade do *management* das empresas têm um impacto significativo no resultado das empresas. No setor de Utilidades Públicas, temos um certo desconforto com o risco regulatório e no setor de *Commodities* reconhecemos que fatores geopolíticos têm um peso significativo, além da assimetria informacional em relação às grandes *tradings* e grandes consumidores de *commodities* específicas.

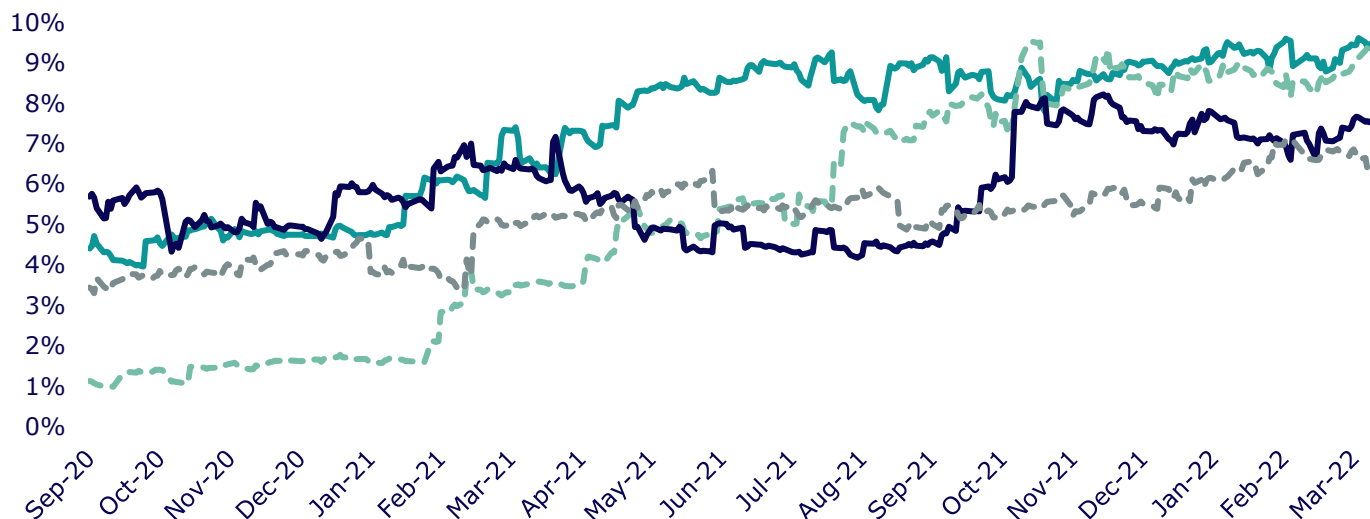
Dito isso, Utilidades Públicas e *Commodities* têm seu papel no portfólio, seja por diversificação, seja quando entendemos que há uma assimetria suficientemente grande para compensar a nossa relativa falta de entendimento específico. Considerações semelhantes podem ser feitas para outros setores de menor envolvimento na carteira, como os setores Imobiliário e de Educação.

O nível de agregação da exposição setorial é amplo demais para análises mais refinadas e assim também olhamos a exposição subsetorial, mostrada a seguir. Por exemplo, o setor que mais cresceu na carteira, Consumo Discricionário, engloba segmentos tão distintos como aluguel de carros e vestuário, por exemplo.

Exposição Subsetorial

O gráfico abaixo ilustra a evolução da exposição dos quatro maiores subsetores da carteira ao final de março de 2022. Os subsetores, em ordem decrescente, são: Supermercados, Aluguel de Veículos, Vestuário e *Software*.

Exposição a Subsetores Selecionados



Fonte: DEX Capital e LOTE45

Algumas observações:

- As exposições subsetoriais tendem a ser inferiores a 10%, mas como citado, dependendo do contexto e da qualidade de ideias específicas, podemos ter exposições maiores, embora achemos que tais exposições devam ficar abaixo de 15%, mas como usual, pode haver situações de exceção;
- A maneira com que dimensionamos posições individuais – com três níveis de posição para cada ação individual, dependendo dos níveis de preços – faz com que tendemos a reduzir posições na medida em que os preços apreciam, e que as aumentemos quando os preços caem, na ausência de mudanças significativas de fundamentos. Isso introduz um elemento de moderação para o tamanho das posições individuais, e por conseguinte, no tamanho da exposição a subsectores;
- As mudanças de exposição tendem a ser graduais, mas ao longo do tempo podem ser significativas, o que ilustra o dinamismo do nosso *research* e da gestão do portfólio. Conhecimento é um processo cumulativo, e pequenas adições diárias, assim como juros compostos, podem levar a grandes impactos ao longo do tempo.

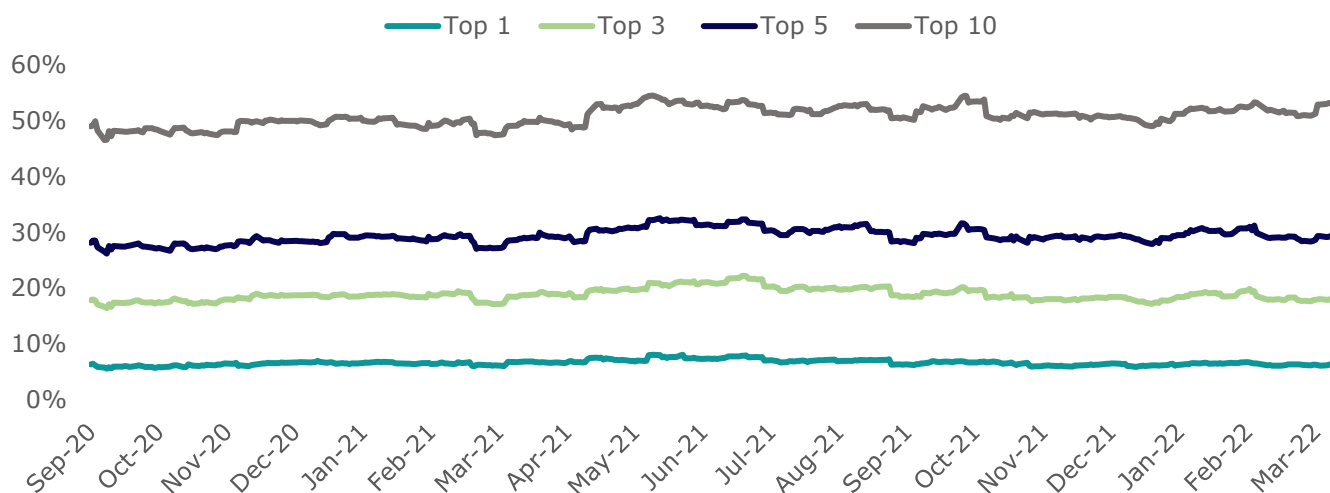
Concentração de Posições

No gráfico abaixo, temos a evolução da concentração do fundo na maior posição individual, assim como as *Top 3*, *5* e *10*. Não temos um objetivo específico para esses níveis de concentração, e essas propriedades emergem da construção do portfólio. Assim, podemos afirmar que, em geral:

- A maior posição oscila entre 5 e 8%;

- As 3 maiores, ficam um pouco abaixo de 20%;
- As 5 maiores em torno de 30%;
- E as 10 maiores, um pouco acima de 50%.

Maiores Posições



Fonte: DEX Capital e LOTE45

Considerações Finais e Conclusão

Nosso objetivo com esta carta é propiciar maior transparência a investidores – correntes e potenciais – sobre as propriedades do portfólio. Acreditamos que um investidor informado é um investidor de longo prazo por entender o *modus operandi* da carteira e do processo de investimento.

Ao mostrarmos a evolução dessas várias métricas, esperamos ter transmitido a ideia de uma estrutura geral do portfólio, que varia ao longo do tempo, porém dentro de parâmetros. E, como comentamos ao longo do texto, variações em relação ao passado podem ocorrer em função de oportunidades individuais e condições de mercado, e que desvios serão feitos de maneira deliberada e após reflexão.

Ao monitorarmos as propriedades do portfólio criamos o nosso próprio *benchmark*, e assim podemos nos questionar se um potencial desvio em relação ao passado é efetivamente justificado.

Obrigado pela leitura e até a próxima carta!



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 ADOPTAR 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. A DEX CAPITAL NÃO SE RESPONSABILIZA POR EVENTUAIS ERROS, OMISSÕES OU IMPRECIÇÕES NAS INFORMAÇÕES DIVULGADAS. OS DADOS CONSTANTES NESSE SITE SÃO CALCULADOS COM BASE EM CERTAS VARIÁVEIS E PODEM SER ALTERADOS A QUALQUER MOMENTO, SEM PRÉVIA COMUNICAÇÃO.