

**Carta de Gestão**  
1º Trimestre de 2023

*“The course of the market will determine when we will be right, but the accuracy of our analysis of the company will largely determine whether we will be right. We focus on what should happen rather than when it may occur.”*

Warren Buffet

O Fundo SFA EAC FIC FIA – BDR NÍVEL I encerrou o 1º trimestre de 2023 com um retorno de -6,48%, enquanto seu *benchmark*, o Ibovespa, teve um retorno negativo de -7,16%.

Período	SFA EAC FIC FIA - BDR Nível I	IBOVESPA	CDI
1T23	-6,48%	-7,16%	3,25%
YTD	-6,48%	-7,16%	3,25%
Últimos 3 anos	32,38%	39,53%	23,27%
Últimos 5 anos	50,07%	19,35%	38,22%
Desde o início	221,60%	90,41%	132,06%

O ano de 2023 começou cheio de desafios no cenário doméstico e trazendo volatilidade extrema aos preços dos ativos no mercado local. Podemos fazer uma analogia com o filme “A Soma de Todos os Medos” protagonizado por Ben Affleck e Morgan Freeman e com roteiro baseado na obra homônima de Tom Clancy.

Vamos analisar esses medos e como a soma deles levou os ativos no mercado local e principalmente as ações, a terem uma das maiores margens de segurança da última década.

O primeiro medo é o descontrole fiscal. De fato, não temos uma situação fiscal confortável e seria recomendável que tivéssemos um governo responsável com os gastos. O fato é que o novo governo eleito é de esquerda e, portanto, não deveria ser surpresa que ele será mais gastador. O que acabou surpreendendo, foi uma completa falta de sensibilidade na comunicação do novo presidente, se mostrando pouco preocupado com o quadro fiscal.

Com isso, os investidores se desesperaram e o cenário de que passaríamos por um processo de ‘argentinização’ começou a ganhar corpo. Particularmente, acreditamos na máxima que o Brasil até flerta com o abismo, mas não pula. O congresso sempre fez esse papel, e ainda mais agora, que temos um mais à direita, esse papel continuará a ser exercido.

Os investidores também têm se assustado com o governo dando declarações e querendo mudar as regras do jogo já acordadas, desde rever a privatização da Eletrobrás até a questão tributária, que é fundamental para o novo arcabouço dar certo. Aliás, o novo arcabouço está longe de ser o ideal, mas talvez tire um pouco do risco de cauda.

Somos reticentes e temos diversas dúvidas em relação a como a reforma tributária vai passar e, portanto, se o governo vai conseguir arrecadar o que espera para fechar a conta do fiscal. Além do que, esse é um tópico que pode ter impacto profundo em algumas empresas e assim requer um entendimento bem profundo de maneira individualizada para cada negócio analisado.

Tivemos também o medo do mercado de crédito com quebra da Americanas e, posteriormente, a recuperação judicial da Light, fazendo com que os *spreads* de crédito no mercado subissem e tornando o acesso ao capital pelas empresas ainda mais caro em um ambiente de juros extremamente altos.

Aliás, o juro alto é o grande medo que é consequência dos medos acima e causa da maior onda de resgates de fundos de ações, multimercados e de crédito que já vimos no mercado brasileiro. Movimento esse que potencializou o movimento de queda das ações.

Isso fez com que empresas fantásticas tivessem seus preços sendo negociados de maneira completamente incompatível com sua geração de valor presente e futura, abrindo uma oportunidade única para os investidores de longo prazo, capazes de aguentar a volatilidade de curto prazo. Só para exemplificar em número, a TIR do nosso fundo atingiu níveis ao redor de 35%.

Os juros altos não são apenas ‘a soma de todos os medos’, mas são também um potencializador, um amplificador de todos os outros medos. Ciclos importam, e o pico dos juros altos no Brasil já ficou para trás. A curva de juros futuro já precifica a Selic caindo e voltando para ao redor de 10%.

Aliás, é impressionante que o mercado de juros e renda variável não se conversam com muita frequência. Isso acontece, pois, a maioria dos investidores são especialistas em determinada classe de ativo. Existem poucos generalistas. Então, com recorrência, conseguimos achar discrepâncias entre preços relativos de mercados diferentes, com cada um dizendo uma coisa.

Isso aconteceu de maneira relevante aqui esse ano. Enquanto os juros já tinham caído para níveis pré-eleição, o preço das ações domésticas pouco reagiu. Movimento totalmente incomum e que não dura muito.

Em resumo, achamos que o ciclo de juros virou e, portanto, o prêmio de risco requerido para o investidor de ações será menor. Entretanto, não podemos nos enganar sobre capacidade do governo de criar volatilidade, porém, diferentemente dos últimos anos, quando isso acontecer será oportunidade de compra.

Passando para o cenário internacional, ainda temos concentrado nosso *hedge* em posições vendidas de futuros de S&P, dado que achamos improvável que a inflação irá ceder para a meta do FED, sem que isso cause uma recessão. O S&P 500 está subindo no ano, praticamente, por causa das grandes empresas de tecnologia americana, influenciada pela revolução de inteligência artificial e entendimento de que essas empresas serão as grandes beneficiadas.

Temos mantido este *hedge* no mercado externo, pois estamos otimistas com o mercado brasileiro e achamos que a precificação do mercado americano, aliado a mais rápida e forte alta de juros dos últimos 40 anos, terá impacto em algum momento. Além do que, a inflação nos parece mais impregnada na economia do que investidores acreditam.

Dito isso, gestão de *hedge* para nós tem que ser dinâmica e, portanto, ser reavaliada qual o melhor *sizing*, ativo e instrumento devemos utilizar a todo momento.

Vale também mencionar, que achamos que a revolução de inteligência artificial é real, e temos nos debruçado para entender como aliar isso a fazer bons investimentos sem cair em armadilhas.

Como sempre, continuamos acionistas de excelentes negócios, com margem de segurança adequada e capazes de gerar valor ao longo do tempo e, portanto, aumentando seus valores intrínsecos.

## Uma perspectiva sobre investimentos concentrados em empresas.

*“Do, or do not. There is no try”*

Yoda, Star Wars: The Empire Strikes Back.

‘*Concentrated Value Investing*’ é um método de construção de portfólio conhecido e utilizado por gestores mundialmente reconhecidos no mercado financeiro. Contudo, a ideia de um portfólio concentrado pode ser controversa no meio acadêmico e ela entra em voga com mercados ascendentes e, da mesma forma, sai de foco em mercados em queda. Em tempos de bonança, a concentração de portfólio se torna popular porque coloca uma lente de aumento sobre os ganhos, mas quando os mercados não vão bem, é posta de lado por magnificar a volatilidade da carteira.

Nas páginas seguintes, vamos expor as bases da teoria da diversificação de carteiras, bem como o conceito de risco que esta teoria visa mitigar. Em seguida, buscaremos referências em pesquisas que expliquem sob quais circunstâncias os investimentos em portfólios concentrados são considerados como uma forma eficiente de construção de portfólio.

Do ponto de vista prático, apresentaremos a aplicação deste conceito em vários casos de gestores muito bem-sucedidos na utilização desta filosofia de investimento e endereçaremos perguntas sobre as possibilidades de aplicação de ‘*Concentrated Value Investing*’.

### Bases da teoria da diversificação de carteiras

Há diversas teorias sobre diversificação e concentração de investimentos, mas uma das mais conhecidas é a Moderna Teoria de Portfólios (MTP), desenvolvida por Harry Markowitz em 1952. Essa teoria propõe que os investidores busquem a combinação ótima de ativos que minimize o risco e maximize o retorno de uma carteira, considerando a correlação entre os ativos.

Segundo a teoria de Markowitz, a diversificação é uma forma de reduzir o risco idiossincrático ou não-sistêmico, isto é, específico de cada ativo, que pode ser afetado por fatores internos ou externos à empresa ou ao setor. Já o risco de mercado, ou sistêmico, que é influenciado por fatores macroeconômicos ou políticos que afetam todos os ativos, não pode ser eliminado pela diversificação.

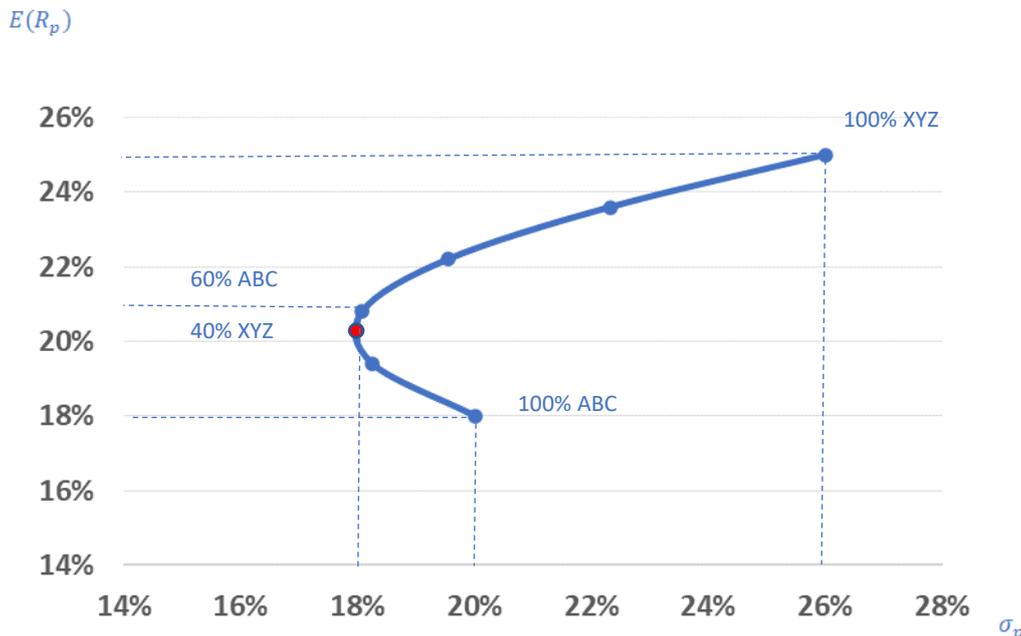
Abaixo, delineamos a construção de um portfólio eficiente segundo a MTP. Faremos isto através de um exemplo, utilizando duas ações - a ABC e a XYZ - com os dados abaixo:

Ações do Portfólio	ABC	XYZ
Retorno Esperado	18%	25%
Desvio Padrão	20%	26%
Correlação	30%	

Existe uma combinação infinita de pesos de alocação para ABC e XYZ em um portfólio, mas para efeito de visualização, escolheremos 5 combinações possíveis:

	100%	80%	60%	40%	20%	0%
$W_{ABC}$	100%	80%	60%	40%	20%	0%
$W_{XYZ}$	0%	20%	40%	60%	80%	100%
$\bar{R}_P$ (retorno portfolio)	18,00%	19,40%	20,80%	22,20%	23,60%	25,00%
$\sigma_P$ (volatilidade portfolio)	20,00%	18,25%	18,08%	19,55%	22,33%	26,00%

Vamos colocar em um gráfico estas combinações, com o retorno esperado no eixo y e o desvio padrão no eixo x. Este gráfico também é conhecido como “espaço de risco/retorno”. E esta curva será a Curva de Portfólios Possíveis:



Partindo de um portfólio de 100% de alocação na empresa ABC, podemos notar que conforme aumentamos o peso na empresa XYZ, o investimento se move para cima na curva até o ponto onde o retorno esperado do portfólio chega a 20,8%, com um desvio padrão de 18,08%. Este portfólio tem uma proporção de 60% de ações ABC e 40% de ações XYZ.

Assim para encontrarmos o portfólio de mínima variância, basta olharmos a extremidade mais à esquerda da curva, o ponto demarcado em vermelho.

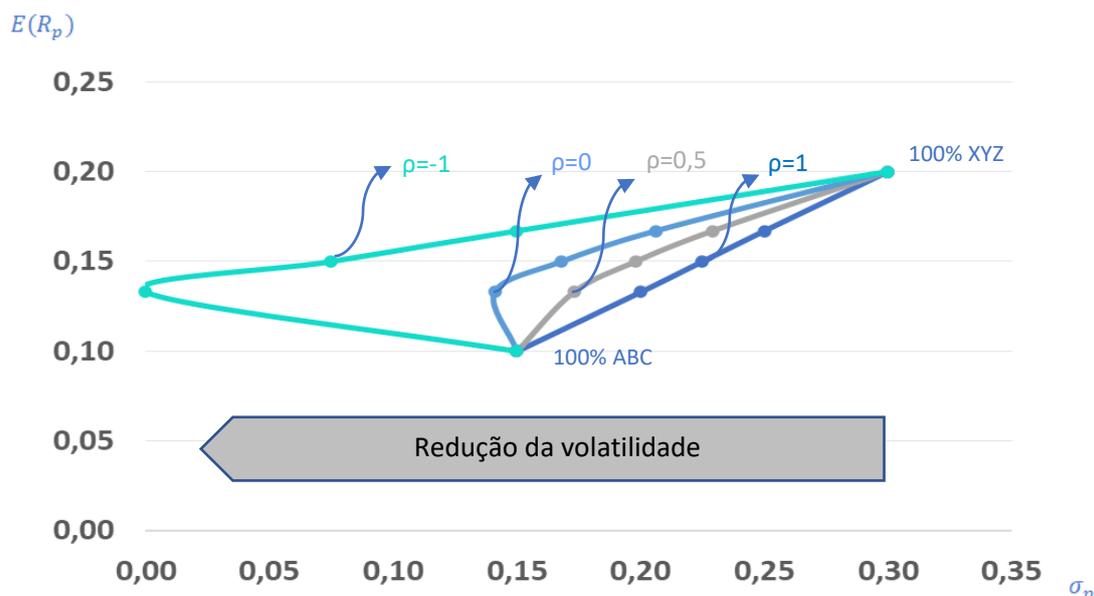
Agora, segundo a MTP, vamos analisar o que acontece com o risco medido via desvio padrão do portfólio, dada a correlação entre as ações e a diversificação do portfólio.

Para o caso de dois ativos perfeitamente correlacionados ( $\rho=1$ ), o desvio padrão do portfólio é uma simples média ponderada dos desvios padrões das ações do portfólio.

Nenhuma diversificação é obtida ao portfólio se a correlação entre os ativos é dada por +1. Conforme a correlação entre ativos diminui, há uma menor tendência para as ações de moverem conjuntamente. Os movimentos separados servem para reduzir a volatilidade do portfólio.

A maior diversificação é obtida quando os dois ativos apresentam uma correlação perfeitamente negativa ( $\rho=-1$ ).

Quando a correlação entre dois ativos é zero, o termo de covariância é eliminado da equação. Assim, vemos no gráfico abaixo os efeitos da correlação em relação ao risco do portfólio:



A Moderna Teoria dos Portfólios indica que, quanto menor a correlação entre o retorno dos ativos do portfólio, maior os benefícios da diversificação.

Um importante conceito em finanças extraído do framework do MPT é que, quanto mais diversificado o portfólio, o risco idiossincrático vai perdendo sua relevância, restando somente o risco sistemático. Aqui se enfatiza a diversificação como forma de reduzir o risco em uma carteira. De acordo com o MPT, ao investir em um mix de ativos com diferentes níveis de risco e retorno, o investidor pode alcançar uma carteira que maximiza os retornos dado determinado nível de risco ou minimiza risco para um certo nível de retorno.

Porém, há muitos críticos ao MPT. Nassim Nicholas Taleb é um deles. O economista, ensaísta e pesquisador libanês radicado nos Estados Unidos da América e atualmente professor emérito de engenharia de risco da NYU e assessor da Universa Investments, já escreveu mais de 70 artigos sobre estatística matemática, genética, finanças, filosofia e economia em torno da noção de risco e probabilidade.

Taleb argumenta que o MPT é falho porque assume que o futuro se parecerá com o passado, o que é uma suposição não realista. Também acredita que o modelo se concentra na redução da volatilidade vista como risco, o que leva a uma falsa sensação de segurança e pode resultar em perdas catastróficas.

Afirma ainda que ao se basear em uma distribuição normal dos retornos (ou seja, pressupõe que os retornos são normalmente distribuídos em torno de uma média), essa suposição é falha porque os retornos financeiros geralmente apresentam uma distribuição com 'skewness', com eventos grandes e inesperados que podem afetar drasticamente os retornos. Esses eventos não são levados em consideração no MPT e podem ter um impacto significativo nos retornos da carteira.

Em tempos de estresse do mercado, as correlações entre as classes de ativos tendem a aumentar, e a diversificação pode não oferecer os benefícios esperados. Em eventos extremos, como quebras de mercado, todas as classes de ativos podem sofrer perdas simultaneamente, tornando a diversificação menos eficaz na proteção das carteiras contra perdas.

Economistas ligados à economia comportamental, os *behavioristas*, levantaram a questão que os investidores não são racionais e nem sempre agem em seus melhores interesses. Em vez disso, eles são frequentemente impulsionados por emoções como medo e ganância, o que pode levar à tomada de decisões irracionais e exacerbar ainda mais o impacto de eventos em momentos de crise.

Com quase 77 anos e mais de meio século atuando com investimentos, o norte americano Howard Marks é uma das vozes mais respeitadas no mercado global de investimentos. Investidor e escritor, nascido em Nova Iorque, ocupou cargos importantes em grandes bancos, como o Citibank até fundar a Oaktree Capital Management em 1995, que se tornou a maior gestora de ativos de risco e de crédito do mundo.

Howard Marks levanta uma questão interessante sobre o conceito de risco. Em relação ao significado de risco, a literatura acadêmica o qualifica a partir da perspectiva da volatilidade. Marks corrobora com essa hipótese, mas faz algumas ressalvas. Segundo ele, apesar da volatilidade ser quantificável, ela não representa o real sentido do risco. Para o autor, a maior parte dos investidores não teme a volatilidade. O que realmente gera apreensão é a perda de capital.

### **Pesquisas sobre investimentos em portfólios concentrados**

Já a concentração de investimentos é uma estratégia oposta à diversificação, que consiste em investir em poucos ativos, geralmente com alto potencial de retorno e maior desvio padrão de resultados. Não há uma resposta definitiva sobre qual é a melhor estratégia entre diversificação e concentração de investimentos.

E aqui cabem duas perguntas importantes: existe uma relação entre fundos de ações concentrados e performances superiores? Além disso, quais indicadores seriam suficientes para distinguirmos entre o grau de atividade ou passividade na gestão de um portfólio de ações?

Qual seria o racional por trás da concentração? Em teoria, um gestor hábil teria mais recursos alocados para suas melhores ideias, pois assim, os retornos do portfólio das melhores ideias não seriam diluídos por ideias menos promissoras. Deste modo, os investidores deveriam procurar gestores habilidosos para seus fundos de ações, os quais constroem carteiras concentradas.

A SFA Investimentos é uma gestora de fundos de ações que pode operar concentrado. Podemos concentrar o investimento em uma empresa em casos de altíssima convicção. Nesta seção iremos abordar o tema de gestão de carteiras concentradas apresentando pesquisas com conclusões sobre a existência de relação entre concentração e performance do fundo de ações.

Começando pela recente pesquisa de Martijn Cremers, Jon Fulkerson e Timothy Riley (*Active Share and the Predictability of the Performance of Separate Accounts*, publicado na edição do primeiro trimestre de 2022 do *Financial Analysts Journal*) os autores alegam que a classificação de fundos de gestão ativa, quando condicionados ao nível de atividade (*active share*) da gestão, o desempenho passado pôde identificar fundos que continuaram a ter desempenho superior. Os autores encontraram esta relação especialmente para o estilo de *small-caps*.

Já as conclusões de Chris Tidmore, autor do estudo *Fund Concentration: A Magnifier of Manager Skill*, em 2022, examinam o impacto na performance dado o aumento da concentração. Usando dados de concentração baseados nos setores investidos por fundos de gestão ativa de ações, ele testou como a concentração influenciava a dispersão dos retornos relativos e se havia alguma diferença em como a concentração impactava os fundos que superavam seus índices *versus* aqueles que tinham desempenho inferior.

Tidmore focou em duas medidas de concentração dos gestores — empresas e setores — bem como no número de posições e no peso das 10 maiores posições sobre o portfólio. Seu banco de dados era da Morningstar Direct e cobria fundos mútuos de ações domésticas dos EUA durante o período de 21 anos, finalizado em dezembro 2020. Dentre suas descobertas, destacamos:

- à medida que a concentração aumentava, a dispersão do desempenho geralmente aumentava.

- buscando entender a relação entre concentração e performance relativa, deve-se olhar não somente para as medidas de concentração em termos de empresas, como também a concentração de exposições a setores.
- aumento da concentração apresentou impacto positivo no desempenho dos fundos com resultados superiores, embora o oposto tenha sido verdadeiro para os fundos com baixos retornos.

Suas descobertas levaram Tidmore a concluir que o aumento da concentração tem um impacto positivo pronunciado no desempenho dos fundos de ações no topo do *ranking* de performance e um impacto negativo pronunciado nas caudas inferiores das distribuições de desempenho. Ressalta que indicadores de concentração por setor também tem um papel importante na compreensão da relação entre retornos excedentes e concentração.

Já o estudo Fama-French, publicado em 1992 pelos economistas Eugene Fama e Kenneth French tece comparações entre estratégias de concentração e diversificação de fundos de ações. Esse estudo analisou o desempenho de mais de 2 mil fundos de ações nos Estados Unidos entre 1963 e 1990. Sua conclusão é que a maior parte da variação dos retornos dos fundos pode ser explicada por três fatores: o risco associado ao mercado, o tamanho das empresas (*small* ou *large caps*) e o tipo de *market value drive* (*value* ou *growth*).

Segundo o Estudo Fama-French, os fundos que investem em ações de *small caps*, com maior risco de mercado e maior *market value* tendem a ter um retorno superior aos fundos que investem em *large caps*, com menor risco de mercado e menor *market value*. Concluíram que os fundos concentrados em poucas ações com estas características tendem a ter uma performance melhor do que os fundos diversificados. No entanto, o Estudo Fama-French também reconhece que os fatores não são estáticos nem universais, e que podem variar ao longo do tempo e entre os mercados.

Na pesquisa de Busse et al. (2007) os autores medem o impacto da concentração de portfólio no desempenho. Por meio de índices baseados em Herfindahl (o índice de Herfindahl-Hirschman é uma medida muito utilizada para medir a concentração do mercado), eles medem a dispersão dos pesos no portfólio em relação à média geral e descobrem que carteiras concentradas superam as mais amplamente diversificadas. A partir disto, sugerem que os investidores possam melhorar seu desempenho diversificando entre gestores concentrados ao invés de se ampliar a quantidade de ações de seu portfólio.

Chen e Lai (2015) chegam a conclusões semelhantes, desta vez com relação ao desempenho ajustado ao risco e usando um conjunto análogo de classificação de concentração. Especificamente, eles encontram que os níveis de concentração estão altamente relacionados aos retornos dos fundos em períodos de mercado estáveis; por outro lado, estão negativamente relacionados durante os períodos de turbulência do mercado.

Segundo o artigo publicado por Derwall, J. & Huij, J. no Journal of Banking & Finance de janeiro de 2011, suas conclusões indicam que fundos com maiores *tracking error* apresentavam melhor performance do que seus concorrentes mais amplamente diversificados. Mostram que a relação observada entre concentração do portfólio e performance é principalmente influenciada pelos tipos de estratégias adotadas pelos gestores e não apenas pela disposição dos gestores em assumirem maiores posições.

Antti Petajisto (2013), professor de finanças em NYU Stern School of Business, conduziu uma pesquisa de 1990 a 2009, concluindo que o tipo e o grau de gestão ativa em fundos de ações impactam consideravelmente suas performances. O autor utilizou dois índices para classificar os fundos analisados. A pergunta que buscava responder era: um investidor em fundos de ações deve pagar pela gestão ativa do fundo? Outros estudos concluíram que, em média, a gestão ativa em ações perde para um fundo/ETF indexado com baixos custos de administração. Contudo, há uma distinção importante entre os fundos de ação ativos pois nem todos os gestores são iguais e há diferenças profundas em relação ao tipo de gestão ativa que praticam.

A análise da gestão ativa (*active share*) pode ser dividida em dois componentes:

- 1- componente do Índice, ou componente passivo;
- 2- componente medido pelos desvios de posições em relação ao índice.

Estes desvios são o componente ativo e podem ser medidos pelo *Active Share Index*. Se, por exemplo, o fundo carrega uma posição em um papel maior do que o peso relativo do papel no índice, tal fundo tem efetivamente uma posição ativa naquela empresa. Intuitivamente, o índice de *Active Share* nos indica a porcentagem do portfólio do fundo que se difere do índice, ou seja, seu percentual de seleção de ativos.

Neste sentido, uma gestão ativa somente pode agregar valor ao se desviar de seu índice de *benchmark* em uma das formas:

- via seleção de ações ou;
- via *timing* de fatores.

A seleção de ações envolve análise e escolha de empresas individualmente e o *timing* de fatores, ou alocação tática, envolve posições que variam no tempo de acordo com fatores mais amplos do portfólio, como por exemplo uma arbitragem, uma exposição a determinado setor econômico ou uma decisão de se carregar mais caixa.

O índice de *Active Share* é definido por:

$$Active\ Share = \frac{1}{2} \sum_{i=1}^N |w_{fund,i} - w_{index,i}|$$

Onde:

$w_{fund,i}$  é o peso da ação *i* no portfólio do fundo;

$w_{index,i}$  é o peso da ação *i* no índice de *benchmark*.

Para os fundos de ações *long only*, sem alavancagem ou posições vendidas, o *Active Share* varia de 0% a 100%.

Levando-se em consideração a performance medida entre 2007 e 2011 para fundos de ações dos EUA, temos a seguinte informação:

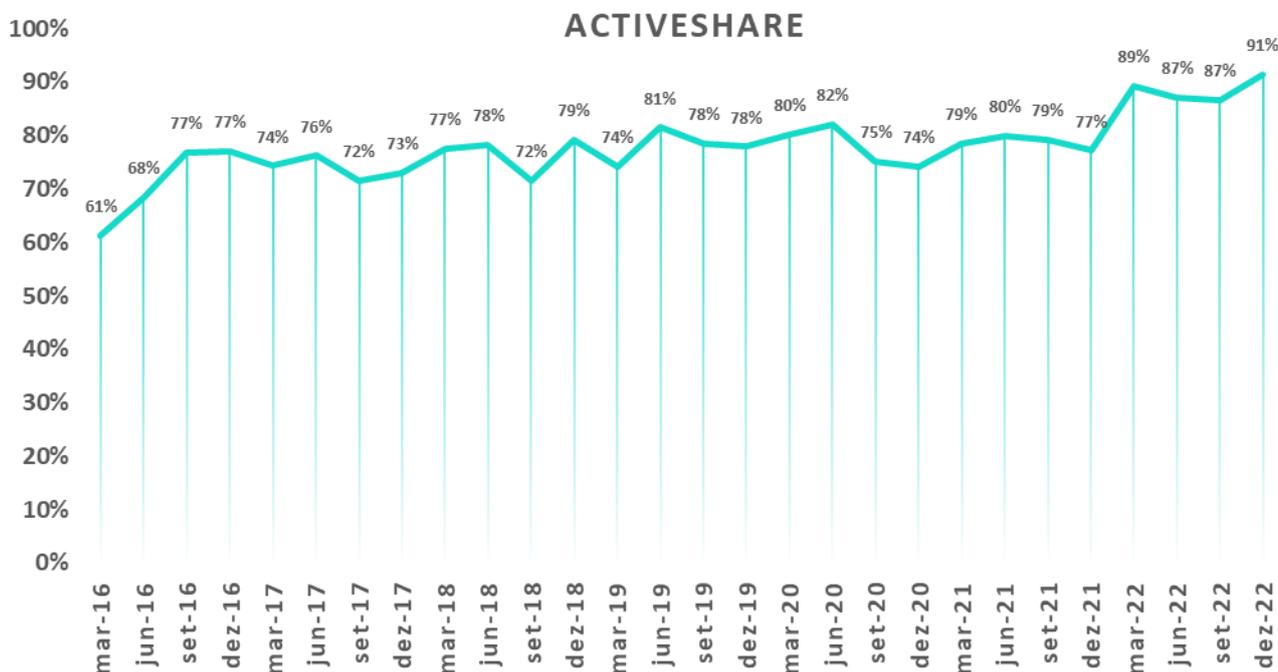
<i>Active Share Quintil</i>	<i>Média Active Share (%)</i>	<i>Gross Excess Return (%)</i>	<i>Net Excess Return (%)</i>
High	92,8	2,33	1,17
	86,2	1,69	0,44
	81,1	1,52	0,37
	75,1	1,26	0,17
Low	59,3	0,1	-0,95

Fonte: Lazard, "Taking a Closer Look at Active Share" de Khusainova e Mier, 2013

O quadro acima mostra que os fundos de ações com os maiores índices de *Active Share* apresentaram também maiores performances.

Tomando-se por base os portfólios da SFA ao longo dos últimos 5 anos, temos os seguintes valores para o Índice de *Active Share*:

Active		Closet Indexers		Passive
100-80%	80-60%	60-40%	40-20%	20%-0%



Nestes estudos, uma outra métrica também foi utilizada em conjunto com o *Active Share Index*, o *Tracking Error*, que mede o desvio padrão da série temporal dos retornos do fundo *versus* retornos do índice. Mais adiante falaremos sobre *Tracking Error* aplicado a outro estudo.

Ainda sobre a pesquisa, os autores concluem que os fundos mais ativos em seleção de ações foram capazes de adicionar valor aos seus investidores, performando acima do mercado ou de seus índices de *benchmark* em 2,61% antes de taxas e despesas, que representa 1,26% após taxas e despesas. Isto indica uma não trivial presença de capacidade de gestão. De modo similar, estes resultados aplicam-se ao período de crise financeira de 2008-2009 e isto se mantém também quando aplicado separadamente a fundos de *large caps* e *small caps*.

Os fundos classificados como *closet indexers* performaram consistentemente, após taxas e despesas, abaixo de seus *benchmarks*.

O sentido econômico destas conclusões implica na existência de ineficiências de mercado que podem ser exploradas pela Gestão Ativa em seleção de empresas. Outro ponto relevante é que quanto mais a gestão é diversificada em várias ações, os fundos classificados em *closet indexers* tendem a uma performance pobre,

devido ao tamanho de suas posições e as taxas cobradas pela gestão. Ainda assim, este tipo de fundo de ações representava aproximadamente um terço do mercado norte americano de fundos de ações em 2009.

Os gestores mais ativos em termos de *stock picking* *outperformaram* seus *benchmarks* mesmo após *fees*, enquanto gestores classificados como *closet indexers* *underperformaram* seus *benchmarks* já sem descontar os *fees* de administração e performance.

Lawrence A. Cunningham é professor e *corporate advisor*, reconhecido por sua atuação em finanças corporativas. Ele é um estudioso da cultura da Berkshire Hathaway e de Warren Buffet. Lawrence estuda a questão da concentração a partir de um outro ponto de vista, ou seja, quais atributos da empresa atraem alguns tipos específicos de investidores e como isto as impacta.

Sua motivação original surgiu do crescente poder dos investidores institucionais. Muitos debates contestam se estes gestores/investidores institucionais têm a visão ou convicção certa para cumprir fielmente a confiança que tantos americanos depositam neles. Sobre a visão, debatem se os investidores, especialmente os ativistas, são muito orientados para o curto prazo para permitir que as empresas e os mercados mantenham objetivos de longo prazo. Por convicção, os debates giram em torno da pergunta se certos tipos de investidores, particularmente indexadores passivos, têm incentivos suficientes para monitorar ativamente as empresas a fim de promover o desempenho e a responsabilidade.

Estas discussões implicam em questões fundamentais do equilíbrio de poder entre diretores e acionistas, bem como entre os próprios acionistas. Horizonte de tempo e a convicção relativa são extremamente importantes para a classificação de acionistas e, portanto, ambos são incorporados na definição feita pelo autor de Acionistas de Qualidade (ou *Quality Shareholdres "QSs"*).

Ele divide sua pesquisa ("*Lessons from Quality Shareholders*") em 03 partes: a Parte I revisa a literatura sobre a segmentação de uma base de acionistas, observando se a estratégia incorporada pelos investidores de qualidade é capaz de superar a indexação passiva em uma base sistêmica. A Parte II relata os muitos métodos de pesquisa diferentes que podem ser usados para identificar investidores de qualidade e as empresas que os atraem. A Parte III apresenta as relações entre uma variedade de práticas corporativas e a atração de investidores de qualidade. Isso contribui com uma nova visão sobre muitos tópicos hoje subestimados.

Sua pesquisa primeiro define tipos de acionistas com base no horizonte de investimento e na convicção do investidor:

		Convicção	
		Baixa	Alta
Horizonte de investimentos	Curto	Transitórios	Ativistas
	Longo	Indexadores	Qualidade

Acima, são atribuídos os seguintes nomes descritivos: Transitórios a curto prazo/diversificadores; indexadores a diversificadores de longo prazo; ativistas para concentradores de curto prazo; e qualidade para concentradores de longo prazo, sendo a convicção de investimento medida pelo grau de concentração da carteira de um investidor e o horizonte de investimento medido pelo período médio de detenção do investidor nos seus investimentos.

O debate contínuo na literatura e na prática sobre investimentos gira em torno de se a indexação de ações ou a escolha de ações é uma estratégia superior. Uma contribuição fundamental para esse debate é o artigo

de 1997 de Mark Carhart, então professor de finanças da Universidade do Sul da Califórnia, que não encontrou evidências de gestores ativos de ações de fundos mútuos bem-sucedidos. As pesquisas que se seguiram contribuíram para o que se tornou sabedoria convencional, a saber:

- 1) os retornos médios dos fundos de gestão ativa em ações têm um desempenho inferior ao seu *benchmark*, após taxas;
- 2) o desempenho dos melhores fundos de gestão ativa de ações não é persistente;
- 3) embora alguns gestores sejam qualificados na seleção de empresas, poucos entregam esse valor para os clientes após as taxas.

No entanto, o debate continua e várias edições de livros *best-sellers* continuam a mostrar filosofias duelantes na academia: o professor de finanças da Universidade da Pensilvânia, Jeremy Siegel, mostra repetidamente que comprar e reter funciona, enquanto o professor de finanças da Universidade de Princeton, Burton Malkiel, continua a lançar novas edições do livro que legitimaram a indexação como estratégia.

Mas as mudanças na demografia dos acionistas durante as últimas duas décadas, combinadas com o aumento da concorrência e taxas mais baixas, produziram uma nova vertente de pesquisa desafiando essas visões convencionais. Há evidências de que a média dos fundos de gestão ativa de ações supera o índice equivalente; alguns registros de gestores de alto desempenho persistiram; e um cohorte considerável de gestores demonstram habilidades que os levaram a retornos em excesso mesmo após taxas. E como sugere o professor de finanças da Universidade de Notre Dame, Martijn Cremers, em sua abrangente revisão da pesquisa contemporânea, estas habilidades, capazes de gerarem resultados superiores existem e entre seus traços estão a convicção e a paciência. Aliás, essas são as exatas características que definem os QSS (investidores de qualidade).

### Casos de gestores de portfólios concentrados

*"There should be adequate though, not excessive diversification."*

*Benjamin Graham, Chapter 5: The Defensive Investor and Common Stocks, The Intelligent Investor*

Segundo a *Modern Portfolio Theory*, um portfólio é completamente diversificado apenas se contém todas as ações listadas no mercado. No outro extremo, um portfólio pode ser considerado concentrado ao conter apenas uma ação. Investidores devem fazer suas escolhas na construção de seus portfólios entre maximizar os retornos pela concentração e buscar minimizar o risco através da diversificação. A localização entre os extremos desta escala depende de uma série de considerações.

Com o tempo, a performance do portfólio de um investidor em ações é representada pela habilidade que o *value investor* apresenta em identificar (e conseguir manter) ações subvalorizadas, aquelas que apresentam, na definição de Graham, as maiores margens de segurança. Conforme o número de ações no portfólio aumenta, o grau de subvalorização e, conseqüentemente a margem de segurança, diminuem para cada ação adicionada ao portfólio. Contrário ao MPT, visto de forma isolada, isto parece sugerir que o portfólio ótimo deva contar com apenas uma ação, aquela de maior desvalorização. Mas isto exporia o portfólio inteiro ao risco idiossincrático daquele papel.

Nesta perspectiva, investidores com habilidade para identificar empresas com as maiores diferenças entre preço e seus valores intrínsecos, ou seja, com as maiores margens de segurança e, que consigam construir um portfólio contendo apenas os papéis mais subvalorizados, buscam maximizar sua performance de longo

prazo ao maximizar a margem de segurança de cada papel de seu portfólio. Isto significa concentrar suas empresas apenas em suas melhores ideias.

Os investidores de *value investing* correm o risco que um evento não previsto leve a uma perda não recuperável de valor intrínseco de uma única empresa, talvez através de um *stress* financeiro ou fraude. Esta perda irre recuperável no valor intrínseco é chamada por Graham de *'permanent impairment of capital'* e é basicamente a consideração mais importante para os *value investors*. Estes investidores disponibilizam recursos e tempo para evitar o *'permanent impairment of capital'* em suas ações, mas aceitam que as flutuações dos preços de mercado das empresas em relação aos seus valores intrínsecos é algo imprevisível e além de qualquer controle. Por isto, é muito importante a compreensão da definição de risco a ser considerada sob esta ótica de investimento. É extremamente relevante a distinção entre a parcial ou total diminuição do valor da empresa (que é efetivamente o risco a ser considerado) e uma mera queda no preço da ação, não importando quão significativa e dolorosa esta queda possa ser (o que aliás é um evento a ser ignorado ou por vezes até explorado).

*"Diversification too — like all Value Investing — is counter intuitive.*

*More diversification is normally assumed to be better, but it's not!"*

*Warren Buffett talk in 1984 at Columbia Business School*

É muito interessante conhecermos a opinião de gestores de fundos de ações bem-sucedidos ao longo de muitos anos e pessoas tidas como referência no mercado financeiro. Muitos deles são e foram, inclusive, influência importante para a gestão na SFA Investimentos.

As ideias de John Maynard Keynes, economista britânico, formaram o pensamento econômico keynesiano no início do século XX. Mas além disto, Keynes fazia a gestão de ativos de seu próprio capital, do patrimônio de vários amigos, de duas empresas seguradoras e do *King's College* da Universidade de Cambridge, sua alma mater. De início, seu estilo de gestão era calcado no superior conhecimento dos ciclos econômicos, o que o manteria adiante de seus competidores no mercado. Em 1929, ele estava na posição errada em seus *trades* de *commodities* e de ações especulativas. Do ponto mais alto, Keynes perdeu aproximadamente 80% de seu capital. A única porção de seu portfólio que não fora dizimada era a de ações de *utilities* que ainda pagavam dividendos. Após ganhar e perder duas fortunas especulando em câmbio e *commodities*, em 1932 ele finalmente decide realizar uma importante transição, adotando a filosofia de *value investing* para o resto de sua vida. Adotou o investimento fundamentalista que confrontava o valor de mercado de uma empresa com seu valor intrínseco, estimado a partir de seus futuros fluxos de caixa.

Keynes definiu, assim como Benjamin Graham, o que significava o termo investimento e o termo especulação. Investimentos seriam baseados em previsões superiores de longo prazo dos retornos prováveis de um investimento durante sua vida toda, enquanto o termo especulação seria a tentativa de prever as mudanças nas bases convencionais do *valuation* de curto prazo, à frente dos investidores em geral. Nos termos de Graham, uma operação de investimento é aquela em que uma análise profunda e completa persegue segurança de principal e retornos satisfatórios. Muitos investidores reconheceram publicamente a influência de Keynes em seus processos de investimentos, nomes como David Swensen, George Soros e Warren Buffett.

John Maynard Keynes escreveu em sua carta a Francis C. Scott em 1934 (de *John F. Wasik, Keynes's Way to Wealth: Timeless Investment Lessons from the Great Economist*):

*"Com o passar do tempo, eu fico cada vez mais convencido de que o método correto de se investir é aplicar uma quantia razoavelmente grande em empresas que acreditamos conhecer bem e que são geridas por gestores nos quais tenhamos forte confiança. É um erro pensar que o risco é limitado ao se investir em várias*

*empresas, as quais conhecemos pouco e temos nenhuma razão para qualquer confiança em especial... O conhecimento e experiência de cada um são definitivamente limitados e assim raramente há mais de dois ou três investimentos em um dado momento em que eu possa depositar fortemente minha confiança.”*

Assim, Keynes deixou suas inclinações em *market-timing* para abraçar o processo de *value investing*, tornando-se um investidor resoluto em posições concentradas de valor. O portfólio gerido para o *King's College* de 1922 a 1940 obteve um retorno médio anual de 15,97% (desvio padrão de 19,08% e *sharpe* de 0,73), enquanto o índice de ações do Reino Unido apresentou retorno médio anual da ordem de 10,37% (desvio padrão de 17,11% e *sharpe* de 0,49). Enquanto gestor do portfólio de seguradoras, Keynes montou posições concentradas em setores como o de mineração de metais, dedicando até 1/3 do portfólio para cada setor.

Keynes descreveu em uma de suas cartas ao *King's College* o centro de sua filosofia de investimentos em três princípios que acreditava ser capaz de gerar investimentos sólidos:

*“1 – Uma seleção cuidadosa de poucos investimentos (ou poucos tipos de investimentos) considerando seus valores abaixo de seu provável atual e futuro valor intrínseco sobre um período de anos à frente em relação aos investimentos alternativos na mesma época;*

*2- Manter uma posição estável em bons e maus momentos e razoavelmente grande, talvez por vários anos, até que tenham cumprido sua expectativa de retornos ou então que fique evidente que a sua aquisição ao portfólio tenha sido um erro;*

*3- Um portfólio balanceado, ou seja, contemplando uma variedade de riscos ainda que as posições individuais sejam relativamente concentradas, e se possível, em riscos opostos.”*

O economista evitava a ideia da diversificação ampla que se desenvolveria anos depois como o *“Modern Portfolio Theory”* e concentrava pesadamente em suas posições *core*.

Keynes enxergava risco de seus investimentos da seguinte forma:

*“Minha teoria de risco considera ser melhor montar uma posição substancial na qual tenho forte convicção ao invés de dispersar meus investimentos em áreas que não tenho a mesma segurança... A teoria de diversificação de investimentos sobre tantas classes ou ativos quanto possível, talvez seja o melhor plano assumindo-se uma compreensiva falta de conhecimento de empresas e mercado. Muito provável que esta seja a premissa mais segura a se fazer.”*

Seguindo a linha de pensamento de Graham e Keynes, vemos que um risco distinto da perda permanente de capital é o risco das flutuações de preços. A variância absoluta neste movimento de preços, conhecida como volatilidade, e o desvio da performance relativa à performance do mercado é conhecido como *‘tracking error’*.

Na SFA Investimentos nosso portfólio apresenta um *tracking error* mais elevado do que a média dos fundos de ações do mercado brasileiro e, conseqüente, uma maior volatilidade é esperada em nossos resultados quando comparados ao índice de mercado. Isto é a expressão de nosso modo de investir, unindo nossas capacidades de seleção e *sizing*. Como consequência, o fundo tem gerado retorno anualizado (*since inception*) em torno de 7,0% acima do índice Ibovespa.

Não há um valor típico para o *tracking error*, mas há sim um amplo espectro de produtos disponíveis em todas as classes de ativos, variando de puramente passivo a muito ativo.

Por exemplo, um *index fund* deve ter *tracking error* de zero ou quase zero em relação ao seu *benchmark*. Os fundos de índice *enhanced* em geral têm *tracking error* na faixa de 1% a 2%. A maioria dos fundos de ações de gestão ativa (*active share*), tradicionalmente apresentam *tracking error* em torno de 4% a 7%. Os gestores

ativos que estão dispostos a operar de forma concentrada em posições de alta convicção podem exibir *tracking error* na faixa de 10% a 15%.

Para se ter uma ideia, o quadro e gráfico abaixo mostram respectivamente o *tracking error* desde o início do nosso fundo SFA EAC FIC FIA e sua evolução anual:

Month Std	3,67%
Annualized tracking error	12,70%

Tracking error anualizado - SFA EAC FIC FIA



Transitando agora para a opinião de Louis A. Simpson, que foi gestor dos fundos de uma das maiores seguradoras dos Estados Unidos, a GEICO. Esta mesma seguradora fora investida de W. Buffet. Os portfólios de ações da GEICO de 1980 a 2004 apresentaram retornos anuais de 20,3%, gerando, em média, um *alpha* de 6,8% sobre o retorno médio anual do índice S&P de 13,5%. Como “*value investor*”, Lou Simpson estabeleceu a filosofia de investimentos da GEICO sob os seguintes princípios:

- 1) *pense de forma independente;*
- 2) *invista em negócios de altos retornos com foco nos acionistas;*
- 3) *pague preços razoáveis, mesmo que seja uma excelente empresa;*
- 4) *invista para o longo prazo;*
- 5) *não diversifique excessivamente.*

Em relação a este último ponto, ele ainda discorre o seguinte:

*“É pouco provável que um investidor obterá resultados superiores ao investir num amplo corte-transversal do mercado, ou em outras palavras, investir em várias empresas que compõem o índice de ações. Quanto maior a diversificação, mais a performance tenderá à média, no melhor dos casos. Nós concentramos nossa carteira em poucas empresas que se enquadram em nossos critérios de investimentos. Nossa crença é que teremos alguma chance de obter resultados superiores apenas se tomarmos riscos de forma inteligente, quando a relação risco-retorno estiver a nosso favor. Boas ideias de investimento, ou seja, de empresas que*

*atendam nossos critérios, são bem difíceis de se achar. Quando pensamos ter encontrado uma, realizamos aportes que reflitam nosso grande compromisso.”*

Neste ponto, vamos tomar emprestado o ponto de vista de um dos investidores mais importantes do mercado financeiro global, Warren Buffett, que segue atuando como presidente e principal acionista da Berkshire Hathaway, empresa de investimentos fundada na década de 60. À frente da Berkshire, Buffett tem superado consistentemente os índices S&P 500 e Dow Jones, por décadas, ao aplicar os conceitos de *value investing* e gestão de risco para multiplicação de seu capital. Seu fundo apresenta retorno médio de mais de 20% ao ano nas últimas cinco décadas. Em 1993 Warren Buffet escreve em sua carta anual aos acionistas:

*“A concentração de portfólio pode diminuir o risco se vier acompanhada de um aumento (como deveria) tanto da intensidade com a qual um investidor pensa sobre o negócio investido quanto do nível de conforto que ele deve sentir com suas forças econômicas antes de comprá-lo... Se você é um investidor experiente, capaz de entender a economia dos negócios e encontrar de cinco a dez empresas com preços razoáveis que possuam importantes vantagens competitivas de longo prazo, a diversificação convencional não faz sentido para você. Ela pode simplesmente prejudicar seus resultados e aumentar o seu risco.”*

A passagem acima traz novamente a dicotomia do princípio da diversificação *versus* concentração no investimento em ações, condicionando a gestão concentrada ao conhecimento profundo do negócio.

*“Acreditamos que a diversificação - como praticada em geral - faz muito pouco sentido para quem sabe o que está fazendo. A diversificação é uma proteção contra a ignorância... Há menos risco em possuir três negócios maravilhosos e fáceis de identificar do que em possuir 50 grandes empresas conhecidas...”*

*Se você quer ter certeza de que nada de ruim aconteça a você relativamente ao índice de mercado, você pode simplesmente comprar todas as ações do índice para seu portfólio. Não há nada de errado nisto. É uma alternativa perfeitamente viável para alguém que não se sente confortável ou capaz de analisar empresas. Se você sabe como analisar negócios, é loucura ter em seu portfólio 50, 40 ou 30 ações, porque provavelmente não há tantos negócios maravilhosos assim.*

*Colocar dinheiro na empresa número 30 ou 35 em sua lista de atratividade, em vez de colocar mais dinheiro em sua empresa número um, me parece loucura, assim como ao Charlie. E é prática convencional que ao se buscar resultados medíocres, isso até possa preservar o seu emprego, mas é uma confissão, em nossa visão, que você realmente não entende o negócio que possui.*

*...Na Berkshire, eu posso atingir o pico de 3 de nossos negócios e eu ficaria muito feliz se tivéssemos nosso dinheiro nessas 3 empresas, se encontrarmos mais do que isso, continuaremos adicionando a eles. Mas três negócios maravilhosos é mais do que você precisa nesta vida para gerar muita riqueza.*

*... se você olhar como as fortunas foram construídas nos EUA, verá que não foram construídas com portfólios de cinquenta empresas, mas sim por investidores que identificaram alguns desses negócios maravilhosos. Mas não há 50 negócios realmente maravilhosos.*

*... se você tem um negócio realmente maravilhoso em mãos, está muito bem protegido contra muitas das vicissitudes da economia ao longo do tempo e da concorrência, eu digo, nós estamos falando de negócios que resistem à concorrência efetiva e três desses serão melhores do que uma centena de empresas médias!”*

Warren Buffet.

A concentração produz resultados maiores, mas é melhor empregada por aqueles com habilidade e experiência para tal. Por outro lado, a diversificação ‘pode proteger’ o investidor médio de perdas. A ideia defendida por W. Buffett é que, não é apenas mais lucrativo - mas também mais seguro - investir em

algumas participações extremamente bem pesquisadas em vez de muitas outras mal pesquisadas. Portanto, o fator decisivo aqui é se o investidor tem tempo e oportunidade para fazer bem a pesquisa.

Estes conhecimentos e práticas não só ocorreram no passado, mas seguem sendo aplicados hoje. Enquanto escrevemos esta carta, o mais recente formulário 13F da Berkshire Hathaway Inc. apresentava uma posição em Apple (AAPL) de 46,44% de seu portfólio, ao fim do primeiro trimestre de 2023. As 5 maiores posições da Berkshire representavam 77,5% do portfólio:

Stock	Sector	Shares Held or Principal Amt	Market Value	% of Portfolio	Previous % of Portfolio	Rank
AAPL	INFORMATION TECHNOLOGY	915,560,382	\$150,975,906,991	46.44	38.90	1
BAC	FINANCE	1,032,852,006	\$29,539,567,372	9.09	11.19	2
AXP	FINANCE	151,610,700	\$25,008,184,965	7.69	7.49	3
KO	CONSUMER STAPLES	400,000,000	\$24,812,000,000	7.63	8.51	4
CVX	ENERGY	132,407,595	\$21,603,623,200	6.65	9.78	5

**Berkshire Hathaway Inc, atuais formulários combinados 13F/13D/G (1º tri 2023)**

Outra opinião que vale a pena conhecermos, é a de Nick Sleep. Ele é um gestor de fundos inglês que esteve à frente da Nomad Investment Partnership de 2001 a 2014. Neste período, os retornos do fundo acumularam 921,1%, ou impressionantes 20,8% ao ano. Após fechar o fundo em 2014 e devolver os recursos aos seus investidores, Nick e seu sócio disponibilizaram as cartas aos investidores da Nomad no site de sua fundação.

Em uma de suas cartas, Nick nos informa que estão sempre procurando empresas com caráter corporativo que privilegiem estratégias desenhadas para criar valor sustentável. Mas isto não é tarefa fácil!

*“...trabalhamos duro lendo relatórios anuais e números, e entrevistando a administração, tentando responder às perguntas: o que são retornos sobre o capital incremental e a longevidade desses retornos, a administração está corretamente incentivada a alocar o capital adequadamente e o que é descontado pelos preços?”*

Uma vez que essas empresas são encontradas, entendem que elas podem ser vencedoras por anos a frente, desde que sua alocação de capital permaneça consistente com a criação de valor.

Porém, com bastante frequência, o *management* se desvia e passa a alocar mal o capital, geralmente através da diversificação ou, nas palavras de Peter Lynch, da *"diworsification"*. O resultado disso é que os retornos agregados sobre o capital diminuem e o preço das ações cai para descontar o mau desempenho. Em sua visão, o conhecimento da qualidade do caráter gerencial (aquele que deve evitar a má alocação de capital) é importantíssimo ao investirmos em empresas.

Ainda, Nick endereça que o alinhamento de seus investidores, a qualidade de seu passivo e os movimentos de entrada e saída de capital trazem impactos aos resultados do fundo:

*“O trabalho número um, dois e três para o gestor é o desempenho do investimento, não a coleta de ativos. Poucos praticam essa abordagem. Trabalhamos com o pressuposto de que, se o desempenho for razoável, o nível de interesse no que estamos fazendo aumentará e, se apropriado, a parceria crescerá com o tempo. O bom senso e a matemática simples ditam que será oportuno se o crescimento puder ser canalizado para coincidir com preços deprimidos, e não com topos de mercado. Temos de visar esta norma, mesmo que seja contrária à prática comum na indústria. Se tivéssemos adotado a abordagem de casa aberta à captação, padrão da indústria, a parceria seria aproximadamente três vezes maior do que seu tamanho atual, mas os resultados piorariam sensivelmente e a qualidade dos investidores ficaria significativamente prejudicada.”*

Em relação à concentração e inatividade do portfólio, o gestor recomenda que novas empresas sempre sejam medidas contra seu portfólio existente. Somente as deixemos entrar caso sejam superiores ao que já possuímos. Assim, a decisão de não mudar a carteira será uma decisão ativa. Mas com frequência, não fazer nada será estranhamente difícil de se conseguir.

Para ele, o portfólio ideal seria composto por uma lista de “máquinas maravilhosas” de *compounding* (que nada mais é do que o processo no qual ganhos de um ativo, tanto de juros quanto os ganhos de capital, são reinvestidos para gerar ganhos adicionais ao longo do tempo), com gestão brilhantemente executada. Sleep chama este portfólio ideal de o “portfólio terminal”. Antes de fechar seu fundo e se aposentar, o fundo atingiu o portfólio terminal, sendo composto principalmente por três ações: Amazon, Costco e Berkshire Hathaway — todas administradas por pensadores de altíssima qualidade.

Na carta da Nomad Investment Partnership aos investidores, em 30 de junho de 2004, Nick Sleep faz as seguintes considerações:

*‘Em teoria, se pudéssemos encontrar cinquenta ideias com igual desconto em relação a seus valores, com igual probabilidade ou convicção deste valor ser realizado, então todas poderiam ter o mesmo peso no fundo. Então, poderíamos esperar por um bom e suave crescimento no valor de nossas ações, livres dos swings que um portfólio concentrado possa criar. Mas a vida não é assim. Na realidade, oportunidades nas quais estamos confortáveis de aplicar capital são raras, e as ideias de mais altas convicções são ainda mais raras entre todas. A questão então é: o quanto investir em cada ideia?’*

*Bill Miller, que dirigiu o Legg Mason Value Trust tão brilhantemente por muitos anos, sugere a utilização de um sistema desenvolvido em 1956 por J.L. Kelly. Uma versão complicada do critério de Kelly é que os investidores deveriam investir uma proporção do portfólio igual a  $2.1 \times p - 1.1$ , onde  $p$  é a probabilidade de se estar certo. O senso comum sobre o resultado desta equação é que se você tem absoluta certeza de estar certo, você deve investir o portfólio inteiro nesta ideia. Ainda que sua convicção esteja, digamos em 75%, sobre estar certo, o peso correto permanece alto, a 47,5% ( $(2.1 \times 0.75) - 1.1$ ). Mas alguém faz isto?’*

*Um dos poucos exemplos de que temos informação eram os portfólios de Warren Buffet, no início de suas atividades, que apresentaram concentrações em níveis perto destes valores, e ainda assim, em empresas em que detinha o controle. Mas este não seria o modo correto de se pensar?’*

*Se você sabe que está certo, por que não separar uma grande porção do portfólio para aquela ideia? Uma extensão lógica desta linha de pensamento é que a concentração do portfólio da Nomad esteve em alguns momentos muito baixa.’*

*‘... e o que dizer sobre o que está acontecendo com grandes fundos mútuos complexos, com muitas centenas de ações em um único portfólio por país. Aplique o critério de Kelly e o gestor médio de fundos parecerá quase sempre não ter a menor ideia sobre a probabilidade de sucesso de qualquer empresa em sua carteira. Na opinião de Nick Sleep, a massiva superdiversificação que é o lugar comum na indústria, tem mais a ver com marketing, fazendo clientes sentirem-se confortáveis e tornando menor a oscilação de resultados do que com a excelência de investimentos.’*

*Na Nomad nós preferimos resultados mais voláteis de um ano para outro, mas maximizado em janelas de móveis de 5 anos. Se você não compartilha desta visão, pense profunda e arduamente sobre seus investimentos junto à Nomad.’*

*‘...os pais entenderão quando eu disser que quando os filhos nascem, eles parecem trazer seu próprio amor com eles. No entanto, as ações não são como crianças. Quanto mais ações você possui, menos se preocupa com cada uma individualmente. A atenção dada à governança corporativa, alocação de capital, remuneração por incentivos, contabilidade e estratégia deve ser diluída à medida que o número de ações*

*aumenta. Alternativamente, exércitos de analistas são recrutados, arriscando um declínio na tomada de decisões baseada em comitês. Quando a superdiversificação se torna a norma do setor, os investidores agregados correm o risco de não policiar o mau comportamento corporativo. Os gestores de fundos seriam tão liberais com a gestão disfuncional se a participação fosse de 20% da carteira em vez de 0,2%? Claro que não. Talvez alguns dos escândalos dos últimos anos tivessem sido evitados se os gestores de fundos tivessem sido mais proprietários sobre suas participações.*

*No entanto, há alguns vislumbres de esperança! Temos a tendência de pensar nos maiores acionistas de empresas de capital aberto como sócios gerais. Isso funciona melhor com algumas organizações de gestão de fundos do que com outras, mas a influência que um grande acionista externo devidamente orientado pode ter sobre o comportamento corporativo não deve ser subestimada, olhe os exemplos abaixo:*

*Na Jardine Matheson, a Brandes Investment Partners, o maior acionista externo, propôs uma reorganização da empresa. Embora esta proposta tenha sido implantada parcialmente, desde então os resultados têm sido maravilhosos. Na Kersaf, a Allan Gray Limited e a Marathon combinaram votos para propor uma reviravolta na estratégia da empresa, o que se provou excelente, e o preço das ações quase quadruplicou em dólares. Na Hollinger International, Tweedy, Browne Company perseguiu abnegadamente a recuperação de fundos da empresa e marcação a mercado do valor das propriedades da empresa, resultando na duplicação do valor das ações da Nomad.*

*Se você encontrar representantes de qualquer uma dessas organizações de gestão de fundos voltadas para o investimento, compre uma bebida para eles. Eles acrescentaram muito aos seus retornos!*

### **Perguntas sobre possibilidades de aplicação**

Durante muitos anos, acadêmicos estudam o problema da diversificação. A pergunta central que se faz na construção de portfólio é a seguinte: qual a quantidade ideal de ações para se reproduzir os retornos de mercado? Há um ponto de equilíbrio entre a menor quantidade possível de ações, de forma a se reduzir os custos transacionais e um número máximo de posições para diversificação do risco idiossincrático.

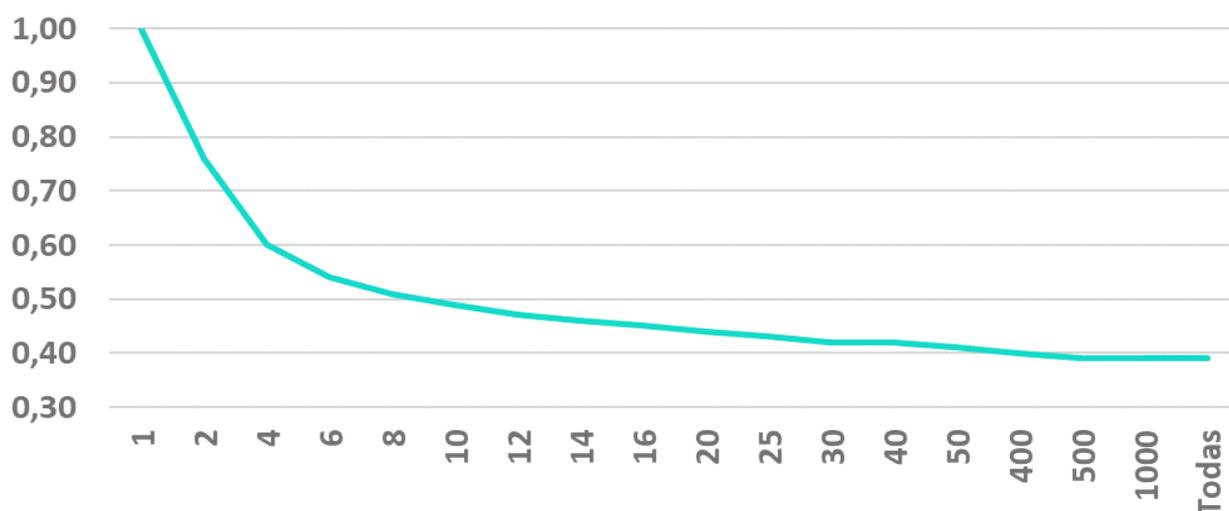
Elton e Gruber (1977) mostraram que a maior parte dos ganhos de diversificação é obtida em portfólios que carregam entre 20 e 30 posições. Eles examinaram um universo de 3.290 ações, construindo portfólios com várias quantidades de ações distribuídas com pesos iguais. Consideraram como o menor risco alcançável o risco de mercado, ou seja, o risco de um portfólio com todo o universo de ações, as 3.290. Aqui, o conceito de risco usado é a variância de retornos do mercado. Variância em relação ao mercado mede a dispersão de resultados de um papel ou portfólio em relação à performance do mercado. Assim, um portfólio com todas as 3.290 ações vai performar exatamente como o mercado e sua variância será zero. Mas vamos deixar claro aqui, que o portfólio de mercado ainda assim tem a variância de mercado, a qual é chamada pelos acadêmicos de finanças como risco não diversificável. No outro extremo da escala de risco, um portfólio com apenas uma ação se apresentaria como o mais arriscado, dado que teria a maior variância em relação ao mercado. A tabela abaixo, extraída do *paper* de Elton e Gruber, mostra a redução adicional ao risco (definido como o desvio padrão dos retornos anuais), selecionado aleatoriamente e de pesos iguais.

Número de Ações no Portfólio	Desvio Padrão Esperado de Retornos Anuais do Portfólio	Razão entre o Desvio Padrão do Portfólio para o Desvio Padrão de uma Única Ação
1	49,24	1
2	37,36	0,76
4	29,69	0,6
6	26,64	0,54
8	24,98	0,51
10	23,93	0,49
12	23,2	0,47
14	22,26	0,46
16	21,94	0,45
20	21,68	0,44
25	21,2	0,43
30	20,87	0,42
40	20,46	0,42
50	20,2	0,41
400	19,29	0,4
500	19,27	0,39
1000	19,21	0,39
Todas	19,16	0,39

No portfólio de uma única ação, o risco de seu retorno anual se desviar do retorno anual do mercado tem um desvio padrão de 49,24%. Quando uma segunda ação é inserida, isto reduz o risco do, agora portfólio de duas ações, para 76% do risco do portfólio de uma única ação. Isto representa uma substancial redução de risco, dado a adição de um único papel. Mas ainda assim, o desvio padrão deste portfólio de duas ações é quase duas vezes (37,36%) o desvio padrão sobre o retorno anual de mercado (19,16%).

A entrada de um terceiro papel, reduz o risco para 60% do risco do portfólio de apenas uma ação. A cada novo papel no portfólio, a redução incremental do desvio padrão em relação ao portfólio de uma única ação é menor. Veja no gráfico abaixo como a redução do desvio padrão é alta no início, mas rapidamente altera seu ângulo e estabiliza:

**Razão entre o desvio padrão do portfólio para o desvio padrão de uma única ação**



Aqui podemos ver que, um portfólio de 20 ações já eliminou 92% do risco idiossincrático. (memória de cálculo:  $((21,68 - 19,16) / (49,24 - 19,16)) - 1$ ). Adicionar mais 10 ações ao portfólio elimina 95% do risco idiossincrático, uma redução incremental de apenas 3%.

Reduções acima de 30 papéis são mínimas. E aqui, os custos de aquisição e monitoramento de maiores quantidades de ações, bem provavelmente, superarão o benefício de reduções incrementais do risco idiossincrático.

*As Dorothy says: "Toto, I have a feeling we're not in Kansas anymore."*

A hipótese de eficiência dos mercados sustenta que é impossível *outperformar* o mercado e assim, a melhor alternativa ao investidor seria adquirir o portfólio de mercado via um fundo de baixo custo ou ETF indexado ao mercado. Mas Buffet argumenta que o mercado é frequentemente eficiente e não sempre eficiente e isto representa uma diferença como do dia para a noite. Abaixo, segue um trecho da página 18 da carta escrita na época aos acionistas da Berkshire:

#### *"Efficient Market Theory*

*The preceding discussion about arbitrage makes a small discussion of "efficient market theory" (EMT) also seem relevant. This doctrine became highly fashionable indeed, almost holy scripture - in academic circles during the 1970s. Essentially, it said that analyzing stocks was useless because all public information about them was appropriately reflected in their prices. In other words, the market always knew everything. As a corollary, the professors who taught EMT said that someone throwing darts at the stock tables could select a stock portfolio having prospects just as good as one selected by the brightest, most hard-working security analyst. Amazingly, EMT was embraced not only by academics, but by many investment professionals and corporate managers as well. Observing correctly that the market was frequently efficient, they went on to conclude incorrectly that it was always efficient. The difference between these propositions is night and day.*

*In my opinion, the continuous 63-year arbitrage experience of Graham-Newman Corp. Buffett Partnership, and Berkshire illustrates just how foolish EMT is. (There's plenty of other evidence, also.) While at Graham-Newman, I made a study of its earnings from arbitrage during the entire 1926-1956 lifespan of the company. Unleveraged returns averaged 20% per year. Starting in 1956, I applied Ben Graham's arbitrage principles, first at Buffett Partnership and then Berkshire. Though I've not made an exact calculation, I have done enough work to know that the 1956-1988 returns averaged well over 20%. (Of course, I operated in an environment far more favorable than Ben's; he had 1929-1932 to contend with.)"*

Ou seja, apesar de não invalidar a conclusão do EMT, Buffet atesta que sim, era possível identificar ações precificadas de forma errada, ações para as quais o mercado não se mostrava eficiente. E para estas ocasiões, concentração faria mais sentido.

Um outro detalhe interessante desta carta, é que Buffet já descarta alguns contra-argumentos sobre suas observações. Ele menciona 4 importantes condições presentes em suas observações empíricas que validam e suportam suas conclusões a partir da performance de alguns portfólios:

*"All of the conditions are present that are required for a fair test of portfolio performance: (1) the three organizations traded hundreds of different securities while building this 63-year record; (2) the results are not skewed by a few fortunate experiences; (3) we did not have to dig for obscure facts or develop keen insights about products or managements - we simply acted on highly-publicized events; and (4) our arbitrage positions were a clearly identified universe they have not been selected by hindsight.*

*Over the 63 years, the general market delivered just under a 10% annual return, including dividends. That means \$1,000 would have grown to \$405,000 if all income had been reinvested. A 20% rate of return, however, would have produced \$97 million. That strikes us as a statistically-significant differential that might, conceivably, arouse one's curiosity.*

*Yet proponents of the theory have never seemed interested in discordant evidence of this type."*

E a pergunta que se apresenta aqui é: ‘Existem ações com preços errados, para as quais a eficiência do mercado não se apresenta?’

A consequência do mercado ser na maior parte do tempo eficiente, e assim a ocorrência de ‘preços errados’ se dar em situações raras, é que os portfólios que buscam alfa acabam contendo uma quantidade menor de ações do que a média de mercado, a qual reproduz beta. Assim, investidores que buscam valor de longo prazo, tendem a ser mais concentrados.

Quanto mais abrangente a diversificação de um portfólio de ações, maior a probabilidade de seus resultados reproduzirem a média de mercado. Quanto maior a concentração de um portfólio, aumenta-se a probabilidade de que se desvie da média, tanto positivamente quanto negativamente.

O problema com a visão acadêmica é que o risco é tratado como o desvio da performance do mercado. Mas e se nosso objetivo for exatamente o de se desviar da performance do mercado?

Vamos inverter a percepção de risco e analisar o quão difícil é de se desviar desta média. Quão difícil é de se obter estes desvios?

O estudo conduzido por Benello, Van Bima e Carlisle, endereça estas perguntas com base no índice S&P e mercado acionário Norte Americano. O *total return* S&P 500 EW, ou S&P com pesos iguais, é um índice de mercado que contém 500 ações e considera os dividendos em seus retornos históricos. Com quantas ações podemos gerar um resultado que se aproxime ao do Índice S&P 500 EW? E quais as chances que ao selecionarmos estas ações randomicamente, estas ações vão *performar* em linha, ou *underperformar* o índice?

Vamos responder estatisticamente estas perguntas. Em nosso exemplo, a população é o portfólio inteiro de 500 ações do S&P EW, a característica que estamos interessados é no retorno deste índice, e a amostra é nosso portfólio. O que queremos saber é, qual a probabilidade de que um dado portfólio seja igual ou *underperforme* os retornos do S&P 500 EW.

Podemos testar isto empiricamente, usando simulação de Monte Carlo para construir randomicamente portfólios selecionados de diferentes tamanhos e então comparar a performance de cada portfólio com a *performance* do índice. Então, para formar as amostras, as ações dos portfólios serão selecionadas dentre as 500 ações do índice e terão pesos iguais. Para cada ano de amostra, serão gerados 8.000 portfólios com as seguintes quantidades de ações:

- 1.000 portfólios contendo 250 ações
- 1.000 portfólios contendo 100 ações
- 1.000 portfólios contendo 50 ações
- 1.000 portfólios contendo 30 ações
- 1.000 portfólios contendo 25 ações
- 1.000 portfólios contendo 20 ações
- 1.000 portfólios contendo 15 ações
- 1.000 portfólios contendo 10 ações

Como a base é representada pelo período de 1999 a 2014, foram gerados 120.000 portfólios e então comparados à *performance* do S&P 500 EW neste mesmo período de aproximadamente 15 anos. Neste intervalo considerado, o S&P 500 EW gerou uma média anual de retornos de 12,16%. O portfólio com 250 ações, gerou a mesma média para seus retornos anuais, assim como o portfólio de 50 ações. O portfólio com 10 ações apresentou uma média de retornos anuais ligeiramente abaixo, com 12,01%, mas notadamente próxima à média de retornos anuais do índice S&P 500 EW. Isto é esperado, conforme se aumenta a

quantidade de amostras (120.000), e as ações em cada portfólio (de 10 a 250) as médias das amostras devem convergir para a média populacional.

Resultados	10	15	20	25	30	50	100	250	Todas
em %	ações								
<i>Média</i>	12,01	12,08	12,07	12,09	12,13	12,16	12,19	12,16	12,16
<i>Mediana</i>	12,05	12,08	12,07	12,09	12,13	12,16	12,19	12,16	12,16
<i>Mínimo</i>	3,71	5,4	5,32	5,9	7,51	8,13	10,12	10,69	12,16
<i>Máximo</i>	21,32	19,96	18,68	17,23	17,33	15,79	14,78	13,5	12,16
<i>Desvio Padrão</i>	2,69	2,21	1,93	1,73	1,53	1,18	0,8	0,4	0

#### Média de Retornos Anuais de Portfólios de ações do S&P 500 EW – Simulação de Monte Carlo 1999 a 2014

A característica que chama atenção nesta tabela é a crescente distribuição dos retornos à medida que os portfólios aumentam a concentração. O portfólio de 250 ações não desvia muito da média do S&P 500 EW, sendo que seu pior portfólio apresentou média de retornos anuais de 10,69% nos 15 anos estudados e melhor retorno de 13,5%. Em contraste com o portfólio de 10 ações, estes são muito mais propensos a se desviarem da média, apresentando sua melhor média de retornos anuais de 21,32% e como pior média de retorno anual, 3,71%.

Na tabela abaixo, traduz-se estes resultados na chance que a *performance* de um dado portfólio se desvie da *performance* do *underlying* índice, S&P 500 EW. Os números indicam que na medida em que concentramos o portfólio em número menor de ações, a chance de *outperformar* aumenta. Com 250 ações, os portfólios *outperformam* o índice por 1% ou mais em apenas 0,2% dos casos e em nenhum dos casos foi capaz de *outperformar* mais de 2% a qualquer tempo. Em contraste, o portfólio com 10 ações *outperforma* em 1% ou mais em 35,2% das vezes, indicando que em 1/3 dos portfólios, o retorno médio foi maior do que 1% em relação ao S&P 500EW.

Resultados	10	15	20	25	30	50	100	250	Todas
em %	ações								
<i>1% ou mais</i>	35,2	32,4	30,2	27,7	23,4	15,8	7,3	0,2	-
<i>2% ou mais</i>	22,1	17,5	14,7	10,4	8,2	2,5	-	-	-
<i>3% ou mais</i>	12,1	7,9	5,2	3	1,8	0,3	-	-	-
<i>4% ou mais</i>	5,9	2,2	1,3	0,6	0,1	-	-	-	-
<i>5% ou mais</i>	2,6	0,8	0,2	0,1	-	-	-	-	-

#### Chance do Portfólio *Outperformar* S&P 500 EW Carlo 1999 a 2014

Em 22,10% dos portfólios de 10 ações da amostra, temos retornos acima de 2% ou mais em relação ao retorno do mercado. Em 2,6% dos casos, ou seja 1 a cada 40, o portfólio com 10 ações *outperformou* com 5% ou mais o índice S&P 500EW.

Note-se que o contrário, ou seja, quando falamos de resultados abaixo do *benchmark*, também é verdadeiro: os portfólios com 250 ações *underperformam* o índice em apenas 0,2% dos casos e não há nenhuma observação de *underperformance* de 2% ou mais. Neste sentido, para os portfólios de 10 ações, apenas 5,9%

dos casos *underperformaram* em 4% ou mais o índice, e 2,6% *underperformaram* em 5% ou mais o S&P 500 EW.

Este exercício demonstra que concentrar um portfólio aumenta a chance da *performance* deste portfólio se desviar da *performance* do *underlying* índice, e não que isto necessariamente implique em melhor *performance* sobre o índice. O retorno esperado de um portfólio selecionado randomicamente é ainda sua média. Mas, e se aprofundássemos a análise na concentração de portfólios para verificar como carteiras extremamente concentradas *performam*?

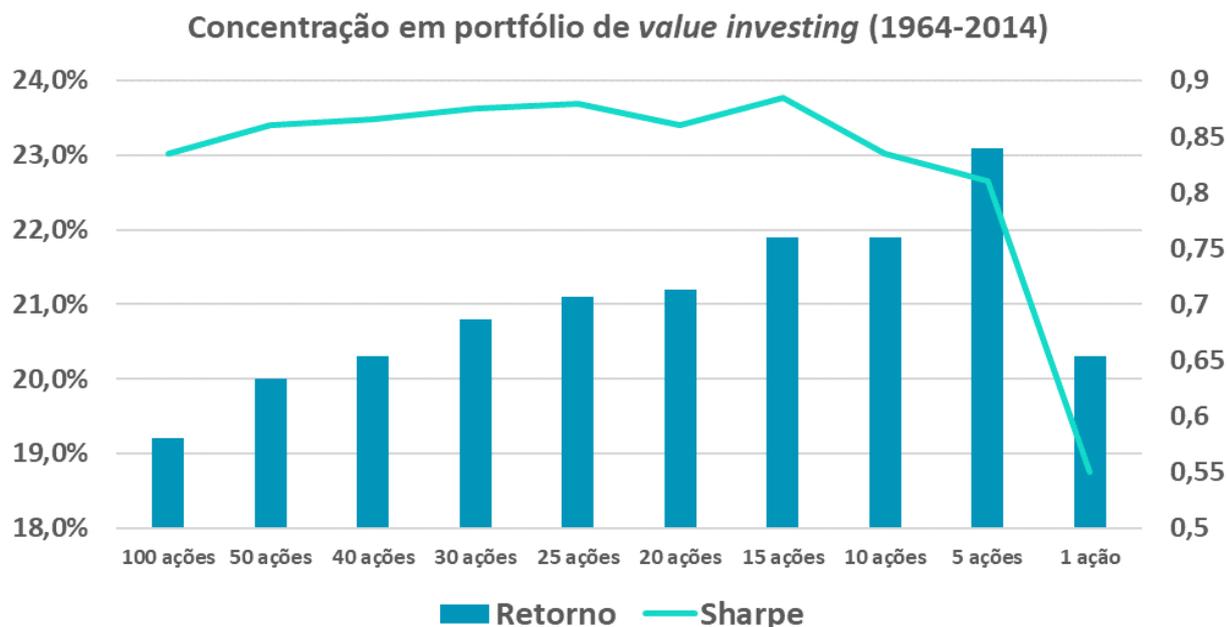
Patrick O'Shaughnessy considerou esta questão em 2014 para o mercado acionário Norte Americano. Ele avaliou 51 anos de dados de mercado, de 1964 a 2015 para formar portfólios de ações e ADRs subvalorizadas negociadas no mercado dos Estados Unidos, com um *market cap* mínimo de USD 200MM (ajustado pela inflação ao dólar de 2014). Então, criou portfólios de tamanhos variados, contendo o maior 100 ações e o menor, apenas uma ação. Então, ranqueou cada ativo de seu estudo com base no valor de seus fundamentos, definindo combinações com pesos iguais para os seguintes indicadores:

- Preço/*Earnings*;
- Preço/Receitas;
- Ebitda/*Enterprise Value*;
- FCF/*Enterprise Value*;
- *Total Shareholder Yield* (dividendos, mais ou menos novas emissões ou recompras de ações).

Cada portfólio foi rebalanceado anualmente, evitando vieses de sazonalidade e conferindo maior robustez à análise.

Número de ações	100	50	40	30	25	20	15	10	5	1
<i>Retornos (%)</i>	19,2	20	20,3	20,8	21,1	21,2	21,9	21,9	23,1	20,3
<i>Sharpe Ratio</i>	0,84	0,86	0,87	0,87	0,88	0,86	0,89	0,84	0,81	0,55

**Estatística para concentração de *value* portfólios, rebalanceados anualmente (1963 a 2015)**



Os melhores retornos vieram de uma carteira de apenas 5 ações! A melhor relação de *sharpe* veio das carteiras com 15 ações. Acima de 25 ações, conforme os portfólios aumentam, retornos e *sharpe* se reduzem, trazendo piores relações de retornos ajustados ao risco. Os resultados da pesquisa de O’Shaughnessy parecem suportar a opinião de Buffet sobre portfólios de *value investing* concentrados. Em uma de suas falas, Buffet disse: “se eu estiver administrando um portfólio de USD 50MM, USD 100MM ou USD 200 MM eu teria 80% nas cinco maiores posições, com 25% para a maior ação”.

Benjamin Graham também sustentava uma limitação à diversificação. Em *Investidor Inteligente* (1949), aconselhava um portfólio com um tamanho mínimo de 10 empresas e máximo de 30 posições. Klarman, Buffet e Munger recomendavam um número menor de posições: 5 para Buffet e Munger, 10 a 15 para Klarman.

Nós na SFA também não acreditamos nos efeitos de redução de risco e na falsa segurança que a superdiversificação pode trazer. Acreditamos em gestão ativa, no conhecimento profundo da empresa e indústria investidas, alocando com alto grau de convicção e que os riscos deste tipo de investimento seriam mais eficientemente diversificados pelo investidor via diferentes classes de ativos, do que pelo gestor em aumentar papéis indiscriminadamente em sua carteira. São realmente poucos gestores que conseguem gerar *alpha* relevante no longo prazo (aproximadamente 6% dos gestores de *equities* conseguirão gerar 4% ou mais de *alpha* nos próximos 15 anos nos EUA). Para *outperformar* o mercado no longo prazo, além da análise proprietária e profunda nós ousamos ser diferentes!

Agradecemos a confiança,

### Equipe SFA Investimentos

**Gestão**  
SFA INVESTIMENTOS LTDA  
Rua Gomes de Carvalho, 768 – 8º andar  
Vila Olímpia – CEP: 04547-003  
São Paulo - Brasil  
Tel: +55 11 2780-0690  
ri@sfainvestimentos.com.br

**Administração**  
BNY MELLON SERVIÇOS FINANCEIROS DISTRIBUIDORA DE  
TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.  
Av. Presidente Wilson, nº 231 – 11º andar  
Rio de Janeiro - Brasil  
Centro – CEP: 20030-905  
Tel: +55 21 3219 2500

**Custódia**  
BNY MELLON BANCO S.A.  
Av. Presidente Wilson, nº 231 – 11º andar  
Centro – CEP: 20030-905  
Rio de Janeiro - Brasil  
Tel: +55 21 3219 2500  
www.bnymellon.com.br

Este material foi preparado pela SFA Investimentos Ltda., e tem caráter meramente informativo e não deve ser considerado como recomendação de investimento ou oferta para a aquisição de cotas de fundos ou outros investimentos, nem deve servir como única base para tomada de decisões de investimento. Leia o regulamento do fundo antes de investir. O fundo gerido utiliza estratégia 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 acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. O fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito –FGC. Rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A rentabilidade ajustada considera o reinvestimento dos dividendos, juros sobre capital próprio ou outros rendimentos advindos de ativos financeiros que integrem a carteira do fundo repassados diretamente ao cotista. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Este fundo está sujeito a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação, regime de administração temporária, falência recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo.



## Referências Bibliográficas

- Taleb, Nassim Nicholas. *The Black Swan – the impact of the Highly Improbable*. US, Random House, 2007.
- Sleep, Nick. *Asset Managers Letters (Nomad Investment Partnership – 2001 to 2014)*. IGY Foundation website, UK <https://igyfoundation.org.uk/wp-content/uploads/2021/03/>.
- Benello, Allen C. & Van Biema, Michael & Carlisle, Tobias E. *Concentrated Investing: strategies of the world's greatest concentrated value investors*. New Jersey, Wiley & Sons, 2016.
- Martijn Cremers, Jon Fulkerson e Timothy Riley. *Active Share and the Predictability of the Performance of Separate Accounts*, publicado na edição do primeiro trimestre de 2022 do Financial Analysts Journal.
- Tidmore, Chris. Fund Concentration: A Magnifier of Manager Skill. *The Journal of Portfolio Management* – Julho 2022.
- Fama, Eugene F. and French, Kenneth R. *The Cross-Section of Expected Stock Returns*. The Journal of Finance, Vol. 47, No. 2 (Jun, 1992), pp. 427-465. Blackwell Publishing for the American Finance Association. <http://www.jstor.org/stable/2329112>.
- Fama, E., and K. French, 1993. *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*. Journal of Financial Economics 33, 3-56.
- Baks, Klaas P., Busse, Jeffrey A. e Green, T. Clifton. *Fund Managers Who Take Big Bets: Skilled or Overconfident*. 2007. Goizueta Business School, Atlanta.
- Petajisto, Antti. *Active Share and Mutual Fund Performance*. Financial Analysts Journal, 2013. Volume 69 - Number 4
- Derwall, J. & Huij, J. *Global equity fund performance, portfolio concentration, and the fundamental law of active management*. Journal of Banking & Finance. Ed. Janeiro 2011.
- Cunningham, Lawrence A. *Lessons from Quality Shareholders on Corporate Governance Practice, Research and Scholarship*. 2021. The Business & Finance Law Review. Vol. 5:1.
- Lawrence A. Cunningham, *Cultivating Quality: Time to Revise and Update the Shareholder Cultivation Literature*, 15 OHIO ST. BUS. L.J. 85 (2021).
- Chicheportiche, Rémy and Bouchaud, Jean-Philippe, *The Joint Distribution of Stock Returns is Not Elliptical* (September 6, 2010). International Journal of Theoretical and Applied Finance, Vol. 15, No. 3, 2012, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1904287> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1904287>.
- Patrick O'Shaughnessy, "How Concentrated Should You Make Your Value Portfolio?" *The Investor's Field Guide*, Novembro 2014, <https://patrickoshag.tumblr.com/>.