

Março de 2015

As palestras do megainvestidor Howard Marks (de quem já falamos na nossa carta de outubro de 2014) e seu mais recente livro "*The Most Important Thing*" tratam quase sempre do mesmo tema: o risco de perder dinheiro.

Na semana passada, durante um *Google Talks*¹, Marks deu uma excelente palestra e citou alguns dos seus livros favoritos. Um deles é "*Winning the Loser's Game*", de Charles D. Ellis. De forma resumida, o livro se baseia em um estudo realizado em 1973 chamado "*Extraordinary Tennis for the Ordinary Tennis Player*", no qual o pesquisador compilou dados estatísticos de diversos jogos de tênis profissional e amador e constatou que, apesar de possuírem as mesmas regras e equipamentos, existem dois jogos completamente diferentes de tênis.

Um jogo é o jogado pelos melhores tenistas do circuito profissional, e o outro é o praticado pelos 99,9% restantes. No primeiro, os jogadores ganham os pontos. Ou seja, eles buscam lances incríveis, buscam golpes indefensáveis, sacam a mais de 200 km/h e constroem os pontos sempre buscando ganha-los com um *winner*, uma bola vencedora. Esse é o chamado *Winner's Game*.

Enquanto isso, no jogo dos amadores, os jogadores perdem os pontos. Ou seja, um jogador ganha a partida porque o adversário errou mais do que ele, cometeu mais dos famosos "erros não forçados". Neste tipo de tênis, ganha o tenista que conseguir perder menos pontos. Esse é o chamado *Loser's Game*.

No *Winner's Game*, 80% dos pontos são ganhos enquanto que, no *Loser's Game*, 80% dos pontos são perdidos. Conclui-se então que, apesar de possuírem o mesmo nome ("tênis"), os jogos são completamente diferentes, opostos até.

Ao final do estudo, o pesquisador sugere que, para ganhar no *Loser's Game*, a estratégia deve ser rebater 10 bolas e torcer para que o seu oponente rebata apenas 9. Para isso, é preciso ter uma postura conservadora, manter a bola em jogo e jogar de forma simples. De vez em quando, o oponente conseguirá realizar um ponto fantástico, uma paralela na linha ou um *ace*, mas, de forma geral, a estratégia conservadora será a vencedora.

Howard Marks, assim como nós, entende que o mundo de investimentos é um *Loser's Game*. No longo prazo, a estratégia vencedora é aquela que, através de uma postura conservadora, procura não perder muito dinheiro em anos ruins e busca retornos substanciais nos anos bons. Para isso, é preciso ter uma estratégia clara, simples e ter persistência. É por isso que, desde o início do nosso fundo, temos batido na mesma tecla:

"O ato de investir é aquele que, através de uma análise minuciosa e conservadora, compromete-se a preservar o principal e gerar um retorno adequado no longo prazo."

Nesta mesma palestra, Howard Marks contou a história de um cliente que estava muito satisfeito com o seu fundo de pensão. O cliente disse a Marks que o seu fundo nunca esteve entre os 25% melhores, considerando o prazo de um ano gregoriano fechado. Ao longo de 14 anos, o fundo sempre esteve posicionado entre 27º e o 47º percentil, ou seja, consistentemente no segundo quartil de rentabilidade entre seus pares e levemente melhor que a média. Entretanto, considerando todo o período de 14 anos, o fundo estava entre os 4% melhores da amostra. O motivo é simples: ao buscar de forma agressiva estar no topo do *ranking* em um determinado ano, gestores se expõem a maiores riscos, que podem leva-los ao topo ou para o final da lista. Um ano pode ser maravilhoso e o ano seguinte pode ser terrível. Ao longo dos anos, dificilmente estes gestores estarão entre os melhores. Evitar anos terríveis é um dos nossos principais objetivos para buscar o retorno adequado e razoável no longo prazo.

Em uma incansável busca por autoconhecimento, procuramos em primeiro lugar encarar nossos papéis como investidores com muita humildade. Nós não somos gênios e nem pretendemos ser. Para cada John Paulson, que em 2007 ganhou um bônus de US\$4 bilhões ao apostar no *crash* do mercado imobiliário americano², há centenas de

¹ [Howard Marks no Google Talks: The Most Important Thing - "Origins and Inspirations"](#)

² <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052748703574604574499740849179448>

outros gestores que perderam muito dinheiro se arriscando em investimentos de risco/retorno duvidosos (e que não receberam os holofotes da mídia).

Desde o fim de 2012 (início do Fundo), nós escolhemos dez empresas para investir (algumas já desinvestidas) e perdemos dinheiro em apenas uma delas. Acreditamos que essa proporção entre escolhas vencedoras e perdedoras está boa (o que não quer dizer que não nos questionamos frequentemente sobre nossos erros). De forma resumida, a única coisa que podemos prometer aos nossos clientes é isso: pretendemos jogar de forma simples e inteligente o *Loser's Game* do mundo dos investimentos.

Abaixo estão nossa carteira atualizada e tabela de performance:

Empresas	Valor de Mercado (R\$ mi)	Expectativa Lucro		P/L	ROE	Dividend Yield**	Participação na Carteira
		2015	(R\$ mi)				
Itaú	203.800	22.000		9,3x	23%	3%	31%
Daycoval	2.036	400		5,1x	15%	10%	12%
Abril Educação	3.221	200		16,1x	40%	2%	11%
Guararapes	4.867	500		9,7x	20%	3%	10%
IBM	499.590	49.770		10,0x	72%	5%	9%
Helbor	1.017	150		6,8x	12%	10%	4%
Outros							2%
Hedge							5%
Caixa							15%
Média - Carteira				7,4x	22%	3%	
Mediana - Bolsa Brasileira*				16,0x	12%	3%	

* universo de 180 companhias abertas com liquidez acima de 300 mil reais/dia

** considerando recompra de ações

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulado
2012	Fundo*									5,7%	1,8%	9,5%	3,9%	22,3%	22,3%
	Ibovespa									-4,1%	-3,6%	0,7%	6,1%	-1,2%	-1,2%
2013	Fundo*	0,6%	3,5%	6,9%	-4,2%	0,3%	-3,9%	-2,5%	-2,3%	5,8%	0,4%	-0,5%	-6,3%	-3,1%	18,5%
	Ibovespa	-2,0%	-3,9%	-1,9%	-0,8%	-4,3%	-11,3%	1,6%	3,7%	6,3%	2,0%	-3,3%	-1,9%	-15,5%	-16,5%
2014	Fundo	-4,0%	1,1%	7,0%	1,7%	-2,7%	-0,8%	-0,3%	4,5%	-3,9%	0,0%	-1,0%	-5,6%	-4,7%	12,9%
	Ibovespa	-7,5%	-1,1%	7,0%	3,6%	-1,9%	3,8%	5,0%	9,8%	-11,7%	0,9%	0,0%	-8,5%	-3,0%	-19,0%
2015	Fundo	-2,4%	4,4%	1,8%										3,8%	17,2%
	Ibovespa	-6,2%	10,0%	-0,8%										2,3%	-17,1%

* Em maio de 2013, o fundo Terra Boa FIC FIA foi cindido dando origem ao fundo Amazônia FIC FIA. Os sócios da Amazônia participaram da gestão da estratégia durante todo o período, apesar de que mediante aos órgãos reguladores, são formalmente gestores do Amazônia FIC FIA apenas a partir de novembro de 2013, época em que o fundo foi transferido para Amazônia Capital.

Um grande abraço,

Diogo e Helio