

“Always drink upstream from the herd”¹

Will Rogers

Ator e comentarista social satírico norte-americano

Investir em Empresas x Investir em Ações

No último mês de outubro, o 3R Radix FIA completou 10 anos que existe como fundo. Em abril de 2024 serão celebrados 14 anos da fundação do clube de investimento que deu origem ao fundo. Ainda estamos no início de uma jornada que foi, ao mesmo tempo, gratificante e desafiadora. Trata-se de um bom momento para refletirmos sobre os princípios que orientam a gestão do Radix.

Em primeiro lugar, é primordial esclarecer que não investimos em ações. Essa afirmação pode causar estranheza no leitor, uma vez que a palavra “ações” está presente na denominação do fundo, na sigla FIA. Segundo o dicionário Michaelis, a palavra ação significa “O título ou documento que formaliza e representa a propriedade dessa fração de capital e que atribuiu a seu titular um direito creditício perante a sociedade anônima; papel”². Como está bem posto na definição, ao comprarmos uma ação temos direito a uma parcela de uma sociedade, e aqui está o ponto mais importante da carta, que balizará o que virá a seguir, pois consideramos que o Radix investe em empresas.

Na nossa opinião, o “investidor” que compra ações³ esquece que está adquirindo uma fração de uma companhia e acaba focando apenas no que fará o preço piscar verde ou vermelho numa tela de computador. Geralmente, reage de forma um tanto exagerada às notícias que possam influenciar o preço dos ativos (contribuindo para as reações excessivas do mercado), se concentra em informações que são apenas relevantes no curto prazo e, sobretudo, é sensível à volatilidade do preço de mercado.

Nós, enquanto investidores de empresas, temos a preocupação daqueles que avaliam entrar em um negócio. Nesse sentido, nos concentramos no fundamento da companhia analisada. Primeiramente, estudamos o histórico dessa, se apresentou crescimento, se o crescimento em questão gerou valor ao acionista, em quais setores da economia atua e a respectiva participação de mercado. Buscamos entender as particularidades dos produtos e/ou serviços vendidos e prestados, bem como o desempenho financeiro ao longo do tempo. Importante também é conhecer a capacidade do *management*, se os incentivos de remuneração de longo prazo para os executivos estão alinhados ao interesse dos acionistas minoritários, além de verificar a existência de eventuais contingências na companhia e como essas podem afetar sua capacidade operacional e saúde financeira.

¹ Algo como “Em um rio, sempre beba água a montante da manada”, em tradução livre.

² <https://michaelis.uol.com.br/moderno-portugues/busca/portugues-brasileiro/a%C3%A7%C3%A3o/>

³ Comprar ações é algo muito diferente de investir, mas seremos condescendentes na carta e denominaremos esses indivíduos de investidores.

Uma etapa importante do processo de investimento é analisar o ambiente concorrencial em que a empresa está inserida, verificando se possui barreira à entrada de competidores e se essa será sustentável no futuro. Para isso, se faz necessário avaliar o cenário competitivo, o que nos leva a investigar seus concorrentes, fornecedores e clientes.

Como pode ser percebido, no nosso papel de investidores de empresas, diferentemente do que acontece com aqueles que compram ações, a análise se dá de forma *bottom up*. Isso significa que nos são muito mais relevantes as questões micro que envolvem a companhia do que as variáveis macro. Por exemplo, seguimos muito proximamente se a empresa entregará o incremento de produção prometido, um provável indicativo da evolução de sua capacidade financeira, mas relegamos a um segundo plano se o crescimento da atividade econômica brasileira ficará acima ou abaixo da expectativa de mercado. É evidente que eventuais mudanças bruscas nas condições macroeconômicas afetam a capacidade das companhias de fazerem negócios. Mas a dispersão do impacto dessas oscilações nos diferentes setores e empresas é enorme. Assim, em condições normais, julgamos que as questões micro terão maior capacidade de influenciar os resultados dos investimentos realizados pelo Radix.

Da mesma forma que um empresário avalia um negócio vislumbrando um extenso horizonte de tempo, buscamos entregar resultado para os cotistas no longo prazo. Investimentos demandam tempo para atingir a maturidade. A nossa análise pode concluir que os resultados operacionais e financeiros da empresa evoluirão gradativamente até atingir o objetivo que projetamos depois de vários trimestres, ou, na maior parte das vezes, anos. Além disso, o processo de análise é algo bastante amplo e leva meses para ser elaborado, o que torna sem sentido vender uma posição transcorrida, por exemplo, poucas semanas do investimento inicial. Da mesma forma, um empresário não vende uma companhia passado pouco tempo da data em que tomou a decisão de ingressar em um empreendimento.

Como seria de se imaginar, somos pouco sensíveis aos eventuais movimentos de curto prazo que a divulgação de resultados financeiros pode provocar no preço de um ativo. Há uma majoritária tendência no mercado, especialmente entre os investidores de ação, de tentar antecipar os resultados a serem divulgados pelas empresas listadas. Nos causa certa estranheza ver como alguns de nossos pares se comportam em reuniões com essas companhias, dando prioridade em “ter uma cor” dos números que em breve se tornarão públicos (nos lembra aquela brincadeira infantil de “quente/frio”). E por que achamos que isso é uma perda de recursos e tempo? Pois apesar de termos a convicção de que no longo prazo o fundamento prevalecerá, no curto prazo o movimento de preço é muito errático, praticamente imprevisível, sujeito às forças dos fluxos compradores ou vendedores, cujas motivações são absolutamente desconhecidas. Por exemplo, já assistimos inúmeras vezes uma empresa entregar um resultado trimestral acima do consenso e mesmo assim o preço da ação cair, o que seria uma contradição à lógica, mas justificado pelo fluxo comprador/vendedor, que não necessariamente será racional.

Outra consequência do nosso processo é a concentração da carteira do fundo em poucos nomes. Nossa zona de conforto é manter um portfólio que contenha entre 10 e 15 empresas. Talvez o leitor questione se essa concentração não implica em incorrer maior risco. No entanto, temos a convicção que essa quantidade de nomes na carteira provê a relação risco/retorno que julgamos ideal. Simplesmente aumentar o número de posições na carteira não reduziria o potencial de perda se essas possuírem os mesmos fatores de risco daquelas que já estão no portfólio do fundo. Como o icônico investidor Warren Buffett afirmou na reunião anual de acionistas da Berkshire Hathaway de 1996, não há sentido em diversificar para quem sabe o que

está fazendo. Ainda, que a diversificação é uma proteção contra a ignorância, sendo útil para o investidor que não deseja ter um grande desvio de performance em relação ao mercado⁴.

A concentração é imposta pela característica do nosso processo de investimento, uma vez que, dada a profundidade, a análise é laboriosa. Há de se ter em mente que a investigação de uma empresa exige a análise de toda uma conjuntura concorrencial, que implica na coleta de muitas informações. Além disso, agregar mais nomes à carteira aumentaria em muito a complexidade da gestão do fundo, uma vez que seria necessário o acompanhamento de mais teses de investimentos simultaneamente e o tempo é, infelizmente, um recurso finito. Assim, aumentaríamos a chance de erros no processo de análise, implicando em maior risco para o cotista.

Como pode ser percebido, nossa análise é alicerçada nos fundamentos de empresas e negócios. Mas passar pelos filtros fundamentalistas não é o suficiente para uma empresa analisada representar um bom investimento. Tendo em vista que é inerente ao processo de análise a projeção de números, avaliação de cenários e juízo de valor a respeito de informações coletadas em conversas com a empresa-alvo e com terceiros, é provável que nossos julgamentos contenham equívocos. Assim, adotamos projeções bastante conservadoras para as nossas análises. Somos sempre muito céticos em relação às expectativas de crescimento informadas pela própria empresa ou pelos demais agentes de mercado. Essa tem se mostrado uma prática bastante saudável ao longo dos anos, que muito contribuiu para a preservação do patrimônio do fundo.

Mas o conservadorismo na análise ainda não basta para nos dar a confiança necessária para realizarmos um investimento. Assim, procuramos oportunidades de investimento que possuam uma margem de segurança mínima. Essa, conforme consagrada na farta literatura produzida pela academia e por notórios investidores ao longo de décadas, consiste na diferença entre o preço (preço de tela, pelo qual o ativo é negociado no mercado) e o valor (o valor intrínseco de um negócio, ou seja, quanto a empresa realmente vale de acordo com a projeção do analista). Possuir margem de segurança é condição primordial para a empresa ser incluída na carteira do Radix.

Tomando o conceito da margem de segurança como o princípio máximo da nossa filosofia de investimento, nos impomos como missão número um a proteção do patrimônio que o cotista nos delegou a gerir. Acreditamos que evitar quedas acentuadas levará o capital do investidor a ser composto a taxas de retorno atraentes no longo prazo.

O conservadorismo e a margem de segurança para serem eficazes dependem da presença de mais um elemento, a tese de investimento. O simples fato de uma empresa estar barata não é garantia de retorno atrativo. Há a necessidade de algo mais, um elemento que nos faça vislumbrar a possibilidade de ganho de capital com o investimento. Esse componente é a tese de investimento, aquilo que acreditamos que fará o preço de mercado da empresa caminhar para o valor que consideramos justo. A existência da tese é importante para evitarmos os denominados *value traps* (armadilhas de valor, em tradução livre): empresas que são negociadas a múltiplos baixos, mas que enfrentam dificuldades específicas, que devem persistir, mantendo os preços depreciados.

⁴ https://www.youtube.com/watch?v=55IFdwZ_oQk&t=13s

Importante ressaltar que a tese de investimento não representa a ocorrência de algo específico, como, por exemplo, um evento societário no qual a empresa receba uma oferta para ser adquirida por uma terceira. Via de regra, o padrão de tese que mais apreciamos é aquele em que não há mudanças extraordinárias de trajetória operacional. Ao contrário, na boa tese a companhia apresentará constante evolução financeira por vários trimestres, melhoria que é negligenciada pelo mercado. Como geralmente o investidor médio é pró-cíclico e age de acordo com o fluxo, à medida que a evolução financeira estiver evidente, haverá maior interesse pela empresa, o deverá levar o preço convergir ao valor.

Geralmente, o investidor em ações costuma ser avesso à volatilidade. Como investidores de empresas, julgamos que essa não tenha qualquer efeito na atratividade do caso de investimento, não constituindo um elemento da tomada de decisão. Em termos práticos, nunca consideramos a volatilidade no processo de análise de uma tese. No entanto, entendemos que ela é uma variável importante, sendo responsável por provocar distorções entre preço e valor, criando oportunidades de compra ou venda de uma empresa.

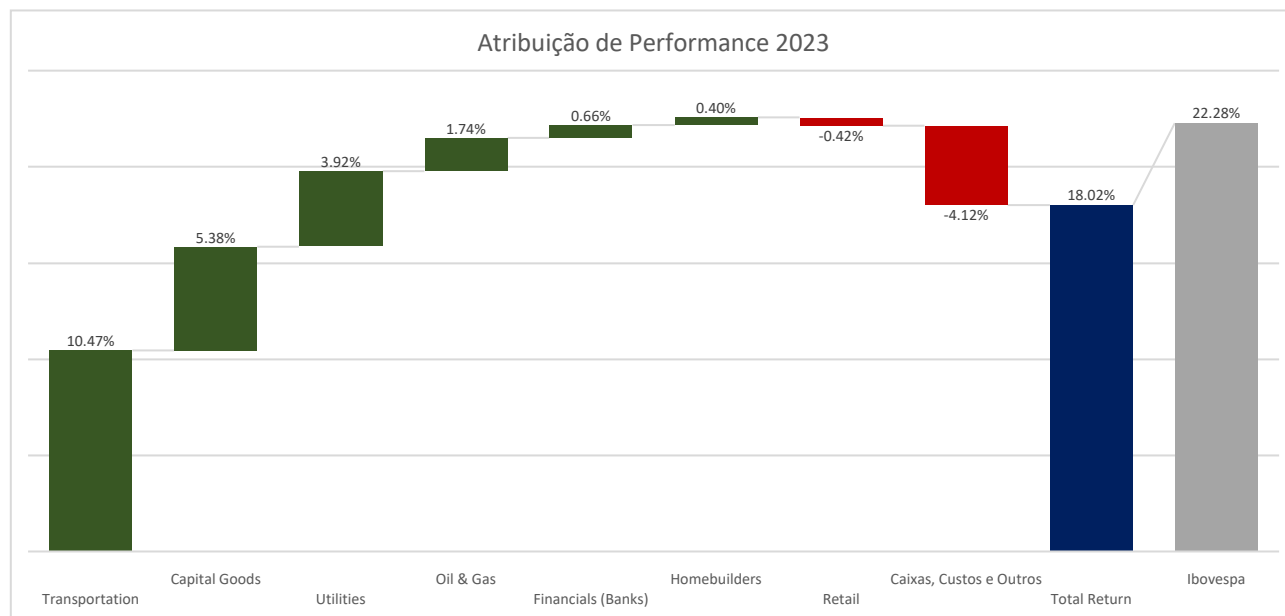
Nossa disciplina ao processo de investimento nos leva a ter uma tendência de *contrarian*, ou seja, frequentemente estamos na contramão do mercado. Quando esse está cético em relação às perspectivas de um determinado caso, o preço tende a ceder, incrementando a margem de segurança e abrindo a oportunidade para realizarmos o investimento. Por outro lado, quando o mercado exagera no otimismo, o preço de mercado costuma subir, estreitando a margem de segurança, nos obrigando a vender (ou nos afastando de casos de que ainda não somos investidores).

Importante destacar que o processo de investimento é cíclico e contínuo. Quando iniciado, o primeiro passo é a análise, passando pela decisão em nosso comitê, que consiste em deliberar se há uma boa tese de investimentos a ser colocada na carteira do fundo. Mas essa conclusão não encerra o processo. Passamos a acompanhar a empresa, atentos às novas informações que vêm à público, que são novamente analisadas para nos certificarmos de que a tese de investimentos está se realizando e, por consequência, tomarmos a decisão da manutenção do nome na carteira do fundo ou de sua venda.

Observamos que os investidores de ações buscam tentar adivinhar aquelas cujos preços subirão. Nós, enquanto investidores de empresas, temos como objetivo identificar casos de investimentos cuja chance de perda de capital seja bastante reduzida, o que implicará em retornos acima da média para o cotista no longo prazo.

Para finalizar as comparações entre o investimento em empresas ou ações, retomamos o debate sobre a terminologia da nossa atividade. Se a regulação permitisse, gostaríamos de utilizar a denominação **3R Radix – Fundo que Investe em Empresas**.

Atribuição de Performance



Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg

Tabela de Retornos Mensais (%)														Ano	Desde o início
	Janeiro	Fevereiro	Março	Abril	Maiο	Junho	Julho	Agosto	Setembro	Outubro	Novembro	Dezembro			
2013	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.51%	-0.91%	-0.50%	-0.90%		
Ibovespa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.25%	-3.27%	-1.86%	-1.98%		
2014	-6.16%	1.25%	7.35%	0.86%	0.49%	1.74%	2.42%	2.82%	-3.45%	-1.52%	1.54%	-2.63%	4.13%		
Ibovespa	-7.51%	-1.14%	7.05%	2.40%	-0.75%	3.76%	5.01%	9.78%	11.70%	0.95%	0.17%	-8.62%	-2.91%		
2015	-1.19%	3.79%	1.04%	3.24%	-2.88%	2.21%	-2.32%	-5.56%	-2.58%	5.23%	0.29%	0.09%	0.81%		
Ibovespa	-6.20%	9.97%	-0.84%	9.93%	-6.17%	0.61%	-4.17%	-8.33%	-3.36%	1.80%	-1.63%	-3.92%	-13.31%		
2016	-1.56%	-0.28%	6.13%	5.12%	-8.69%	3.52%	14.69%	1.18%	1.35%	13.55%	-1.77%	-2.88%	31.38%		
Ibovespa	-6.79%	5.91%	16.97%	7.70%	-10.09%	6.30%	11.22%	1.03%	0.80%	11.23%	-4.65%	-2.71%	38.93%		
2017	4.97%	8.30%	-2.54%	2.33%	-4.19%	0.20%	8.56%	8.03%	8.77%	-2.04%	-5.68%	6.68%	36.85%		
Ibovespa	7.38%	3.08%	-2.52%	0.65%	-4.12%	0.30%	4.80%	7.46%	4.88%	0.02%	-3.15%	6.16%	26.86%		
2018	9.42%	0.16%	1.78%	-2.68%	-10.83%	-6.15%	7.88%	-4.92%	0.17%	15.26%	1.74%	1.33%	10.92%		
Ibovespa	11.14%	0.52%	0.01%	0.88%	-10.87%	-5.20%	8.88%	-3.21%	3.48%	10.19%	2.38%	-1.81%	15.03%		
2019	14.75%	-2.41%	-0.75%	1.27%	2.05%	4.51%	2.21%	-0.22%	1.27%	1.02%	-0.56%	8.45%	35.07%		
Ibovespa	10.82%	-1.86%	-0.18%	0.98%	0.70%	4.06%	0.84%	-0.67%	3.57%	2.36%	0.95%	6.85%	31.58%		
2020	1.24%	-7.66%	-37.09%	16.13%	11.51%	14.42%	9.38%	1.84%	-7.47%	-0.69%	13.57%	7.34%	8.74%		
Ibovespa	-1.63%	-8.43%	-29.90%	10.25%	8.57%	8.76%	8.27%	-3.44%	-4.80%	-0.69%	15.90%	9.30%	2.92%		
2021	-1.99%	-1.73%	7.62%	3.13%	7.63%	1,18%*	-3.02%	-2.26%	-4.45%	-8.16%	0.03%	3.45%	0.19%		
Ibovespa	-3.32%	-4.37%	6.00%	1.94%	6.16%	0.46%	-3.94%	-2.48%	-6.57%	-6.74%	-1.53%	2.85%	-11.93%		
2022	7.11%	-3.83%	9.87%	-4.48%	1.40%	-10.19%	7.34%	11.14%	0.03%	5.12%	-5.11%	0.35%	17.59%		
Ibovespa	6.98%	0.89%	6.06%	-10.10%	3.22%	-11.50%	4.69%	6.16%	0.47%	5.45%	-3.06%	-2.45%	4.69%		
2023	0.19%	-7.99%	-1.38%	4.63%	9.06%	8.08%	3.73%	-2.26%	0.43%	-6.65%	8.18%	2.38%	18.02%	327.43%	
Ibovespa	3.37%	-7.49%	-2.91%	2.50%	3.74%	9.00%	3.27%	-5.09%	0.71%	-2.94%	12.54%	5.38%	22.28%	143.41%	

*o fundo foi transferido em 22/06, mantendo a política de investimento e filosofia de gestão

Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg



Fonte: 3R Investimentos e Bloomberg